

TECNOLÓGICO DE COSTA RICA

Escuela de Administración de Empresas

Licenciatura en Administración de Empresas con énfasis en Finanzas



Utilización de derivados financieros tipo swap en el
mercado costarricense, por medio de un estudio de caso
del Banco Nacional de Costa Rica

Preparado por:

- Sergio Alfaro Barrantes
- Esteban Barboza Pérez
- Ruth Córdoba Sánchez
- Andrea Fernández Marín
- Marlon Ruiz Navarro
- Fiorella Sánchez Chinchilla

San José, 2014

Resumen Ejecutivo

En el mundo globalizado actual, los mercados financieros locales llegan a integrarse con mayor facilidad a los mercados globales y las barreras geográficas se van desdibujando paulatinamente de los mapas comúnmente conocidos. Costa Rica no es la excepción, especialmente si se considera el alto grado de integración que tiene la economía costarricense con el resto del mundo y, al mismo tiempo, el gran impacto que generan eventos externos en el mercado local.

A pesar de ser un mercado altamente integrado y dependiente del exterior, el mismo sigue siendo pequeño. Como bien se sabe, los inversionistas son adversos al riesgo, y las variaciones en el tipo de cambio en un país que realiza muchas transacciones en dólares, le añaden cierto grado de incertidumbre a las negociaciones entre actores. Como es natural, estos actores buscan mecanismos para gestionar o administrar ese riesgo en aras de disminuirlo y asegurarse, en la medida de lo posible, negociaciones más seguras y más predecibles.

Este estudio pretende brindar un acercamiento a distintas opciones de derivados financieros que se ofrecen en el mercado financiero costarricense, utilizadas para proteger las operaciones y el intercambio de bienes o servicios entre distintos actores de ese mercado.

Abstract

At the beginning of 2014 Costa Rican exchange rate experienced an unexpected increase. The stakeholders, concerned about this situation, decided to find out other ways to protect their investments from the irregular Colón's behavior.

This investigation purpose studies the financial derivatives as a protection tool against the speculation risk and the exchange rate fluctuations. The current document's methodology used the qualitative method as a way to gather the information from different participants in the Costa Rican financial market and the existing country's legislation.

This research concludes that in Costa Rica the usage of the financial derivatives is in progress and it hasn't reached the popularity wished by the banks. The deficient legislation and the poor informative campaigns are some of the barriers that explain why the swaps haven't been successful in the Costa Rican market.

Tabla de contenido

CAPÍTULO 1. TEMÁTICA A ESTUDIAR.....	3
CAPÍTULO 2. OBJETIVOS	6
GENERAL	6
ESPECÍFICOS.....	6
DELIMITACIONES DEL ESTUDIO	7
CAPÍTULO 3. MARCO TEÓRICO.....	8
A. MARCO CONCEPTUAL	8
<i>Derivados financieros.....</i>	<i>8</i>
<i>¿Cómo funciona un derivado y qué beneficio brinda?</i>	<i>8</i>
<i>Forward.....</i>	<i>10</i>
<i>Swaps.....</i>	<i>11</i>
<i>¿Cómo se negocia una Swap / Permuta Financiera?.....</i>	<i>12</i>
<i>¿Qué es un swap de tasas de interés?.....</i>	<i>13</i>
<i>Swaps de Tipo de Cambio.....</i>	<i>13</i>
<i>Desarrollo del mercado de derivados financieros en Costa Rica.....</i>	<i>15</i>
B. MARCO CONTEXTUAL.....	18
<i>Historia y evolución de los derivados.....</i>	<i>18</i>
<i>Evolución hacia los conceptos actuales.....</i>	<i>19</i>
<i>Evolución de los Mercados de Derivados en Costa Rica</i>	<i>21</i>
<i>International Swaps and Derivates Association (ISDA).....</i>	<i>25</i>
C. MARCO INSTITUCIONAL.....	26
<i>Banco Central de Costa Rica.....</i>	<i>26</i>
<i>Superintendencia General de Entidades Financieras.....</i>	<i>28</i>
D. MARCO LEGAL	30
<i>Contrato Marco</i>	<i>30</i>
<i>Regulación costarricense.....</i>	<i>31</i>
<i>Reglamentos vigentes en Costa Rica</i>	<i>32</i>
<i>Reglamento para el uso de Derivados en Moneda Extranjera.</i>	<i>32</i>
<i>Reglamento para operaciones con Derivados Cambiarios</i>	<i>33</i>
<i>Reglamento para la Autorización y Ejecución de Operaciones con Derivados Cambiarios.....</i>	<i>34</i>
<i>Puntos a destacar del Reglamento existente.....</i>	<i>35</i>
CAPÍTULO 4. METODOLOGÍA.....	36
A. MARCO METODOLÓGICO	36
<i>Enfoque y alcance de la investigación.....</i>	<i>36</i>
<i>Población y muestra</i>	<i>37</i>
<i>Fuentes de información y sujetos de investigación.....</i>	<i>37</i>
<i>Identificación de las variables.....</i>	<i>39</i>
<i>Matriz para el cumplimiento de objetivos.....</i>	<i>41</i>
<i>Instrumentos de recolección de información</i>	<i>44</i>
<i>Variables a medir por el cuestionario</i>	<i>45</i>

<i>Análisis de los datos</i>	48
CAPÍTULO 5. ANÁLISIS DE DATOS	49
<i>Análisis entrevista experto 1: Estudio de Caso</i>	49
<i>Análisis entrevista experto 2: Entrevista Complementaria</i>	57
<i>Análisis entrevista experto 3: Entrevista Complementaria</i>	59
<i>Análisis comparativo de las entrevistas</i>	64
CAPÍTULO 6. CONCLUSIONES	69
LISTA DE REFERENCIAS	73
ANEXOS	75
ANEXO 1: ENTREVISTA PARA EL ESTUDIO DE CASO	76
ANEXO 2: ENTREVISTA PARA LOS EXPERTOS	79

Capítulo 1. Temática a estudiar

a) Antecedentes del problema a estudiar

A nivel internacional se puede observar la importancia que ha tomado el mercado de derivados financieros en la última década. Día a día, las condiciones del mercado estimulan a personas y empresas a una mayor utilización de los mismos.

Los instrumentos financieros son principalmente utilizados por bancos, inversionistas y empresas exportadoras de forma cada vez más frecuente, lo que les permite poder gestionar el riesgo de mercado implícito en sus inversiones y flujos de dinero.

El valor de cualquier bien en el mercado está sujeto a variaciones por acontecimientos futuros e inciertos, tales como las constantes fluctuaciones en el precio de la moneda (tipo de cambio). Producto de dichas variaciones es que surge la necesidad de mitigar esos riesgos por medio de la utilización de este tipo de instrumentos. Desde la perspectiva financiera, todos los derivados financieros se encuentran al servicio de una misma causa: la gestión del riesgo.

Por otro lado, la experiencia con la crisis económica mundial del 2008 hizo latente la necesidad imperante de una mejora en la regulación de los mercados financieros, tanto para evitar una especulación desmedida, como para brindar un respaldo jurídico a las partes involucradas.

Costa Rica no es la excepción. El tema de los derivados financieros es cada vez común entre los inversionistas, razón por la cual entidades como la SUGEF, SUGEVAL y Banco Central de Costa Rica han elaborado reglamentaciones que fiscalicen el uso de los mismos. La reglamentación actual es reciente y aún tiene mucho por mejorar ya que presenta vacíos importantes y ha sido redactada de forma muy genérica.

b) Justificación

Se ha comprobado que el uso de los derivados financieros mitiga el riesgo cambiario para operaciones realizadas en divisas extranjeras. A pesar de ser un instrumento tan útil parece ser que los participantes en el mercado desconocen sobre las implicaciones, características y uso de los mismos.

Durante los meses de enero y febrero del 2014 el tipo de cambio en Costa Rica fluctuó de manera inesperada, situación que alteró la estabilidad percibida durante los últimos dos años. Este fenómeno creó incertidumbre dentro de los inversionistas, quienes vieron un aumento inmediato en sus costos y una amenaza a sus proyecciones a corto y largo plazo.

El presente documento estudia la relación que existe entre la demanda de los derivados financieros tipo *swap* y el fenómeno del tipo de cambio percibido a inicios del año 2014; ya que el fin es comprobar si realmente son un instrumento de cobertura de riesgo eficiente para el mercado costarricense según sus características.

A su vez, se analiza la evolución del mercado y la estructura legal con la que cuenta Costa Rica. A pesar de que el tema de derivados financieros ha tenido mucho auge en años anteriores, el estudio demuestra que el país cuenta con las herramientas suficientes para su comercialización.

Otro aspecto considerado dentro del estudio es el desconocimiento percibido entre los participantes, para este propósito el documento describe detalladamente la situación actual de los derivados financieros por medio de estudios de caso al Banco Nacional de Costa Rica (BNCR) y opiniones complementarias de expertos.

En general el propósito del proyecto es investigar cómo ha venido evolucionando el tema de derivados financieros desde la creación de la reglamentación vigente, es decir la situación actual, y la tendencia a seguir durante los próximos años en Costa Rica.

c) Problema científico o profesional

¿Cuál es el uso actual de los derivados financieros, para el caso específico de los *swaps*, en el mercado costarricense por medio de un estudio de caso al Banco Nacional de Costa Rica para el primer semestre del año 2014?

Capítulo 2. Objetivos

General

Describir la utilización actual de los derivados financieros tipo *swaps* en el mercado costarricense por medio de un estudio de caso al Banco Nacional en el primer semestre del 2014.

Específicos

1. Describir la evolución, desarrollo y utilización de los derivados financieros en el mercado Costarricense hasta el primer semestre del 2014.
2. Identificar las ventajas y desventajas de la utilización de los derivados financieros tipo *swap* para los inversionistas costarricenses.
3. Analizar el marco legal, reglamentación vigente al primer semestre del 2014, que regula la emisión y utilización de los derivados financieros tipo *swap* en el mercado costarricense.
4. Identificar el procedimiento administrativo necesario para la negociación de un contrato de derivados financieros tipo *swap*, y su respectiva aprobación.
5. Identificar los lineamientos básicos necesarios que debe cumplir una entidad financiera para ofrecer al público los derivados financieros tipo *swap*.

Delimitaciones del estudio

Las delimitaciones para el cumplimiento de los objetivos propuestos son:

1. Disponibilidad de los expertos para brindar las entrevistas sobre el uso de los derivados financieros.
2. La cantidad de empresas autorizadas en Costa Rica para comercializar *swaps* es muy reducida, lo que hace más difícil el hecho de conseguir una entrevista con los expertos.
3. El tema es poco conocido en el mercado costarricense, las fuentes de información son muy escasas.

Capítulo 3. Marco Teórico

A. Marco Conceptual

Derivados financieros

Las personas en su vida diaria utilizan y consumen todo tipo de derivados provenientes de un producto original, sea comestible o no. En el ámbito económico específicamente financiero también existen productos derivados, en este caso el producto principal de donde se derivan subproductos normalmente es un pasivo o un activo.

“Un contrato de derivados asume su valor por el precio de la partida o ítem subyacente” (Gray & Place, 2003, pág.2); normalmente estas partidas principales son un crédito a corto o largo plazo, divisas o activos de renta variable (acciones). Un *contrato de derivado financiero* deriva el precio futuro para tal activo sobre la base de su precio actual y las tasas de interés.

¿Cómo funciona un derivado y qué beneficio brinda?

Primero se debe entender que no todos los derivados financieros tienen la misma función, entre los derivados financieros más populares están los futuros, las opciones, los *forwards* y los *swaps*, de cada uno de ellos se derivan funciones específicas.

Los derivados financieros se dividen en: 1) Contratos a Futuro, 2) Opciones, 3) *Forwards* y 4) *Swaps and Swaptions*.

En la agricultura, existen condiciones inciertas tanto a nivel climático como inestabilidad en variables económicas del entorno que afectan directamente la venta futura de una cosecha, es decir, desde la perspectiva del vendedor; un exportador de café sabe que su cosecha requiere de

un periodo determinado para ser recolectada, pero dentro de este periodo de siembra y cosecha está expuesto a que el tipo de cambio con respecto a su moneda local sufra una variación donde la moneda extranjera se devalúe y pierda poder adquisitivo con respecto a la moneda local, este tipo de variaciones afectarán económicamente al exportador debido a que se le encarecerán en forma relativa los costos de producción con respecto al monto que se recibirá por la venta del producto.

En estas situaciones el exportador puede gestionar en un mercado organizado de derivados financieros y optar por vender su cosecha por medio de *un contrato a futuro*. Este tipo de contratos se genera entre dos actores (el vendedor y el comprador de un activo específico). Ambas partes establecen un acuerdo para intercambiar el activo. Es decir, el comprador de café establece un contrato con el exportador determinando una cantidad y un precio específico que se intercambiará en un momento futuro, en este tipo de contratos las partes están en la obligación de ejecutar el intercambio con las características pactadas en el plazo establecido. En resumen un contrato a futuro permite a un vendedor cubrir el riesgo de que el valor de su cosecha en un futuro se vea afectada por variables económicas, y en el caso de un comprador, en este tipo de contratos los actores que tienen una posición de “comprador” se cubren del riesgo que la mercadería, la cual requiere en un futuro tenga un incremento de precios, afecte tanto el presupuesto como el costo de producción.

Otro derivado financiero son los contratos de opciones. Este tipo de derivado se enfoca principalmente en ofrecer a su tenedor un derecho pero no una obligación de compra o venta de un activo. Siguiendo el ejemplo del exportador de café, se da cuenta que su tractor está deteriorándose y debe cambiarlo antes de la siguiente cosecha porque no resiste más, se entera

que la tienda de su pueblo donde venden este tipo de tractores únicamente tiene dos para la venta y le comenta el vendedor que la situación económica en el país de origen de la maquinaria está muy mal por lo tanto han disminuido la producción; el vendedor comenta que se espera un incremento en el precio por lo tanto insta al exportador a realizar la compra lo más pronto posible, ofreciéndole la oportunidad de dar una señal de compra, que le otorga el derecho de adquirir en totalidad el producto en un plazo pactado pero no así la obligación. Es decir, si sucediera que al cumplir el plazo pactado para adquirir la maquinaria, la situación del país productor de tractores mejora, aumentando así la producción y venta de tractores, lo que generaría una disminución del valor, el exportador puede adquirir la maquinaria a un valor inferior del pactado en la opción, siendo consciente que perderá el monto equivalente a la señal de compra dada inicialmente. En síntesis, un contrato de opción es un acuerdo entre dos partes (comprador y vendedor) donde el vendedor ofrece la posibilidad de adquirir un producto en un plazo y precio establecido, con la condición de que el comprador debe dar una señal (prima) de pago no reembolsable, que le otorgará el derecho pero no la obligación de finalizar la compra pactada.

