

**INSTITUTO TECNOLÓGICO DE COSTA RICA**  
**ESCUELA DE ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS**



**Seminario Gerencial de Administración Financiera**

**Proyecto para optar por el grado de Licenciatura en Administración Financiera**

**Modelo de gestión de riesgo cambiario para pymes que incursionan en el  
comercio internacional**

**Elaborado por:**

**Bryan Cordero Díaz**

**Stephanie Hernández Gutiérrez**

**Sharon Rodríguez Valverde**

**Profesor guía: MBA. Manrique Hernández**

**I Semestre 2014**

**San José, Costa Rica**

## Índice de Contenido

RESUMEN .....	1
ABSTRACT .....	3
CAPÍTULO I. INTRODUCCIÓN .....	5
Generalidades de la investigación .....	6
1. Justificación .....	6
2. Planteamiento del problema .....	8
3. Objetivos del estudio .....	8
3.1. Objetivo General .....	8
3.2. Objetivos específicos .....	8
4. Esquema de trabajo .....	9
5. Alcances y limitaciones .....	10
5.1. Alcance .....	10
5.2. Limitaciones .....	10
CAPÍTULO II. ANÁLISIS DEL ENTORNO .....	11
1. Comportamiento actual del tipo de cambio en Costa Rica .....	12
1.1. Hacia la flotación administrada y mercado de derivados .....	15
2. Situación banca pública y privada .....	16
3. Situación pequeña y mediana empresas (Pymes) .....	19
CAPÍTULO III. MARCO TEORICO .....	20
1. Definición de Pyme .....	21
2. Definición empresa exportadora .....	21
3. Definición empresa importadora .....	21
4. Definición tipo de cambio .....	21
5. Intervención en el mercado cambiario .....	21

5.1. Intervención no esterilizada.....	22
5.2. Intervención esterilizada .....	22
5.3. Objetivos y razones de la intervención cambiaria .....	22
6. Riesgo estratégico.....	22
6.1. Riesgo legal .....	23
6.2. Riesgo de reputación .....	23
6.3. Riesgo operativo .....	23
6.4. Riesgo financiero .....	23
6.4.1. Riesgo de crédito.....	23
6.4.2. Riesgo de liquidez.....	24
6.4.3. Riesgo de mercado.....	24
6.5. Riesgo cambiario .....	24
6.5.1. Riesgo de transacción .....	24
6.5.2. Riesgo económico .....	24
6.5.3. Riesgo contable o de conversión.....	25
6.6. Gestión del riesgo cambiario.....	25
6.6.1. Objetivos y funciones de gestionar el riesgo cambiario. ....	25
6.6.2. Pasos para la administración del riesgo cambiario.....	26
7. Mercados financieros .....	27
7.1. Características de los Mercados Financieros.....	27
7.1.1. Mercado primario .....	28
7.1.1.1. Funciones del mercado primario .....	28
7.1.2. Mercado secundario .....	28
7.1.2.1. Funciones del mercado secundario.....	29
7.2. Mercado extrabursátil.....	29

8.	¿Qué son los productos derivados? .....	29
8.1.	Ventaja de los productos derivados .....	30
8.2.	Posiciones en el mercados de contado y mercado de derivados.....	32
8.3.	¿Por qué las empresas utilizan los derivados financieros? .....	32
8.4.	Definición forward .....	33
8.4.1.	Características generales de los contratos de Forward .....	33
8.4.2.	Términos del contrato Forward .....	34
8.4.3.	Aplicaciones más comunes .....	35
8.4.4.	Características en cuanto a cobertura de riesgo con los Forward .....	35
8.4.5.	Ventajas del mercado Forward y sus costos .....	35
8.5.	Definición Swap .....	36
8.5.1.	Ventajas de los Swaps.....	37
8.5.2.	Principales usos de los swaps por parte de las empresas.....	37
8.6.	Futuros .....	37
8.6.1.	Principales diferencias entre los contratos Forward y Futuros.....	38
CAPÍTULO IV. METODOLOGÍA .....		40
1.	Enfoque de la investigación.....	41
1.1.	Enfoque cuantitativo.....	41
1.2.	Enfoque cualitativo.....	41
2.	Tipo de investigación.....	42
2.1.	Detalles de la investigación exploratoria realizada.....	43
3.	Fuentes de información consultada.....	44
3.1.	Fuentes primarias .....	44
3.2.	Fuentes secundarias.....	44
3.2.1.	Internas.....	45

3.2.2. Externas.....	45
4. Descripción de los instrumentos.....	45
4.1. Método de recopilación de datos .....	45
5. Guía de trabajo.....	46
6. Metodología para la gestión del riesgo cambio mediante utilización de productos derivados .....	47
CAPÍTULO V. APLICACIÓN DEL MODELO DE RIESGO CAMBIARIO .....	55
1. Paso 1. Definir objetivos.....	56
2. Paso 2. Establecer estrategia.....	56
3. Paso 3. Elegir un instrumento. ....	57
4. Paso 4. Asignar recursos. ....	58
5. Paso 5. Aplicar instrumento.....	59
• Escenario de Exportadora.....	59
• Escenario de Importadora .....	62
6. Paso 6. Medir resultados.....	65
7. Paso 7. Hacer correcciones necesarias .....	65
8. Paso 8. Replantear objetivos.....	66
CAPÍTULO VI. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES .....	67
1. Conclusiones.....	68
2. Recomendaciones.....	71
CAPÍTULO VII. Bibliografía .....	73
1. Bibliografía .....	74
CAPÍTULO VIII. ANEXOS .....	78
1. Requisitos del Banco Nacional para obtención de Derivados. ....	79
2. Reglamento para operaciones con derivados cambiarios .....	88

CAPÍTULO IX. APÉNDICES .....	98
3. Entrevista estructurada.....	99

## Índice de Figuras

Figura 1. Tipo de cambio ponderado de Monex, primer trimestre 2011-2014.....	13
Figura 2. Tipos de riesgo que enfrentan las empresas. ....	48
Figura 3. Factores que inducen al riesgo cambiario.....	49
Figura 4. Opciones para la Gestión del Riesgo.....	50
Figura 5. Pasos para la Gestión del Riesgo Cambiario.....	52

## Índice de Tablas

Tabla 1. Objetivos y funciones de la gestión de riesgo cambiario.....	25
Tabla 2. Pasos para administración del riesgo cambiario. ....	26
Tabla 3. Diferencias entre Forward y Futuros. ....	38
Tabla 4. Guía de Trabajo. ....	46
Tabla 5. Comparación tipo de cambio de mercado contra tipo de cambio Forward, San José, Costa Rica.....	57



## Índice de Gráficos

Gráfico 1. Comparación tipo de cambio de mercado contra tipo de cambio Forward, Costa Rica. De diciembre 2013 a Abril 2014.....	58
Gráfico 2. Variación en ventas según tipo de cambio establecido con un Forward, Empresa Exportadora. ....	61
Gráfico 3. Variación en ventas según tipo de cambio establecido con un Forward, Empresa Importadora.....	64

## RESUMEN

En un entorno globalizado las empresas presentan necesidades totalmente diferentes a las de hace cinco o diez años atrás; ya que la velocidad con la cual se transmite la información y se realizan las transacciones es acelerada, aumentando la competencia entre empresas, y la necesidad por mantenerse en el mercado conlleva a que cada vez más se vean en la necesidad de realizar operaciones de comercio exterior.

Sin embargo, ingresar al comercio exterior no es sencillo, al tomar la decisión de ingresar a mercados internacionales se plantean nuevos retos: lingüísticos, culturales, políticos, exposiciones a riesgo, entre ellos, el riesgo cambiario. En el caso del riesgo cambiario, éste debe ser adecuadamente gestionado de manera que se identifique el impacto en la viabilidad y rentabilidad de las operaciones financieras y se puedan obtener medidas adecuadas para mitigar dicho riesgo.

Por ende, el riesgo cambiario, es el principal tema de análisis y estudio del presente trabajo y se pretende proponer un modelo sobre la gestión del riesgo cambiario mediante la utilización de productos derivados, que pueda ser puesto en marcha por las pequeñas y medianas empresas que participan activamente en el comercio internacional.

El documento se estructura de la siguiente manera, en el primer capítulo se definen las generalidades de la investigación: justificación del proyecto, se plantea el problema a investigar, se determinan los objetivos generales y específicos, se mencionan los alcances y por último las limitaciones de la investigación. En el segundo capítulo del estudio, se definen conceptos teóricos importantes relacionados con el tema, por ejemplo, definición de pyme, tipo de cambio, tipos de riesgos a los que se exponen las empresas, concepto de productos derivados financieros. En el tercer capítulo se presenta la metodología de la investigación, en la cual se determinó el tipo de investigación, y detalles estadísticos necesarios para el estudio. Para el cuarto capítulo, se realizó un estudio de la situación actual del entorno, análisis del tipo de

cambio, situación bancaria costarricense, así como la perspectiva de las pymes ante la exposición del riesgo cambiario. En el quinto capítulo se propone un modelo para la gestión el riesgo cambiario mediante la utilización de productos derivados, para las pequeñas y medianas empresas que participan en el comercio internacional. Por último, se plantean conclusiones y recomendaciones para la investigación.

Palabras claves: pyme, tipo de cambio, riesgo cambiario, productos derivados financiero.

## ABSTRACT

In a globalized environment companies have different needs than five or ten year ago, the speed in which information is transmitted and transactions are performed is accelerated, increasing the competition between companies even bigger and the necessitate to stay in the market leads to increasingly see the need to carry out foreign trade operations.

However, entering in foreign markets is not simple, because this decision develops new challenges: linguistic, cultural, political, risk exposures, including currency risk. In the case of currency risk, it must be managed properly so that the impact on the viability and profitability of financial operations can be identified and can obtain appropriate measures to mitigate this risk.

Therefore, the exchange risk is the main subject of analysis and study of this investigation is intended to propose a model to manage the foreign exchange risk by using of derivatives as financial instruments, that small and medium enterprises engaged in international trade can use.

The document is structured as follows, in the first chapter we aboard the generalities of the research, like: project justification, the problem to investigate, general and specific objectives determined, the scope and limitations of the research. In the second chapter of the study, important concepts related to the topic are defined, eg definition of small and medium enterprises (SMEs) exchange rates, types of risks to which companies are exposed, concept of financial derivatives exposed. In the third chapter of the research is defined the methodology, type of research, and statistical details required for the study. For the fourth chapter, we present a study of the current state of the environment, analysis of the exchange rate, Costa Rican banking situation and the perspective of SMEs to foreign exchange risk exposure. In the fifth chapter we present the model proposed to manage the foreign exchange risk by using of derivatives as financial instruments, that small and medium enterprises engaged in international trade can use it. Finally, conclusions and recommendations are made for research.

Keywords: SME, exchange rate, exchange rate risk, financial derivatives.

# **CAPÍTULO I. INTRODUCCIÓN**

## Generalidades de la investigación

El presente capítulo incluye la justificación del estudio, el planteamiento del problema, el objetivo general, los objetivos específicos, el esquema de trabajo realizado, así como, los alcances y las limitaciones resultantes de la investigación.

### 1. Justificación

Actualmente, el intercambio económico y financiero de Costa Rica con el resto de países del mundo se ha incrementado, esto conlleva a que las transacciones se hagan en diferentes monedas y por ende el tipo de cambio se vuelva un elemento de mayor relevancia para las compañías, debido a que cualquier fluctuación fuera de lo esperado y calculado puede resultar desfavorable para los intereses de las compañías y afectar su operación.

De acuerdo con las fluctuaciones cambiarias recientes del tipo de cambio del dólar en nuestra economía, muchas empresas que operan en el comercio internacional, se han visto desprotegidas contra los movimientos del tipo de cambio del dólar, especialmente pequeñas y medianas (pymes). Cuando el tipo de cambio tiende a la revaluación, las pymes que se dedican a exportar bienes y servicios son las más impactadas, ya que dejan de percibir la misma cantidad de ingresos porque el precio en el cual colocan los bienes y servicios ofrecidos disminuye. Por el contrario, en las condiciones de mercado en la que la tendencia de la tasa de cambio es hacia la devaluación, las pymes importadoras son las más afectadas, ya que sus pasivos se incrementan y sus activos continúan con el mismo valor.

Por ende, y debido a la alta volatilidad actual del dólar, las pymes deben buscar herramientas que mitiguen la incertidumbre y especulación en las variaciones del tipo de cambio, es por esto, que se propone un modelo para gestionar el riesgo cambiario mediante la utilización de productos derivados que permita minimizar el impacto en las operaciones financieras de las pymes.

En ese sentido es importante indicar la importancia de pymes, según datos del Ministerio de Economía, Industria y Comercio (MEIC), para abril del 2013, en Costa Rica, las pequeñas y medianas empresas (pymes) aportaban al país un 47% del empleo total y 30% del producto interno bruto (PIB), lo que representaba el 95% del parque empresarial costarricense, considerándoseles por ende, motor económico.

Por consiguiente, las pymes han incrementado su participación en el mercado, para diciembre 2011, se registraron oficialmente en el Sistema de Información Empresarial Costarricense (SIEC) 802 empresas, y para diciembre del 2013 se habían registraron 6747, de las cuales, un 42% de las compañías está en el sector de servicios, un 41% en el área de comercio, 11% en industria y un 6% son de tecnologías de información y comunicación. La mayoría de estas empresas tienen operaciones en el comercio internacional tanto como pequeñas exportadoras o bien importadoras.

Pese a la importancia de las pymes para la economía costarricense, estas presentan dificultades en el ámbito financiero, por ejemplo, para la colocación de préstamos, entre los principales motivos de rechazo por parte de las entidades bancarias y financieras están: incumplimiento de requisitos, la capacidad de pago, historial crediticio malo, entre otros; sin embargo, las pymes que logran obtener un préstamo y con esto, alcanzan participar en los mercados internacionales, desconocen la importancia de adquirir seguros para proteger sus activos, y a la vez, protegerse del tipo de cambio, por lo que existe una represión financiera por parte de los emprendedores, debido a que desconocen instrumentos útiles para mitigar el riesgo cambiario, como los productos derivados financieros: Forwards y Swaps.



## **2. Planteamiento del problema**

De acuerdo con la justificación del estudio, se identificó como principal problema de investigación, el desconocimiento por parte de las pymes sobre la utilización del riesgo cambiario con productos derivados, como estrategia para la mitigación del riesgo cambiario.

## **3. Objetivos del estudio**

### **3.1. Objetivo General**

Proponer un modelo para la gestión del riesgo cambiario mediante la utilización de productos derivados financieros, que pueda ser aplicado por las pequeñas y medianas empresas que participan en el comercio internacional.

### **3.2. Objetivos específicos**

- Analizar la situación actual del entorno, el comportamiento reciente del tipo de cambio, la situación actual de la banca pública y privada y por último la situación actual de las pequeñas y medianas empresas (pymes).
- Investigar desde una perspectiva teórica los diferentes tipos de riesgos que enfrentan las empresas y los productos derivados financieros que son ofrecidos por entidades bancarias para una mejor gestión del riesgo cambiario.
- Realizar una propuesta metodológica sobre un modelo para la gestión del riesgo cambiario mediante la utilización de productos derivados financieros que pueda ser aplicado por las pequeñas y medianas empresas que participan en el comercio internacional.
- Desarrollar el modelo para la gestión del riesgo cambiario mediante la utilización de productos derivados, que pueda ser aplicado por las pequeñas y medianas empresas que participan en el comercio internacional.
- Generar conclusiones y recomendaciones para gestionar el riesgo cambiario en las pequeñas y medianas empresas que participan en el comercio internacional.

## 4. Esquema de trabajo

1. En primer lugar, se ingresó a la página oficial del Banco Central de Costa Rica para conocer la política cambiaria y las variaciones históricas del tipo de cambio del dólar, se acudió a periódicos nacionales digitales como la Nación y el Financiero, para informarse de la fluctuaciones cambiarias actuales, se investigó mediante noticias nacionales el método implementado por el Banco Central de Costa Rica para enfrentar la volatilidad del tipo de cambio, se investigó acerca de la flotación administrada como beneficio para los importadores y exportadores de pequeñas y medianas empresas (pymes) a no depender de la incertidumbre de las variaciones en el tipo de cambio; se averiguó acerca del reglamento regido por el Banco Central de Costa Rica para operaciones con derivados cambiarios. Además, se analizó la situación de la banca pública y privada, por lo que se consultó en internet acerca de los reglamentos de los bancos para realizar operaciones con derivados financieros, así mismo, se realizaron cuestionarios mediante entrevista personal para conocer información detallada de los productos derivados financieros en los bancos encuestados. Se investigó mediante la feria de la expo pyme, la situación de las pymes en el país y su relación con el riesgo cambiario y los productos derivados financieros.

2. En segundo lugar, para complementar teóricamente el estudio, se investigó en libros, manuales acerca de la definición de pyme, conceptos de una empresa exportadora e importadora, se identificó los tipos de riesgo que enfrentan las compañías, se indago en libros e internet para los conceptos de los productos derivados financieros.

3. En tercer lugar se recurrió a libros, especialmente el de metodología de la investigación de Hernández Sampieri, para conocer el enfoque de la investigación, así como los tipos de investigación, las fuentes de la investigación. También, se indago en proyectos de otros países para generar las características y funciones del modelo de gestión de riesgo cambiario mediante la utilización de productos derivados financieros que pueda ser aplicado por las pymes de nuestro país.

4. En cuarto lugar se realizaron casos hipotéticos creados con la finalidad de demostrar cómo se puede aplicar un forward para generar certeza y control del riesgo cambiario en las pymes.

5. Por último a partir de la propuesta, se generaron conclusiones y recomendaciones que puedan ser de utilidad para las pymes que incursionan en el comercio internacional, y que permita mitigar el riesgo cambiario.

## **5. Alcances y limitaciones**

### **5.1. Alcance**

La presente investigación tiene como alcance proponer un modelo que permita a las pequeñas y medianas empresas que incursionan en el comercio internacional gestionar el riesgo cambiario mediante la utilización de productos derivados, permitiéndoles minimizar el impacto de dicho riesgo en sus operaciones financieras.

### **5.2. Limitaciones**

En cuanto a las limitaciones del estudio se pueden mencionar:

1. No se cuenta con datos reales financieros de una pequeña y mediana empresa que participe en el comercio internacional.
2. El mercado de productos derivados financieros se encuentra incipiente en el mercado bancario costarricense.
3. El modelo propuesto en esta investigación se limitó a ejemplificar el producto derivado financiero Forward, debido a que es el único producto ofrecido en las entidades bancarias.