Forward

Un contrato forward es un acuerdo entre dos partes, donde se establece un plazo y precio determinado para un intercambio futuro de un activo. Esta se realiza por medio de una negociación directa entre el vendedor y el comprador, los contratos forward no son transados en un mercado organizado que es una de las principales diferencias con respecto a los contratos de futuros. Entonces se dice que “un contrato forward es un acuerdo para la entrega futura de una cantidad de material valorado en un precio y un momento determinado”. (Fabozzi, 2012, pág. 1371)

Un contrato forward “implica un contrato inicial, que se tendrá un rendimiento futuro de acuerdo con los términos pactados inicialmente. Además el tipo de forward debe de considerar que siempre involucrará un intercambio de un activo por otro”. (Kolb, 2000, pág. 2). Por ejemplo una persona está interesada en un cachorro de una camada recién nacida, el comprador o interesado habla con el dueño de los cachorros recién nacidos para pactar la compra de uno de los mismo cuando estos ya sean independientes de su madre, es decir, en un plazo a futuro el comprador pagará el valor del cachorro y este será entregado. Este tipo de contratos no son condicionales, pero ambas partes del acuerdo (comprador y vendedor) están obligadas a cumplir con el trato pactado.

Swaps

“Los contratos *swap* son un acuerdo entre dos o más partes, con el objetivo de realizar intercambios de flujos de caja en un periodo futuro” (Kolb, 2000, pág. 609)

Dentro de este tipo de contrato, existen dos tipos de *swap*, el primero se le llama *Interest rate swap* y responden a las siglas de IRS, el otro es el tipo de *swap* orientado al intercambio por cruce de divisas.

Una permuta financiera o *swap*, normalmente está compuesta por:

- ***Monto nocional:*** Determina el tamaño del *swap*, pues es la base para calcular los pagos
- ***Fecha del swap:*** fecha en que la acumulación de las tasas fijas o flotantes comienzan. (No es la misma de transacción).
- ***Fecha de vencimiento:*** fecha de expiración del contrato.

- ***Pagador de la tasa flotante:*** parte responsable de hacer los pagos basados en la definición de la tasa de interés flotante.
- ***Tasa de interés flotante:*** tasa que se toma como comparación más algunos puntos base.
- ***Intervalos de pago de tasa flotante:*** periodo empleado para calcular los flujos que tendrá que hacer el pagador de tasa flotante.
- ***Frecuencia de la tasa flotante:*** puede ser semestral, trimestral, mensual, semanal o diaria.
- ***Pagador de la tasa fija:*** contraparte que paga con base a la tasa de interés fija.
- ***Pagos de la tasa fija:*** en función de la tasa fija, se establece tomando como parámetro una tasa de mercado en un punto específico del tiempo.
- ***Periodos de pago de la tasa de interés fija:*** generalmente semestrales o anuales.
- ***Base de liquidación Neta o Bruta:*** Si se establece liquidación neta, la contraparte que haya calculado el pago mayor, pagará la diferencia entre lo que debe pagar y lo que recibirá.
(Zambrano Reyes, 2010, pág. 37)

¿Cómo se negocia una Swap / Permuta Financiera?

Los derivados se negocian tanto en mercados organizados como no organizados, más comúnmente conocidos como OTC (Over The Counter) o “sobre el mostrador”. Los productos negociados en mercados organizados tienen como principal característica que son estandarizados, mientras que los que se negocian en los mercados OTC se adecúan a las necesidades particulares de los contratantes, por lo que no presentan la característica de la estandarización. (Figueroa, 2008, pág. 245).

“El mercado en el que se negocian los *swaps* son los mercados OTC”. (Figueroa, 2008, pág.250).

¿Qué es un swap de tasas de interés?

Los *Interest Rate Swaps* son un instrumento de cobertura de tasas de interés, que le permite a una compañía poseedora de un pasivo a largo plazo con tasa de interés flotante, optar por que un banco o ente facilitador se haga cargo por medio del *swap*, del pago de la tasa de interés flotante, mientras que la compañía pagará al banco una tasa de interés fija, de acuerdo a las condiciones establecidas por el contrato; este tipo de *swap* lo que permite es que la compañía, ante la posibilidad de una fuerte subida de la tasa de interés del principal, se vea afectada implicando un mayor pago de intereses. Utilizando el *swap* la compañía asegura un monto preciso para el pago de intereses futuros sobre el pasivo. La empresa, a cambio de la estabilidad en el pago de intereses de su pasivo, paga un costo (interés) establecido por la contraparte para cubrir el riesgo al que se expone el ente facilitador de *swap*.

Dentro del *Interest Rate Swap* se debe realizar una distinción entre el Cupón *Swap* y el *Basic Swap*. "El cupón consiste en el intercambio entre pagos de intereses a tasa flotante por pagos de intereses a tasa fija o viceversa. El *Basic* se realiza un intercambio de pagos de intereses flotantes con diferente periodicidad o base" (Szekely, 2007, pág. 60).

Swaps de Tipo de Cambio.

El *swap* de divisa es un pacto entre dos o más participantes que desean intercambiar un monto principal, que se encuentra en diferentes divisas. Donde las partes establecen el intercambio de flujos de divisas futuros respectivos a la divisa de los montos principales, estableciéndose un pago de intereses determinado para el pago de cada monto principal.

Los contratos *swap* de divisa se pueden dividir en cuatro tipos distintos:

- A. El participante A paga a una tasa fija en moneda A, y el participante B paga tasa fija en moneda B.
- B. El participante A paga una tasa flotante en moneda A, y el participante B paga a tasa fija en moneda B.
- C. El participante A paga una tasa fija en moneda A, y el participante B paga una tasa flotante en moneda B.
- D. El participante A paga una tasa flotante en moneda A, y el participante B paga a una tasa flotante en moneda B. (Cuzco, 2010, párr.12)

Los *swaps* de divisas se clasifican de acuerdo al tratamiento que se realiza en el pago de intereses que se relaciona tanto al monto principal como el pago de la prima de riesgo que establece la parte que brinda la cobertura de riesgo cambiario.

Existen categorizaciones para los *swap* de divisas:

1. ***Plain Vanilla Currency Swap***: este tipo de *swap* tiene la característica que los intereses pagados en los flujos de caja intercambiados entre los participantes del *swap* son de carácter fijo.
2. ***Swaps de divisas fijo – flotante***: es el tipo de divisas más extendido y cotizado. La cotización de este tipo de *swaps* en el mercado se efectúa indicando el valor del tipo fijo al mismo tiempo que se supone que el tipo de variable es el *Libor flat* a 6 meses en dólares.
3. ***Swaps de divisas fijo – fijo***: Este tipo de *swaps* puede ser descompuesto en dos *swaps* de divisas fijo-flotante en el que el tipo flotante es el *Libor-6* meses en dólares. La cotización se efectuará dando para cada rama el tipo fijo correspondiente a un *swap* de divisas contra *Libor flat* en dólares. Esta descomposición del *swap* fijo-fijo en dos fijo-flotantes de tipo estándar es la base de la cobertura de todos los montajes financieros complejos.

4. **Swaps de divisas flotante – flotante:** este tipo de swap es muy parecido al tipo fijo-flotante, con la única diferencia de que todos los pagos por intereses son flotantes y suelen estar referidos al mismo índice. (Mascareñas, 2013, págs 22, 20)

Aparte de los tipos de *swap* mencionados anteriormente, indica que existen otro tipo de *swaps* de divisas:

- a. **Coctel Swap:** este combina un *swap* de divisas con uno de intereses, lo cual implica el intercambio de pagos en diferentes divisas y basados en tipos de interés distintos.
- b. **Currency Option Swap:** es un tipo de swap que únicamente se produce cuando se da la circunstancia.
- c. **Swap con vencimientos asimétricos:** existe la posibilidad de que las fechas de liquidación de los flujos de caja entre los swap no sean equivalentes, es decir, que uno de los pasivos sea bimestral y el otro semestral. Dentro de este tipo de swap está el Cero Swap similar a un bono cupón cero, ambos no pagan flujos periódicos, sino que se realiza un único pago al vencimiento final, y los swap a medida, los cuales son contratos flexibles donde los pagos de una de las partes varían tanto en cantidad como en la duración de su liquidación.
- d. **Swap de divisas dual:** en este tipo de swap el monto principal esta expresado en una divisa distinta a la denominación de los cupones.
- e. **Swap del principal:** este contrato tiene ajustes periódicos del principal entre las partes involucradas, basándose sobre dos divisas distintas. (Mascareñas, 2013, pág. 23 - 24).

Desarrollo del mercado de derivados financieros en Costa Rica.

En el 2006, el Banco Central de Costa Rica (BCCR) decidió modificar el método de cálculo del tipo de cambio. A finales del cuarto trimestre el BCCR varía gradualmente el tipo de cambio a

un régimen de bandas cambiarias, dejando atrás el método de minidevaluaciones, de acuerdo con el Décimo Tercer Informe del Estado de la Nación. Este cambio en el régimen del tipo de cambio crea incertidumbre sobre el comportamiento de los agentes económicos. (Mora Arias & Prado Zúñiga, s.f., pág.16)

Para muchas empresas costarricenses esto implicaría riesgos directamente sobre sus finanzas, dependiendo de su nivel de cercanía de los negocios con respecto a la moneda extranjera. Para lo cual los empresarios deciden buscar medidas de protección como coberturas de riesgo de la variación en el tipo de cambio, lo que genera una demanda en el mercado de valores de soluciones a problemas de tipo cambiario.

En esta época aún el mercado costarricense no cuenta con instrumentos para este tipo de coberturas, por lo que el BCCR ve necesario crear una regulación para delimitar la demanda de derivados financieros que estaba surgiendo en el país. Es así como el BCCR establece el “Reglamento para las Operaciones con Derivados Cambiarios”, donde varias entidades financieras deciden incursionar en este mercado.

Según publicación de La Nación, a finales del año 2012 solo dos bancos privados estaban autorizados en Costa Rica para realizar este tipo de operaciones: HSBC (Costa Rica) actual Davivienda y el Citibank de Costa Rica; asimismo se unía el Banco Nacional como intermediario de ofrecer este tipo de instrumentos financieros (Leitón, Banco Nacional ofrecerá coberturas cambiarias” 2012, párr. 2)

Según el Artículo 5º—Finalidad de las operaciones con derivados cambiarios. Las operaciones permitidas podrán utilizarse como coberturas ante el riesgo cambiario o con fines de inversión.

Sin embargo, aplicarán los límites que el BCCR o CONASSIF establezcan para los participantes (Banco Central de Costa Rica, 2006, pág.2).

Como todos los precios de mercado, el tipo de cambio se establece mediante las variaciones existentes en el comportamiento del mercado de oferta y demanda en el tiempo.

Según el BCCR, el tipo de cambio comprende una serie de acciones en procura de que se ubique en un valor congruente con la condiciones macroeconómicas del país (Banco Central de Costa Rica, “Política cambiaria”, 2011, parra. 1)

Por otra parte, el Informe de Estado De La Nación define la política cambiaria como “la intervención de las autoridades en el curso de diversas variables económicas en particular, mediante la compra y venta de divisas”. (Mora Arias & Prado Zúñiga, s.f., pag. 4). De acuerdo con lo anterior, para la determinación del tipo de cambio se debe establecer un mecanismo el cual determinará el precio y se conoce como régimen cambiario; este puede ser o no intervenido por el Banco Central. Existen varios regímenes cambiarios, entre los cuales se detallan: el de tipo de cambio fijo asociado a un banco central se compromete a mantener el precio de la divisa en un valor constante; el de minidevaluaciones o tipo de cambio reptante; el de banda cambiaria y finalmente, el flotante o flexible que es el mercado el que determina libremente el precio con ninguna (flotación libre) o poca intervención estatal (flotación administrada).

En Costa Rica se mantuvo por mucho tiempo el régimen de minidevaluaciones, pero “como parte de la transición hacia un esquema de Metas de Inflación que requiere de una mayor flexibilidad cambiaria, el Banco Central adoptó en octubre del 2006 y de forma transitoria, un

esquema de banda cambiaria para la determinación del tipo de cambio.” (Banco Central de Costa Rica, “Política cambiaria”, 2011, párra. 2)

A todo esto la incertidumbre viene a generar preocupación dentro del mercado nacional principalmente en las empresas que manejaban sus finanzas en otra moneda distinta a la nacional. Por lo que la administración aprueba el Reglamento de Operaciones con Derivados Cambiarios, con fin de generar instrumentos financieros que ayuden a aminorar los riesgos que se presentaban con el tipo de cambio y las operaciones con este; se detallan los instrumentos OTC (*Over The Counter* o “sobre el mostrador”) como los contratos a plazo (*Forward*), las permutas cambiarias (*FX Swaps*) y la permuta de monedas (*Currency Swaps*).

B. Marco Contextual

Historia y evolución de los derivados

Los instrumentos derivados han existido y han sido utilizados desde hace mucho tiempo, sin embargo, es poco lo que se conoce de ellos en Costa Rica. Las primeras transacciones que se realizaron con bases similares a las que se utilizan hoy se realizaron con materias primas (conocidas como *commodities*), mucho antes de que se diera la existencia y utilización del dinero.

No es hasta el siglo XX que se registran las primeras operaciones de derivados financieros como tal. En los años setentas, existió un predecesor de los contratos actuales de derivados financieros el cual era el préstamo “*Back to Back*” (crédito con garantía líquida), con el cual dos grupos del sector empresarial intercambiaban intereses de los préstamos de sus filiales para calzar con las estrategias de sus matrices.

Es aquí donde nace el primer “*swap*” de divisas en el cual se involucraron el Banco Mundial e IBM como partes del contrato. El mismo, permitió al Banco Mundial obtener marcos alemanes y francos suizos para financiar sus operaciones en estos mercados (Alemania Oriental y Suiza) sin tener que ir directamente a los mercados de capital de dichos países.