## **CAPÍTULO II. ANÁLISIS DEL ENTORNO**

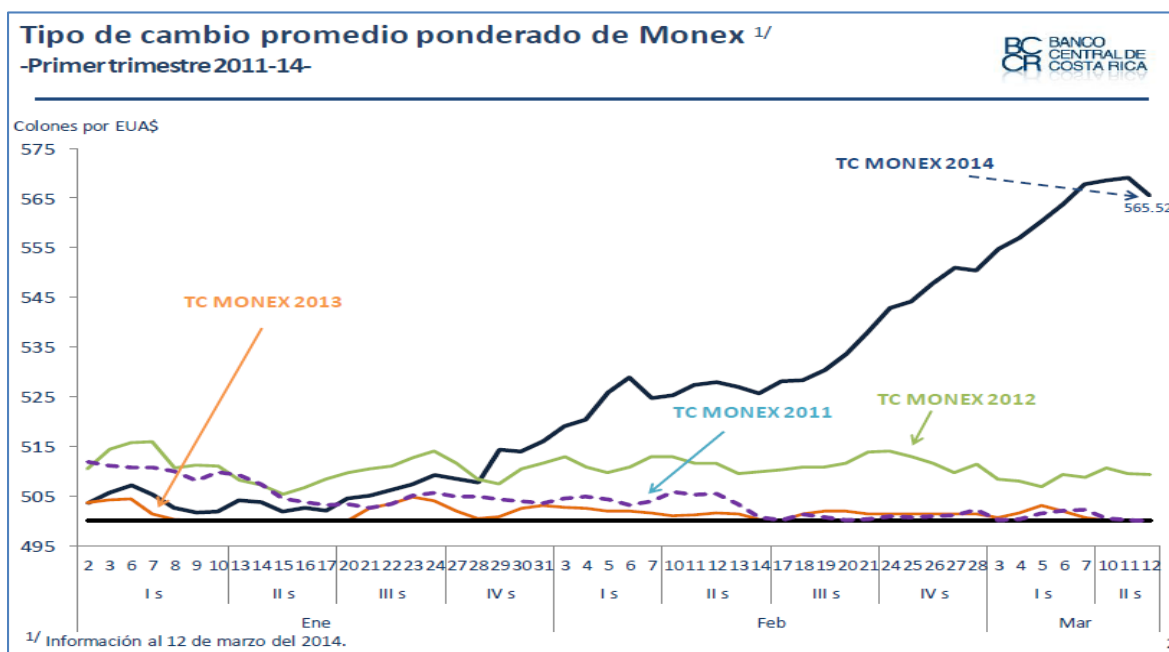
## 1. Comportamiento actual del tipo de cambio en Costa Rica

El Banco Central de Costa Rica (BCCR), es el ente que se encarga de regular la política cambiaria, el objetivo principal de esta política, se basa en que el tipo de cambio se ubique en un valor congruente con la inflación y las condiciones macroeconómicas del país. (BCCR, 2011).

Es importante destacar que para octubre del 2006, el BCCR decide modificar el régimen cambiario, pasó de tener un sistema de minidevaluaciones a un sistema de bandas cambiarias, donde el rango mínimo (piso) de la banda oscila entre ¢500 y ¢816 como rango máximo (techo). (Mayorga, 2011).

El tipo de cambio en nuestro país, ha sido fluctuante durante los años, por ejemplo: para el año 2011 el valor mínimo en la banda fue de ¢ 492, el máximo fue de ¢ 511, para el año 2012 presentaba un valor mínimo de ¢ 496 y un valor máximo del ¢ 515, para el 2013, el mercado del dólar bajo significativamente debido a que únicamente en enero de ese mismo año su valor máximo fue de ¢ 502, el rango mínimo estuvo en ¢ 491, para enero del 2014, el dólar alcanzó su mínimo valor ¢ 493, en marzo del presente año alcanzó los ¢ 557, considerándosele el precio más alto de los años mencionados anteriormente. (BCCR, 2014). Los demás datos, se pueden observar en la siguiente gráfica:

**Figura 1. Tipo de cambio ponderado de Monex, primer trimestre 2011-2014**



**Fuente: Banco de Costa Rica. <http://www.bccr.fi.cr/>**

El aumento del dólar en los primeros meses del presente año (2014), se dio principalmente por la reducción de la política de estímulo económico de la Reserva Federal (FED) de los Estados Unidos. Esta entidad decidió disminuir la inyección de dólares mensuales a la economía estadounidense, de \$75.000 millones a \$65.000 millones a partir de febrero (Rodríguez, 2014), puesto que, para inicios de ese mes, la política de la Reserva Federal estaba afectando el precio del dólar en nuestro país; debido a esto, el BCCR ha intervenido en un carácter técnico y profesional para reducir la volatilidad excesiva en el tipo de cambio, dentro de las estrategias que se ha implementado están:

- Se aumentó la tasa básica pasiva (TBP), se inició el año 2014 con una tasa de 6,50% a finales de marzo paso a 6,60%, y para el 3 de abril el BCCR decidió incrementarla un 0,05 puntos porcentuales con respecto a su último nivel avanzado pasando a 6,65%. Además, se prevé que para el resto del año, esta tasa ronde entre los niveles del 7% y 8%. (Rodríguez, 2014). Al aumentar las TBP, afecta directamente a la población costarricense, debido a que se

desestabilizan las tasas de interés en los bancos públicos y privados, por lo que esto provoca disminución en las inversiones, se disminuye el consumo, se disminuye la producción y con esto se incrementa el desempleo. Por esto, el cálculo de la TBP, debería adaptar el modelo de la Prime Rate de la Reserva Federal, es decir, que el Central establezca una única TBP y que se elimine el calcule en base a un comportamiento ponderado de todas las tasas de interés de los bancos privados y públicos, en ese sentido, el BCCR debería ajustarse a las condiciones del mercado y a los bancos comerciales.

- El acelerado incremento del tipo de cambio en la últimas semana hizo que el BCCR, anunciara el pasado 12 de marzo del 2014, el incremento de la Tasa Política Monetaria (TPM) pasando de 3,75% en diciembre del 2013 a 4,75%. Esta tasa es una referencia para el mercado financiero y es lo que cobra el Central en préstamos a un día plazo en el Mercado Integrado de Liquidez (MIL). Por lo que, esta medida fue establecida debido a que existen expectativas de que no se cumple la meta establecida por el Central de mantener la inflación entre un 3% y 5%. (Soto, 2014)
- El Central aumentó en los últimos meses el encaje mínimo legal (EML), este encaje es el porcentaje que deben de respetar los bancos comerciales por ley en caso de que existan riesgos bancarios, generalmente el EML es de 10% a 15%, debido al aumento del dólar en estos meses, el BCCR lo estableció en un 15%, esto para reducir la capacidad de los bancos al prestar dinero. (Morales, 2014).
- Además, el aumento del dólar, provoco un incremento en los precios al consumidor, debido a que paso de 2,74 % en febrero a 3,26 % en marzo del 2014, los precios que sufrieron cambios especialmente fueron los bienes importados, por ejemplo, la categoría de transportes aumentó en un 1,57%, esto responde a mayores precios de la gasolina, los crecientes costos en la adquisición de vehículos y de las llantas. (Soto, 2014). Por lo dicho anteriormente, se percibe que la meta del BCCR al pretender mantener la inflación del país de un 3% a 5% corre el riesgo de no cumplirse al finalizar el año, debido a que un 3,26 % se considera alto para el primer trimestre del año.

- El fuerte incremento en el precio de la divisa, provoco que el 13 de marzo del 2014, el Central, ampliará sus políticas de intervención cambiaria, estableciendo el modelo de interdía, que sirve para ajustar el tipo de cambio a la tendencia de largo plazo cuando el precio presenta variaciones violentas.

Por lo mencionado anteriormente, la situación actual del tipo de cambio, ha generado inestabilidad para ciertos sectores de la economía, los sectores beneficiados han sido los exportadores, y los inversionistas que compraron dólares baratos en el pasado y hoy los venden caros. Por el contrario, los importadores se han perjudicado con este incremento, debido a que han tenido pérdidas en sus operaciones por que deben desembolsar más colones para pagar en el exterior, y también, los prestatarios que realizaron préstamo en dólares, actualmente están pagando tasas de interés muy altas.

### **1.1. Hacia la flotación administrada y mercado de derivados**

A lo largo de la investigación sobre el sistema cambiario costarricense, y los vaivenes del tipo de cambio, se puede observar como actualmente, el sistema de bandas cambiarias ha creado especulaciones, si el sistema es adecuado o no, si los topes, centros o pisos son los adecuados para mantener establece el mercado financiero, por lo que surge la intención de establecer un sistema de flotación administrada, este sistema a diferencia del de bandas cambiarias no obligaría al Banco Central a intervenir en el mercado cuando el tipo de cambio de la divisa se pegue al piso o bien al techo de la banda, sino que deja a discreción de la autoridad monetaria la intervención cuando considere que el tipo de cambio se mueve de forma abrupta. Sin embargo, no existe un rango específico que obligue al Central a intervenir. (Castillo, 2013).

Por consiguiente, establecer la flotación administrativa sería de gran beneficio para el sector productivo, especialmente para los importadores y exportadores de pequeñas y medianas empresas (pymes) debido a que no se depende de la incertidumbre de las variaciones en el tipo de cambio; Sin embargo, para obtener una mayor seguridad en el negocio, el mercado financiero ofrece productos derivados para



protegerse de las fluctuaciones, por lo que, en primera instancia, se debe estimular a que los bancos brinden estas opciones a los importadores y exportadores.

## **2. Situación banca pública y privada**

La administración del riesgo cambiario es una actividad importante de todos los bancos; sin embargo, en Costa Rica los productos derivados financieros son relativamente nuevos, debido a su escasa utilización.

Debido a lo anterior, se investigó en algunos bancos públicos y privados acerca del comportamiento de los productos derivados financieros y la implementación de forwards y swaps en las pymes.

De acuerdo con las entrevistas realizadas a los bancos, se entrevistó al Señor Marvin Valverde, ejecutivo para pymes del BAC San José, el comentaba que desconoce los productos derivados financieros y que el banco no ha realizado capacitaciones para dar a conocer estos productos a sus empleados; además, mencionó que para ofrecer créditos a las pymes, estas deben tener un negocio en marcha, mínimo 3 años de estar en el mercado. También, comento que el banco no ofrece ni se estima que ofrezca los productos derivados financieros a las pymes, debido a que es un riesgo alto para el banco, y la comisión sería muy alta para las pymes, por lo que sería un riesgo alto tanto para el banco como para la pyme.

Se investigó acerca de la situación actual de los productos derivados en el banco Scotiabank, donde se logró contactar al ejecutivo para pymes, el señor Andrés Durán, él señaló que tenía conocimiento de los productos derivados, es decir que conocía la definición de forward y swap, pero que desconocía como implementar estos productos en una pyme y por lo tanto no los ofrecía. Además, se investigó acerca de la opinión con relación al incremento en el tipo de cambio del dólar y la flotación administrada, el Señor Duran, cree que la flotación administrada no se implementará por parte del Banco Central, debido a que el dólar volvió a recuperar su estabilidad en las bandas cambiarias.

Por otra parte, se contactó al Banco Davienda, con la señora Josellyn Fallas ejecutiva de servicio al cliente, indicando que se tiene conocimiento acerca de los

productos derivados financieros, los forwards y los swaps, sin embargo, el banco solo ofrece el Forward pero que desconoce la cantidad de pymes a las cuales el banco ha otorgado estos productos financieros, además, detalló que el monto mínimo para pactar un forward debe ser mayor a \$100.000

También, se contactó con el señor Richard Araya, encargado de comercio exterior del Banco Nacional, se recolectó información importante debido a que el banco únicamente ofrece forwards,

Actualmente el Banco nacional, ha realizado operaciones de forward con 8 grandes empresas, el Señor Araya no facilitó el nombre de estas ya que es información confidencial para el Banco, además, añadió que actualmente no se ofrece la opción de los swaps, para no confundir al cliente, ya que ha sido difícil persuadir a los empresarios a adquirir un forward, debido a que existe aversión al riesgo por parte de estos; el banco ofrece un monto mínimo para pactar el forward de \$ 25.000, además se consultó acerca de los requisitos que pide el banco para las empresas, entre estos están, ser cliente del banco nacional o iniciar procesos de vinculación, operar un concepto mínimo por transacción de \$10.000, mantener las obligaciones crediticias al día, poseer cuentas bancarias activas en dólares y en colones. (Ver anexo 1, pág. 78)

Por lo tanto, de acuerdo a la investigación realizada actualmente los únicos bancos que se encuentran ofreciendo estos productos son: Citibank, Davivienda y el Banco Nacional.

Aunado a lo anterior, se logra rescatar que hay un desconocimiento por parte de los ejecutivos de pymes de los bancos y de la mayoría de los empleados de entidades bancarias financieras, sin embargo, se logró rescatar que la información se encuentra muy concentrada, ya que los que poseen conocimiento acerca de las definiciones y aplicaciones de los productos derivados financieros son los gerentes de riesgo.

Es importante rescatar que desde el 2008, el Central, aprobó, el reglamento para operaciones con derivados cambiarios (Ver anexo 2, pág. 87) por lo que dentro de las principales regulaciones que se destacan están (BCCR, 2008):

Las operaciones autorizadas en el país, por el BCCR, el CONASSIF, SUGEF y SUGEVAL, son contratos a plazo o forward, contrato de diferencia, contrato de futuros, permutas cambiarias o swaps y permutas de moneda. Dentro de las entidades autorizadas para operar estos productos, están las entidades financieras aprobadas por la SUGEF; y para los puestos de bolsa, las entidades financieras reguladas por la CONASSIF.

En cuanto a la documentación de las operaciones deberá ser por escrito y la información mínima que debe contener el contrato de derivados están, fecha de firma del contrato, fecha de liquidación, tipo de operación, tipo de cambio inicial en el caso de las permutas cambiarias, tipo de cambio final pactado al inicio del contrato, tipo de cambio que se utilizara para la liquidación, monto nominal de las operaciones en colones, monto nominal de las operaciones en moneda extranjera, mecanismo de resolución de conflictos.

Los plazos máximos para las operaciones de forward y swaps, tendrán un vencimiento de 12 meses a partir de su formalización.

Para calcular las restricciones que establece el reglamento para las operaciones cambiarias de contado, la posición neta en divisas que asuman los intermediarios por las operaciones de derivados, se agregara a la posición propia autorizada en divisas originadas en las operaciones de contado, dicho cálculo se determinara por la diferencia entre los activos y los pasivos totales en moneda extranjera de la entidad a la fecha, más la posición neta en divisas que asuman las entidades autorizadas para las operaciones de derivados cambiarios, la cual se computara utilizando los saldos de las cuentas con los que se deben registrar según el plan de cuentas para entidades financiera aprobado por el CONASSIF.

Por lo tanto, el funcionamiento de los productos derivados en los bancos comerciales es una práctica muy reciente debido a que la mayoría de los funcionarios de los bancos, desconocen la utilización e implementación de un contrato de derivados.

Las tendencias del mercado, poco a poco han estimulado la decisión de utilizar instrumentos diferentes y seguros que permitan estabilidad en los precios de sus

operaciones comerciales internacionales, por lo que en pocos meses, el BCCR y la SUGEF, tendrán que capacitar a los bancos para dar a conocer en el mercado la importancia de utilizar derivados cambiarios.

Por último, es importante aclarar, que pese a que existe una política establecida por el Banco Central de Costa Rica, el uso de derivados financieros para mitigar el riesgo cambiario es desconocidos por la mayoría de entidades financieras del país.

### **3. Situación pequeña y mediana empresas (Pymes)**

Desde la perspectiva de las pymes, el marco de riesgos en el que operan las empresas ha cambiado profundamente en los últimos años, planteando nuevos retos a los encargados financieros.

Las empresas se encuentran sometidas a otros riesgos, como el riesgo cambiario, este se basa en que una empresa sufra pérdidas durante un determinado periodo a causa de los movimientos inesperados y adversos de los tipos de cambio cuando tiene actividad directa e indirecta con otras divisas.

Ante el aumento reciente en el precio de las divisas, los directivos de algunas pequeñas, medianas y hasta grandes empresas, han empezado a implementar la gestión de riesgo cambiario mediante la contratación de las coberturas cambiarias como estrategia para mitigar los impactos negativos de dicho riesgo; no obstante, como se mencionó anteriormente, el sector bancario costarricense se encuentra poco desarrollado y capacitado en lo que a derivados financieros se refiere. En este caso, si algún empresario de una pyme se presenta a solicitar información, acerca de adquirir un seguro para protegerse de las fluctuaciones cambiarias, es posible que no encuentre información necesaria, debido a que en muchas de las entidades bancarias no se ofrecen los productos derivados financieros.

Por lo tanto, para disminuir el riesgo cambiario en las pymes, la única opción que brinda la banca nacional, es transferir el riesgo; es decir, pasar la moneda extranjera a la nacional, pero, si su actividad es por naturaleza en moneda extranjera y se hace imposible transferir el riesgo, el gerente debe asumirlo, generando en ocasiones pérdidas significativas en el negocio.

## **CAPÍTULO III. MARCO TEORICO**

Este capítulo contiene la base teórica que fundamenta la realización del presente estudio, la información fue extraída de textos especializados en el tema que se muestran útiles para el desarrollo de la investigación.

## **1. Definición de Pyme**

La pequeña y mediana empresa (pyme) debe ser una unidad productiva de carácter permanente y que cotice al menos dos de las cargas fiscales, sociales y laborales que existen en Costa Rica. Por otro lado, para definir el tamaño de las pymes, se utiliza la variable empleo, para clasificarla como pequeña, debe de contener entre 15 a 30 empleados, para considerarla mediana entre 30 y 100 empleados. (MEIC, 2013)

## **2. Definición empresa exportadora**

Empresa que concentra su actividad productiva en el país de origen y que comercializa sus bienes o servicios en al menos un mercado exterior. (Villareal, 2005).

## **3. Definición empresa importadora**

La empresa importadora, es la que concentra su actividad productiva en el país de origen pero, obtiene sus materias para su uso del mercado exterior. (Villareal, 2005).

## **4. Definición tipo de cambio**

El tipo y/o tasa de cambio es el precio de la moneda de un país en términos de la moneda de otro país, Así como el precio de un bien es el número de unidades de moneda que se dan por una unidad del bien, la tasa de cambio se define como el número de unidades de moneda local que se transan por una unidad de moneda extranjera. Hay dos definiciones de tasa de cambio: la tasa de cambio directa es el número de unidades de moneda local que se dan por una unidad de moneda extranjera; la tasa de cambio indirecta es el número de unidades de moneda extranjera que se cambia por una unidad de moneda local. (Gómez, 2012: 82)

## **5. Intervención en el mercado cambiario**

De acuerdo con Gómez (2012:114) la intervención en el mercado cambiario es la compra y venta de moneda extranjera por parte del banco central, con el objetivo de

modificar el nivel, la tendencia o la volatilidad del tipo de cambio, acumular o des- acumular reservas, o implementar un régimen de tasa de cambio fija. Hay dos tipos de intervención:

### **5.1. Intervención no esterilizada**

Consiste en compras y ventas de reservas internacionales, transacciones en las que el banco central no contrarrestar los efectos de estas compras y ventas sobre la cantidad de dinero circulante. (Gómez, 2012:114)

### **5.2. Intervención esterilizada**

Consiste en compras (ventas) de divisas acompañadas de ventas (compras) de títulos del gobierno por parte del Banco central, de forma que la oferta monetaria permanece constante. (Gómez, 2012:114)

### **5.3. Objetivos y razones de la intervención cambiaria**

En algunos casos, los bancos centrales intervienen en un intento por evitar movimientos grandes en el tipo de cambio que se consideren injustificados a la luz de los fundamentales. En otros, intervienen para intentar manipular la tasa de cambio en una sola dirección; mientras algunos más lo hacen en pos de reducir la volatilidad de la tasa de cambio de forma simétrica. Con frecuencia, el objetivo de la intervención varía a lo largo del tiempo. Un banco central puede intervenir en un periodo para acumular reservas, y en otro para evitar movimientos grandes de la tasa de cambio que considere no justificados por los fundamentales. Una de las razones por las cuales en las economías emergentes la intervención es relativamente generalizada es la volatilidad del entorno macroeconómico, en especial la volatilidad de los flujos de capital y el precio de los productos básicos. (Gómez, 2012:115)

## **6. Riesgo estratégico**

Son los riesgos que se asocian a los cambios en los fundamentales de la economía o a los cambios políticos. Dado que estos riesgos no dependen directamente de la empresa o institución, son difíciles de ser cubiertos, y una de las maneras que se

tiene para cubrirlos es la diversificación de líneas de negocio y de países en los que se opera. Dentro de ésta clase de riesgo se tiene (Vivel, 2010):

### **6.1. Riesgo legal**

Es la pérdida que se pueda presentar por algún error en una interpretación jurídica y/o alguna omisión en la documentación, además de realizar una operación que no pueda ser realizada por la prohibición, limitación o incertidumbre en la legislación.

### **6.2. Riesgo de reputación**

Hace referencia a las pérdidas que se puedan presentar por los negocios que la entidad deje de realizar porque el mercado tienen una percepción negativa de la misma, ya sea por un desprestigio, fraude, errores en la ejecución de alguna operación o falta de capacitación del personal.

### **6.3. Riesgo operativo**

Quizás es el riesgo más complejo de describir, sin embargo en términos generales hace referencia a las pérdidas que se puedan ocasionar por las fallas presentadas en los sistemas, las personas, los procesos, los fraudes (sea por personas externas o internas de la entidad). (Vivel, 2010)

### **6.4. Riesgo financiero**

Son las posibles pérdidas que se puedan presentar por cambios en los mercados financieros. Los movimientos en las variables financieras, tales como las tasas de interés, el incumplimiento de pagos, la liquidez y los tipos de cambio, constituyen una fuente importante de riesgos para la mayoría de las empresas. Algunos riesgos son (Vivel, 2010):

#### **6.4.1. Riesgo de crédito**

Se refiere a la pérdida que se puede incurrir por el incumplimiento de pago de una de las partes involucradas en una operación financiera.



### **6.4.2. Riesgo de liquidez**

Hace referencia a las pérdidas que se pueda ver envuelta una entidad por no contar con los recursos para financiar su operación (razón de ser).

### **6.4.3. Riesgo de mercado**

Son las pérdidas que pueda sufrir una entidad por las variaciones en los precios de los productos en el mercado en el cual se desempeña, además por los cambios en las tasas de interés y por los cambios en el valor de la tasa de cambio.

## **6.5. Riesgo cambiario**

El riesgo cambiario se refiere a la variabilidad de los valores de los activos, pasivos o ingresos en términos reales, y de la moneda nacional o de referencia para la empresa como consecuencia de variaciones no anticipadas del tipo de cambio, mientras que el nivel de exposición cambiaria se refiere a aquello que se encuentra sujeto a este riesgo, esto es, a la sensibilidad de aquellos a tales fluctuaciones cambiarias. Por tanto, el riesgo cambiario depende, por un lado, de la intensidad de las fluctuaciones del tipo de cambio que, a su vez, está en función de la volatilidad asociada a las divisas y, por otro, del grado de exposición de la empresa a esas fluctuaciones. El riesgo cambiario que afrontan las empresas se puede clasificar en tres tipos: el riesgo de transacción, el riesgo económico y el riesgo contable o de conversión (Vivel, 2010)

### **6.5.1. Riesgo de transacción**

Es el riesgo de que el tipo de cambio vaya a cambiar de forma desfavorable cuándo se va a realizar una transacción que implica una conversión entre divisas.

### **6.5.2. Riesgo económico**

Hace referencia al grado en que el riesgo cambiario afecta al valor de mercado de una empresa o inversiones.

### 6.5.3. Riesgo contable o de conversión

Se refiere a la merma en beneficio o pérdida que puede ocasionar la elaboración de los estados contables consolidados en las empresas multinacionales, así como por el mantenimiento en balance de activos y/o pasivos en moneda extranjera

## 6.6. Gestión del riesgo cambiario

Según Sandoval (2013) el riesgo cambiario hace referencia al riesgo que se vean afectadas las operaciones comerciales de una empresa o el valor de una inversión por variaciones en los tipos de cambio. Obviamente, este riesgo puede ser evitado si se opera sólo en la moneda local. Sin embargo, por ejemplo, para un exportador, actuar de este modo puede causar la pérdida de oportunidades de venta frente a competidores que sí están dispuestos a vender en la moneda local de sus clientes (o a veces en una tercera moneda, normalmente el Dólar). Ya sea por su complejidad o por otras razones, muchas compañías, sobre todo Pymes que comienzan a operar en mercados internacionales, no gestionan la exposición de sus operaciones comerciales al riesgo de cambio. Sin embargo, hay una serie de alternativas al alcance de toda empresa que pueden ayudar a cubrir o mitigar este riesgo, entre ellos están la cuenta corriente en moneda extranjera, Forward y reducir el periodo de cobro.

### 6.6.1. Objetivos y funciones de gestionar el riesgo cambiario.

Tabla 1. Objetivos y funciones de la gestión de riesgo cambiario.

Objetivos	Funciones
Identificar los diferentes tipos de riesgo que pueden afectar la operación y/o resultados esperados de una entidad o una inversión.	Determinar el nivel de tolerancia o aversión al riesgo.
Medir y controlar el riesgo "no-sistemático", mediante la instrumentación de técnicas y	Determinación del capital para cubrir un riesgo. Monitoreo y control de riesgos.

herramientas, políticas e implementación de procesos.	Garantizar rendimientos sobre capital a los accionistas (inversionistas). Identificar alternativas para reasignar el capital y mejorar rendimientos.
---	---

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de evaluación de alternativas de cobertura de riesgos ante cambios en la tasa cambiaria.

## 6.6.2. Pasos para la administración del riesgo cambiario.

Tabla 2. Pasos para administración del riesgo cambiario.

Paso	Definición
Identificación del riesgo	Determinar cuáles son las exposiciones más importantes al riesgo en la unidad de análisis (familia, empresa o entidad).
Evaluación del riesgo	Es la cuantificación de los costos asociados a riesgos que ya han sido identificados.
Selección de métodos de la administración del riesgo	Depende de la postura que se quiera tomar: evitar el riesgo (no exponerse a un riesgo determinado); prevención y control de pérdidas (medidas tendientes a disminuir la probabilidad o gravedad de pérdida); retención del riesgo (absorber el riesgo y cubrir las pérdidas con los propios recursos) y finalmente, la transferencia del riesgo (que consiste en trasladar el riesgo a otros, ya sea vendiendo el activo

	riesgoso o comprando una póliza de seguros).
Implementación	Llevar a cabo la decisión tomada.
Verificación	Las decisiones se deben de evaluar y revisar periódicamente

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de evaluación de alternativas de cobertura de riesgos ante cambios en la tasa cambiaria.

## 7. Mercados financieros

Un mercado es un lugar en donde se encuentran los compradores y los vendedores de un bien, un servicio o un activo, por lo tanto, el mercado financiero es el lugar, mecanismo o sistema en el cual se compran y venden cualquier activo financiero. Los mercados financieros pueden funcionar sin contacto físico, a través de teléfono, fax, ordenador. También hay mercados financieros que si tienen contacto físico, como los corredores de la bolsa. La finalidad del mercado financiero es poner en contacto oferentes y demandantes de fondos, y determinar los precios justos de los diferentes activos financieros. (López, 2011).

### 7.1. Características de los Mercados Financieros

- Amplitud: número de títulos financieros que se negocian en un mercado financiero. Cuantos más títulos se negocien más amplio será el mercado financiero. (López, 2011).
- Profundidad: existencia de curvas de oferta y demanda por encima o por debajo del precio de equilibrio que existe en un momento determinado. (López, 2011).
- Libertad: si existen barreras en la entrada o salida del mercado financiero. (López, 2011).
- Flexibilidad: capacidad que tienen los precios de los activos financieros, que se negocian en un mercado, a cambiar ante un cambio que se produzca en la economía. (López, 2011).

- **Transparencia:** posibilidad de obtener la información fácilmente. Un mercado financiero será más transparente cuando más fácil sea obtener la información. (López, 2011).

De acuerdo con López (2011) un mercado cuanto más se acerque a esas características, más se acerca al ideal de mercado financiero perfecto. No existe ningún mercado financiero que sea perfecto. Nunca vamos a estar seguros de que el precio de mercado refleja su valor justo.

### **7.1.1. Mercado primario**

El mercado primario de títulos, también denominado mercado sobre el mostrador, es el lugar en donde se venden las emisiones nuevas de bonos y acciones. Con estas emisiones las entidades emisoras adquieren capital nuevo. (Gómez, 2012:142)

#### **7.1.1.1. Funciones del mercado primario**

La función de estructuración de título valores (del inglés underwriting) es la tarea de la suscripción de títulos. Por lo general, esta función es llevada a cabo por los entes de inversión o por los agentes estructuradores. La estructuración se compone de cuatro funciones. La primera, la originación, consiste en el diseño de las características de los bonos, por ejemplo, el plazo, la tasa cupón, si esta es fija o variable. La segunda función, la de inscripción, consiste en registrar la emisión en la bolsa de valores y obtener la autorización de la superintendencia pertinente. La tercera función, la de riesgo, consiste en que el ente de inversión compra la emisión a un precio determinado y la vende en el mercado. La cuarta es la función, de distribución o colocación, y consiste en vender la emisión a los inversionistas, en ocasiones con la ayuda de otros entes de inversión que conforman lo que se conoce como consorcio o sindicato. (Gómez, 2012:142)

### **7.1.2. Mercado secundario**

El mercado secundario es el lugar en donde se transan los bonos que se encuentran en poder del público. El producto de la venta no se dirige al emisor sino al vendedor del bono. (Gómez, 2012:143)

### **7.1.2.1. Funciones del mercado secundario**

El mercado secundario cumple las funciones de dar liquidez a los tenedores de bonos y ayudar en la formación de precios. Esta última función permite a los entes de inversión utilizar el rendimiento de los títulos en el mercado secundario como guía para la emisión de bonos en el mercado primario. (Gómez, 2012:143)

### **7.2. Mercado extrabursátil**

Es el lugar en donde se desarrollan las operaciones de compra y venta de contratos a plazo, opciones y swaps que se han realizado por fuera de los círculos regidos en el mercado bursátil; los plazos y montos son acordados por las partes. (Gómez, 2012: 341)

## **8. ¿Qué son los productos derivados?**

Los productos derivados son contratos financieros cuyo valor dependen del precio de un activo o de un materia prima, o de la evolución de una tasa de interés, en donde el activo, la materia prima o la tasa de interés de que depende o se deriva el contrato toma el nombre de subyacente. (Gómez, 2012: 186)

Los instrumentos derivados tradicionales son los forwards, futuros, opciones y swaps, los cuales permiten transferir el riesgo a quienes estarían dispuestos o en mejor capacidad para asumirlo. Además de los derivados tradicionales, existen los derivados de crédito que también cumplen la función de transferir el riesgo, en este caso el riesgo crediticio. Los instrumentos derivados permiten a gobiernos, bancos y corporaciones implementar la administración del riesgo, proceso por el cual se identifica el nivel de riesgo existente y su nivel deseado, y se toman las acciones necesarias para llevar tal riesgo existente al nivel deseado por medio de la participación en los mercados de derivados. Los instrumentos derivados pueden ser utilizados para hacer operaciones de cubrimiento de riesgo, como también para incurrir en riesgos, es decir, para especular. (Gómez, 2012: 186)

También, los derivados financieros son productos especializados cuyo valor se basa en el precio de un activo. Los derivados se pueden realizar sobre diferentes tipos de activos como bienes transables, tasas de interés, acciones, bonos y tasas de

cambio. Estos productos son utilizados para ayudar a mitigar el riesgo que posee el activo del que se deriva. (Chaves, 2004: 5)

## **8.1. Ventaja de los productos derivados**

De acuerdo con Las ventajas de los productos derivados explican su impresionante desarrollo (Chaves, R. 2004: 5), entre ellas están

- **Manejo del riesgo**

Según Chaves (2004: 5) el mundo financiero actual, se caracteriza por un alto grado de volatilidad en tasas de interés y en tipos de cambio. Esto unido al creciente proceso de globalización, desregulación e innovación afectan a los participantes en los mercados financieros en cuanto a: riesgo, rendimiento y liquidez. Los precios de los derivados están relacionados con precios de los activos subyacentes, si estos suben o bajan, normalmente los precios de los derivados se mueven en la misma dirección, lo que permite su uso con fines de cobertura y especulación.

Los derivados hacen posible la reubicación de riesgo: quienes quieren disminuir riesgos los pueden traspasar a quienes quieren asumirlos. Con la posibilidad de traspasar los riesgos se logra aumentar los fondos disponibles para los mercados financieros

- **Descubrimiento de precios**

Los productos derivados constituyen una fuente importante para el descubrimiento de precios. Son un medio importante para obtener información acerca de las expectativas de los agentes económicos sobre precios futuros.

Para muchos los precios de estos contratos constituyen un precio anticipado para el futuro mercado de contado. Por tanto, proveen información valiosa sobre futuros precios, es decir, pronósticos virtualmente a cero costos para el público en general.

También, los derivados ofrecen información acerca de la volatilidad y por tanto, sobre el riesgo del activo subyacente. (Chaves, R. 2004: 5).

- **Ventajas operativas**

Los derivados también brindan algunas importantes ventajas operativas, por ejemplo, menores costos de transacción: comisiones más bajas, mayor apalancamiento, se reducen las necesidades de apalancamiento y transporte. Mayor liquidez que los mercados de contado por la menor cantidad del capital requerido. Permiten la existencia de mayores posiciones cortas o mayor apalancamiento. Con un porcentaje bajo (10% por ejemplo) se pueden manejar grandes cantidades. Mayor eficiencia, contribuyen a la eficiencia de los mercados financieros. Los importantes encadenamientos entre los precios de contado y de futuro y el menor costo facilitan el arbitraje y un ajuste más rápido de precios. (Chaves, R. 2004: 6)

- **Especulación**

Los mercados de derivados constituyen un medio alternativo para especular en el buen sentido de la palabra. A diferencia de los mercados financieros convencionales, los derivados no crean ni destruyen riqueza, solamente la transfieren. Por ejemplo, en el mercado de acciones se puede crear riqueza: alguien tiene un buen proyecto, emite acciones y usa ese producto para desarrollar y vender la idea. Los clientes compran el producto, la firma obtiene ganancias, el precio de las acciones sube y todos están mejor. Con los derivados no se crea ni se destruye riqueza: la ganancia de un participante, es la pérdida de otro.

Estos mercados no adicionan riesgo a la economía, sólo permiten que el riesgo pase de una parte a otra. Así, los mercados se hacen más eficientes y se dan mejores oportunidades. Es aquí donde entran en juego los especuladores o amantes del riesgo, que encuentran más atractivo suscribir un contrato de este tipo que vender o comprar el activo.

Son más atractivos para el especulador porque se puede lograr: mayor apalancamiento y sin costos de almacenamiento, seguridad, transporte o congelamiento de recursos. (Chaves, R. 2004: 6)



## 8.2. Posiciones en el mercados de contado y mercado de derivados

Una posición en un mercado es el resultado de las transacciones realizadas en tal mercado, básicamente existen dos posiciones (Chaves, R. 2004:7)

- **Posición larga**

En el mercado de contado se asocia a poseer un activo, o ser acreedor en alguna operación, por ejemplo, el poseedor de un activo financiero o quien tiene una cuenta por cobrar. En el mercado de derivados se refiere a un comprador neto de contratos para un vencimiento determinado, es decir, aquel participante que compra más contratos de los que vende para una fecha específica de vencimiento de los contratos. (Chaves, R. 2004: 7)

- **Posición corta**

En el mercado de contado la posición corta se refiere a no poseer el activo o ser deudor, por ejemplo, el emisor de títulos o quien tiene una cuenta por pagar. Por otro lado, en el mercado de derivados se refiere a un vendedor neto de contratos para un vencimiento determinado, o sea, vender más contratos de los que compran en ese mercado. (Chaves, R. 2004: 7)

## 8.3. ¿Por qué las empresas utilizan los derivados financieros?

De acuerdo con Chesney, M., Hernández, F., Marois, B., y Wojakowski, R. (2001: 13) las empresas utilizan estos instrumentos por cuatro razones principales:

1. Coberturas de transacciones: Las empresas se cubren principalmente del riesgo cambiario o bien de la volatilidad de la tasa de interés.
2. Coberturas estratégicas: las compañías usan derivados para proteger flujos de caja o el valor mismo de la empresa contra movimientos en los precios financieros.
3. Reducción de costos de fondeo: Esta cobertura se realiza normalmente con la llamada “deuda sintética”, cuyo propósito es poseer cupones menores que la deuda estándar, con lo que el fondeo se abarata.

4. Especulación: Con el objeto de generar una ganancia proveniente del uso de los derivados.

## **8.4. Definición forward**

Es un contrato entre dos partes (comprador y vendedor) en que los participantes se comprometen a comprar o vender activos subyacentes (real o financiero) en una fecha posterior, a un precio acordado a la hora de suscribir el contrato. Se trata entonces de un contrato que se hace hoy para la entrega de un activo en el futuro.