El primer contrato de *swap* sobre intereses se firmó en 1983 mediante el cual el “*Student Loan Marketing Association*” modificó los intereses de un crédito, mediante el uso de un *swap*, en el cual se cambió una tasa de interés fija por una tasa variable a tres meses. (Sallie Mae Inc, (2014) History. Recuperado de www.salliemae.com)

En la década de 1990 se volvió muy popular el uso de derivados financieros, donde el activo subyacente ya no era un bien mueble o “*commodity*”, sino meramente financiero.

Evolución hacia los conceptos actuales

Schmoller, economista alemán, distinguió la historia de la humanidad en varias fases, siendo la última la aparición de la industria conducida hacia la búsqueda del lucro o beneficio patrimonial.

Un claro ejemplo de esto es la transacción con instrumentos derivados financieros. El sector llamado Parabancario, con actividades que se han extendido de lo clásicamente bancario a transar valores económicos en mercados organizados y no organizados, han llevado a una ampliación del ámbito en materia de actuación de las entidades crediticias, lo que abre puertas a nuevos participantes y nuevos productos financieros, que llegan a una clientela más avanzada y sofisticada en la manera en que trata la inversión.

La evolución que han tenido los mercados financieros implica grandes riesgos, como el incremento en la volatilidad de precios en los mercados, lo cual lleva a los sujetos que participan en dichos mercados a fortalecer los mecanismos de control y la medición de riesgos.

Uno de los mayores avances para el control en cuanto a regulación se refiere, se puede encontrar por medio de la creación del comité de Basilea para la Supervisión Bancaria, el cual fue creado en 1975 y fue conformado por las autoridades en supervisión bancaria de los países pertenecientes a G-10. (Bank for International Settlements, (2014) Basel Committee on Banking Supervision. Recuperado de <http://www.bis.org/bcbs/>)

En el año 1992 entró en vigencia el Acuerdo de Capitales de Basilea (Basilea I) el cual se promulgó en el año 1988. Este acuerdo fue poco a poco quedando rezagado debido a los distintos avances que se fueron suscitando en el sector financiero, razón por la cual se emitieron nuevas recomendaciones por parte del comité.

Basilea II es un documento que publicó en junio del 2004 el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, comenzando a regir en diciembre del 2006 para los países del G-10, lo que lo convierte en un estándar a nivel internacional para la medición y gestión de riesgos, por esta razón ya ha sido reconocido por más de 130 países, el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial como una buena práctica internacional. (Basilea2, (2007). Nota del editor, Párr.2. Recuperado de <http://basilea2.com.ar/>)

Entre los objetivos de Basilea II se encuentran principalmente:

- Fomentar la competencia en igualdad de condiciones.
- Promover la salud y seguridad en los sistemas financieros.

- Definir los capitales mínimos regulados con base en criterios más sensibles al riesgo.
- Mejorar la supervisión bancaria a través de los bancos centrales.
- Mejorar la eficiencia de los procesos bancarios.
- Procurar la transparencia en las informaciones. (Svarzman, M. 2004)

El comité de Basilea para la supervisión bancaria posee para el público en general un reporte llamado “Report and Recommendations of the Cross Border Bank Resolution Group” con el fin de mejorar el control en las transacciones internacionales realizadas por los bancos y así reducir el riesgo sistémico. En este documento, entre otras recomendaciones, resalta el hecho para efectos del tema, la relativa al incentivo a los bancos a mitigar riesgos de crédito mediante la firma de “*netting arrangements y collateralization practises*” y el uso de “*regulated central counterparties*” como contrapartes en los derivados OTC.

Evolución de los Mercados de Derivados en Costa Rica

A pesar del crecimiento a nivel mundial y las cifras dadas, los números en Costa Rica tienden a ser muy diferentes. El mercado con derivados es prácticamente nulo a nivel interno y las empresas que contratan derivados fuera del país son pocas. Los derivados OTC son utilizados por los bancos locales, así como por empresas con operaciones globales que adquieren materias primas e invierten en el mercado internacional.

“En la actualidad las transacciones se realizan individualmente y son pactadas según las condiciones que las partes acuerden dentro de los límites que establezcan el regulador y Banco Central.” (Cubero, 2006, Pag 65)

A pesar de que Costa Rica no cuenta con un mercado bursátil de gran tamaño ni muy sofisticado, el mismo ha evolucionado a través de la historia con el fin de suplir cada vez más las necesidades de los participantes del mercado.

En 1976 la Bolsa Nacional de Valores de Costa Rica S.A. fue instaurada formalmente y posteriormente en el año 1977 la Cámara Nacional de Finanzas, Inversiones y Crédito vendió un cuarenta por ciento de las acciones.

Hasta el año 1990, el mercado de valores en Costa Rica fue una estructura monopolística. En ese año se aprueba la ley 7732 (Ley Reguladora del Mercado de Valores), mediante la cual se modificaron temas operativos propiamente del mercado, se mejoró la supervisión y se sentaron las bases para llevar la liquidación de operaciones a nuevos niveles de madurez financiera.

En Costa Rica, fue mediante esta ley que por primera vez se hace referencia en materia de normativa, a las operaciones del mercado de futuros y a las operaciones a premio (muy similares a las opciones), particularmente en el capítulo de contratos de bolsa. En dicho capítulo se regula de manera muy general ambos tipos de operaciones con derivados. (Vargas Castillo, A. (2003).

Años después, se da la firma del Reglamento General para el funcionamiento del Mercado de Futuros que Organizan las Bolsas de Valores, se establece de forma más detallada la forma de función de dicho mercado; sin embargo, se continuaban teniendo carencias en cuanto a la regulación en las operaciones con derivados “*Over The Counter*”.

En relación con la cobertura de riesgos debido a la fluctuación del tipo de cambio de divisa, la Bolsa Nacional de Valores S.A. inicialmente habría gestionado en 1992 un reglamento para regular tales formas de cobertura. Dicho reglamento fue rechazado por parte del Departamento

de Asesoría Jurídica del Banco Central de Costa Rica (Vargas, 2003, pág. 75), ya que este departamento encontró que dichos contratos de cobertura cambiaria eran ilegales por ir en contra del artículo 93 de la Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica vigente en aquel momento, el cual establecía que únicamente dicho Banco podía negociar divisas en el país.

Esto reflejaba una señal clara sobre la falta de entendimiento que había en el país con respecto a este tipo de instrumentos, ya que estos no se negociaban directamente como sucede en el mercado, sino que se suscriben contratos sobre subyacentes en los cuales las partes de la transacción asumen una posición ya sea de compra o de venta.

En la actualidad, según lo establecido en la Ley Orgánica del Banco Nacional de Costa Rica número 7558 (Superintendencia General de Entidades Financieras), define que se permiten transacciones futuras en moneda extranjera, siempre y cuando se cumpla con la regulación y supervisión del Banco Central. En este sentido el artículo 90 establece: Transacciones futuras en moneda extranjera: “Las transacciones a futuro o a plazo y otras similares, de monedas extranjeras, serán reguladas por el Banco Central y supervisadas por él ante que éste determine, con los medios que considere oportunos.” (Banco Central de Costa Rica, 1995, Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica, Ley No 7558, Art. 90)

Fue hasta mediados del año 2006, que la Bolsa Nacional de Valores S.A, propuso y reglamentó la utilización de “contratos de diferencia” como un acercamiento a la negociación de contratos de futuros sobre tasas de interés y de tipo de cambio.

En cuanto a los derivados estandarizados, tales como los futuros y sus variaciones, si son mercadeados en la Bolsa Nacional de Valores de Costa Rica, de conformidad con la legislación y estructura antes mencionada.

Para que un mercado organizado de derivados esté completo es necesaria una infraestructura de soporte, en la cual se contemple un flujo de órdenes, mecanismos de alertas de los precios, procedimientos de liquidación y compensación y control de las funciones. Sin embargo, está claro que a pesar de los avances que se han logrado aún se está en un proceso de aprendizaje en lo que respecta a los mercados con instrumentos derivados ya que se carece de una buena infraestructura y la misma es deficiente en lo relativo a las formas de registro, aspectos de liquidación y compensación que permitan un mejor control de los riesgos.

En el caso de Costa Rica, le corresponde al Banco Central establecer la regulación en materia de operaciones a plazo (Banco Central de Costa Rica, 1995), sin embargo, hasta el momento su rol ha sido más que todo pasivo, centrándose únicamente en la emisión de los reglamentos ya citados, con la intención de dotar de regulación a los agentes económicos del mercado para la contratación de nuevas formas de cobertura de riesgos. No obstante, dichos reglamentos han resultado insuficientes y han aportado muchas trabas que contrario al efecto deseado, lo que ha generado un crecimiento menos acelerado en cuanto al mercado de derivados en Costa Rica.

International Swaps and Derivates Association (ISDA)

La ISDA, creada en el año 1985, es una asociación reconocida mundialmente por sus esfuerzos en la estandarización de la documentación y de las prácticas del mercado de derivados.

Su misión central ha sido el fortalecimiento del marco legal en las transacciones con derivados. En la actualidad representa a los participantes de la industria de los derivados financieros OTC y en tal condición constantemente realiza importantes esfuerzos para identificar y reducir el riesgo en las transacciones con derivados.

En junio de 1985 y setiembre de 1986, la ISDA publicó dos documentos denominados Códigos Swaps (“Swap Codes”), los cuales contenían provisiones estandarizadas para las transacciones con *swaps*, únicamente en moneda estadounidense.

En 1987, la ISDA publicó el Contrato de *swaps* de Tasa de Interés (“Interest Rate Swap Agreement”) para la cobertura de *swaps* en moneda estadounidense y el Contrato de Tasa de Interés e Intercambio de Moneda Extranjera (“Interest Rate and Currency Exchange Agreement”).

El swap de tasas de interés con el distribuidor de intercambio se lleva a cabo con un documento (formulario) desarrollado por la International Swaps and Derivatives Association (ISDA). A pesar que se puede realizar una operación de Swap con una confirmación de formato largo la mejor práctica es primero entrar y negociar el paquete completo que rige el ISDA para suscribir *swaps* particulares entre las partes. Esto ayuda a asegurar que los *swaps* de verdad se compensan entre sí, lo que facilita la contabilidad de intercambio del banco.

El Contrato Marco es un acuerdo que provee las disposiciones normativas generales. El cual es complementado por una serie de documentos adicionales (Anexos-“Schedules”, Confirmaciones-“Confirmations”, y Transacciones- “Transactions”) en los que se describen las condiciones particulares de cada transacción y se definen exactamente todos y cada uno de los términos empleados en el texto de aquél.

En términos generales, las transacciones OTC se realizan de la siguiente manera: se inicia con conversaciones telefónicas entre las partes contratantes mediante las cuales se acuerdan los términos básicamente económicos junto con los temas de garantías de cumplimiento (“credit support”). Dichas conversaciones se interpretan como vinculantes entre las partes. Luego se envía un documento por escrito en el cual se plasman los términos acordados en la conversación telefónica, y se indica que será vinculante para las partes.

Junto con la confirmación escrita que incluye únicamente términos económicos, se suscribe el Contrato Marco, en el que se acuerdan los aspectos legales y de compensación (ambos documentos se toman como un acuerdo único).

C. Marco Institucional

Banco Central de Costa Rica

El BCCR pretende dos objetivos por medio de las regulaciones financieras: a) proporcionar información debida a aquellos inversionistas potenciales con el fin de que puedan tomar mejores decisiones y b) asegurar la solidez de los intermediarios financieros, de modo que los ahorros de los inversionistas estén protegidos.

Se dice que en los mercados financieros existen tres áreas de ineficiencia:

1. La imposibilidad de cumplir como descubridor de precios y reasignador de riesgos.
2. La capacidad de responder a las necesidades de innovación (la cual lleva al deseo, habilidad de desarrollo y aprobación de nuevos contratos e instrumentos)
3. La ineficiencia en el procedimiento de las transacciones debido a que los costos de intermediación y regulación deben ser tan bajos como sean posibles.

Es necesaria la regulación cuando existe una especulación excesiva, control monopólico y manipulación. Se necesita la regulación en los mercados futuros al ser muy sensibles por varias razones: la fecha exacta y conocida de despacho, el producto por despachar, posiciones abiertas mayores al stock de subyacentes y alto efecto palanca lo que puede provocar especulación.

Los mercados han desarrollado mecanismos regulatorios en busca de la apertura de la información. La globalización llega como resultado de muchos factores, entre ellos la desregulación de transacciones entre los países. Bajo este contexto, si un país regula en exceso, podría originar un traslado de recursos hacia otros países. Los países en desarrollo han participado en el proceso de liberación de mercado de capitales lo que ha estimulado los flujos de entrada de los mismos, permitiendo que inversionistas extranjeros inviertan en los mercados bursátiles locales.

En los últimos años, tanto inversionistas institucionales, compañías de seguros y fondos de pensiones han estado orientados de manera expansiva hacia inversiones de activos externos. Las instituciones financieras han abandonado su confinamiento a los mercados domésticos y se han orientado al exterior.

En el swap de divisas el intercambio por pago de intereses se realiza con dos divisas diferentes y es común intercambiar los principales. Los swaps han revolucionado los mercados financieros internacionales. El primer swap de divisas fue realizado entre una compañía estadounidense y una británica.

La ley de neteo (1990) viene a respaldar las transacciones de los swaps, no se permite el incumplimiento de la contraparte, aun cuando se declare en bancarrota.

Superintendencia General de Entidades Financieras

Con respecto a las operaciones con derivados cambiarios la SUGEF indica que los intermediarios que deseen participar en el mercado deben presentar una solicitud a dicha entidad cumpliendo los siguientes requisitos:

- La junta directiva debe tener un entendimiento claro de papel de las operaciones.
- Contar con manuales de operación.
- Tener una calificación pública de riesgo ya sea por Standard & Poors, Fitch o Moody's u otras agencias autorizadas por la SUGEFVAL.
- Modelos de fijación diaria de precios y sistemas de valoración diaria.
- Unidad de riesgos y comité de riesgos conformados.
- Operadores y promotores certificados en derivados.
- Informe aprobado por el comité de auditoría.

Las entidades autorizadas para participar como clientes en las operaciones de derivados cambiarios deberán cumplir con las siguientes condiciones: las operaciones deben tener como

fin la cobertura de riesgos, deberán realizarse entre contrapartes autorizadas y la entidad supervisada debe informar mensualmente a la junta directiva correspondiente.

Los productos que pueden ofrecer los intermediarios que están autorizados son los contratos a plazo o forward, permuta cambiaria o FX Swap, Permuta de monedas o Currency swap y contratos a futuros. Se tiene como requisito antes de poder operar con derivados cambiarios el realizar la apertura de la cuenta del cliente, la cual debe cumplir con la ley 8204 (reglamento y normativa). El intermediario por su parte debe documentar el perfil de sus clientes e informarles sobre sus obligaciones y riesgos.

Las operaciones de derivados cambiarios deben documentarse en contrato marco tomando como referencia los lineamientos y directrices de los contratos internacionales tomando como base los aprobados por ISDA. Las confirmaciones deben tener como mínimo la siguiente información:

- a. Fecha de firma del contrato
- b. Fecha valor
- c. Tipo de operación de derivado
- d. Descripción de la transacción
- e. Instrucciones de liquidación
- f. Fecha de liquidación
- g. Tipo de cambio de liquidación
- h. Tipo de cambio inicial
- i. Tipo de cambio final
- j. Tasas de interés pactadas

- k. Montos nominales de operación
- l. Monto de las garantías
- m. Nombre de las personas autorizadas (por cliente, contraparte e intermediario)
- n. Tamaño del contrato de futuro
- o. Margen inicial y llamadas a margen
- p. Modalidad del contrato

Las operaciones también se encuentran sujetas a varias restricciones; los intermediarios no pueden realizar operaciones con integrantes de su propio grupo o conglomerado. También si se da un deterioro en la calificación de riesgo de la contraparte, el intermediario no podrá realizar nuevas operaciones con él.

D. Marco legal

Para facilitar la gestión en mercados de este tipo, se han creado contratos marco que funcionan como un contrato estándar, donde se establecen condiciones legales usuales en las contrataciones de este tipo. El contrato más ampliamente utilizado en operaciones financieras OTC, por su carácter globalizado y su versatilidad, ha sido el contrato marco elaborado por la Asociación Internacional de Swaps y Derivados.

Contrato Marco

Tal y como se mencionó anteriormente, estos contratos, constituyen un modelo de reglas y definiciones comunes aplicables a operaciones de derivados financieros. Su importancia radica en que logran seguridad jurídica para las partes y agilidad en la contratación. (Gómez Taboada, 2008, p. 289)

En cuanto al riesgo legal, los contratos marco, reducen costos en las transacciones, así como riesgos de documentación incompleta o el riesgo de nulidad o exigibilidad del contrato.

Como muestra de la importancia que tiene la utilización del Contrato Marco y la ventaja de la existencia de un clausulado estandarizado, en Costa Rica, el artículo 10 del Reglamento para el Uso de Derivados en Moneda Extranjera, establece que “las operaciones que se realicen en mercados OTC se deben celebrar al amparo de contratos marco, los cuales deberán contener al menos los lineamientos y directrices de carácter general que se establecen en los contratos aprobados por la ISDA. Esto siempre y cuando ello no vaya en contra de las disposiciones nacionales aplicables”.

Por otra parte el Artículo 9 del Reglamento para la Autorización y Ejecución de Operaciones con Derivados Cambiarios, establece que las operaciones con derivados cambiarios que formalicen los intermediarios, deberán documentarse en contratos marco y tomarán como referencia lineamientos y directrices similares a los contenidos en contratos internacionales, siempre y cuando sean conformes con las disposiciones nacionales aplicables, como ejemplo, podrán utilizarse los contratos aprobados por el ISDA.

Regulación costarricense

En cuanto a la legislación existente en Costa Rica sobre el mercado de derivados financieros que se transan fuera de bolsa, se considera que ha evolucionado de manera lenta. Actualmente existen tres reglamentos emitidos por el Banco Central de Costa Rica, que regulan estos instrumentos, los cuales son:

- Reglamento para el Uso de Derivados en Moneda Extranjera
- Reglamento para Operaciones con Derivados Cambiarios

- Reglamento para la Utilización y Ejecución de Operaciones con Derivados Cambiarios.

En ellos se regula la participación de las entidades financieras en actividades con derivados financieros. Pero existen importantes vacíos, ya que estos reglamentos han sido redactados de una forma muy general.

En términos generales, en Costa Rica el mercado interno de derivados financieros es muy escaso, debido a que la regulación es insuficiente y escueta, y los controles iniciales son muy tediosos por lo que para las entidades financieras el mercado de derivados puede resultar poco llamativo.

Reglamentos vigentes en Costa Rica *Reglamento para el uso de Derivados en Moneda Extranjera.*

El Reglamento para el Uso de Derivados en Moneda Extranjera, fue aprobado por la Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica en julio de 2003. Dicho reglamento aplica únicamente para los intermediarios financieros supervisados por la SUGEF y regula las actividades que éstos tengan en la utilización de derivados en moneda extranjera sobre coberturas de tasas de interés.

En este reglamento se establecen requisitos para las instituciones contratantes, tales como la necesidad de realizar análisis de las razones. Es necesario que conozcan la forma en que operan los productos derivados que planean emplear y el modo en que estos contribuirán a contrarrestar el riesgo de tasas de interés y con esto evitar la especulación.

También se regula que el conocimiento en el manejo de derivados financieros que el personal involucrado tenga. Además se exige que las instituciones tengan políticas y procedimientos escritos donde se estipulen las medidas de control en el uso de este tipo de operaciones.

Otro aspecto importante es que se establece un límite en el plazo de las transacciones de cobertura, el cual es de un mes calendario.

Las transacciones con derivados de tasa de interés, autorizadas por este reglamento son:

- Futuros y opciones en moneda extranjera
- Forwards de tasas de interés
- Swaps de tasas de interés
- Mecanismos de protección de cambios en las tasas de interés en mercados OTC.

Reglamento para operaciones con Derivados Cambiarios

El Reglamento para operaciones con Derivados Cambiarios fue aprobado por la Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica en noviembre del 2008. El mismo regula las operaciones con derivados cambiarios que realicen las entidades supervisadas por la SUGEF, SUGEVAL y la SUPEN.

Las operaciones permitidas por medio de dicho reglamento son las siguientes:

- Contratos de plazo
- Contratos de diferencia
- Contratos de futuros
- Permutas cambiarias
- Permutas de monedas

Lo anterior, según las disposiciones que dicten el CONASSIF o la superintendencia respectiva y la bolsa de valores cuando corresponda.

El ente encargado de establecer los requisitos y límites a los intermediarios y/o participantes de las transacciones realizadas será el CONASSIF.

Por otro lado, se autoriza a las instituciones del sector público no bancario a realizar por su cuenta, operaciones con derivados cambiarios, pero solo por liquidación de cumplimiento financiero.

Reglamento para la Autorización y Ejecución de Operaciones con Derivados Cambiarios.

El Reglamento para la Autorización y Ejecución de Operaciones con Derivados Cambiarios fue aprobado en el 2008 por e CONASSIF.

Tal y como se menciona en el artículo 1 del presente reglamento, este establece el trámite de autorización, requisitos y límites prudenciales que deberán cumplir las entidades supervisadas por SUGEF que pretendan fungir como intermediarios con operaciones con derivados cambiarios, en sujeción a lo establecido en el ya mencionado Reglamento para Operaciones con Derivados Cambiarios.

Los intermediarios deben ser autorizados previamente por la SUGEF para ejercer tal rol, mediante el procedimiento establecido en el Reglamento, así como cumplir con todos los requisitos y documentación necesaria.

Este mismo reglamento indica que los productos que podrán ser ofrecidos por los intermediarios serán únicamente los siguientes:

- Contratos de plazo (forwards)
- Permutas cambiarias (FX Swaps)
- Permutas de monedas (Currency Swaps).

Puntos a destacar del Reglamento existente

En términos generales se observa que la reglamentación existente en Costa Rica es escasa y requiere de mejoras importantes que sean significativas para el mercado en cuestión. Entre los principales puntos que se pueden concluir de los tres reglamentos, se mencionan los siguientes:

- Los reglamentos se centran únicamente en algunos tipos de derivados.
- Se exige una serie de complejos requisitos que dificultan el cumplimiento de los mismos.
- La regulación hace mención únicamente a las entidades que son supervisadas por la SUGEF

Capítulo 4. Metodología

A. Marco Metodológico

Enfoque y alcance de la investigación

En el mercado financiero costarricense la cantidad de transacciones diarias y el número de empresas o personas físicas que en él participan es muy reducida. Además, una gran parte de los involucrados desconocen a profundidad las características de los instrumentos financieros utilizados y la legislación que existe para los mismos.

El principal objetivo de esta investigación es analizar el uso de los derivados financieros tipo *swaps* en Costa Rica al primer semestre del año 2014.

La utilización de los SWAPS es una práctica relativamente nueva en el mercado financiero costarricense, por lo tanto no existen estudios previos, la documentación formal es muy escasa y el grado de desconocimiento sobre el tema es muy alto.

Según las razones citadas anteriormente, se ha seleccionado seguir un enfoque cualitativo para la elaboración del estudio, ya que se pretende reconstruir la realidad por medio de las opiniones de los expertos, es decir, describir el uso de los derivados financieros en el mercado costarricense por medio de la perspectiva y experiencia de las personas entrevistadas.

A su vez el presente proyecto se clasifica como un estudio exploratorio, ya que se pretende desarrollar una investigación para familiarizarse con el tema, identificar nuevas tendencias y contextos relacionados.

Población y muestra

La meta de la investigación es recrear el uso de derivados financieros en Costa Rica por medio de un estudio de caso al Banco Nacional, por lo tanto no se requiere calcular una muestra basada en métodos estadísticos.

Fuentes de información y sujetos de investigación

Fuentes de información

Para la elaboración de del presente estudio se utilizaron los tres tipos de fuentes de información:

1. *Primarias*: las opiniones de los expertos del Banco Nacional de Costa Rica sobre el uso de swaps y su comportamiento del mercado nacional, así como legislación financiera costarricense y la normativa dictada por la SUGEF.
2. *Secundarias*: como fuentes secundarias se utilizaron libros y artículos de autores expertos en derivados financieros. La recopilación de dicha información permitió al equipo investigador ampliar su conocimiento sobre el tema y aplicar la teoría al estudio de caso.
3. *Terciarias*: muchos de los artículos encontrados hacen referencia a otros documentos didácticos especializados en derivados financieros, dichas reseñas bibliográficas también fueron consultadas con el fin de ampliar la teoría y brindar un marco teórico más completo que fundamente el estudio.

Sujetos de investigación

A continuación se detalla una breve descripción de las entidades donde se obtuvo la información para la realización del estudio:

1. Banco Nacional de Costa Rica (BNCR):

El Banco Nacional es el más grande en Costa Rica y Centroamérica, pertenece al estado costarricense y fue fundado el 9 de octubre de 1914 con el nombre de Banco Internacional de Costa Rica.

El Banco Nacional posee una red de más de 170 oficinas, más de 400 cajeros automáticos en toda la nación, y cerca de 5.000 empleados. Tiene una participación del 49% en el Banco Internacional de Costa Rica Limited (Bicsa), entidad incorporada en la República de Panamá, y es dueño del 100% de las acciones de BN-Valores (Puesto de Bolsa), BN-Vital (Operadora de fondos de pensión), BN-SAFI (Fondos de inversión) y BN Corredora de Seguros.

2. Banco Davivienda:

Pertenece al Grupo Empresarial Bolívar, el cual es de capital colombiano y tiene como propósito plantear actividades sinérgicas entre las diferentes empresas que conforman el grupo.

En 1972 Se crea la Corporación Colombiana de Ahorro y Vivienda con el nombre Coldeahorro y en 1973 cambia su nombre por Corporación Colombiana de Ahorro y Vivienda, Davivienda. En el 2012 Davivienda firma un acuerdo para que HSBC Costa Rica, HSBC Honduras y HSBC El Salvador formen parte del Banco, fortaleciendo su presencia regional. La compra de la operación costarricense se

formaliza en el mes de agosto, conservando su foco en agregar valor a clientes, funcionarios y accionistas, con un portafolio ampliado de productos y servicios.

3. Corporación ALDESA:

ALDESA es una de las empresas pioneras con más de cuarenta años de experiencia en el mercado de valores costarricense, a sus inicios se dedicó a la asesoría financiera, para luego proceder a crear uno de los primeros puestos de bolsa en Costa Rica. ALDESA ha ido diversificando sus servicios, actualmente ofrece una sociedad de fondos de inversión y una subdivisión de banca de inversión que le permite promover el desarrollo del mercado de capitales y apoyar a sus clientes en los retos que conllevan los procesos de apertura y globalización.

Identificación de las variables

A continuación se detalla la definición conceptual para cada una de las variables del estudio:

Tabla 1: Definición conceptual de las variables en estudio

Variable	Definición Conceptual
Características de los derivados financieros tipo <i>swaps</i>	Particularidades que diferencian a los <i>swaps</i> del resto de los derivados financieros
Uso de los derivados financieros tipo SWAPS en el mercado costarricense	Aplicación de un producto financiero que cubre el riesgo de un activo principal en el mercado financiero costarricense.
Crecimiento y evolución de los derivados financieros SWAPS en el mercado costarricense	Historia de la evolución de los derivados financieros durante los últimos años en el mercado nacional
Ventajas y beneficios del uso de los derivados financieros SWAPS	Aspectos que impactan de manera positiva las finanzas de las empresas usuarias de los SWAPS

Tabla 1: Definición conceptual de las variables en estudio

Variable	Definición Conceptual
Desventajas del uso de los derivados financieros SWAPS	Aspectos que impactan negativamente las finanzas de las empresas usuarias de los SWAPS
Marco Jurídico bajo el que se rige el uso de los derivados financieros SWAPS en Costa Rica	Leyes y normas dictadas por la legislación costarricense para la regulación del uso de los SWAPS en el mercado financiero local
Posición de la SUGEF respecto al uso de los SWAPS en Costa Rica	Normas de control interpuestas por la SUGEF para regular la utilización de los SWAPS en Costa Rica
Impedimentos legales para el uso de los SWAPS en Costa Rica	Trabas u obstáculos que se presentan a la hora de aplicar la legislación costarricense
Procedimiento administrativo para la emisión de un derivado financiero SWAP	Pasos a seguir para la emisión de un SWAP, ya sean para la entidad financiera emisora como para el interesado en la adquisición
Características de las personas físicas o jurídicas que adquieren SWAPS	Requisitos deseados en una empresa o persona física interesada en aplicar por la emisión de un SWAP

Fuente: Elaborado por el equipo investigador

Matriz para el cumplimiento de objetivos

A continuación se detalla las variables que mide cada uno de los objetivos propuestos, así como la fuente y metodología utilizada para la obtención de los mismos:

Tabla 2: Matriz para el cumplimiento de los objetivos.