El comprador de un contrato Forward acuerda pagar una cantidad específica en una fecha específica en el futuro para recibir una cantidad específica de moneda extranjera, una cantidad específica de un bien o un pago de intereses de su contraparte. El vendedor se compromete a la entrega de lo pactado en las condiciones previamente establecidas en el convenio. (Chaves, R. 2004: 1)

### **8.4.1. Características generales de los contratos de Forward**

- Tipo de contrato bastante común: Los contratos Forward son más comunes de lo que muchas veces nos podemos imaginar. En la vida diaria se pueden encontrar muchos ejemplos que tiene elementos comunes, los contratos de alquiler se pueden considerar con una forma de contrato Forward. (Chaves, R. 2004: 1)
- Contrato privado y a la medida: Los convenios de forward son contratos privados y a la medida de las necesidades de las partes. Es un acuerdo mutuo entre las partes, que asume diferentes posiciones (comprador o vendedor, larga o corta) de acuerdo con sus intereses y necesidades. Por tratarse de contratos privados, cada una de las partes dependiendo en gran medida de su poder de negociación, impone las condiciones específicas en cada contrato. (Chaves, R. 2004: 1)
- Contrato menos formal que otros productos derivados: Los contratos de Forward es un tipo de derivado que no tiene una regulación específica, es decir, no se rige por una legislación, por lo que, quedan sujetas a la legislación contractual

civil. Tampoco se cuenta con una supervisión específica por parte de autoridades gubernamentales. (Chaves, R. 2004: 2)

- No estandarizados: Los contratos Forward no están estandarizados en montos, fechas de vencimiento ni en general en ninguna otra condición. Esta característica dificulta su negociación en los mercados secundarios. (Chaves, R. 2004: 2)
- Mercado organizado: Los contratos Forward no cuenta con un mercado organizado, es decir, no se transan en bolsa ni cuentan con cámara de compensación; generalmente su negociación se da mediante operaciones en el mostrador (over the counter). (Chaves, R. 2004: 2)
- Realización de pérdidas y ganancias: Las pérdidas y ganancias en los Forward se dan hasta el vencimiento final de los contratos. (Chaves, R. 2004: 2)
- Entrega física: Por sus características globales, los Forward presentan el mayor porcentaje de entrega física dentro de los productos derivados. (Chaves, R. 2004: 2)
- Riesgo de incumplimiento: Dada las características generales, los contratos Forward presentan el mayor riesgo de incumplimiento dentro del mercado de derivados. Esto especialmente por el hecho de no estar sujetos a una regulación ni supervisión específica, por no contar con cámaras de compensación, ni construir márgenes u otro tipo de garantías en forma generalizada. (Chaves, R. 2004: 2)

#### **8.4.2. Términos del contrato Forward**

Cuando se realiza un contrato en el presente, las dos partes involucradas negocian compromisos específicos sobre: fecha de vencimiento del contrato, cantidad del activo a ser intercambiada en el futuro, calidad del activo subyacente, precio del

intercambio futuro del activo subyacente. Para la fecha futura: la parte compradora recibe lo acordado y paga al precio preestablecido en el convenio, para la parte vendedora entrega lo acordado y cobra lo acordado de antemano. (Chaves, R. 2004: 3)

### **8.4.3. Aplicaciones más comunes**

Como la mayoría de los productos derivados, los contratos Forward se utilizan más frecuentemente en operaciones de cobertura y especulación en cuanto a:

- Tasas de interés (coberturas de interés, especulación en los mercados financieros)
- Tipos de cambio (coberturas cambiarias y especulaciones cambiarias). (Chaves, R. 2004: 3)

### **8.4.4. Características en cuanto a cobertura de riesgo con los Forward**

Se logra cobertura contra movimientos adversos, pero se pierden oportunidades de ganancia ante movimientos favorables. También, las ganancias de un mercado anulan las pérdidas del otro. (Chaves, R. 2004:3)

### **8.4.5. Ventajas del mercado Forward y sus costos**

- Compensación: las ganancias de un mercado son capaces de compensar, total o parcialmente las pérdidas del otro. (Chaves, R. 2004: 3)
- Mayor certidumbre: Al cubrir riesgos cambiarios y de tasas de interés, las empresas logran importante certidumbre relativa a costos y rendimientos, lo que facilita la toma de decisiones en importantes campos relacionados. (Chaves, R. 2004: 4)
- Planificación: Mejor planeamiento estratégico y manejo más adecuado de la liquidez. (Chaves, R. 2004: 4)
- Toma de decisiones: Hacen posible una mejor orientación en el proceso de toma de decisiones, especialmente las decisiones fundamentales de las empresas, tomando en cuenta los objetivos de maximización del valor. Ejemplo, mejores decisiones de comercialización, políticas de precios, costos y cantidad a producir. (Chaves, R. 2004: 4)

Por otro lado, los mercados Forward están sujetos a ciertos costos, entre los cuales los más importantes son (Chaves, R. 2004: 4) :

- **Búsqueda de la contraparte:** Por ser hechos a la medida y no contar con mercado secundario, la culminación de un contrato Forward implica costos de encontrar la contraparte apropiada, que esté dispuesta a entrar en la contratación.
- **Proceso de negociación:** Como se indicó, la negociación de los Forwards depende en gran medida del poder de negociación que tenga las partes involucradas.
- **Riesgo de insolvencia:** La posibilidad de incumpliendo de las partes implica un riesgo de insolvencia y la posibilidad de no lograr los objetivos que se persiguen.

## **8.5. Definición Swap**

Un swap es una transacción financiera en la que dos partes, mediante un contrato, acuerdan intercambiar flujos monetarios en el tiempo. Su objetivo principal es mitigar las oscilaciones de los tipos de cambio, de las tasas de interés y de los precios de los bienes. Por tanto, se ofrecen contratos de este tipo para tasas de interés, divisas, bienes reales (commodities) y activos financieros. (Chaves, R. 2004: 9)

La definición anterior implica, al igual que en el caso de los otros productos derivados, la existencia de un contrato (y por ende, de un comprador y un vendedor) así como de compromisos financieros futuros, en condiciones predeterminadas a la hora de suscribir el contrato. (Chaves, R. 2004: 9)

A diferencia de algunos otros derivados, los swaps pueden contener cláusulas especiales con respecto a plazos, formas de pago y garantías y generalmente se hacen por montos y plazos mayores que los otros derivados. (Chaves, R. 2004: 9)

En un swap es posible que todas las partes involucradas ganen. Para las contrapartes, el requisito para establecer un swap mutuamente beneficioso es contar

con posiciones opuestas en cuanto a riesgo y rendimiento de los activos y/o pasivos. (Chaves, R. 2004: 9)

Desde el punto de vista operativo, el contrato de swap se puede concebir como una serie consecutiva de contratos de forward, hechos a la medida de las necesidades de los participantes, pero con diferencias importantes en cuanto a plazo (los swaps tiende a ser de mayor vencimiento) y obligaciones con respecto al activo subyacente (en el swap puede no darse el traspaso o entrega del activo subyacente al final del contrato). (Chaves, R. 2004: 9)

### **8.5.1. Ventajas de los Swaps**

Entre sus principales ventajas están: cubrir riesgos especialmente los riesgos de tipo de cambio, riesgos de tasas de interés y precio de bienes, reducir los costos financieros, mejorar el acceso a los mercados de capital, crear instrumentos sintéticos. (Chaves, R. 2004: 10)

### **8.5.2. Principales usos de los swaps por parte de las empresas**

Los contratos de swaps son utilizados por las empresas principalmente para lograr (Chaves, R. 2004: 10):

- La reestructuración de los ingresos financieros o de los costos de financiamiento.
- La reestructuración de la deuda, sin necesidad de recurrir a nuevo financiamiento.
- La reducción de tasa de interés o la fijación de tasas ante la expectativa de aumento.
- Tomar posiciones y especular sobre el posible comportamiento de las tasas de interés y los tipos de cambio.

## **8.6. Futuros**

“Un contrato de futuros es un mecanismo de fijación de precios que implica un compromiso legal de comprar o vender una cantidad específica de un activo específico en una fecha específica en el futuro”. (Chaves, R. 2004).

Para este mismo autor, los contratos de futuros son vinculantes y la negociación de estos, siendo muy similares a un contrato forward; no obstante, se llevan a cabo en una bolsa especializada. Dicho contrato presenta las siguientes características:

1. Es un acuerdo vinculante (obligatorio).
2. Se encuentra estandarizado.
3. Se da en una bolsa (mercado organizado).
4. Intercambio de un activo para un precio establecido de antemano.

### 8.6.1. Principales diferencias entre los contratos Forward y Futuros

Si bien es cierto, los mercados de futuros pueden ser considerados como una evolución del mercado de forward, existen algunas diferencias entre ellos, las cuales son mencionadas por Chaves, R. 2004, dichas afirmaciones se resumen en el siguiente cuadro.

**Tabla 3. Diferencias entre Forward y Futuros.**

RUBRO	FORWARD	FUTUROS
Términos de contrato	A la medida. Se ajustan según las necesidades de las partes	Altamente estandarizados
Cantidad y calidad	Por acuerdo mutuo	Establecidos por la bolsa
Vencimiento	Pactado libremente	Estandarizados, bajo ciclos predefinidos
Organización del mercado	Poco organizado. Normalmente telefónico	Muy organizado: coro físico o electrónico, cámara de compensación y liquidación
Pérdidas y ganancias	Se realizan al vencimiento del contrato	Calculadas y saldadas diariamente
Determinación de precios	Negociación bilateral. Poca información	Cotización abierta a todo el mercado. Amplia difusión de precios y volumen

Relación comprador – vendedor	Vinculo permanente. El riesgo de incumplimiento lo asumen las partes contratantes	Se rompe el vínculo. La cámara garantiza el buen fin de las operaciones
Depósitos de garantía	Normalmente no son exigidos. Cuando existen son fijos	Márgenes uniformes, requeridos para comprador y vendedor siempre. Se evalúan diariamente
Regulación	Sin regulación específica. Vía contractual civil	Leyes específicas, regulación de autoridades y autorregulación de la cámara y la bolsa

Fuente: Mercados de Futuros, Opciones y Swaps. Chaves, R. 2004.



## **CAPÍTULO IV. METODOLOGÍA**

El proyecto tendrá la siguiente metodología, la cual se dividiría en las siguientes partes: enfoque de la investigación, descripción detallada acerca de la investigación exploratoria realizada, el diseño de la investigación aplicada, el método de recopilación de datos y la propuesta metodológica del modelo para la gestión del riesgo cambiario mediante la utilización de productos derivados financieros que pueda ser aplicado por las pequeñas y medianas empresas que participan en el comercio internacional.

## **1. Enfoque de la investigación**

De acuerdo con Hernández (2006: 5) una investigación puede tener dos tipos de enfoques según sean las características de ésta: cualitativo o cuantitativo, los cuales se detallan a continuación:

### **1.1. Enfoque cuantitativo**

Hernández (2006: 5) explica que: “el enfoque cuantitativo usa la recolección de datos para probar hipótesis, con base en la medición numérica y el análisis estadístico, para establecer patrones de comportamiento y probar teorías”.

Por lo cual se puede destacar que aquellas investigaciones bajo este enfoque tienden a seguir el siguiente proceso:

- a) Planteamiento de un problema de estudio delimitado y concreto.
- b) Revisión y análisis de estudios anteriores relacionados al problema.
- c) Construcción de un Marco Teórico como guía de estudio.
- d) Establecimiento de hipótesis.
- e) Se pone a prueba las hipótesis establecidas.
- f) Recolección de datos numéricos para probar o descartar las hipótesis.

### **1.2. Enfoque cualitativo**

A diferencia del enfoque cuantitativo, Según Hernández (2006:5) “el enfoque cualitativo utiliza la recolección de datos sin medición numérica para descubrir o afinar preguntas de investigación en el proceso de interpretación”.

El proceso que sigue este enfoque es el siguiente:

- a) Planteamiento de un problema pero sin seguir un proceso claramente definido.
- b) Se establece dicho problema con el fin de descubrir o establecer una perspectiva general acerca de este.
- c) Por lo general no hay planteamiento de hipótesis, sino que durante el desarrollo de la investigación el investigador las establece.
- d) Utiliza la recolección de información mediante métodos no estandarizados.
- e) El investigador puede utilizar técnicas como la observación no estructurada, entrevistas abiertas, revisión de documentos, entre otras.

De acuerdo al contexto teórico de ambos enfoques y en relación a las características de la presente investigación, se estableció que el enfoque cualitativo es el más óptimo.

## **2. Tipo de investigación**

A partir de la identificación del enfoque correcto según la investigación se continuó con la determinación del tipo de investigación correspondiente.

Por consiguiente, el estudio de generar un modelo dinámico que permita a las pymes exportadoras e importadoras comprender y utilizar los productos derivados; forward y swap, como herramientas útiles para lograr un control y gestión eficiente del riesgo cambiario se considera una investigación exploratoria -descriptiva.

Según Hernández (2010: 79) la investigación exploratoria está enfocada en la recolección e identificación de antecedentes generales de un fenómeno o problema en específico poco conocido. El enfoque principal de los estudios exploratorios es “examinar un problema de investigación poco estudiado, no obstante se pueden haber realizado preliminarmente otros estudios similares, pero en contextos muy diferentes”

Por lo tanto, el presente proyecto se inicia como exploratorio, debido a que se busca obtener información relevante acerca de aspectos como la naturaleza de los

mercados financieros, así como el entorno de mercado en el que se desenvuelve los productos derivados financieros en el sector bancario costarricense

## **2.1. Detalles de la investigación exploratoria realizada**

Los miembros desarrolladores del presente proyecto coordinaron realizar una primera etapa de filtro para el desarrollo de la investigación, mediante la realización de una investigación exploratoria, misma que fue llevada a cabo de la siguiente forma:

- Se dio un contacto inicial con el profesor tutor Manrique Hernández con la necesidad de contar con un modelo que permita a las pequeñas y medianas empresas protegerse ante variaciones en el tipo de cambio utilizando los productos derivados financieros, especialmente el forward
- Se realizaron varias reuniones con el profesor tutor Manrique Hernández, con la finalidad de delimitar el tema, de este modo se obtuvieron datos primarios que facilitaron la elaboración de la propuesta del estudio.
- Revisión bibliográfica, se buscó información complementaria acerca de la propuesta de estudio y del tema del proyecto a desarrollar, en diferentes bibliotecas como lo fue la biblioteca ubicada en la sede de San José Tecnológico de Costa Rica y en medios digitales.
- Se visitó la expo pymes y con esto se coordinaron citas con los ejecutivos de pymes de BAC San José, Scotiabank, Banco Popular, y Banco Nacional. Además, se solicitó información a los gerentes de riesgo del Banco Popular y del Banco Nacional.

Conforme se avanza en la investigación, se recurrió a la investigación descriptiva, la cual como su nombre lo dice pretende describir una situación o fenómeno en particular. “Los estudios descriptivos buscan especificar las propiedades,

características y perfiles de personas, grupos, comunidades, procesos, objetos y cualquier otro fenómeno que se someta a análisis” (Hernández, 2010: 80).

Ambos tipos de investigación (exploratoria y descriptiva) permitieron la correcta recolección de la información necesaria para darle solución al problema planteado.

### **3. Fuentes de información consultada**

Las fuentes de información consultadas para el desarrollo del presente estudio han sido las fuentes primarias y secundarias, a continuación se detallan.

#### **3.1. Fuentes primarias**

De acuerdo con Hernández (2006: 10) las fuentes primarias son las fuentes que proporcionan información de primera mano, nueva u original, y el investigador accede a estas directamente. Estas ofrecen un testimonio o evidencia directa sobre el tema de investigación.

Por lo mencionado anteriormente, las fuentes de información primarias están constituidas por las personas encuestadas bajo el método de entrevista personal, utilizando la técnica del cuestionario. Se determinó que esta sería la fuente primaria, dado que se desea obtener información veraz, oportuna y de primera mano acerca de las pymes y los productos derivados financieros ofrecidos en el mercado bancario costarricense.

#### **3.2. Fuentes secundarias**

A diferencia de las fuentes primarias, las fuentes secundarias corresponden a aquellas que contienen información o datos reelaborados o sintetizados. Tal y como lo indica Hernández (2006: 10) estas fuentes interpretan y analizan fuentes primarias como por ejemplo las revistas de resúmenes, informes, libros, artículos, entre otros.

Las fuentes secundarias consultadas en la investigación se clasifican como internas y externas:

### **3.2.1. Internas**

1. Registros de información de productos derivados financieros de los Bancos.
2. Reglamento para operaciones con derivados cambiarios.

### **3.2.2. Externas**

1. Libro de metodología de la investigación de Hernández Sampieri.
2. Libro de Dinero, Banca y mercados financieros de Gómez
3. Libro del manejo del riesgo cambiario de Chesney
4. Libro de Mercado de futuros opciones y swaps de Chaves
5. Internet
6. Consulta a expertos en banca y finanzas

## **4. Descripción de los instrumentos**

### **4.1. Método de recopilación de datos**

Dado el interés de conocer la funcionalidad de los productos derivados financieros: forwards y swaps en los bancos públicos y privados del país, así como, conocer si las pymes adquieren estos productos, se procede a realizar un cuestionario (Ver Apéndice 1, pág.98) que incluye preguntas acerca de forwards, swaps y pymes, con el fin de obtener la información necesaria para un oportuno análisis de los datos que sirvan de base para la toma de decisiones.

La herramienta utilizada para recolectar la información fue el cuestionario, el cual fue aplicado por medio de entrevistas personales a los ejecutivos de pymes y gerentes de riesgo.

De acuerdo a lo que señala Hernández (2010: 597), “la entrevista se define como “una reunión para intercambiar información entre una persona (el entrevistador) y otra (el entrevistado)”.

Además, se utilizaron documentos los cuales aportaron gran cantidad de información, como libros, tesis, artículos, reglamentos, normativas y acuerdos tanto del Banco Central de Costa Rica, principal ente que le corresponde la regulación del mercado de productos derivados, como también, de otras entidades financieras que ofrecen estos productos.

## 5. Guía de trabajo

En función al objetivo principal del presente proyecto, se procedió con la siguiente guía de trabajo de acuerdo a cada uno de los objetivos específicos planteados.

**Tabla 4. Guía de Trabajo.**

OBJETIVO ESPECIFICO	¿CÓMO LOGRARLO?	PRODUCTO FINAL
<b>1. Analizar el comportamiento actual del tipo de cambio, situación actual de la banca pública, privada, y las pymes costarricenses.</b>	Para este objetivo se analizó la situación actual del país, para ello se consultó información y noticias de las acciones del BCCR en torno al tema, así como del mercado. Además, se investigó a través de fuentes primarias la situación actual en cuanto a los productos derivados para mitigar el riesgo cambiario en las pymes, que o por la banca pública y privada. Así como el conocimiento que tienen las pymes acerca de éstos	Capítulo Situación Actual
<b>2. Investigar teóricamente diferentes productos derivados como los forwards y swaps.</b>	Se investigó en fuentes secundarias la fundamentación teórica de los conceptos relacionados al tema, necesarios a ser comprendidos para el desarrollo de la investigación.	Capítulo Marco Teórico

<b>3. Desarrollo de un marco metodológico para lograr los objetivos planteados.</b>	Se determinó la metodología a seguir para el logro de los demás objetivos.	Capítulo Marco Metodológico
<b>4. Proponer un modelo para la gestión del riesgo cambiario mediante la utilización de productos derivados, que pueda ser aplicado por las pequeñas y medianas empresas que participan en el comercio internacional.</b>	Se planteó un modelo que permita la gestión de riesgo cambiario mediante la utilización de productos derivados.	Capítulo Modelo propuesto
<b>5. Generar conclusiones y recomendaciones</b>	Se plantearán conclusiones y recomendaciones en función a los objetivos establecidos.	Capítulo Conclusiones y recomendaciones

Fuente: Elaboración propia.

## **6. Metodología para la gestión del riesgo cambio mediante utilización de productos derivados**

En el presente apartado, se pretende desarrollar la metodología de un modelo que permita a las pymes gestionar el riesgo cambiario mediante la utilización de herramientas como los productos derivados financieros.

Es importante rescatar, que hasta el momento se ha hecho énfasis en el desconocimiento claro y existente por parte de las pymes acerca de los productos financieros que constituyen herramientas de gestión del riesgo cambiario, sin embargo, antes de recomendar a las empresas un producto derivado específico, es importante y necesario brindar un modelo claro y aplicable sobre cómo definir la necesidad; si es que la tienen, de adquirir uno o varios de los derivados financieros que ofrecen las entidades bancarias en el país y una vez identificada realmente la necesidad, conocer



los pasos a seguir por las compañías para tomar la mejor decisión sobre la elección del producto y la gestión que debe existir una vez adquirido uno.

Por lo dicho anteriormente, el modelo que se propone en esta investigación se basa en pasos esenciales que debe seguir toda empresa que se enfrente al riesgo cambiario, por lo cual es importante que éstas, puedan identificar a cual riesgo se enfrentan y si dentro de estos se encuentra el riesgo cambiario. Es importante, reconocer los principales riesgo a los que se enfrentan las empresas, estos son:

**Figura 2. Tipos de riesgo que enfrentan las empresas.**

### Riesgos del negocio

- Aquellos asumidos por la naturaleza del negocio, como riesgo a la competencia, bajas ventas, mercadeo, etc.
- Es un riesgo interno.