Objetivo	Variables a medir por objetivo	Fuente de información	Instrumento de recolección
Describir la evolución, desarrollo y utilización de los derivados financieros en el mercado Costarricense hasta el primer semestre del 2014	Características del mercado financiero costarricense	<p>Fuente primaria: opinión de expertos que participan en el mercado local.</p> <p>Fuente secundaria: lectura de artículos de autores nacionales</p>	<p>Entrevistas</p> <p>Revisión de la lectura y noticias en medios de comunicación de circulación costarricense</p>
	Crecimiento y evolución de los derivados financieros SWAPS en el mercado costarricense.	<p>Fuente primaria: conocimiento de los expertos citado en las entrevistas.</p>	Entrevistas.
	Uso de los derivados financieros SWAPS en el mercado costarricense.	<p>Fuente primaria: Opiniones de expertos y estudio de caso en el Banco Nacional</p> <p>Fuente secundaria:</p>	<p>Entrevistas.</p> <p>Estudio de Caso.</p> <p>Revisión de la lectura.</p>

Objetivo	Variables a medir por objetivo	Fuente de información	Instrumento de recolección
		Revisión de artículos y libros nacionales.	
Identificar las ventajas y desventajas de la utilización de los derivados financieros tipo Swap para los inversionistas costarricenses.	<p>Ventajas y beneficios del uso de los derivados financieros SWAPS</p> <hr/> <p>Desventajas del uso de los derivados financieros SWAPS</p> <hr/> <p>Características de los derivados financieros tipo SWAPS</p>	<p>Fuente primaria: Opiniones de expertos y observación en el estudio de caso</p> <p>Fuentes secundarias: Revisión de artículos, libros, revistas y trabajos universitarios sobre la teoría de derivados financieros.</p> <p>Fuentes terciarias: libros u otras fuentes consultadas por los autores de los artículos consultados.</p>	<p>Entrevistas</p> <p>Estudio de Caso</p> <p>Revisión de la lectura</p>
Analizar el marco legal, reglamentación vigente al primer	Marco Jurídico bajo el que se rige el uso de los derivados financieros SWAPS	Fuentes Secundarias: Revisión de las	Revisión de la doctrina legal y jurisprudencia

Objetivo	Variables a medir por objetivo	Fuente de información	Instrumento de recolección
<p>semestre del 2014, que regula la emisión y utilización de los derivados financieros tipo Swap en el mercado costarricense</p>	<p>Posición de la SUGEF respecto al uso de los SWAPS en Costa Rica</p>	<p>leyes y normativas actuales</p> <p>Fuentes Primarias: Revisión de la normativa por parte de la SUGEF</p>	<p>Revisión de la literatura</p> <p>Entrevistas con expertos</p>
	<p>Impedimentos legales para el uso de los SWAPS en Costa Rica</p>	<p>Fuentes Secundarias: Opiniones de lo que los expertos consideran como limitaciones para el desarrollo de SWAPS</p>	
<p>Identificar el procedimiento administrativo necesario para la negociación de un contrato de derivados financieros tipo swap, y su</p>	<p>Procedimiento administrativo para la emisión de un derivado financiero SWAP</p>	<p>Fuentes Primarias: Opiniones y observaciones realizadas en el estudio de caso del Banco Nacional. Incluye cualquier documentación (formulario o guía)</p>	<p>Estudio de caso.</p> <p>Entrevistas a expertos</p>
	<p>Características de las personas físicas o jurídicas que adquieren SWAPS</p>		

Objetivo	Variables a medir por objetivo	Fuente de información	Instrumento de recolección
respectiva aprobación.		brindada por la entidad bancaria.	
Identificar los lineamientos básicos que debe cumplir una entidad financiera para ofrecer al público derivados financieros: Swap.	Requisitos que deben cumplir las entidades financieras interesadas en ofrecer derivados tipo SWAP a su clientela	Fuentes Primarias: Revisión de la normativa por parte de la SUGEF	Revisión de la literatura

Instrumentos de recolección de información

Para la recolección de información se utilizó la entrevista formal-semi estructurada, para la cual se aplicó un cuestionario compuesto por preguntas abiertas que buscaban capturar las opiniones de los expertos sobre el tema.

El estudio clasifica a los expertos dispuestos a colaborar con el estudio de la siguiente manera:

- Funcionarios del Banco Nacional, institución donde se realiza el estudio de caso.
- Expertos en puestos en bolsa o conocedores del mercado.

Para cada tipo de experto mencionado se aplicó un cuestionario diferente, en el caso del Banco Nacional las preguntas fueron más específicas y personalizadas a la institución. Para los otros

casos, la intención de la entrevista era lograr contextualizar el mercado y colocación del producto en Costa Rica. Es necesario hacer la salvedad de que para el caso de Davivienda, el cuestionario fue contestado vía correo electrónico, debido a la disponibilidad de la persona contactada.

Ver Anexo 1: Cuestionario Experto Banco Nacional; **Anexo 2:** Cuestionario Experto en el Mercado.

Variables a medir por el cuestionario

A continuación se muestra una matriz que resume las variables medidas en los cuestionarios y su respectivo tipo de pregunta:

Tabla 3: Variables del estudio presentes en el cuestionario		
Definición del estudio	Aspectos a medir en el cuestionario	Tipo de pregunta en el cuestionario
Uso de los derivados financieros tipo SWAPS en el mercado costarricense	<p>Estadísticas del uso de los SWAPS en Costa Rica</p> <p>Demanda del producto de derivados financieros en el mercado costarricense</p> <p>Comportamientos en la adquisición del producto financiero según el tipo de cambio y variables macroeconómicas.</p>	Preguntas abiertas

Tabla 3: Variables del estudio presentes en el cuestionario

Definición del estudio	Aspectos a medir en el cuestionario	Tipo de pregunta en el cuestionario
<p>Crecimiento y evolución de los derivados financieros SWAPS en el mercado costarricense</p>	<p>Historia del uso de los derivados financieros en Costa Rica</p> <p>Historia de la empresa consultada.</p> <p>Motivo por el cual el banco decidió empezar operaciones con derivados financieros</p> <p>Cantidad de años que la empresa maneja derivados financieros.</p>	<p>Mezcla de preguntas abiertas para las opiniones y cerradas para conocer datos como los años.</p>
<p>Ventajas y beneficios del uso de los derivados financieros SWAPS</p>	<p>Aspectos positivos que benefician al inversionista por el uso de los SWAPS</p> <p>Identificar sectores de la industria que se ven beneficiados por el uso de los derivados financieros</p>	<p>Preguntas abiertas para conocer la opinión del experto.</p>
<p>Desventajas del uso de los derivados financieros SWAPS</p>	<p>Aspectos negativos que perjudican al inversionista por el uso de los SWAPS</p> <p>Identificar sectores de la industria que se ven más afectados por el uso de los derivados financieros</p>	<p>Preguntas abiertas para conocer la opinión del experto.</p>

Tabla 3: Variables del estudio presentes en el cuestionario

Definición del estudio	Aspectos a medir en el cuestionario	Tipo de pregunta en el cuestionario
Posición de la SUGEF respecto al uso de los SWAPS en Costa Rica	<p>Normas de control interpuestas por la SUGEF para regular la utilización de los SWAPS en Costa Rica</p> <p>Detalles de la relación entre la SUGEF y la entidad financieras</p>	Preguntas abiertas para conocer la opinión del experto.
Impedimentos legales para el uso de los SWAPS en Costa Rica	Conocer las trabas (Documentos, tramites y artículos de ley) que obstaculizan el uso de los derivados financieros en el país	Preguntas abiertas para conocer la opinión del experto.
Procedimiento administrativo para la emisión de un derivado financiero SWAP	Pasos a seguir para la emisión de un SWAP, ya sean para la entidad financiera emisora como para el interesado en la adquisición	Preguntas cerradas para conocer los requisitos y características
Características de las personas físicas o jurídicas que adquieren SWAPS	Requisitos deseados en una empresa o persona física interesada en aplicar por la emisión de un SWAP	Preguntas cerradas para conocer los requisitos y características

Análisis de los datos

Si bien es cierto el análisis de los datos en investigaciones cualitativas no sigue una estructura preestablecida (Hernandez, Fernandez, & Baptista, 2006, pp. 623), para el presente estudio se pretendió aprovechar la flexibilidad analítica que permite el método cualitativo. Conforme los datos fueron generándose a partir de los distintos instrumentos, aquellos fueron discutidos por el equipo investigador, quien iba dándole estructura a los datos de acuerdo al planteamiento del problema.

Los análisis de las entrevistas se realizaron en conjunto, a partir de discusiones a profundidad del equipo investigador, donde esas percepciones e impresiones iban estructurándose de manera que se extrajeron aquellas que se relacionaban con la teoría, ambas en consonancia con el problema de investigación.

Debido a que el análisis de datos cualitativos depende del contexto, circunstancias y experiencia de los investigadores, este se puede comparar con “armar un rompecabezas”; es decir, hay un alto grado de libertad a la hora de interpretar los datos generados. Por lo anterior es que los análisis pueden variar si los realiza otro investigador o equipo investigador.

El análisis se fue dando con base en los datos revelados durante las entrevistas. Como experiencia del equipo investigador, este aspecto resulta muy interesante, pues ese análisis no estructurado se da de forma natural a partir de la discusión y la “detección” de hallazgos importantes que se relacionan con los objetivos del estudio.

Capítulo 5. Análisis de datos

Análisis entrevista experto 1: Estudio de Caso

Los puntos más importantes de la entrevista con los funcionarios del Banco Nacional:

1. Desarrollo de los derivados financieros en Costa Rica para el 2008

El 2008 fue un año importante para Costa Rica en el tema de los derivados financieros, ya que se aprobaron dos reglamentos importantes, el primero es el Reglamento para la autorización y ejecución de operaciones con Derivados cambiarios y el segundo es el Reglamento para Operaciones con Derivados Financieros. Dada esta situación, el área de Banca de Comercio Exterior del Banco Nacional de Costa Rica tomó la iniciativa de incursionar en el proyecto de derivados financieros. Para ello seleccionó un candidato de cada área operativa para que se certificara en el tema de derivados financieros y así poder ofrecer este servicio a sus clientes. Paralelo a ellos, el Banco HSBC de Costa Rica (ahora Davivienda) y Citibank de Costa Rica iniciaron el proceso y al día de hoy, junto con el BNCR son los únicos bancos del país que pueden operar derivados financieros.

Por otro lado, la crisis económica que inició a finales del 2008 generó una influencia negativa en torno a los derivados financieros por el protagonismo que éstos tuvieron en la misma, por consiguiente el panorama que se tenía en el país en cuanto a este nuevo producto financiero cambió.

2. Proceso del Banco Nacional

La normativa 908 de SUGEF es el marco legal que regula la temática de derivados cambiarios y dado que el BNCR es un ente regulado por dicha superintendencia debió acogerse a lo que la misma solicitara. Al inicio esto resultó confuso ya que, por la novedad del producto, había muchos vacíos en el reglamento, de los cuales el BNCR realizó las observaciones pertinentes que fueron aceptadas por el ente regulador.

Los requisitos solicitados por la SUGEF resultaron ser bastante complejos y tediosos, ya que esta entidad pretende minimizar el riesgo que las entidades financieras asumen al utilizar operaciones con derivados. Para dar constancia del arduo proceso al que se sometió el BNCR se cita el considerando *b* de la normativa:

“Desde una perspectiva prudencial, las entidades supervisadas por SUGEF que realicen operaciones con derivados cambiarios deben contar permanentemente con sólidos procesos de identificación, medición, monitoreo, gestión y control de riesgos. Estos requerimientos no solamente incluyen contar con sistemas de control, sistemas informáticos y personal técnico capacitado, sino además que la Junta Directiva de la entidad tenga un conocimiento de derivados cambiarios suficiente para valorar los riesgos de manera general y aprobar políticas y procedimientos ajustados a dichos riesgos. Asimismo, la idoneidad de estos requisitos debe ser previamente valorada por la SUGEF, para que la Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica autorice la participación de la entidad supervisada por SUGEF en actividades con productos derivados, y en lo sucesivo, para asegurar que dichos procesos sigan siendo los idóneos para el volumen y complejidad de las operaciones”.

El proceso que desarrolló el BNCR hasta el cumplimiento de los requisitos le tomó aproximadamente cuatro años, periodo dentro del cual las personas involucradas tuvieron que cumplir con capacitaciones y pruebas constantes para la certificación inicial y posteriormente para mantenerse actualizados y evitar perder el licenciamiento obtenido. Al inicio de este proceso, hubo mucho temor y expectativa por parte de los integrantes del proyecto debido al desconocimiento y novedad del tema.

Habiendo cumplido con los requerimientos, los participantes del proyecto debieron recopilar toda la documentación del proceso para presentarlo a la Junta Directiva. Esto se convirtió en otra dificultad, ya que los miembros de la Junta carecían del conocimiento técnico requerido para tener una adecuada visibilidad del proyecto y poder tomar las decisiones pertinentes.

Aunado al proceso tan complejo que se llevó, se presentó una serie de obstáculos para el BNCR que produjo demoras importantes en la aprobación y ejecución del proyecto. Entre ellos, el tiempo de espera de una respuesta por parte de SUGEF y las lagunas que este ente tenía dentro de su proceso de certificación.

3. Proceso de implementación

No obstante el BNCR dedicó tres años para preparar la salida al mercado de su producto, ciertos eventos relevantes en el entorno (la crisis financiera, el poco conocimiento técnico de la Junta Directiva y la desconfianza ante los derivados en relación con la crisis financiera) retrasaron esa salida. Ya cuando el BNCR estaba listo para sacar su producto al mercado (2013), contando en ese momento con el personal capacitado, la tecnología requerida y cumpliendo con los requisitos

establecidos por la SUGEF, esta última aún no había dado luz verde. De acuerdo con el entrevistado, el retraso en la SUGEF se debió a la indecisión de cuál debía ser el ente certificador.