### Riesgos Operativos

- Aquellos asociados a la operación del negocio mediante sistemas, procesos, etc.
- Es un riesgo interno.

### Riesgos del mercado

- Aquellos asociados al tipo de cambio y tasas de interés a las que apegan las empresas.
- Es un riesgo externo.

### Riesgos de liquidez y crédito

- Aquellos riesgos relacionados con la financiación , liquidez y capital de trabajo.

Fuente: Elaboración propia.

En este caso nos enfocaremos en los riesgos del mercado, en los cuales está incluido el riesgo cambiario. El riesgo cambiario está presente en una empresa cuando en su día a día se enfrenta con:

**Figura 3. Factores que inducen al riesgo cambiario.**



Fuente: Elaboración propia

De la figura anterior, se rescata que cuando una empresa es importadora o exportadora, se somete a la interacción con divisas diferentes a la moneda nacional. Además, existen situaciones en que una empresa aunque no posea operaciones en el ámbito internacional, es decir, no exporta ni importa ningún bien o servicio, pero hace uso de financiación en alguna moneda diferente a la nacional, hace que se encuentre expuesta al riesgo cambiario, por lo que se determina que el riesgo cambiario podría ser aplicable a cualquier actividad de una empresa que interactúe con el riesgo de mercado.

Por lo tanto, nos enfocaremos en el riesgo cambiario, es esencial que cualquier empresa que se enfrente a uno o varios de los riesgos antes mencionados siga las siguientes pautas internas para una gestión integral de riesgos, con el fin de cumplir con sus objetivos organizacionales, los cuales siempre están orientados a maximizar ganancias.

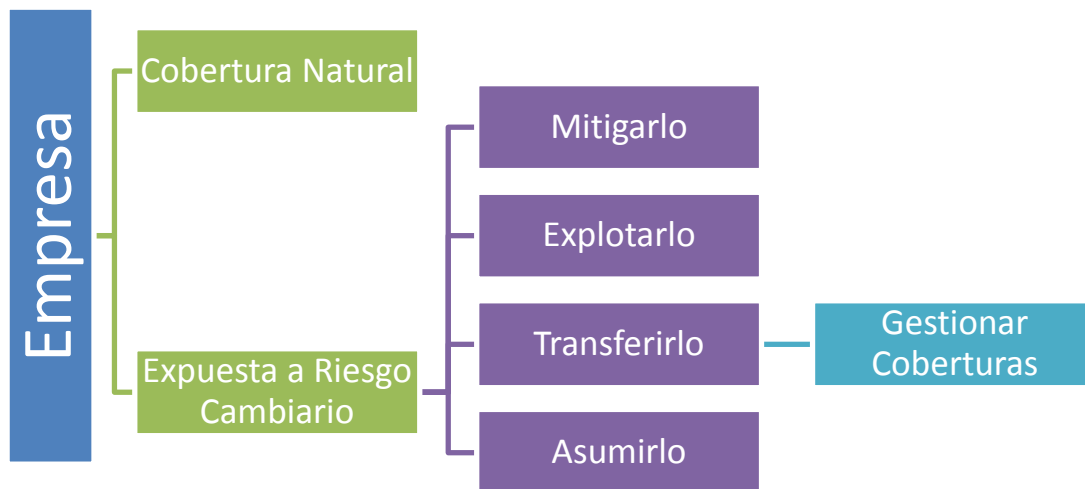
1. Definir los objetivos y planes estratégicos de la compañía.
2. Definir las políticas para toma de decisiones.
3. Crear sistemas y procesos definidos.
4. Analizar las decisiones que se requieren tomar.
5. Llevar una contabilidad ordenada y actualizada.

7. Medir el desempeño de la Gestión de los Riesgos.
8. Asignar capital y recursos a los riesgos que se consideran necesarios de abordar.
9. Evaluar la gestión constantemente.

Las empresas que se ven afectadas por alguno de los riesgos antes identificados, tienen diferentes opciones de gestionar el riesgo. Estas opciones deben ir acorde a los objetivos de la empresa.

La escogencia de una de estas opciones debe ser analizada por parte de las personas que mejor conozcan la compañía y sepan reconocer sus necesidades, así como, los factores internos y externos que definan si está expuesta o no ante el riesgo cambiario, en caso de que presente este tipo de riesgo, se debe analizar si está capacitada para asumirlo, explorarlo, mitigarlo o transferido.

**Figura 4. Opciones para la Gestión del Riesgo.**



Fuente: elaboración propia.

Dentro de ese primer análisis mencionado que debe hacer el equipo encargado de la gestión del riesgo se definirá si la empresa por su actividad comercial cuenta con

una cobertura natural o si por el contrario debido a su interacción con diferentes divisas se determina el riesgo en las fluctuaciones del tipo de cambio.

Identificado el riesgo cambiario, debe tomar la decisión para la gestión de dicho riesgo, tomando en cuenta los recursos, capacidades y competencias con las que cuenta.

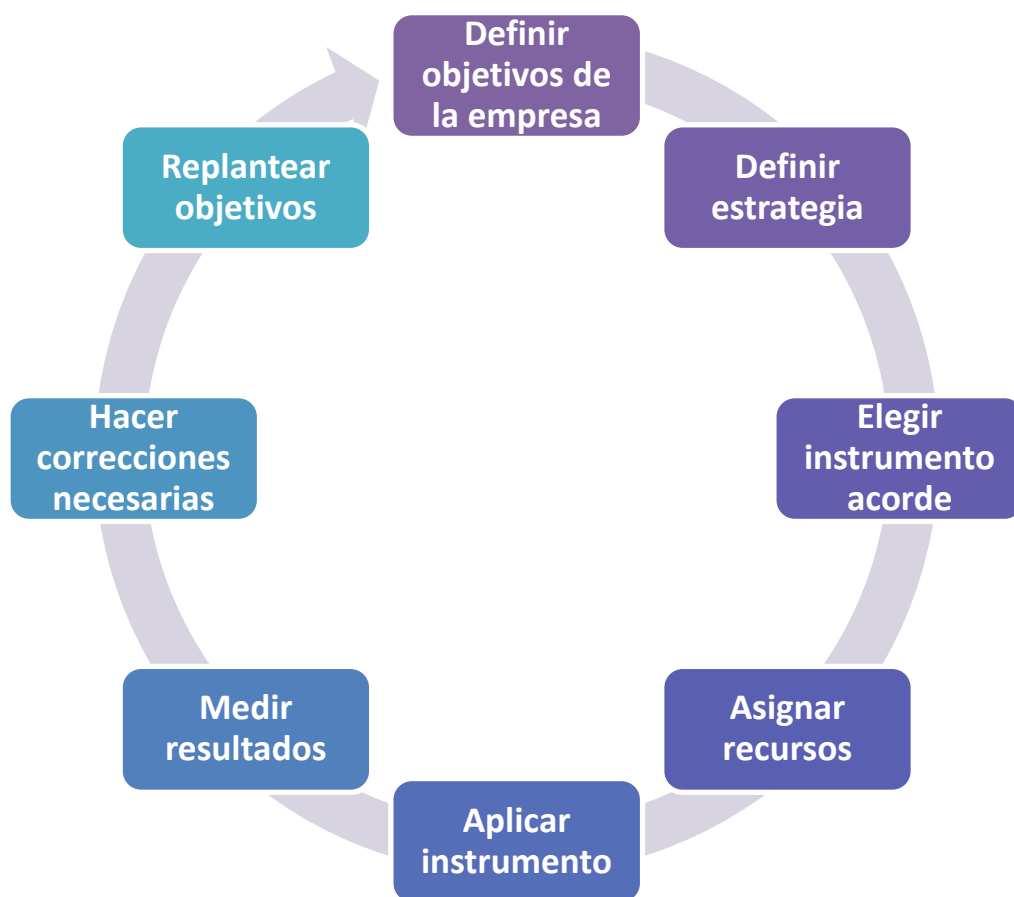
- Mitigarlo: si la empresa decide mitigar el riesgo implica que debe mejorar su control interno y hasta reducir sus actividades en la divisa que provoca dicho riesgo.
- Explotarlo: al decidir explotarlo, la empresa debe analizar la oportunidad que puede sacar de la situación.
- Transferido: esta opción implica la participación de terceros que estén dispuestos a asumir el riesgo de la empresa a un precio negociable, por ejemplo mediante la utilización de productos derivados o seguros.
- Asumirlo: al asumir el riesgo significa que la empresa debe retener el riesgo cuidando los retornos apropiados y asegurando una adecuada administración monitoreando el nivel de tolerancia establecido.

A continuación se pretende abordar la opción de transferencia del riesgo como una estrategia para la gestión de éste, utilizando coberturas cambiarias o productos derivados financieros.

El modelo propuesto se basa en que para la gestión de coberturas cambiarias, es importante tomar en cuenta una serie de aspectos que guíen la buena escogencia de la misma, no simplemente escoger el uso de estas herramientas sin antes hacer el análisis adecuado.

En la siguiente figura, se muestran los pasos que se aconseja que deben seguir las empresas para una adecuada gestión del riesgo cambiario:

Figura 5. Pasos para la Gestión del Riesgo Cambiario.



Fuente: elaboración propia.

### 1. Definir los objetivos de la empresa.

En primera instancia es importante definir los objetivos de la empresa, pues estos, mostrarán hacia donde desea llegar el negocio. El hecho de crear un documento que permita revisar en todo momento cuales fueron las premisas planteadas, es trascendental; ya que evitará que los planes de acción a seguir se desvíen de la meta.

## **2. Definir estrategia.**

La definición de una estrategia le proporcionará a la empresa un plan a seguir para el cumplimiento de los objetivos. En este caso, se puede pensar como una estrategia el hecho de iniciar la aplicación de coberturas cambiarias, únicamente para las cuentas por cobrar de la empresa o las cuentas por pagar, y posteriormente, basado en resultados, transferir estos a las ventas o gastos administrativos (salarios), entre otros.

## **3. Elegir instrumento acorde.**

Actualmente el mercado de productos derivados contiene varios instrumentos; sin embargo, no todas las opciones aplican para mismas necesidades, y por ende, no son útiles para las mismas empresas. Factores como competencia, situación del mercado, situación de la empresa y otros más, hacen que las alternativas y su aplicabilidad sean muy diferentes.

## **4. Asignar recursos.**

Si bien es cierto, cuando se desean aplicar cambios en el funcionamiento de la empresa para la mejora de la misma, se deben de asignar recursos para tal causa. Capital humano para que le dé seguimiento al proceso y evalúe su funcionalidad, capital tecnológico que brinde una mejor perspectiva y herramientas de evaluación; así como también, tiempo y dedicación para el nuevo proceso.

## **5. Aplicar el instrumento.**

La aplicación del instrumento es uno de los procesos más importantes, ya que es para lo que la empresa se ha estado preparando. En esta etapa se debe ser paciente y esperar los resultados del instrumento elegido.

## **6. Medir resultados.**

El proceso de aplicación del instrumento debe de someterse a análisis de resultados, comparando los resultados de ejercicios anteriores contra los resultados que se obtienen mediante la aplicación del instrumento. Los resultados obtenidos en esta etapa, son importantes para realizar los ajustes correspondientes, replantear

objetivos y una nueva estrategia para alcanzarlos. En caso de que la herramienta utilizada esta brindado resultados idóneos hasta este punto, es cuestión de mantener el enfoque seguido hasta el momento.

## **CAPÍTULO V. APLICACIÓN DEL MODELO DE RIESGO CAMBIARIO**



Siguiendo la metodología antes presentada como modelo para la gestión del riesgo cambiario, se presenta a continuación la manera en la que funcionan los Forwards. La decisión sobre cual herramienta ejemplificar, está basada en las opciones que ofrece el sistema bancario costarricense, que actualmente el mercado de derivados, se encuentra en etapa de desarrollo y por ende, el Forward es el único producto derivado financiero que se ofrecen, según la investigación realizada.

## **Ejemplo uso de Forward como herramienta para gestión del riesgo.**

Como se mencionó en el capítulo anterior, como paso previo de la metodología propuesta, se debe evaluar si la empresa cuenta con cobertura natural o si por el contrario, está expuesta al riesgo cambiario. Evidentemente, para este ejercicio, se supone que ambas empresas en estudio, presentan problemas con el tipo de cambio, pues participan en mercados internacionales.

### **1. Paso 1. Definir objetivos.**

- El objetivo general de ambas empresas será:
  - Disminuir las pérdidas provocadas por la volatilidad en el tipo de cambio, aplicando un sistema de coberturas cambiarias que se adapte a la empresa y a su actividad.
- Los objetivos específicos son:
  - Disminuir la incertidumbre financiera provocada por los efectos del diferencial cambiario en la compañía.
  - Obtener una herramienta que permita controlar el riesgo cambiario al que está expuesto la empresa.
  - Iniciar el proceso de estudio de coberturas cambiarias con cuentas específicas y evaluar su efecto.

### **2. Paso 2. Establecer estrategia.**

La estrategia de la empresa, será evaluar la aplicación de un Forward, como medio para disminuir las pérdidas provocadas por las variaciones en el tipo de cambio del dólar. Se asignará al departamento de contabilidad como responsable del monitoreo del comportamiento de la cuenta, por un período de cinco meses.

### 3. Paso 3. Elegir un instrumento.

En concordancia con la estrategia establecida la empresa elige utilizar un contrato Forward como instrumento para mitigar los efectos del riesgo cambiario en sus cuentas.

Para la elección de este producto, la empresa se basó en una pequeña investigación que realizó acerca de la oferta que existe actualmente en el país de productos derivados, dándose cuenta que es el producto que más se ofrece entre este tipo de productos.

Además la empresa evaluó previamente como funciona este tipo de producto. Para la aplicación del modelo, investigó los tipos de cambio promedio del Banco Central desde Diciembre 2013 hasta Abril 2014 y los compara con un tipo de cambio Forward para ejemplificar los beneficios que pueden ser obtenidos a través del uso de esta herramienta.

Se parte del hecho de que según información de la entidad financiera B, un contrato Forward mantiene un precio de 508, 70 colones por dólar. Este precio de divisa se mantiene durante la vigencia de 5 meses del contrato.

**Tabla 5. Comparación tipo de cambio de mercado contra tipo de cambio Forward, San José, Costa Rica.**

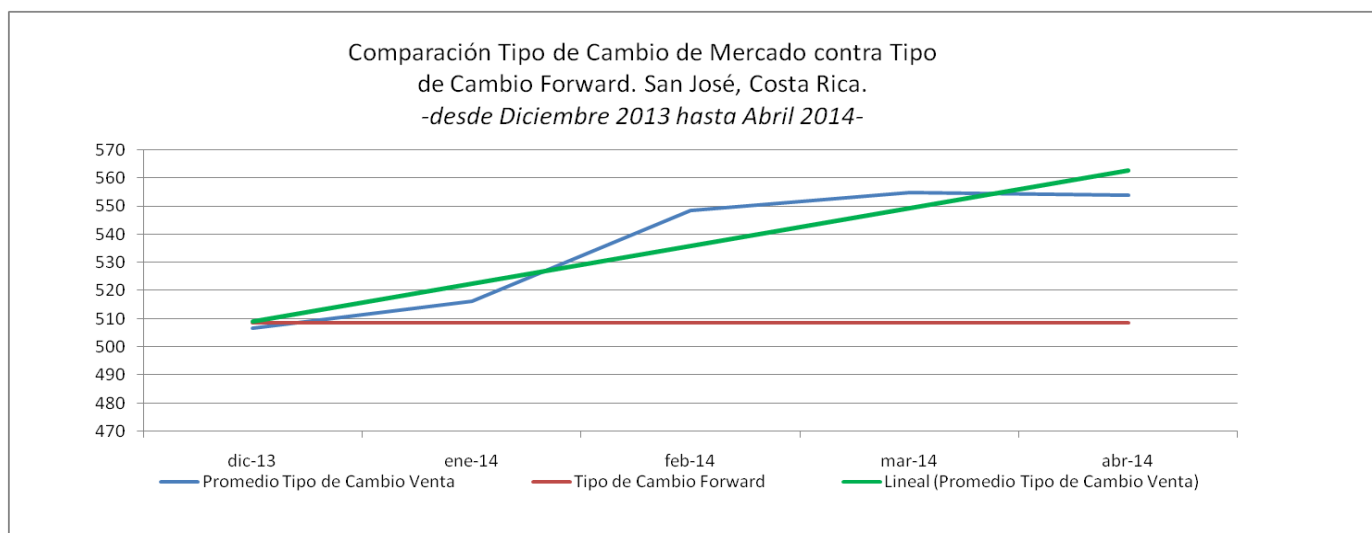
**-Desde diciembre 2013 hasta abril 2014-**

Meses	Promedio Tipo de Cambio Venta	Tipo de Cambio Forward
dic-13	506.49	508.7
ene-14	516.08	508.7
feb-14	548.29	508.7
mar-14	554.8	508.7
abr-14	553.99	508.7

Fuente: Elaboración propia a partir de información extraída del Banco Central de Costa Rica. <http://www.bccr.fi.cr/>

Ahora bien, tras observar el cuadro anterior, se presenta el siguiente gráfico, al cual se le agrega una línea tendencial al tipo de cambio de mercado.

**Gráfico 1. Comparación tipo de cambio de mercado contra tipo de cambio Forward, Costa Rica. De diciembre 2013 a Abril 2014.**



Fuente: Elaboración propia a partir de información extraída del Banco Central de Costa Rica.  
<http://www.bccr.fi.cr/>

Es posible observar que a pesar de las variaciones sufridas durante lo largo de los meses, el tipo de cambio de mercado se ha mantenido al aumento, mientras que el tipo de cambio Forward, se ha mantenido constante durante el período por el cual fue establecido inicialmente.

#### **4. Paso 4. Asignar recursos.**

En el caso específico de la asignación de recursos, es importante recalcar que no se refiere únicamente a recursos económicos; también es importante la asignación de recursos tecnológicos, capital humano y tiempo (tanto para el análisis de los datos, así como para todo el proceso de implementación de la herramienta). En ocasiones, la falta de un equipo de trabajo o inclusive de una persona que le dé seguimiento a este tipo de planes, conlleva al fracaso del mismo, y aunque posiblemente era de gran ventaja para la empresa, se cae en el error de pensar que por haber fallado, la herramienta desde un inicio no servía.

Para este ejemplo específico, se va a suponer que la empresa nombró como encargado de seguimiento a un auxiliar de contabilidad. Siendo esto un recargo de

funciones, se le asignará un salario por servicios profesionales por los cinco meses que durará el proyecto. Adicionalmente, se le instaló un programa en su computadora, que le ayuda a verificar de manera oportuna los efectos del tipo de cambio en las operaciones de la empresa.

## **5. Paso 5. Aplicar instrumento.**

A continuación se presentarán dos escenarios para ejemplificar la aplicación del instrumento, el primero consistirá en suponer que la empresa es exportadora, el segundo que es importadora, de esta manera se visualizará de manera más dinámica y sencilla, el uso de productos financieros, específicamente Fowards en empresas pequeñas y medianas que tengan actividades de exportación e importación, haciendo uso de otras monedas.