El alto costo económico de un sistema informático que dé seguimiento a este tipo de productos es sumamente alto, y tomando en consideración el largo tiempo de espera que la SUGEF estaba tomando para comunicar la autorización de salida al mercado del producto, el BNCR no podía permitir tener un sistema informático de ese tipo en desuso. Fue entonces cuando se ideó hacer un “híbrido” que denominó BN-Intermoneda.

El sistema BN-Intermoneda permite a los clientes del Banco abrir una ventanilla virtual y comprar dólares desde la plataforma de BN Internet Banking para luego retirarlos en una sucursal u oficina del Banco, en caso de así requerirlo. Este producto se volvió útil, considerando las variaciones del tipo de cambio y de una u otra forma le garantizaba al cliente adquirir los dólares al precio consultado en determinado momento.

De acuerdo con el entrevistado, la ventaja de este producto es que el BNCR ofrece un precio diferenciado, “siempre y cuando las condiciones del mercado se prestan para ello y la posición del banco se encuentra balanceada con respecto a la tenencia de moneda extranjera”. Es decir, el Banco ofrece ese precio diferenciado basado en estudios cuidadosos de la situación del mercado y sin comprometer su estabilidad en términos de tenencia de moneda.

Para el BN-Intermoneda, se debe de llenar un contrato, luego se llama a la mesa de negociación y ahí se pacta un precio de compra de dólares. El monto mínimo del contrato es de \$10,000.00. Otra de las particularidades de este producto es que si el cliente no tiene el dinero al momento de realizar la operación, puede pactar el precio de compra amarrando el precio en ese momento y pagando

después en un plazo negociado con el BNCR. En esa negociación, el BNCR pide una llave de acceso y el interesado brinda un código para acceder a la cuenta y verificar que la misma esté a nombre de la persona que está firmando el contrato y se indica que el código queda bajo completa responsabilidad del contratante.

BN-Intermoneda no implica costos adicionales para el usuario, sino que los mismos se encuentran implícitos en el tipo de cambio. Los únicos requisitos con los que el cliente debe cumplir son: ajustarse al perfil, firmar los contratos y estar dispuesto cuando sienta la necesidad de negociar las divisas. El contrato queda en pie durante un año, y si el cliente lo solicita, pueden hacerse prórrogas.

BN-Intermoneda es un instrumento pequeño, el cual entra en la normativa llamada “Reglamento para Operaciones Bancarias de Contado del BCCR” (ROCC). Este reglamento permite a todas las entidades financieras regidas por dicha normativa, poder liquidar sus divisas en un plazo máximo de hasta dos días. Entonces el BNCR comercialmente puede sostenerle el precio a un cliente por un máximo de dos días hábiles.

A partir de tres días y hasta 365 días nace el *forward*. No obstante el *forward* se rige bajo otra normativa, pero operativamente es muy similar al BN-Intermoneda.

Para realizar un contrato de *forward*, el cliente debe solicitar una cotización. Al ser un producto *OTC*, es posible establecer una fecha no estandarizada. En el *forward* va implícita la ganancia en el precio de venta de los dólares.

4. Proceso de divulgación

Con respecto a la estrategia de divulgación de la oferta de sus productos, el BNCR realiza jornadas de información de este tipo de productos en donde se exponen las particularidades de los mismos y se explican los procedimientos para adquirirlos. Adicionalmente, se hacen visitas a clientes que cumplan con el perfil. No obstante, el entrevistado reconoce que dada la situación actual del mercado de divisas en Costa Rica, resulta difícil colocar estos productos entre los clientes. Para el año 2013, de 122 clientes que se visitaron y se les ofreció el producto, solamente logró firmarse un contrato de *forward*. A lo interno del Banco se mantiene una campaña para mantener actualizada la base de datos de clientes a quienes se les ha realizado la exposición para darles seguimiento.

5. Resultados de las ventas

El proyecto propuso la divulgación del producto a través de visitas a clientes previamente seleccionados, por medio de la base de datos interna del banco calificándolos de acuerdo a su record crediticio, teniendo al día sus créditos, que no se encuentren codificados, que no presente atraso en la cartera, y que tenga la calificación triple A, de esta manera el banco se asegura que son clientes aptos para este tipo de contratos.

En el año 2014, el departamento de Banca de Comercio Exterior, encargado de la divulgación de los derivados financieros que ofrece el BNCR, realizó alrededor de 122 visitas a clientes en todo el país, de dicho total únicamente se logró firmar un contrato de derivado financiero.

A pesar de ser un esfuerzo grande, el departamento mantiene constantemente contacto con los clientes a los que se les realizó la presentación del producto, de esta manera alimenta el

conocimiento del tema en el sector (clientes) y propicia la futura negociación de contratos con productos de derivados financieros.

6. Opinión del experto

A pesar de que el personal encargado de la promoción y colocación de contratos de derivados financieros realiza esfuerzo en divulgar y educar a los clientes sobre la utilización de derivados financieros y los beneficios que trae consigo para la estabilidad financiera de la empresa, en la economía costarricense el factor de tipo de cambio es determinante para desmotivar la utilización de este tipo de productos. Lo anterior debido a que el sistema de bandas cambiarias genera una cierta estabilidad en la mente de los clientes, ya que en años anteriores el riesgo sobre diferencial cambiario no era evidente porque el tipo de cambio del colón se mantuvo estable en la banda inferior, lo cual generó que las personas no tomaran acciones preventivas ante un eventual movimiento en el tipo de cambio. Consecuentemente esta situación desfavoreció la colocación de derivados financieros de riesgo cambiario.

La colocación de derivados financieros en el mercado costarricense por parte del Banco Nacional ha sido una dura tarea, principalmente por la estabilidad del tipo de cambio y la dificultad por parte del BNCR de promocionar y convencer a sectores de la economía con un gran potencial de colocación de contratos, como lo es el sector público. A pesar de dicha dificultad el BNCR ha logrado realizar colocaciones y convencer a sectores como el de los importadores sobre la importancia del beneficio que representa la utilización de contratos de derivado financieros para las proyecciones tanto de balance como de presupuesto de sus empresas.

7. Análisis por parte del equipo investigador

De acuerdo a la entrevista realizada al Banco Nacional de Costa Rica sobre la situación de los derivados financieros en dicho ente financiero, se concluye que el camino recorrido por el Banco Nacional de Costa Rica para obtener la aprobación por parte de la SUGEF para ofrecer dentro de su cartera de productos los derivados financieros ha sido difícil, tanto por tramitación como prejuicios, al ser los derivados financieros protagonistas en la crisis financiera vivida en el año 2008.

A pesar de puntos en contra, el equipo formado por parte del BNCR para desarrollar la estructura necesaria y cumplir con los requisitos establecidos por la SUGEF desarrolla el proyecto y lo presenta ante la Junta Directiva de la institución para su respectiva aprobación.

Aprobada la continuación del proyecto, el BNCR se vio envuelto en una serie de requisitos y capacitaciones del personal establecidos por el Banco Central de Costa Rica y la SUGEF y, a pesar de haber completado la documentación necesaria y aprobación de las certificaciones del personal encargado de ofrecer el producto, el BNCR vivió una larga espera para obtener el visto bueno del ente regulador.

Dicho retraso generó un estancamiento de la plataforma tecnológica lista para su utilización en el servicio de derivados financieros. Debido a tal periodo de espera el BNCR ideó un producto híbrido que no necesitaba la aprobación de la SUGEF, de esta manera se creó el “BN-intermoneda”.

Obteniendo la aprobación para ofrecer al mercado derivados financieros, el BNCR lanza al mercado tres productos: contratos forward, FX swap y el Cross Currency Swap. Los dos primeros

son contratos enfocados principalmente al riesgo cambiario y el último es un contrato que se realiza para brindar cobertura por tasa de interés. El Cross Currency Swap a pesar de estar aprobada su comercialización actualmente el BNCR no está realizando contratos de este tipo.

Se puede identificar que el principal desacelerador de la utilización de derivados financieros es el sistema de bandas cambiarias presente en la economía costarricense. Esto porque, a pesar de los esfuerzos realizados por el BNCR para promover y educar al mercado en el tema de derivados financieros y sus beneficios, la estabilidad y las pocas fluctuaciones que genera el sistema de bandas cambiarias, provoca que las personas no tomen acciones ante riesgos cambiarios futuros. En otras palabras, a pesar de que el mercado tiene conocimiento del tema, el sistema de bandas cambiarias genera cierta confianza sobre la estabilidad del tipo de cambio en el mercado provocando que los instrumentos de protección de riesgo cambiario no resulten llamativos.

Análisis entrevista experto 2: Entrevista Complementaria

De acuerdo con la entrevista a la entidad financiera número 2, los derivados financieros que ofrecen al mercado son los *forwards* y las coberturas cambiarias. Esto coincide con las demás instituciones consultadas, las cuales indicaron que ofrecen *forwards*.

A diferencia de las otras instituciones consultadas, el derivado financiero que más colocan es el de cobertura cambiaria, debido a las variaciones constantes en el tipo de cambio.

Este banco cuenta con una amplia cartera de clientes, ventaja que le dio el hecho de haber sido el primer banco autorizado por la SUGEF para ofrecer derivados bajo legislación local. El principal mercado que atiende este banco son las personas jurídicas con altas transacciones en moneda extranjera, enfocándose en los sectores productivos y financieros.

Entre los requisitos que esta institución solicita, están el monto mínimo, que está fijado en \$100,000.00, la firma de un contrato maestro para operaciones derivadas, el registro de firmas de las personas autorizadas y el paquete de documentación básica necesaria para ser clientes del banco.

De acuerdo con la entrevistada, el principal objetivo de los usuarios de este servicio es el protegerse de la volatilidad del tipo de cambio en las cuentas de pasivos.

Debido a la complejidad del producto, este está dirigido principalmente a clientes con un perfil sofisticado que comprenden el uso adecuado de los derivados financieros. La forma de mercadear su producto es a través de prensa escrita y seguimiento directo a la cartera regular de clientes. En concordancia con las demás instituciones consultadas, el uso de estos derivados está aumentando en el mercado costarricense.

La entrevistada indica que el mercado financiero costarricense no es idóneo para ofrecer estos productos financieros, pero expresa que al mismo tiempo, el mercado se está sofisticando paulatinamente y que es posible prever que se ofrezcan otros tipos de derivados como los de tasas de interés en un futuro cercano, segmento de poca profundidad en el mercado. Además, desde el 2008, con la entrada en vigencia de legislación local en la materia, el mercado se ha venido desarrollando y ahora cada vez más clientes nacionales utilizan el servicio gracias al dinamismo que ha tomado el mercado.

A diferencia de otros mercados, los derivados financieros en Costa Rica son considerados como productos innovadores, es decir, apenas se está incrementando su uso. En otras latitudes, los derivados financieros son de uso más común. La experta coincide en que hace falta mayor educación en el tema para que más clientes conozcan de los beneficios del producto.

Análisis entrevista experto 3: Entrevista Complementaria

Según el experto entrevistado, de los derivados financieros, el producto con mayor uso en Costa Rica son los FOWARDS, ya que la emisión de los SWAPS de divisas es casi nula y la negociación de contratos SWAPS de tipo de interés nunca se ha llevado a cabo en el país.

En los mercados internacionales, donde existen plataformas electrónicas y mayor cantidad de participantes, es común observar cómo algunos derivados financieros (SWAPS y forwards) se negocian en un mercado secundario.

En Costa Rica, la rigurosa legislación de la SUGEF, la posición conservadora del Banco Central y un mercado de tamaño muy reducido son algunos de las limitantes que tienen las Bolsas de Valores para negociar derivados financieros en el mercado.

Los principales puestos de bolsa no realizan operaciones con SWAPS; sin embargo se utilizan los contratos de diferencia como una opción a los derivados financieros. Un contrato de diferencia se define como: “Contrato estandarizado en el cual dos partes acuerdan hoy entregar en una fecha futura (fecha de entrega) un monto basado en la diferencia entre el precio de entrega y el precio del contrato pactado” (Reglamento sobre Contratos de Diferencia, Compendio de Normativa de la Bolsa Nacional de Valores S.A, Pág. 1)

Los Contratos Diferencia de tipo de cambio son acuerdos para recibir/entregar una cierta cantidad de activos en un plazo a un precio determinado. Son los instrumentos más usados para protegerse de movimientos imprevistos del tipo de cambio o cubrirse de posibles pérdidas; explícitamente se asume un riesgo con el objetivo de obtener una ganancia incierta. Se utilizan contratos adelantados a tasas de interés para protegerse de riesgos de movimientos no anticipados. En un Contrato

Diferencia de tipo de cambio, las condiciones pactadas se establecen de acuerdo a las necesidades específicas de las partes

Un puesto de bolsa no puede ofrecer un tipo de cobertura que no sea bajo la figura de un contrato de diferencia ya que solo ciertas entidades bancarias están autorizadas a realizar forwards e incluso swaps. Los contratos de diferencia permiten cubrirse del riesgo cambiario, que hace que quienes posean activos o pasivos en una moneda distinta al colón se vean expuestos a este riesgo. Las tesorerías de grandes empresas, inversionistas institucionales y gestores de fondos de inversión tienen ante sí la necesidad de desarrollar coberturas cambiarias para controlar los riesgos y convertirlos en mejores rendimientos finales para los clientes. Esto imprime mayor liquidez y profundidad a los mercados secundarios de bolsa, mejorando también la formación de precios.

Las razones por las que las bolsas de valores no comercializan SWAPS son:

1. Control de divisas

Por tratarse de operaciones con capitales el BCCR quien regula la economía y la SUGEF ente regulador de entidades financieras, establecen el reglamento de operaciones con derivados en donde como principal objetivo es

...regula las operaciones de derivados cambiarios que realicen las entidades supervisadas por el CONASSIF, y la información que sobre ellas deberá suministrarse al Banco Central de Costa Rica, a la Superintendencia General de Entidades Financieras y a la Superintendencia General de Valores. (Reglamento para Operaciones con Derivados Cambiarios, 2006, p. 1)

2. Falta de plataformas electrónicas

A cada intermediario se le solicita una plataforma para el manejo de los derivados pero a falta de una plataforma para la realización de “match” entre los inversionistas, el intermediario debe cubrir la inversión que le corresponde al otro inversionista con fin de generar operaciones con derivados pues en un mercado tan pequeño como Costa Rica se dificulta la colocación de derivados.