Para efectos de ejemplificar los casos partimos de los siguientes hechos:

- **Escenario de Exportadora**

1. Se parte del supuesto que para la empresa ABC su principal actividad comercial es el cultivo de flores ornamentales para el mercado estadounidense.
2. La empresa es de capital nacional y es una pyme.
3. Sus principales clientes son de Estados Unidos por lo que sus ventas son transadas en dólares americanos.
4. La empresa se encuentra ubicada en territorio nacional.
5. Sus insumos y demás materias primas son obtenidas dentro del territorio nacional por lo que sus gastos son incurridos en colones de costarricenses.
6. Demás gastos de operación y/o administración, financiación, etc, son pagados por la empresa en colones costarricenses.
  1. Importante, tomar en cuenta que al ser una empresa que recibe dólares por su operación y lo que desea es cambiarlo a colones (tipo de cambio venta).

Se inicia con la información del tipo de cambio del mercado, la cual se presenta a continuación.

Información Tipo de Cambio							
Meses	Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Junio	Julio
Tipo de Cambio del Mercado	547.00	550.00	545.00	540.00	530.00	540.00	560.00

Luego, se presenta la información de ventas de la empresa; tanto en dólares como en colones, estos últimos calculados según el tipo de cambio del mercado

Información Empresa Exportadora ABC								
Meses	Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Junio	Julio	Total Ingresos
Ventas Mensuales en Dólares	48,000.00	39,000.00	60,000.00	37,000.00	44,500.00	46,000.00	55,000.00	329,500.00
Ventas Mensuales en Colones	26,256,000.00	21,450,000.00	32,700,000.00	19,980,000.00	23,585,000.00	24,840,000.00	30,800,000.00	179,611,000.00

Ahora bien, establecemos un tipo de cambio forward, para el análisis de la información. En este caso, se puede ejemplificar que el tipo de cambio promedio para los Forwards, es mayor que el tipo de cambio promedio de mercado.

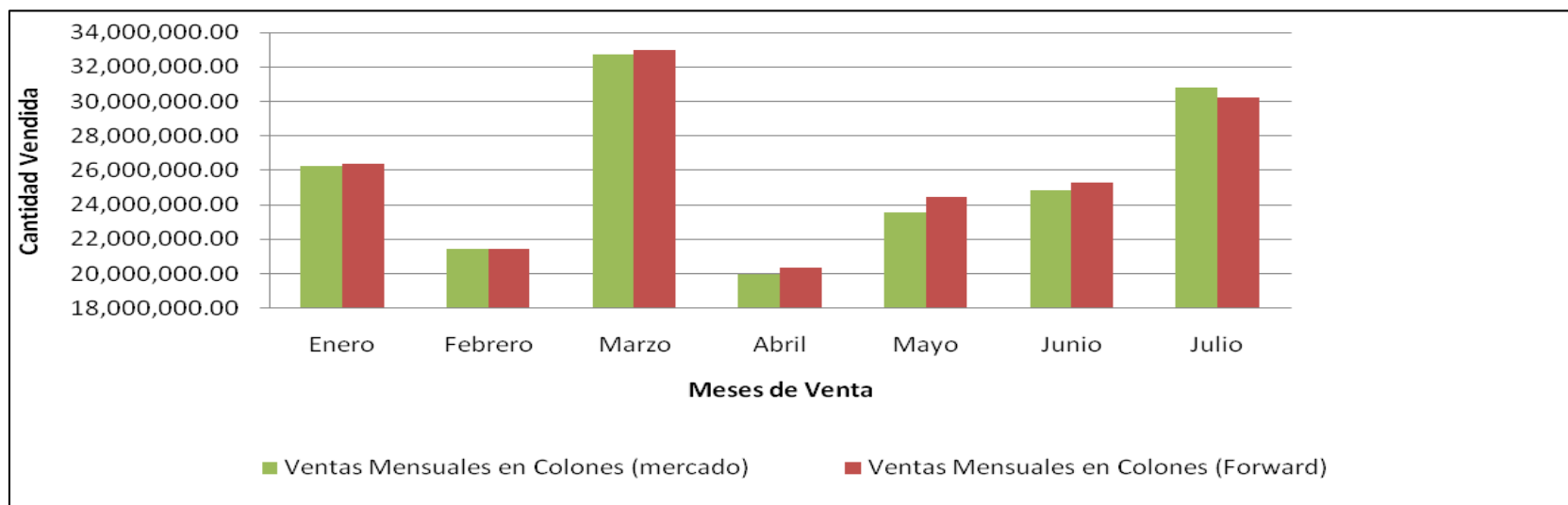
Meses	Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Junio	Julio	Tipo Cambio Promedio
Tipo de Cambio del Mercado	547.00	550.00	545.00	540.00	530.00	540.00	560.00	544.57
Tipo de Cambio Forward	550.00	550.00	550.00	550.00	550.00	550.00	550.00	550.00

Las variaciones de las ventas, se presentan a continuación.

Información Empresa Exportadora ABC								
Meses	Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Junio	Julio	Total Ingresos
Ventas Mensuales en Dólares	48,000.00	39,000.00	60,000.00	37,000.00	44,500.00	46,000.00	55,000.00	329,500.00
Ventas Mensuales en Colones (mercado)	26,256,000.00	21,450,000.00	32,700,000.00	19,980,000.00	23,585,000.00	24,840,000.00	30,800,000.00	179,611,000.00
Ventas Mensuales en Colones (Forward)	26,400,000.00	21,450,000.00	33,000,000.00	20,350,000.00	24,475,000.00	25,300,000.00	30,250,000.00	181,225,000.00

En su mayoría, el tipo de cambio Forward, genera ganancias. En meses como Julio, generan una pérdida de 550.000,00 colones; no obstante el beneficio global por utilizar este tipo de contrato es de 1.614.000,00 colones.

**Gráfico 2. Variación en ventas según tipo de cambio establecido con un Forward, Empresa Exportadora.**



Fuente: Elaboración propia

- **Escenario de Importadora**

1. Siendo importadora se parte del supuesto que su principal actividad comercial es la venta de autos usados importados desde Estados Unidos.
2. La empresa es de capital nacional y es una pyme.
3. Sus principales proveedores de autos se encuentra ubicado en Estados Unidos por lo que sus compras son transadas en dólares americanos.
4. La empresa se encuentra ubicada en territorio nacional.
5. El principal producto que comercializa es importado de Estados Unidos, por lo que existen muchos gastos asociados a la importación que son incurridos en dólares.
6. La venta de autos es realizada en moneda nacional, es decir sus ingresos son en colones costarricenses.
7. Demás gastos de operación y/o administración, financiación, etc; son pagados por la empresa en colones costarricenses.
8. Importante, tomar en cuenta que al ser una empresa que recibe dólares por su operación y lo que desea es cambiarlo a colones (tipo de cambio compra).

Al igual que el ejemplo anterior, iniciaremos estableciendo el tipo de cambio de compra de mercado.

Información Tipo de Cambio							
Meses	Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Junio	Julio
Tipo de Cambio del Mercado	517.00	523.00	528.00	527.00	510.00	522.00	538.00

Seguidamente se presenta la cantidad de dólares que son necesarios para la empresa importadora XYZ, con el objetivo de comprar autos para la venta. Se presentan la cantidad de colones necesarios para la compra de los dólares, basados en el tipo de cambio del mercado.

Información Empresa Importadora XYZ								
Meses	Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Junio	Julio	Total Inversión
Necesidades Mensuales en Dólares	47,500.00	54,000.00	50,000.00	63,000.00	37,000.00	50,000.00	74,000.00	375,500.00
Colones necesarios de mensualmente	24,557,500.00	28,242,000.00	26,400,000.00	33,201,000.00	18,870,000.00	26,100,000.00	39,812,000.00	197,182,500.00

Con esta información, planteamos el supuesto de que este importador, pactó un contrato Forward, lo cual le asegura una precio de tipo de cambio fijo durante cierto período, que en promedio, es menor que el precio de mercado.

Meses	Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Junio	Julio	Tipo Cambio Promedio
Tipo de Cambio del Mercado	517.00	523.00	528.00	527.00	510.00	522.00	538.00	523.57
Tipo de Cambio Forward	521.00	521.00	521.00	521.00	521.00	521.00	521.00	521.00

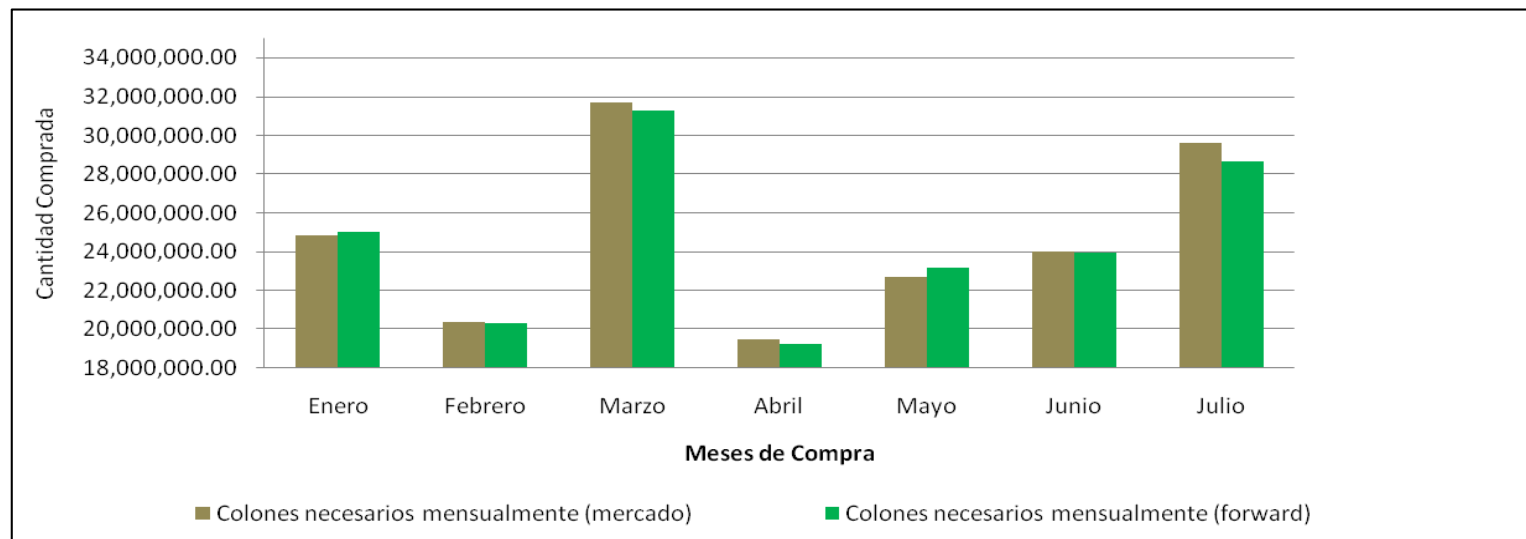
Las variaciones de las necesidades de efectivo (dólares), se presentan a continuación.



Información Empresa Importadora XYZ								
Meses	Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Junio	Julio	Total Ingresos
Necesidades Mensuales en Dólares	48,000.00	39,000.00	60,000.00	37,000.00	44,500.00	46,000.00	55,000.00	329,500.00
Colones necesarios mensualmente (mercado)	24,816,000.00	20,397,000.00	31,680,000.00	19,499,000.00	22,695,000.00	24,012,000.00	29,590,000.00	172,689,000.00
Colones necesarios mensualmente (forward)	25,008,000.00	20,319,000.00	31,260,000.00	19,277,000.00	23,184,500.00	23,966,000.00	28,655,000.00	171,669,500.00

En el cuadro anterior se observan las distintas variaciones de las cantidades de dinero necesarias, existen meses en los que el Forward no ofrece una ventaja sobre el mercado; pese a esto, el beneficio total que ofrece durante todo el período es de 1.019.000 colones.

**Gráfico 3. Variación en ventas según tipo de cambio establecido con un Forward, Empresa Importadora.**



Fuente: Elaboración propia.

## **6. Paso 6. Medir resultados.**

De acuerdo a los datos anteriores, es claro que en ambos escenarios la empresa se encuentran expuestas al riesgo cambiario, cualquier variación en el tipo de cambio del dólar va a afectar ya sea positivamente o negativamente sus finanzas; por lo tanto, la decisión de haber adquirido un Forward fue correcta.

Dentro de la información presentada, se analizó el efecto del tipo de cambio y sus distintas variaciones, en distintos escenarios (compra y venta), y a pesar de que se puede considerar que los beneficios económicos no son tan representativos para optar por este tipo de herramientas, es primordial recalcar, que las ganancias o pérdidas pueden aumentar o disminuir según sea el monto de divisa que se esté transando.

Por otra parte, se analizaron específicamente dos partidas, dólares captados por ventas y colones necesarios para la compra de dólares; pero, se debe de considerar que existen muchas otras cuentas, en este caso cuentas por pagar, cuentas por cobrar, intereses, salarios, gastos administrativos, seguros, entre otros, que también se ven afectados por el tipo de cambio, y si es posible generar beneficios económicos de varias de las partidas, el total de la ganancia va a ser considerable.

Por tanto, se concluye que la aplicación del sistema Forward genera beneficios para la empresa, disminuyendo las pérdidas provocadas por el diferencial cambiario, a través de la disminución de la incertidumbre y control del riesgo; y por ende, se recomienda que se aplique el contrato Forward como medio de un seguro para proteger los activos de la empresa.

## **7. Paso 7. Hacer correcciones necesarias**

Cuando se habla de correcciones necesarias, se refiere a la verificación constante que debe realizar el auxiliar contable. Debe verificar que la estrategia planteada en un inicio se esté cumpliendo y que los objetivos planteados en un inicio se estén cumpliendo; en caso contrario, deberá informar a su jefe inmediato sobre la situación para hacer las correcciones necesarias de las acciones que se están tomando.

## **8. Paso 8. Replantear objetivos**

Ahora bien, si el auxiliar contable detecta desviación entre los objetivos planteados y el plan de acción, y este último parece ser el correcto, a luz de la realidad económica del entorno, se recomienda la revisión y el replanteamiento de objetivos propuestos, si es el caso.

Todos los cambios deberán ser comunicados a todos los involucrados en el proceso, para que tomen las medidas correctivas necesarias.

## **CAPÍTULO VI. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES**

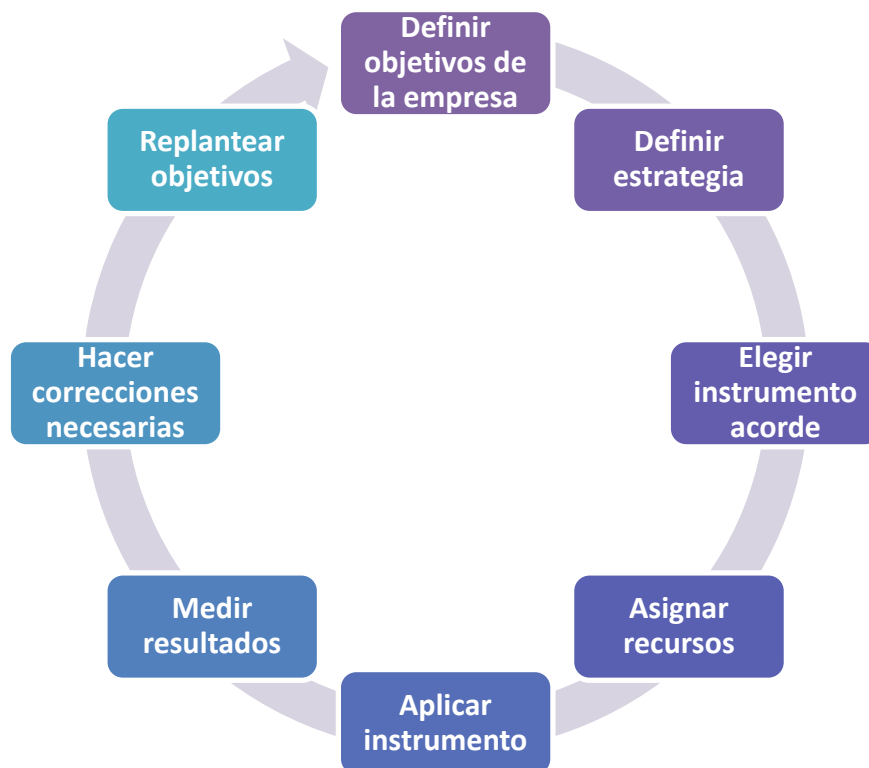
En el presente capítulo se pretende enlistar una serie de conclusiones y recomendaciones, las cuales son alcanzadas del análisis de los datos recolectados y la investigación presentada, en función a los objetivos establecidos.

## 1. Conclusiones

Al cierre de este proyecto de investigación que pretendía proponer un modelo para la gestión del riesgo cambiario mediante la utilización de productos derivados financieros que pueda ser aplicado por las pequeñas y medianas empresas que participen en el comercio internacional, se ha logrado alcanzar cada uno de los objetivos establecidos al inicio de la investigación, de forma exitosa:

- Se analizó la situación actual del entorno, el comportamiento reciente del tipo de cambio, la situación actual de la banca pública y privada y por último la situación actual de las pequeñas y medianas empresas (pymes), concluyendo que la constante volatilidad del tipo de cambio provoca que las pymes se encuentren desprotegidas ante las fluctuaciones del tipo de cambio. Además se concluye que con respecto a la situación de la banca pública y privada, estos entes han ejercido una labor significativa en cuanto a ofrecimiento de mecanismo de crédito para las pymes; sin embargo, en cuanto a riesgo cambiario se refiere, únicamente el Banco Nacional, Davivienda y Citi Bank, ofrecen contratos Forwards; es decir, el contrato Forward es el único derivado financiero ofrecido en el país, que actúa como seguro para proteger las transacciones en moneda extranjera, reflejando el incipiente desarrollo de dicho mercado en Costa Rica en comparación con otros países como Colombia, México y España. Además, como aporte importante a la investigación, se concluye, que las pymes desconocen los mecanismos para mitigar el riesgo cambiario y por ende la aplicación de las coberturas cambiarias. Debido a esto, al menos un 70% de las pymes que participan en comercio internacional, quedaron desprotegidas ante el alza del tipo cambio del dólar en los primeros meses del presente año, evidenciando la necesidad de crear modelos empresariales enfocadas a mitigar este riesgo.

- Se estudió la literatura moderna, por lo que fue posible investigar acerca de los tipos de riesgo a los cuales están expuestas las pequeñas y medianas empresas, entre los cuales están, el riesgo operativo, financiero y el riesgo cambiario. Además, se detectaron modelos existentes realizados por otros autores internacionales para la gestión del riesgo cambiario, que sirvieron como base para el modelo propuesto, concluyendo que la gestión del riesgo debe enfocarse en una serie de pasos secuenciales que permitan determinar principalmente la necesidad de la utilización de instrumentos derivados y el seguimiento que debe dársele una vez que se aplica uno de éstos.
- Se planteó la metodología de la investigación y una propuesta propia para la gestión del riesgo cambiario a la luz de la investigación teórica realizada adaptando ideas que permitieran proponer un modelo para la gestión del riesgo mediante la utilización del producto derivado financiero Forward en una pequeña y mediana empresa que participe en el comercio internacional. Se concluyó que el modelo debe centrarse en los siguientes pasos:



- Con base en el desarrollo del modelo para la gestión del riesgo cambiario, se construyeron ejemplos hipotéticos a partir de la situación actual que enfrenta las pymes en el comercio internacional, mediante los cuales se logró visualizar y ejemplificar el uso de los Forwards y las ventajas que estos pueden ofrecer a las empresas que tenga actividad en diferentes divisas. Se concluyó también que el forward provee seguridad al empresario ante movimientos inesperados en el tipo de cambio.

## 2. Recomendaciones

A continuación se presenta recomendaciones en función al modelo realizado para la gestión del riesgo cambiario.

- Para la aplicación del modelo propuesto, se recomienda ante todo, verificar si la empresa se encuentra realmente en riesgo por movimientos inesperados del tipo de cambio de la divisa que utiliza, de esta manera se determinará la necesidad de la aplicación de un modelo de riesgo cambiario o no, ya que podría esta tener cobertura natural y no necesitar la utilización del modelo propuesto en esta investigación.
- Además si identifica que es víctima de este tipo de riesgo, deberá elegir que opción para gestionar el riesgo se adapta a sus necesidades. Si elige la opción de transferir el riesgo, se recomienda seguir los pasos del modelo propuesto.
- Una vez elegida la opción de transferir el riesgo se recomienda, cumplir con los primeros pasos del modelo; es decir, definir los objetivos de la empresa, definir las estrategias, esto con el propósito de realizar un análisis previo de la situación en la que se encuentra la compañía, cuando sospecha que puede estarse viendo afectada por las fluctuaciones del tipo de cambio.
- Se recomienda poner énfasis en la asignación de recursos, tanto financieros como de personal capacitado para la evaluación y gestión del instrumento que se vaya a elegir y poner en marcha.
- Establecidos los objetivos y estrategia, se recomienda analizar los diferentes tipos de productos que se ofrecen a nivel nacional o bien si está dentro de sus posibilidades analizar los que se ofrecen a nivel internacional, para asegurarse de tomar la mejor decisión sobre el instrumento que utilizará para gestionar dicho riesgo, de acuerdo con sus recursos, necesidades y competencias.
- El monitoreo y evaluación de su efectividad es un punto importante para el éxito de la implementación de un instrumento derivado.
- Al ser el Forward el único instrumento derivado ofrecido por el sistema bancario costarricense, se recomienda iniciar con la elección de estos en primera instancia; sin embargo, si este no satisface los requerimientos de la empresa, los



mercados internacionales brindan información y guía acerca de otros tipos de coberturas que puedan ser utilizadas por los empresarios.

- Se invita a los y las lectoras, a ampliar las líneas de la presente investigación, específicamente sobre los demás productos derivados financieros; así como, informarse en los bancos mencionados en esta investigación para generar un criterio propio acerca de las herramientas antes citadas. El control financiero sobre el tipo de cambio y las variaciones que puedan sufrir las distintas cuentas de la empresa, pueden ser controlados, generando mayor estabilidad y disminuyendo la incertidumbre que esto causa.

## **CAPÍTULO VII. Bibliografía**

## 1. Bibliografía

- Barquero, M. (2013). Pymes de Costa Rica le aportan al país un tercio de la producción y la mitad del empleo. La nación. Extraído el día 27 de marzo del 2014 desde [http://www.nacion.com/archivo/Pymes-Costa-Rica-aportan-produccion\\_0\\_1337266305.html](http://www.nacion.com/archivo/Pymes-Costa-Rica-aportan-produccion_0_1337266305.html)
- Barboza, L. (2014). Pymes de Costa Rica recibieron ¢511.000 millones en créditos en el 2013. Extraído el día 27 de marzo del 2014 desde [http://www.elfinancierocr.com/pymes/Pymes-recipientes-millones-creditos\\_0\\_485351466.html](http://www.elfinancierocr.com/pymes/Pymes-recipientes-millones-creditos_0_485351466.html)
- BCCR. (2011). Política monetaria. Extraído el día 27 de marzo del 2014 desde [http://www.bccr.fi.cr/politica\\_cambiaria/](http://www.bccr.fi.cr/politica_cambiaria/)
- BCCR. (2014). Tasa básica pasiva. Extraído el día 3 de Abril del 2014 desde <http://indicadoreseconomicos.bccr.fi.cr/indicadoreseconomicos/Cuadros/frmVerCatCuadro.aspx?idioma=1&CodCuadro=%2017>
- BCCR. (2014). Tipo de cambio de compra del dólar de los Estados Unidos de América. Extraído el día 27 de marzo del 2014 desde <http://indicadoreseconomicos.bccr.fi.cr/indicadoreseconomicos/Cuadros/frmVerCatCuadro.aspx?idioma=1&CodCuadro=%20367>
- BCCR. (2008). Reglamento para operaciones con derivados cambiarios. Extraído el día 01 de abril del 2013 desde [http://www.bccr.fi.cr/marco\\_legal/reglamentos/Reglamento\\_Operaciones\\_Derivados\\_Cambiaros\\_BCCR.pdf](http://www.bccr.fi.cr/marco_legal/reglamentos/Reglamento_Operaciones_Derivados_Cambiaros_BCCR.pdf)

- Castillo, D. (2013). Gobierno propone a sector productivo pasar a esquema de flotación administrada. Extraído el día 29 de marzo desde <http://www.crhoy.com/gobierno-propone-a-sector-productivo-pasar-a-esquema-de-flotacion-administrada/>
- Chaves, R. (2004). Mercado de futuros opciones y swaps. San José: Costa Rica. Universidad de Costa Rica.
- Chesney, M., Hernández, F., Marois, B., y Wojakowski, R. (2001). El manejo del Riesgo Cambiario. México: Limusa, Centro de Investigación y Docencia Económicas.
- Garcés, W. (2009). Evaluación de alternativas de cobertura de riesgos ante cambios en la tasa cambiaria. Maestría en Ingeniería administrativa. Colombia: Medellín.
- Gutiérrez, T. (2014). Micro, pequeñas y medianas empresas desprotegidas ante el alza en el tipo de cambio. Extraído el día 29 de marzo desde <http://www.crhoy.com/micro-pequenas-y-medianas-empresas-desprotegidas-ante-el-alza-en-el-tipo-de-cambio-v3j5x/>
- Gómez, J. (2012). Dinero, Banca y Mercados Financieros. Los Países Emergentes en la Economía Global. México: Alfaomega.
- Mayorga, G. (2011). Tipo de cambio. Extraído el día 27 de marzo del 2014 desde [http://www.elfinancierocr.com/accesolibre/2011/mayo/01/CF\\_811.pdf](http://www.elfinancierocr.com/accesolibre/2011/mayo/01/CF_811.pdf)

- MEIC (2014). Estudio sobre la caracterización de la oferta financiera y no financiera en apoyo a las pymes 2013. Extraído el día 27 de marzo desde <http://reventazon.meic.go.cr/informacion/estudios/2014/pyme/credito/INF-014-14.pdf>
  
- MEIC.(2014). Estado de situación de la Pymes en Costa Rica. Extraído el día 27 de marzo del 2014 desde [http://www.elfinancierocr.com/negocios/pymes-MEIC-expopyme-indicadores\\_ELFFIL20130422\\_0002.pdf](http://www.elfinancierocr.com/negocios/pymes-MEIC-expopyme-indicadores_ELFFIL20130422_0002.pdf)
  
- Morales, S. (2014). Banco Central sube la Tasa de Política Monetaria de 3,75% a 4,75%. Extraído el día 29 de marzo del 2014 desde [http://www.elfinancierocr.com/finanzas/Banco\\_Central-BCCR-tasa\\_de\\_politica\\_monetaria-Rodrigo\\_Bolanos-inflacion\\_0\\_480551961.html](http://www.elfinancierocr.com/finanzas/Banco_Central-BCCR-tasa_de_politica_monetaria-Rodrigo_Bolanos-inflacion_0_480551961.html)
  
- López, R. (2011). Que son los Mercados Financieros. Extraído el día 01 de abril del 2014 desde <http://www.eumed.net/cursecon/cursos/mmff/mmff.htm>
  
- Quesada, G. (2013). Estado de situación de la pymes en costa rica 2013. Extraído el día 27 de marzo del 2014 desde <http://reventazon.meic.go.cr/informacion/estudios/2013/pyme/indicadores/informe.pdf>
  
- Rodríguez, O. (2014). Precio del dólar tendrá un aumento moderado. Extraído el día 27 de marzo del 2014 desde [http://www.nacion.com/economia/banco-central/Precio-dolar-aumento-moderado\\_0\\_1394060610.html](http://www.nacion.com/economia/banco-central/Precio-dolar-aumento-moderado_0_1394060610.html)
  
- Rodríguez, A. (2014). Tasa básica volverá a subir a 6,65%. Extraído el día 3 de abril del 2014 desde [http://www.elfinancierocr.com/finanzas/Tasa-basica-volvera-subir\\_0\\_493150691.html](http://www.elfinancierocr.com/finanzas/Tasa-basica-volvera-subir_0_493150691.html)

- Sandoval, D. (2013). Métodos para cubrir el riesgo cambiario. Extraído el día 27 de marzo del 2014 desde <http://blog.balpartners.com/2013/05/21/metodos-para-cubrir-el-riesgo-cambiario-en-una-pyme/>
- Soto, E. (2014). Banco Central: "Caída del dólar obedece a factores coyunturales". Extraído el día 29 de marzo del 2014 desde [http://www.elfinancierocr.com/finanzas/Banco\\_Central-dolar-precio\\_0\\_481151889.html](http://www.elfinancierocr.com/finanzas/Banco_Central-dolar-precio_0_481151889.html)
- Soto, E. (2014). Banco Central quiere mantener la liquidez bajo control. Extraído el día 29 de marzo del 2014 desde [www.elfinancierocr.com/finanzas/Tasa\\_de\\_Politica\\_Monetaria-TPM-Tasa\\_Basica\\_Pasiva-BCCR-inflacion-tipo\\_de\\_cambio\\_0\\_485951433.html](http://www.elfinancierocr.com/finanzas/Tasa_de_Politica_Monetaria-TPM-Tasa_Basica_Pasiva-BCCR-inflacion-tipo_de_cambio_0_485951433.html)
- Soto, E. (2014). Precios al consumidor aumentaron 3,26 interanual en marzo. Extraído el día 03 de abril del 2014 desde [http://www.elfinancierocr.com/finanzas/Precios-consumidor-aumento-interanual-marzo\\_0\\_493150686.html](http://www.elfinancierocr.com/finanzas/Precios-consumidor-aumento-interanual-marzo_0_493150686.html)
- Soto, E. (2014). Banco Central busca alinear el tipo de cambio con tendencia de largo plazo. Extraído el día 29 de marzo del 2014 desde [http://www.elfinancierocr.com/finanzas/tipo\\_de\\_cambio-Banco\\_Central-BCCR-Monex\\_0\\_481751853.html](http://www.elfinancierocr.com/finanzas/tipo_de_cambio-Banco_Central-BCCR-Monex_0_481751853.html)
- Vivel, M. (2010). El Riesgo Cambiario y su Cobertura Financiera. Revista Galega de Economía. Extraído el día 01 de abril del 2014 desde [http://www.usc.es/econo/RGE/Vol19\\_2/castelan/nb1c.pdf](http://www.usc.es/econo/RGE/Vol19_2/castelan/nb1c.pdf)

## **CAPÍTULO VIII. ANEXOS**

## 1. Requisitos del Banco Nacional para obtención de Derivados.

ATRIBUTOS Y VARIABLES DEL PRODUCTO	
NOMBRE DEL PRODUCTO	BN DERIVADOS
DESCRIPCIÓN	Contrato o mecanismo utilizado para contrarrestar el riesgo en la volatilidad del tipo de cambio, <a href="#">y/o tasas de interés</a> , en el cual los términos de la negociación se pactan para su liquidación a más de dos días hábiles.
COMPROMISO DE CALIDAD <sup>1</sup>	Lograr al menos un 98% de exactitud en los términos negociados por cada operación de BN Derivados Cambiarios ingresada al Sistema de Seriva.
REQUISITOS DEL CLIENTE	
Requisitos	Debe llenar y cumplir con lo establecido en el <a href="#">Perfil Técnico Comercial del cliente</a>  Contrato Marco firmado por las partes.
VARIABLES GENERALES	
Perfil del Cliente	Aplica para aquellas personas, tanto físicas como jurídicas, que requieran de mecanismos para reducir el impacto de la variación del tipo de cambio <a href="#">y/o tasas de interés</a> en sus operaciones a plazos mayores a dos días hábiles. Deberán cumplir con los siguientes aspectos:  Ser cliente vinculado del Banco Nacional (o iniciar procesos de

<sup>1</sup> Tiempo máximo de respuesta establecido por el dueño de producto para efectuar el trámite.



vinculación).

Calificar dentro de alguna de las siguientes categorías:

Exportador.

Importador.

Residente Local o Extranjero con obligaciones en moneda extranjera.

Residente Local o Extranjero con ingresos en moneda extranjera.

Intermediario Financiero.

Operar un monto mínimo por transacción de 10.000 dólares estadounidenses.

Otorgar las garantías requeridas a satisfacción del Banco Nacional.

Aceptar el cumplimiento de los lineamientos estipulados en el respectivo contrato marco [y confirmaciones de negociación](#), para realizar operaciones BN Derivados.

Mantener las obligaciones crediticias al día.

Poseer cuentas bancarias activas en colones y en dólares. [En caso de ser necesario, deberá tener cuentas bancarias activas en euros.](#) La apertura de una cuenta se debe seguir lo establecido en el procedimiento

[No aparecer en la siguiente Lista de Códigos de Clientes del Banco](#)

	<p><b>Nacional:</b></p> <p>El cliente deberá cumplir con la calificación establecida por el Banco Nacional, de acuerdo con el indicador al que pertenezca, asimismo la Dirección de Riesgo actualizará periódicamente estas calificaciones(archivo adjunto):</p>
Tipos	<p>Contratos a Plazo o Forward (plazo de vencimiento máximo es de 12 meses): Acuerdo de partes tomado en el mercado “OvertheCounter (OTC)”, por medio del cual se negocia una determinada cantidad de divisas cuya liquidación se hará en una fecha futura y con un tipo de cambio mutuamente acordados al inicio del contrato.</p> <p>Permutas Cambiarias o FX SWAP (plazo de vencimiento máximo es de 12 meses): Acuerdo por el que las partes se comprometen a venderse y comprarse entre ellas, en un mismo momento, una cierta cantidad de divisas a un determinado tipo de cambio, en la fecha de inicio del contrato, y a realizar la transacción inversa, con la misma cantidad de divisas, en una fecha futura, a un tipo de cambio acordado al inicio del contrato.</p> <p>Permutas de Moneda o CURRENCY SWAP (no hay restricción en el plazo de vencimiento):Acuerdo por el que las partes intercambian en una fecha concertada, dos montos de principal en diferentes monedas, y hacen pagos regulares en la moneda recibida al inicio, durante un</p>

	<p>periodo de tiempo convenido. El monto que cada parte paga es calculado sobre las tasas de interés acordadas al inicio del contrato. En la fecha de finalización del contrato, se intercambian nuevamente los montos del principal de cada moneda.</p>
Comisiones	No aplica
Monedas	Cualquier tipo de divisa contra el dólar (USD).
<b>LINEAMIENTOS ESPECÍFICOS</b>	
Partes involucradas en el proceso	<p>Cliente: persona física o jurídica que realiza operaciones BN Derivados con el banco, con el propósito de lograr objetivos de cobertura de riesgos.</p> <p>Contraparte: intermediario del mercado de derivados cambiarios o entidad extranjera que, por cuenta y riesgo propio, garantiza a un intermediario la compra o venta de monedas extranjeras a un plazo de vencimiento mayor a dos días hábiles y a un tipo de cambio preestablecido.</p> <p>Dirección de Contabilidad: <b>supervisa</b> el registro y control contable de las operaciones.</p> <p>Dirección de Riesgo: <b>define e informa</b> los parámetros para la solicitud de garantías y verificará el cumplimiento de las políticas de riesgo.</p> <p>Dirección de Crédito: <b>establece</b> criterios, políticas y directrices para la asignación de cupos en BN Derivados. Además define las garantías</p>

	<p>elegibles para respaldar los cupos asignados.</p> <p>Especialistas en Servicios Internacionales: asesora a los gestores comerciales y clientes del Banco Nacional en materia de operaciones cambiarias <b>a plazo</b>.</p> <p>Gerentes y Gestores Comerciales: <b>proporciona</b> una oferta activa en operaciones cambiarias <b>a plazo</b> a nuestros clientes.</p> <p>Mesa de Distribución: <b>promueve</b> los esfuerzos comerciales necesarios para materializar la colocación de estos instrumentos mediante la cotización final del producto <b>y la negociación directa con los clientes</b>.</p> <p>Mesa de Generación: <b>suministra</b> el precio base o cotización y administrarlas posiciones en moneda extranjera del banco.</p> <p><b>Agencias y sucursales: gestiona los requisitos previos a la matrícula de los clientes, así como el seguimiento y ejecución de las garantías que respaldan las operaciones.</b></p> <p>Unidad de Apoyo Operacional:Se encarga de la custodia y administración de la documentación, <b>del proceso de matrícula de los clientes, así como el control y liquidación de las operaciones.</b></p> <p>Unidades de Procesamiento de Crédito:<b>realiza</b> los análisis de capacidad de pago de clientes potenciales y de aprobar o rechazar los trámites de crédito para asignar cupo.</p>
<p>Forma de Pago</p>	<p>La liquidación de las operaciones podrá ser de cumplimiento efectivo o de cumplimiento financiero. La modalidad que se acuerde deberá establecerse previamente en las instrucciones de liquidación del contrato.</p> <p>Liquidación de las operaciones de cumplimiento efectivo: la</p>

	<p>liquidación de la operación pactada se realiza con el intercambio efectivo de las monedas.</p> <p>Liquidación de operaciones de cumplimiento financiero: la liquidación de la operación pactada se realiza intercambiando la diferencia entre el valor de liquidación originado por el tipo de cambio del día de liquidación y la obligación acumulada en el contrato, originada por el tipo de cambio pactado en el contrato.</p> <p>Cuando se trate de contratos no estandarizados (forwards), el cliente podrá requerir al intermediario que la liquidación se efectúe mediante cumplimiento efectivo con base en el tipo de cambio final pactado en el contrato. <i>La única excepción serán las operaciones que involucren monedas diferentes al colón, el dólar y el euro, las cuales únicamente podrán ser liquidadas mediante cumplimiento financiero.</i></p>
<p>Conceptos básicos</p>	<p><i>Código: Clasificación de los clientes del Banco de acuerdo a su comportamiento histórico según manejo de los productos y servicios. Está clasificación se realiza mediante un código numérico donde cada uno representa o agrupa una situación específica establecida por el Banco.</i></p> <p>Contrato Marco: documento por medio del cual el cliente acepta y se compromete a los lineamientos que estipule el Banco Nacional para la ejecución del producto BN Derivados.</p> <p>Divisa: una de las monedas respecto de las cuales se pueden celebrar operaciones de derivados cambiarios, de conformidad con las regulaciones pertinentes y vigentes al momento de la celebración de la respectiva operación.</p> <p>OverTheCounter(OTC): mercado en el cual las condiciones del</p>