En el caso de las bolsas de valores, se da...“en la negociación de Contratos de Diferencia únicamente podrán actuar como intermediarios los puestos de bolsa que cumplan los reglamentos dictados por las bolsas de valores, los cuales deberán ser aprobados previamente por la SUGEVAL” (Reglamento para Operaciones con Derivados Cambiarios, 2006, p. 2)

3. Muchos requerimientos y papeleo

Una de las mayores limitantes es la cantidad de trámites de formalización los cuales son muy extensos; en caso de contratos de bolsa, donde son 5 páginas; la firma de los addendum, las cartas de autorización, y referencias; en el caso de bolsa, son algunos de los requisitos que se solicitan al momentos de formalizaron una operación con derivados.

Por esta razón muchos inversionistas desisten de la formalización de un derivado pues solo el hecho de completar el trámite tan extenso puede llegar a ser engorroso.

Además si se observan los requisitos de formalización establecidos en los artículos 9, 10 y 11 del Reglamento de Operaciones con Derivados Cambiarios que se deben cumplir, aunado a la tramitología por completar hace que el trámite mismo sea poco atractivo en un mercado tan escaso.

4. Pocas entidades autorizadas

Al encontrarse en un país tan pequeño, el mercado para los derivados es extremadamente pequeño; por esta razón solo se cuenta con tres entidades financieras autorizadas para brindar este tipo de coberturas, así como los puestos de bolsa que solo se les permite ofrece contratos de diferencias con una figura de intermediarios, esto hace que la venta de derivados sea exclusiva de ciertas entidades. En Costa Rica las tres entidades financieras autorizadas para la emisión de derivados financieros son: Citi, Davivienda y el Banco Nacional.

5. Pocas opciones de intercambio

En relación al punto anterior, al ser un mercado tan pequeño, la venta de coberturas es limitada pues no se cuenta con una manera fácil de realizar el “match” con algún otro inversionista; lo que hace que las operaciones sean aún más difíciles de colocar limitando la probabilidad de adquirir un derivado.

6. Mucho control por parte de la SUGEF y el BCCR

Por tratarse del manejo de grandes sumas de dinero, el BCCR y la SUGEF deben mantener el control o fiscalizar de alguna forma este tipo de operaciones, para lo que se designa de acuerdo con lo establecido en el artículo 4 del Reglamento de Operaciones con Derivados Cambiarios al CONASSIF como supervisor de las operación y debe así comunicar la información.

Por otro lado, la regulación solicita para una entidad financiera cubrir unos \$2.000.000,00 a 6 meses se le exigen alrededor de \$150.000,00 de garantía, lo que se invierte en un certificado; todo esto extiende los tramites de los derivados.

En Costa Rica existe poca información sobre el tema de los derivados financieros. El hecho de que sólo existan tres bancos registrados aumenta el desconocimiento del producto entre la población, ya que su divulgación sólo se realiza entre la cartera de clientes de las tres instituciones mencionadas, y por ende la negociación se realiza de manera directa y sin la intermediación de empresas.

Los expertos toman como ejemplo otras naciones latinoamericanas, como Brasil y Colombia, ya que han logrado avanzar rápidamente y de manera muy sólida en su mercado de valores.

Las variaciones en el tipo de cambio influyen de gran manera sobre la demanda de los derivados financieros. Entre más estable sea, menor será el uso de los mismos. Actualmente el uso de bandas cambiarias como política monetaria permite mayor volatilidad en el precio de la divisa, ya que este puede fluctuar entre el piso y techo de la banda, sin poder predecir su comportamiento.

Desde hace unos años el tipo de cambio en Costa Rica se ha mantenido muy estable pegado al piso de la banda, sin embargo eso no lo hace exento de variaciones abruptas en pequeños lapsos de tiempo. Aquellos sectores que manejen parte de sus operaciones en dólares se verían muy beneficiados por el uso de los derivados financieros, ya que esto les permite proyectar sus flujos de caja de manera más eficiente y segura. Un claro ejemplo es el sector cafetalero, quienes se protegen por medio de forwards para asegurar el precio del dólar en la venta de su cosecha.

La nueva administración del Banco Central designada durante el gobierno de Luis Guillermo Solís, propone estrechar los límites de la banda y eliminar la participación de pequeños inversionistas en el mercado de moneda extranjera Monex. Según las palabras del nuevo presidente del Banco Central, Olivier Castro Pérez:

“Me parece que una persona que negocia \$1.000 no tiene por qué ir ahí, en un instrumento que debe de estar diseñado para operaciones bancarias. Acuérdesse de que el Banco Central es un banco de bancos, no es para el público”. (Entrevista a Olivier Castro Pérez, *La Nación*, 15 de Abril 2014)

Según la opinión del experto, esta ideología adoptada por el nuevo jerarca afectaría la comercialización de los SWAPS en Costa Rica, y formaría otra de las trabas que impone la legislación costarricense. En resumen, se puede deducir que en Costa Rica no se utilizan los SWAPS debido a los límites impuestos por la legislación de la SUGEF y el gran papeleo que esto requiere.

Análisis comparativo de las entrevistas

A continuación se muestra una matriz que resume la opinión de cada uno de los expertos según las variables estudiadas:

Tabla 4: Análisis Comparativo entre las entrevistas realizadas			
Definición del estudio	Entidad Entrevistada para Estudio de Caso	Experto 1	Experto 2
Uso de los derivados financieros tipo SWAPS en el mercado costarricense	Según el entrevistado los derivados tipo <i>swaps</i> no son utilizados en el país. Además existe poca demanda de instrumentos financieros en el mercado costarricense, dado el desconocimiento	Según este profesional, el uso de estos derivados está aumentando en el mercado costarricense. El derivado financiero que más colocan en el	Según el experto entrevistado, el derivado financiero con mayor uso en Costa Rica son los <i>fowards</i> , ya que la emisión de los <i>swaps</i> de divisas es casi nula y la negociación de contratos <i>swaps</i> de tipo de interés nunca

Tabla 4: Análisis Comparativo entre las entrevistas realizadas

Definición del estudio	Entidad Entrevistada para Estudio de Caso	Experto 1	Experto 2
	de la población en estos temas y la estabilidad en el tipo de cambio.	país es el de cobertura cambiaria.	se han llevado a cabo en el país.
Crecimiento y evolución de los derivados financieros SWAPS en el mercado costarricense	Donde se puede observar una tendencia al crecimiento, es en el uso de otro tipo de instrumentos financieros diferentes de los <i>swaps</i> , entre ellos menciona los forwards, esto debido a las fluctuaciones en el tipo de cambio.	La entrevistada indica que el mercado financiero costarricense no es idóneo para ofrecer estos productos financieros, sin embargo cree que es posible prever que se ofrezcan otros tipos de derivados en un futuro cercano, segmento de poca profundidad en el mercado.	Al encontrarse en un país tan pequeño, el mercado para los derivados es limitadamente pequeño; y su oferta también.
Ventajas y beneficios del uso de los derivados financieros SWAPS	Se menciona que este tipo de instrumentos permite a sus usuarios tener estabilidad en sus transacciones.	No menciona	Los contratos de diferencia permiten cubrirse del riesgo cambiario. Aquellos sectores que manejen parte de sus operaciones en dólares se verían muy beneficiados por el uso de los derivados financieros, ya que esto les permite proyectar sus flujos de caja de manera más eficiente y segura.

Tabla 4: Análisis Comparativo entre las entrevistas realizadas

Definición del estudio	Entidad Entrevistada para Estudio de Caso	Experto 1	Experto 2
Desventajas del uso de los derivados financieros SWAPS	Posibilidad de tener pérdidas debido a cambios inesperados en el tipo de cambio, donde se presenten condiciones de mercado más favorables con respecto a las pactadas con el banco.	No menciona	Mucho papeleo, tramitología y requerimientos que desestimulan a posibles compradores.
Posición de la SUGEF respecto al uso de los SWAPS en Costa Rica	La posición de la SUGEF frente a este tipo de operaciones ha sido muy conservadora, ya que esta entidad pretende minimizar el riesgo que las entidades financieras asumen al utilizar operaciones con derivados.	No menciona	Por tratarse del manejo de grandes sumas de dinero, el BCCR y la SUGEF deben mantener el control o fiscalizar de alguna forma este tipo de operaciones.
Impedimentos legales para el uso de los SWAPS en Costa Rica	Al inicio la reglamentación resultó ser algo confuso, por la novedad del producto. Había muchos vacíos en el reglamento, de los cuales la entidad entrevistada realizó las observaciones pertinentes que fueron aceptadas por el ente regulador.	No menciona	En Costa Rica, la rigurosa legislación de la SUGEF, la posición conservadora del Banco Central y un mercado de tamaño muy reducido son algunos de los limitantes que tienen las Bolsas de Valores para negociar derivados financieros en el mercado. En Costa Rica no se utilizan los <i>swaps</i>

Tabla 4: Análisis Comparativo entre las entrevistas realizadas

Definición del estudio	Entidad Entrevistada para Estudio de Caso	Experto 1	Experto 2
	<p>Además la SUGEF provoco que la entidad se retrasara con el lanzamiento de los instrumentos financieros al mercado costarricense al no dar el visto bueno correspondiente cuando todo estuvo listo.</p>		<p>debido a los límites impuestos por la legislación de la SUGEF y el gran papeleo que esto requiere.</p>
<p>Procedimiento administrativo para la emisión de un derivado financiero SWAP</p>	<p>Como se mencionó anteriormente, la entidad no emite <i>swaps</i>. Actualmente el producto que ofrecen al mercado es llamado BN-Intermoneda. Para obtener este producto se debe de llenar un contrato, luego se llama a la mesa de negociación y ahí se pacta un precio de compra de dólares.</p> <p>El monto mínimo del contrato es de \$10,000.00.</p>	<p>Entre los requisitos que esta institución solicita, están el monto mínimo, que está fijado en \$100,000.00, la firma de un contrato maestro para operaciones derivadas, el registro de firmas de las personas autorizadas y el paquete de documentación básica necesaria para ser clientes del banco.</p>	<p>No aplica.</p>
<p>Características de las personas físicas o jurídicas que adquieren SWAPS</p>	<p>Deben de ser clientes del banco.</p> <p>Pueden ser personas físicas o jurídicas.</p>	<p>Personas jurídicas con altas transacciones en moneda extranjera, enfocándose en los sectores productivos y financieros.</p>	<p>No aplica</p>

Tabla 4: Análisis Comparativo entre las entrevistas realizadas

Definición del estudio	Entidad Entrevistada para Estudio de Caso	Experto 1	Experto 2
	<p>Mantener un buen record crediticio.</p> <p>Tener todos los créditos al día.</p> <p>No presentar atrasos en la cartera y deben de mantener una calificación triple A, según los estándares del banco.</p>	<p>Clientes con un perfil sofisticado que comprenden el uso adecuado de los derivados financieros</p>	

6. Conclusiones

A continuación se describen las conclusiones obtenidas del estudio separadas por los principales temas planteados al inicio en los objetivos:

Evolución, desarrollo y utilización de los derivados financieros en el mercado costarricense:

1. La oferta actual de derivados financieros que presenta el mercado costarricense está limitada a los bancos autorizados por la SUGEF para realizar este tipo de operaciones. Además, según las entrevistas realizadas se concluye que los derivados financieros son poco utilizados en Costa Rica.

A pesar de que las entidades financieras en estudio tienen a disposición de los inversionistas los derivados financieros tipo *swaps*, el producto de mayor utilización son los *forwards*. Especialmente en sectores agrícolas donde se conoce con mayor exactitud el momento para pactar los contratos en otra divisa diferente al colón.

Se puede determinar que el país, en lo que respecta al tema de derivados financieros y su comercialización, se encuentra en una etapa de formación pues existen interesados en la comercialización pero no se cuenta con la suficiente madurez ni la amplitud necesaria para la colocación de este tipo de herramientas financieras.

2. Existen muchas limitantes que no permiten el uso de los derivados financieros en el mercado costarricense. Según los expertos algunos de los problemas que entorpecen la comercialización de los derivados financieros en el mercado costarricense son:

- Desconocimiento del producto por parte de los inversionistas
 - Poca cantidad de entidades financieras oferentes
 - El tamaño tan pequeño del mercado costarricense
3. Según la opinión de los expertos, en Costa Rica no se utilizan los *swaps* de tipo de interés, actualmente las instituciones autorizadas solo comercian *swaps* de divisas
4. La demanda de los derivados financieros depende directamente de la volatilidad del tipo de cambio del dólar en el país. Entre más estable sea, menos atractivo es para los inversionistas.

La estabilidad que ha mostrado el tipo de cambio en los últimos años en el país es un factor que, de cierta forma, desestimula a posibles clientes a incursionar en el mercado de derivados financieros, esto debido a que los posiciona en una situación de comodidad por el bajo nivel de riesgo que esta situación conlleva. Sin embargo, el cambio repentino que se dio a inicios del 2014 en el tipo de cambio puede significar un auge en el mercado de derivados financieros en Costa Rica. Esto debido a que los derivados financieros se presentan ante los participantes del mercado como una herramienta útil para mitigar el efecto del riesgo que trae implícito sus operaciones diarias.

Análisis del marco legal y reglamentación vigente para el uso de los derivados financieros en Costa Rica:

5. La legislación actual para el uso de los derivados financieros es muy conservadora y procura evitar la especulación con el tipo de cambio por parte de los inversionistas.

En Costa Rica se regulan las transacciones de derivados financieros a través del Reglamento para el Uso de Derivados en Moneda Extranjera, el Reglamento para Operaciones con Derivados Cambiarios y el Reglamento para la Utilización y Ejecución de Operaciones con Derivados Cambiarios. Se puede concluir que en temas de regulación de derivados financieros el país ha presentado un avance, sin embargo, el contenido de estos reglamentos ha sido precario y evidencian la inmadurez del sistema normativo existente en materia de derivados.

Por otro lado, los controles iniciales son muy tediosos por lo que para las entidades financieras el mercado de derivados puede resultar poco llamativo.

6. La regulación para los derivados financieros es relativamente nueva y aún se encuentra incompleta, ya que esta no contempla la totalidad de las situaciones que se pueden presentar en el mercado. Una regulación correcta será aquella que vigile el mercado, el accionar de sus operadores, el contenido de los instrumentos utilizados y su forma de contratación, sin convertirse en un obstáculo para ellos.