	<p>contrato son acordadas por las “partes”. Este mercado abarca los contratos a plazo, las permutas cambiarias, las permutas de monedas y cualquier otro producto no estandarizado incluido en el Acuerdo SUGEF 9-08 y en el Reglamento para Operaciones con Derivados del BCCR.</p> <p>Perfil <b>Técnico Comercial</b> del cliente: documento en el que se establecen los requisitos y características que debe de tener un cliente para poder operar el producto BN Derivados.</p> <p>Tasa de interés: es un porcentaje del costo de capital que se paga o cobra, y está en función a una unidad de tiempo, por ejemplo: el costo o remuneración que se paga a un tercero por utilizar dinero de su propiedad. En síntesis, es el rendimiento financiero que percibe un acreedor por privarse del uso de su dinero.</p> <p><b>Términos de la negociación:</b> se refiere a las características negociables en cada operación: monto, plazo, forma de pago, tipo de cambio y/o tasa de interés pactados.</p> <p>Sistema Seriva: plataforma tecnológica para la administración de productos de cobertura cambiaria.</p>
Utilidad	<p>La Mesa de Distribución establece un margen sobre el tipo de cambio negociado. La cotización base es generada a través del Sistema Seriva, mediante parámetros de mercado ingresados por la Mesa de Generación.</p>
Garantías	<p>Bloqueo en cuenta corriente o electrónica, ver procedimiento</p> <p>Títulos Valores del Banco Nacional y otros emisores)</p>

	<p>Línea de crédito</p> <p>Aval o fianza solidaria emitidos por una persona jurídica del sector privado).</p> <p>Contenido presupuestario autorizado por la Contraloría General de la Republica).</p>
Notas adicionales	<p>La documentación relacionada con BN Derivados, está amparada en los siguientes acuerdos y reglamentos:</p> <p><a href="#"><u>Acuerdo SUGEF 9-08. Reglamento para la Autorización y Ejecución de Operaciones con Derivados Cambiarios.</u></a></p> <p><a href="#"><u>Reglamento para Operaciones con Derivados Cambiarios. BCCR.</u></a></p> <p><a href="#"><u>Ley 8204</u></a>, su <a href="#"><u>Reglamento y normativa</u></a> prudencial vigente.</p> <p><a href="#"><u>Reglamento para la calificación de deudores, Acuerdo SUGEF 1-05.</u></a></p> <p><a href="#"><u>Acuerdos SUGEF 4-04</u></a> y <a href="#"><u>Acuerdo SUGEF 5-04</u></a> respecto de límites de operaciones activas.</p> <p>Normativa contable de registro y divulgación descrita en las <a href="#"><u>Normas</u></a></p>

	<p><a href="#">Internacionales de Información Financiera</a> (revisado y aprobado por la Fundación de las Normas Internacionales de Contabilidad (IASCF).</p> <p>Normativa prudencial emitida por Reguladores y BCCR.</p> <p>Las normas que se dicten en el futuro, que complementen, modifiquen o deroguen las normas señaladas en los puntos precedentes.</p>
Puntosde venta	Agencias y Sucursales.

**CAMBIOS EN EL DOCUMENTO (incluir el cambio con respecto a la última edición)**

Tema	Edición	Origen del Cambio
Descripción	01	Se mejora la definición del BN Derivado
Perfil del cliente	01	Se agrega "y/o tasas de interés" Se incluye la Lista de Códigos de Clientes del Banco Nacional:
Partes involucradas en el proceso	01	Se incluye a las agencias y sucursales y el tiempo del verbo a presente.



## 2. Reglamento para operaciones con derivados cambiarios

### **REGLAMENTO PARA OPERACIONES CON DERIVADOS CAMBIARIOS**

#### **Artículo 1. Objetivo**

Este Reglamento 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.

#### **Artículo 2. Definiciones**

**BCCR:** Banco Central de Costa Rica.

**CONASSIF:** Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero.

**Contrato a Plazo o Forward:** Acuerdo de partes tomado en el Mercado de Ventanilla (*OTC*), por medio del cual se negocia una determinada cantidad de divisas cuya liquidación se hará en una fecha futura y con un tipo de cambio mutuamente acordados al inicio del contrato.

La liquidación de las operaciones podrá ser de cumplimiento efectivo o de cumplimiento financiero; la modalidad que se acuerde deberá establecerse previamente en las instrucciones de liquidación del contrato.

**Contrato de Diferencia:** Acuerdo de naturaleza bursátil por el que las partes se comprometen a liquidar en una fecha futura, un monto equivalente a la diferencia entre el valor de compra de un activo financiero, liquidado en otra moneda a un tipo de cambio previamente acordado, y el valor de su venta por el mismo valor transado, liquidado según el tipo de cambio vigente en la fecha de entrega. Estas operaciones solo serán de cumplimiento financiero.

**Contrato de Futuros:** Acuerdo tomado en el Mercado de Futuros, en el que las partes negocian una determinada cantidad de divisas, para liquidarlas en una fecha futura, convenida por ellas, en los términos de un contrato estandarizado.

La liquidación de las operaciones podrá ser de cumplimiento efectivo o de cumplimiento financiero; la modalidad que

se acuerde deberá establecerse previamente en las instrucciones de liquidación del contrato.

**Liquidación de operaciones de cumplimiento efectivo:** La liquidación de la operación pactada se realiza con el intercambio efectivo de las monedas.

**Liquidación de operaciones de cumplimiento financiero:** La liquidación de la operación pactada se realiza intercambiando la diferencia entre el valor de liquidación originado por el tipo de cambio del día de liquidación y la obligación acumulada en el contrato, originada por el tipo de cambio pactado en el contrato.

**Mercado de Futuros:** Mercado en el cual los participantes compran y venden contratos estandarizados de futuros y en donde existe una entidad que actúa como contraparte central para su liquidación y compensación.

**Mercado de Ventanilla u Over The Counter (OTC):** Mercado en el cual las condiciones del contrato son acordadas por las partes. Para los efectos de este reglamento, este mercado abarca los contratos a plazo, las permutas cambiarias y las permutas de monedas.

**Permuta Cambiaria o FX Swap:** Acuerdo por el que las partes se compromete a venderse y comprarse entre ellas, en un mismo momento, una cierta cantidad de divisas a un determinado tipo de cambio, en la fecha de inicio del contrato, y a realizar la transacción inversa, con la misma cantidad de divisas, en una fecha futura, a un tipo de cambio acordado al inicio del contrato.

**Permuta de Monedas o Currency Swap:** Acuerdo por el que las partes intercambian en una fecha concertada, dos montos de principal en diferentes monedas, y hacen pagos regulares en la moneda recibida al inicio, durante un periodo de tiempo convenido, el monto que cada parte paga es calculado sobre las tasas de interés acordadas al inicio del contrato. En la fecha de finalización del contrato, se intercambian nuevamente los montos del principal de cada moneda.

**SUGEF:** Superintendencia General de Entidades Financieras.

**SUGEVAL:** Superintendencia General de Valores.

### **Artículo 3. Operaciones autorizadas**

Las operaciones de derivados cambiarios permitidas son: Contratos a Plazo, Contratos de Diferencia, Contratos de Futuros, Permutas Cambiarias y Permutas de Monedas.

Estas operaciones se realizarán en las condiciones acordadas por las partes, dentro de los límites establecidos en este reglamento y las disposiciones que dicten el CONASSIFF, la superintendencia respectiva según sea su ámbito de competencia y las bolsas de valores, cuando corresponda.

#### **Artículo 4. *Regulaciones del CONASSIF***

Además de las otras obligaciones que este reglamento dispone en relación con el CONASSIF, dicho órgano emitirá un reglamento para la organización de los mercados en los que se podrá llevar a cabo la negociación de contratos de futuros. Las entidades deberán cumplir los requisitos de posición autorizada en divisas, suministro de información que requiera el BCCR, y los principios de este reglamento.

También corresponderá al CONASSIF, según se trate de intermediarios o participantes, establecer los requisitos y los límites prudenciales que se aplicarán a las operaciones realizadas por las entidades sujetas a su regulación.

#### **Artículo 5. *Intermediarios autorizados***

Las entidades autorizadas para operar como intermediarios serán las siguientes:

1. En el Mercado de Ventanilla solo podrán actuar como intermediarios las entidades financieras supervisadas por la SUGEF que cumplan con los requisitos establecidos en este Reglamento y en la normativa del CONASSIF.
2. En el Mercado de Futuros solo podrán actuar como intermediarios las entidades supervisadas por la SUGEF, conforme a lo indicado en el párrafo anterior, y los puestos de bolsa que cumplan con los requisitos que establezca el CONASSIF.
3. 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 SUGIVAL.

#### **Artículo 6. *Autorización para actuar como intermediario de derivados cambiarios***

Para actuar como intermediarios de derivados cambiarios, las entidades interesadas deberán presentar una solicitud formal a la superintendencia correspondiente y cumplir con los siguientes requisitos:

1. Demostrar el conocimiento de este tipo de operaciones y presentar por parte de sus personeros la lista de derivados que ofrecerán a sus clientes y las políticas de manejo de riesgos.
2. Presentar planes operativos aprobados por la junta directiva o el órgano equivalente de la entidad solicitante, que respalden la ejecución de este tipo de operaciones (*asignación de recursos, definición de estrategia del negocio, sistema de administración de riesgos, capacitación del personal*).
3. Presentar un informe de los auditores internos sobre los procesos, procedimientos, separación de funciones y sistemas de información implementados para la administración de estos instrumentos.
4. Comprometerse a identificar las operaciones con derivados cambiarios según lo establecido en el catálogo de cuentas del sistema contable que definirá el CONASSIF.
5. Aceptar cumplir la normativa prudencial y contable correspondiente.

La Junta Directiva del BCCR resolverá la solicitud, previo conocimiento del dictamen que sobre el cumplimiento de los requisitos de autorización exigidos emitirá la superintendencia que corresponda.

**Artículo 7. *Participación de las entidades fiscalizadas por el CONASSIF como clientes de derivados cambiarios***

Todas las entidades reguladas por el CONASSIF podrán participar como clientes en operaciones de derivados cambiarios, siempre que cuenten con la aprobación de su respectivo supervisor.

**Artículo 8. *Participación de las entidades del Sector Público no Bancario***

Las operaciones con derivados cambiarios que realicen las instituciones del Sector Público no Bancario solo podrán hacerse por liquidación de cumplimiento financiero. Dicho sector continuará efectuando sus transacciones de compra y de venta de divisas de conformidad con lo establecido en el Artículo 10 del Reglamento para las Operaciones Cambiarias de Contado.

## **Artículo 9. Documentación de las operaciones**

Toda operación de derivados cambiarios se documentará por escrito por medio de una confirmación que indique sus características, la que deberá cumplir con las disposiciones de la Ley sobre estupefacientes, sustancias psicotrópicas, drogas de uso no autorizado, legitimación de capitales y actividades conexas, Ley 8204, su Reglamento y la normativa que dicten la SUGEF Y LA SUGEVAL.

La información mínima que deben contener los contratos de derivados cambiarios es la siguiente:

1. Fecha de firma del contrato.
2. Fecha valor.
3. Fecha (s) de liquidación.
4. Tipo de operación.
5. Instrucciones de liquidación.
6. Tipo de cambio inicial, en el caso de las Permutas Cambiarias.
7. Tipo de cambio final, pactado al inicio del contrato.
8. Tipo de cambio que se utilizará para la liquidación.
9. Tasas de interés pactadas, en el caso de las Permutas de Monedas.
10. Monto nominal de la operación en colones.
11. Monto nominal de la operación en moneda extranjera.
12. Monto de las garantías o líneas de crédito asociadas.

13. Persona que realiza la operación.
14. Persona que lo autoriza.
15. Mecanismo de resolución de conflictos.

**Artículo 10. *Cumplimiento y garantía de las operaciones con derivados cambiarios***

Las partes contratantes de una operación con derivados cambiarios deberán establecer la forma, el monto, el plazo y demás aspectos operativos y jurídicos que aseguren el cumplimiento o la ejecución forzosa de las obligaciones pactadas. De igual forma podrán establecer las garantías que estimen convenientes para la liquidación de estas operaciones.

**Artículo 11. *Plazos máximos para la constitución de las operaciones autorizadas***

Los plazos máximos para la constitución de las operaciones autorizadas serán los siguientes:

1. Las operaciones de derivados cambiarios se pactarán a un plazo mayor a 2 días hábiles para su liquidación.
2. Los Contratos a Plazo, los Contratos de Diferencia, los Contratos de Futuro y las Permutas Cambiarias tendrán un vencimiento máximo de 12 meses a partir de su formalización.
3. Las Permutas de Moneda no tendrán restricción en su plazo de vencimiento.

**Artículo 12. *Liquidación de operaciones***

Los contratos autorizados en este reglamento se liquidarán en las monedas acordadas en el contrato.

En caso de incumplimiento se procederá de conformidad con los mecanismos de resolución de conflictos que las partes acordaron previamente y si el conflicto persiste, será resuelto en forma definitiva utilizando alguno de los mecanismos previstos en el Reglamento de Arbitraje de alguno de los Centros de Conciliación y Arbitraje existentes en el país definido por las partes en el contrato, de acuerdo con lo establecido en la Ley 7727 sobre la Resolución Alternativa de Conflictos y Promoción de la Paz Social.

**Artículo 13. *Límites de posición propia autorizada en divisas para los intermediarios***

Para calcular las restricciones que establece el Reglamento para las Operaciones Cambiarias de Contado, la posición neta en divisas que asuman los intermediarios por las operaciones de derivados cambiarios, se agregará a la posición propia autorizada en divisas originada en las operaciones de contado.

Dicho cálculo se determinará por la diferencia entre los activos y los pasivos totales en moneda extranjera de la entidad a la fecha, más la posición neta en divisas que asuman las entidades autorizadas para las operaciones de derivados cambiarios, la cual se computará utilizando los saldos de las cuentas con los que se deben registrar estas operaciones, según el Plan de Cuentas para Entidades Financieras aprobado por el CONASSIF.

La verificación de la posición propia autorizada de divisas se hará diariamente por la superintendencia correspondiente.

Estas disposiciones se aplicarán también a los puestos de bolsa autorizados para operar con derivados cambiarios.

**Artículo 14. *Del cobro por participación***

Las entidades autorizadas para participar en la negociación de divisas según lo establecido en el Reglamento para las Operaciones Cambiarias de Contado, deberán registrar como ventas o compras del día, según corresponda, los montos de moneda extranjera resultantes de la liquidación de las operaciones de cumplimiento efectivo que realicen, en calidad de intermediarios o clientes a los tipos de cambio aplicables en la liquidación. Esos datos se incluirán en el cálculo del margen de intermediación según la metodología vigente, para los efectos del cobro por participación que define el artículo 5 de dicho reglamento.

**Artículo 15. *Obligación de suministro de información al BCCR y a las superintendencias***

Toda operación de derivados cambiarios deberá comunicarse diariamente al BCCR en la forma y por los medios que esta institución establezca, sin indicar el nombre del cliente que realizó la operación. El BCCR, la SUGEF y la SUGIVAL emitirán un instructivo para el envío de esta información.

**Artículo 16. *Confidencialidad de la información***

La información sobre derivados cambiarios que reciban el BCCR, las superintendencias o cualquier otra entidad, en

calidad de supervisora del mercado, será confidencial, y sólo las áreas involucradas en el seguimiento y control de las operaciones tendrán acceso al detalle de ella.

Para efectos estadísticos, el BCCR podrá publicar información relacionada con estas operaciones de forma agrupada y en términos generales.

#### **Artículo 17. Sanciones**

De conformidad con lo establecido en el artículo 93 de la Ley Orgánica del Banco Central, las faltas a las disposiciones establecidas en el presente reglamento, y en esa Ley, en los aspectos relacionados con este tema, serán sancionadas de la siguiente forma:

1. Ante un primer incumplimiento reglamentario, se impondrá una amonestación escrita. Impuesta la sanción, la entidad deberá regularizar su situación dentro del día hábil siguiente a aquel en que ocurrió la falta; caso contrario, esta omisión será considerada, para efectos sancionatorios, como un segundo incumplimiento.
2. Por un primer incumplimiento legal, o por un segundo y hasta un tercer incumplimiento reglamentario: suspensión para participar en el mercado cambiario por el término de uno a treinta días hábiles. Para fijar la sanción se tomará en cuenta la naturaleza, gravedad y las consecuencias de la infracción así como cualquier otro aspecto relevante del incumplimiento.
3. En caso de más de tres violaciones a las disposiciones establecidas por la Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica en materia cambiaria en un período de dos años, se cancelará la autorización de participar en el mercado cambiario por un plazo de dos años.

Las infracciones a las disposiciones establecidas para efectos de límites de posición propia efectiva serán sancionadas según lo establecido en el artículo 21 del Reglamento para las Operaciones de Contado.

#### **Artículo 18. Procedimiento y órgano competente para aplicar sanciones**

Cuando se detecte una eventual infracción a las disposiciones legales o reglamentarias en materia cambiaria, la superintendencia correspondiente enviará su análisis técnico sobre lo sucedido a la Gerencia del Banco Central de Costa Rica, con el fin de que ella valore si conviene la apertura de un procedimiento administrativo que determine la verdad real de lo ocurrido, brindando el derecho de defensa y el debido proceso al supuesto infractor.



Corresponderá a la Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica iniciar el procedimiento administrativo para determinar la eventual comisión de una falta que amerite la imposición de las sanciones contempladas en el artículo 17 del presente reglamento.

**Artículo 19. Vigencia**

El reglamento rige a partir de su publicación en el Diario Oficial La Gaceta.



## **CAPÍTULO IX. APÉNDICES**

### 3. Entrevista estructurada

**Tecnológico de Costa Rica**

**Escuela de Administración de Empresas**

**Entrevista dirigida a Bancos del sector nacional**

**Introducción:**(Buenos días / Buenas tardes). Como proyecto de graduación para optar por la licenciatura en Finanzas, se está realizando una investigación acerca de cómo las pequeñas y medianas empresas que importan y/o exportan pueden protegerse ante el riesgo cambiario, utilizando los productos derivados financieros, principalmente los forwards y los swaps. Para tal fin le solicito de la manera más cordial, ayudarnos con las siguientes preguntas.

1. El Banco en el cual usted labora ofrece forwards y swaps?  
  
 Si  
  
 No (fin de la entrevista)
2. Cuales requisitos solicita el Banco para que una pymes que importa y/o exporta pueda adquirir un forward?
3. Cuales requisitos solicita el banco para que una pymes que importa y/o exporta pueda adquirir un swap?
4. Cuáles son los costos para que una pymes que importa y/o exporta pueda adquirir un forward?
5. Cuáles son los costos para que una pymes que importa y/o exporta pueda adquirir un swap?

6. Cuál es la política del Banco para pactar el tipo de cambio del forward?
7. Cuál es la política del Banco para pactar el tipo de cambio del swap?
8. Cuantas pymes han adquirido un forward?
9. Cuantas pymes han adquirido un swap?
10. Qué opina usted acerca de la flotación administrada?
11. Cree usted que el Banco Central de Costa Rica cambie el sistema de intervención por la flotación administrada en un corto plazo  
  
 Si  
 No
12. Qué opina usted acerca de los beneficios de los forwards?
13. Qué opina usted acerca de los beneficios de los swaps?