De la entrevista de ALDESA se logra concluir que los reglamentos existentes necesitan ser revisados e innovados ya que contienen una serie de vacíos y presentan ciertos problemas. En primer lugar, todos los reglamentos versan principalmente sobre los presupuestos regulatorios con relación a las partes contratantes e intermediarios,

únicamente supervisados por SUGEF y SUGEVAL, dejando así por fuera y exento de regulación a los entes privados no supervisados que potencialmente pueden participar en el mercado y por ende, se restringe también la oferta de productos derivados en el país.

7. Del análisis de los reglamentos existentes del país, se observa que la regulación es escasa y requiere de mejoras importantes que sean significativas para el mercado en cuestión. Entre los principales puntos que se pueden concluir de los tres reglamentos, se mencionan los siguientes:
 - Los reglamentos se centran únicamente en algunos tipos de derivados.
 - Se exige una serie de complejos requisitos que dificultan el cumplimiento y ejecución de los mismos por parte de las entidades financieras.

Conclusiones generales del estudio

8. En Costa Rica existe un retraso tecnológico en las plataformas electrónicas de servicios financieros.

La falta de instrumentos tecnológicos, llámese software, que faciliten el emparejamiento de las operaciones entre inversionistas es una de las razones más relevantes de los resultados obtenidos en la presente investigación. En un mundo tan avanzado y que a la fecha no exista una forma electrónica adecuada para asociar una inversión con otra de características similares provoca que el mercado no se fomente y que los intermediarios les corresponda asumir riesgos inherentes de la operación cuando en realidad ellos son solo intermediarios.

Lista de referencias

- Banco Central de Costa Rica. (2011). *Banco Central de Costa Rica*. Obtenido de http://www.bccr.fi.cr/politica_cambiaria/
- Banco Central de Costa Rica. (19 de Octubre de 2006). Reglamento para las Operaciones con Derivados Cambiarios. *Proyecto 5298*. San José: La Gaceta.
- Cuzco, I. S. (2010). *Swap de Divisas o Permuta Financiera*. Área Finanzas. Perú: Instituto Pacífico.
- Díez de Castro, L., & Mascareñas Perez-Iñigo, J. (1995). *Ingeniería Financiera: La gestión en los mercados financieros internacionales*. México: McGraw-Hill.
- Estado de la Nación. *DÉCIMOTERCER INFORME SOBRE EL ESTADO DE LA NACION*. San José: ESTADO DE LA NACION.
- Fabozzi, F. J. (2012). *The handbook of fixed income securities* (8 ed.). Estados Unidos: McGraw Hill.
- Figuerola, V. M. (2008). Los Instrumentos Financieros Derivados: Concepto,. *Ciencias Económicas* 26-No. 2 , 243-256.
- Hernandez, R., Fernandez, C., & Baptista, P. (2006). Metodología de la Investigación. México: Mc Graw Hill.
- Kolb, R. W. (2000). *Futures, Options, & Swaps*. Massachusetts: Blackwell Publishers.
- Leitón, P. (06 de noviembre de 2012). Banco Nacional ofrecerá coberturas cambiarias. *La Nación*.
- Mascareñas, J. (Agosto de 2013). Mercado de Derivados Financieros: Swaps. Madrid, España: Universidad Complutense de MADrid.
- Mora Arias, M., & Prado Zúñiga, E. (s.f.). *El régimen de banda cambiaria: hacia la flexibilidad cambiaria y el control de la inflación*. Estado de la Nación, San José.
- Simon, Gray, S., & Place, J. (2003). *Derivados financieros*. México D.F.: Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos.
- Szekely, J. R. (2007). *Guía práctica de los instrumentos financieros derivados*. Lima, Perú: Fondo Editorial de la Pontificia Universidad Católica del Perú.
- Zambrano Reyes, A. (2010). *Valuación de Bonos con Volatilidad en la Tasa de Interés: Una Aplicación al Mercado de Swaps*. México: Instituto Politécnico Nacional.
- Banco Central de Costa Rica. (3 de Noviembre de 1995). Ley ORGÁNICA del Banco Central. Recuperado el 20 de Marzo de 2014, de Ley No. 7558:

<http://webcache.googleusercontent.com/search?q=cache:PhBToZR-RaMJ:www.hacienda.go.cr/centro/datos/Ley/Ley%25207558-Ley%2520Org%25C3%25A1nica%2520del%2520Banco%2520Central.doc+&cd=1&hl=es&ct=clnk>

Castillo, A. P. (2003). *Gestión del Riesgo de Tasas de Interés y el Riesgo Cambiario Mediante la Utilización de Productos Derivados en Costa Rica*. Tesis de Graduación para optar por el Postgrado de Administración y Dirección de Empresas con énfasis en Finanzas, Universidad de Costa Rica, Administración y Dirección de Empresas, San José.

Cubero, J. L. (2006). *La Negociación de Derivados Financieros en el Mercado de Valores de Costa Rica*. Tesis de graduación para optar por el Posgrado en Economía con énfasis en Banca y Mercado de Capitales, Universidad de Costa Rica, San José.

Superintendencia General de Entidades Financieras. (s.f.). *SUGEF*. Recuperado el 24 de Marzo de 2014, de <http://www.sugef.fi.cr/pagina.asp?pagina=servicios/documentos/MarcoLegal/Leyes/1644.htm>

Svarzman, D. M. (01 de Agosto de 2004). *Basilea II: un gran incentivo a la gestión de riesgos*. Recuperado el 27 de Marzo de 2014, de BASILEA2: <http://www.basilea2.com.ar/Articulos.asp?id=1>

www.basilea2.com.ar. (2007). *Basilea2*. Recuperado el 27 de Marzo de 2014, de SIT - Sistemas Informáticos: <http://basilea2.com.ar/>

www.bis.org. (10 de Junio de 2013). *Basel Committee on Banking Supervision*. Recuperado el 24 de Marzo de 2014, de <http://www.bis.org/bcbs/index.htm>

www.salliemae.com. (2014). *SallieMae*. (© 2014 Sallie Mae Bank) Recuperado el 24 de Marzo de 2014, de sitio Web de Sallie Mae Bank: <https://www.salliemae.com/about/who-we-are/history/>

Anexos

Anexo 1: Entrevista para el Estudio de Caso

Buenos días / Buenas tardes, somos estudiantes del Instituto Tecnológico de Costa Rica y actualmente desarrollamos el proyecto final para optar por el grado de licenciatura en administración financiera. El Tecnológico, como parte del programa de licenciatura, promueve el desarrollo de investigaciones sobre temas relevantes en el ámbito financiero local e internacional, por lo tanto los estudiantes matriculados en dicho programa tienen la tarea de obtener información especializada con fines meramente académicos y un manejo absolutamente confidencial de la información suministrada.

El objetivo de la actual investigación es analizar el uso de los derivados financieros en el mercado financiero local, en especial el uso de SWAPS de divisas en Costa Rica, por lo tanto acudimos a su criterio de experto para obtener la información necesaria que permita el adecuado desarrollo de la investigación académica al primer semestre del año 2014.

Información General de la Institución donde labora:

1. Nombre completo de la empresa:
2. Actividad económica principal:
3. Localización:
4. Fecha de inicio de operaciones con derivados financieros (favor responder solo si esto aplica para su empresa):

Información General del entrevistado:

5. Nombre del entrevistado:
6. Puesto de trabajo:
7. Departamento:

Información sobre derivados financieros en el Banco Nacional:

8. ¿Cuáles instrumentos relacionados al uso de derivados financieros son los que actualmente ofrece el Banco Nacional de Costa Rica?
9. De los instrumentos citados anteriormente, ¿Cuáles son los de mayor demanda en el mercado costarricense?

10. ¿Con qué frecuencia se otorgan los contratos swap en el BNCR?
11. Conocemos que existen los swaps para disminuir el riesgo en las tasas de interés y los swaps utilizados para protegerse de los fuertes cambios en divisas. De los dos tipos de swaps mencionados, ¿Cuál, en su criterio, es el más utilizado en el mercado costarricense y porque?
12. Podría enumerar las características que debe tener una inversión para optar por un SWAP de divisas.
 - a. Plazo.
 - b. Monto.
 - c. Record crediticio del cliente.
 - d. Tipo de divisas.
13. ¿Cuál, a su criterio, es el principal motivo por el que las empresas buscan la utilización de swaps en el BNCR?
14. ¿Podría describir el proceso administrativo para gestionar un contrato swap de divisas?
 - e. Como se hace la solicitud.
 - f. Tiempo más probable de aprobación
 - g. Tiempo más probable de respuesta
 - h. Tiempo más probable de ejecución
 - i. Qué trámites administrativos.
15. ¿El BNCR realiza campañas publicitarias para dar a conocer al mercado la oferta de derivados financieros existentes en la entidad?
16. ¿Podría indicar al menos tres maneras como el BNCR coloca sus productos (derivados) en el mercado?
17. ¿Cómo informan a los clientes sobre la oferta de derivados financieros?
18. ¿Tiene usted conocimiento sobre los requisitos que debe cumplir una entidad financiera para ofrecer un derivado financiero?
19. ¿Cómo es la relación con el ente regulador encargado de supervisar el uso de los derivados financieros en Costa Rica?
20. Podría indicar metodología, frecuencia y aspectos a calificar por parte del ente regulador.
21. ¿Cuáles son las regulaciones legales cubren la actividad de derivados financieros específicamente en el BNCR?

Información Del Cliente que utiliza derivados financieros:

22. ¿Cuál es el perfil del cliente que utiliza contratos swaps en Costa Rica?
23. ¿Qué clasificaciones se asignan a los clientes de los swaps?
24. ¿Cuál es la característica común entre los demandantes de un contrato swap en el BNCR?

Criterio y opinión del Experto:

25. Tomando en cuenta algunos factores como el ambiente político, el comportamiento del Colón respecto al dólar y las variaciones en tasas de interés; ¿Considera usted recomendable el uso de los Swaps en Costa Rica?
26. ¿Considera que el swap un instrumento que pueda ser utilizado por Pymes o particulares?
27. A criterio de experto, ¿Cuáles son las características que más dominan entre los Swaps colocados por diferentes entes financieros en el mercado costarricense?
28. De acuerdo a su experiencia, ¿cuál es el cliente idóneo para optar por el uso de estos derivados financieros?

Estadísticas históricas y tendencias futuras:

29. ¿Cuál ha sido la tendencia en el mercado costarricense en la utilización de Swaps durante los últimos 5 años?
30. ¿Qué sector es el que más utiliza derivados financieros? ¿Por qué considera que es el sector que más utiliza los derivados financieros?
31. ¿Cómo considera usted que la utilización de swaps va a comportarse en los próximos 5 años? ¿Por qué?
32. ¿Cuáles han sido las principales variaciones que se dieron en el mercado de derivados financieros después de que entro a regir la reglamentación correspondiente en el 2008?

Mercado:

33. ¿Qué tanto conocimiento considera usted que hay en el mercado costarricense sobre la utilización de derivados financieros?

Anexo 2: Entrevista para los expertos

Buenos días / Buenas tardes, somos estudiantes del Instituto Tecnológico de Costa Rica y actualmente desarrollamos el proyecto final para optar por el grado de licenciatura en administración financiera. El Tecnológico, como parte del programa de licenciatura, promueve el desarrollo de investigaciones sobre temas relevantes en el ámbito financiero local e internacional, por lo tanto los estudiantes matriculados en dicho programa tienen la tarea de obtener información especializada con fines meramente académicos y un manejo absolutamente confidencial de la información suministrada.

El objetivo de la actual investigación es analizar el uso de los derivados financieros en el mercado financiero local, por lo tanto acudimos a su criterio de experto para obtener la información necesaria que permita el adecuado desarrollo de la investigación académica al primer semestre del año 2014.

Información General de la Institución donde labora:

34. Nombre completo de la empresa:
35. Principal actividad económica:
36. Localización:
37. Fecha de inicio de operaciones con derivados financieros:

Información General del entrevistado:

38. Nombre del entrevistado:
39. Puesto de trabajo:
40. Departamento:

Información sobre derivados financieros:

41. Teniendo conocimiento que el Banco CITI ofrece derivados financieros, podría brevemente describir el proceso necesario que se llevó a cabo para obtener la autorización por parte de la sugef y tener el aval para ofrecer dentro de la cartera de productos los derivados financieros.
42. ¿Cuáles son los derivados financieros que actualmente ofrece CITI?
43. ¿Podría brindar una breve descripción de cada uno de los derivados financieros que ofrece CITI?
44. ¿Cuál, en su criterio, es el derivado financiero más utilizado en el mercado costarricense, porque y qué tipo de cobertura brinda?
45. ¿Con qué frecuencia CITI realiza contratos de derivados financieros en el mercado costarricense?
46. ¿Qué tipo de estrategia publicitaria utiliza el Banco CITI para colocar derivados financieros en el mercado costarricense?

Información del Cliente que utiliza derivados financieros:

47. Podría enumerar los requisitos necesarios para que una persona física o jurídica pueda realizar un contrato con derivados financieros en CITI. (por ejemplo: plazo, monto mínimo, expediente crediticio, tipo de divida, etc.)
48. ¿Cuál es la característica común entre los demandantes de un contrato de derivado financiero en Costa Rica?
49. ¿Cuál, a su criterio, es el principal motivo por el que las empresas buscan la utilización de derivados financieros en el Costa Rica?

Criterio y opinión del Experto:

50. Tomando en cuenta algunos factores como el ambiente político, el comportamiento del colón respecto al dólar y las variaciones en tasas de interés; ¿Considera usted recomendable el uso de los derivados financieros en Costa Rica?
51. De acuerdo a su experiencia, ¿cuál es el cliente idóneo para optar por el uso de estos derivados financieros?

Estadísticas históricas y tendencias futuras:

52. ¿Cuál ha sido la tendencia en el mercado costarricense en la utilización de derivados financieros durante los últimos 5 años?
53. ¿Qué sector es el que más utiliza derivados financieros? ¿Por qué motivo?
54. ¿Qué comportamiento espera usted muestren los derivados financieros en el mercado costarricense en un futuro cercano?
55. ¿Cuáles han sido las principales variaciones que se dieron en el mercado de derivados financieros después de que entro a regir la reglamentación correspondiente en el 2008?

Mercado:

56. ¿Qué tanto conocimiento considera usted que hay en el mercado costarricense sobre la utilización de derivados financieros?
57. A criterio de experto, ¿Cuáles son las características que más dominan entre los derivados financieros colocados por diferentes entes financieros en el mercado costarricense?

Muchas gracias por su valiosa atención.