

PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DE VALPARAÍSO
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y ADMINISTRATIVAS
ESCUELA DE INGENIERÍA COMERCIAL



**Influencia del Marco Regulatorio chileno en el uso corporativo de
Instrumentos Financieros Derivados para enfrentar las cambiantes
condiciones económicas.**

Memoria para optar al título de
Ingeniero Comercial

Francisco Javier Escobedo Ferger

Natalia Edith Soto Daldo

2014

Índice

Resumen.....	4
Capítulo I: Marco Metodológico	
○ Marco Metodológico.....	6
▪ Razones personales para abordar el tema.....	6
▪ Planteamiento del problema.....	6
▪ Antecedentes.....	8
▪ Objetivos.....	10
▪ Hipótesis.....	10
▪ Descripción del tipo de investigación.....	11
▪ Descripción del diseño de la investigación.....	11
▪ Justificación y relevancia del estudio.....	12
▪ Limitaciones del estudio.....	12
Capítulo II: Introducción a los Instrumentos Financieros Derivados	
○ Introducción a los Instrumentos Financieros Derivados.....	14
▪ Conceptualización de los Derivados Financieros.....	14
▪ Riesgos que tratan los Instrumentos Financieros Derivados.....	16
▪ Descripción de los Instrumentos Financieros Derivados.....	18
○ Instrumentos Derivados en el mundo.....	21
▪ Historia de los Instrumentos Financieros Derivados.....	21
▪ Desarrollo del Mercado de Derivados en el mundo.....	21
▪ Mercado de Derivados y Plazas de Transacción.....	24
▪ Mercado de Derivados y Monedas Transadas.....	24
○ Instrumentos Financieros Derivados en Chile.....	25
▪ Historia de los Derivados Financieros en Chile.....	25
▪ Mercado de Derivados y Volumen de Transacción.....	26
▪ Evolución del Mercado cambiario Spot y de Derivados.....	26
▪ Suscripciones de Instrumentos Financieros Derivados cambiaros según Contraparte y Mercado.....	28
▪ Instrumentos Financieros Derivados transados en Chile.....	28
Capítulo III: Marco Regulatorio de Instrumentos Financieros Derivados en Chile, Colombia y Perú.	
○ Marco Regulatorio de Instrumentos Financieros Derivados.....	31
▪ Objetivos específicos.....	31
▪ Selección de países.....	31

- Análisis comparativo del Marco Regulatorio Vigente en Chile, Colombia y Perú.....32
 - Regulación del Mercado de Valores.....32
 - Regulación Cambiaria.....35
 - Regulación Contable.....37
 - Regulación Tributaria.....39
 - Otras Regulaciones.....42
 - Fondos de Pensión y Cesantía.....42
 - Regulación Bancaria.....45

Capítulo IV: Uso empresarial de Instrumentos Financieros Derivados en Chile

- Uso empresarial de Instrumentos Financieros Derivados en Chile...48
 - Selección de Empresas.....48
 - Rubros de operación.....49
 - Resultados de Aplicación de entrevistas.....50
 - Objetivo 1: Determinar influencia del Marco Regulatorio Chileno vigente en el uso corporativo de Derivados Financiero.....50
 - Objetivo 2: Determinar los factores que incentivan el uso de Derivados Financieros en Chile.....52
 - Objetivo 3: Determinar los factores que impiden un mayor desarrollo del Mercado de Derivados Financieros.....53
 - Objetivo 4: Determinar las necesidades y proyecciones para el Mercado de Derivados Financieros en Chile....56
 - Objetivo 5: Determinar tendencias de Empresas Chilenas en cuanto al uso de Derivados Financieros en el Mercado local.....59
 - Análisis Segmentado.....66

Capítulo V: Conclusiones

- Conclusiones finales.....69
 - Proyecciones.....80
 - Recomendaciones.....81

Glosario.....85

Bibliografía.....89

Anexos.....94

Influencia del Marco Regulatorio chileno en el uso corporativo de Instrumentos Financieros Derivados para enfrentar las cambiantes condiciones económicas.

Francisco Escobedo Ferger¹

Natalia Soto Daldo.

2014

Abstract

The objective of this work is to evaluate the influence of the current Chilean Regulatory Framework in the corporate use of derivative financial instruments, which are an excellent tool for covering market risks, especially of exchange rates, interest rates and commodities. The results obtained in this research conclude that the current regulations do not restrict the use of Derivative Financial Instruments, but neither has encouraged it; which is the reason why Small Businesses do not use these alternatives which would allow them to have an effective risk management. Based on what was mentioned before, it is concluded that in the case of Chile, there is a wide range of improvements, it is necessary to progress in the development and implementation of new initiatives in order to increase the market sophistication and depth supported by an updated regulation with international tendencies.

Resumen

Este trabajo tiene por objeto evaluar la influencia del Marco Regulatorio Chileno vigente a 2014 en el uso corporativo de Instrumentos Financieros Derivados, herramientas por excelencia para la cobertura de riesgos de mercado principalmente de Tipo de Cambio, Tasa de Interés y Commodities. Los resultados obtenidos permiten dilucidar que la normativa vigente no coarta el uso de Instrumentos Financieros Derivados, sin embargo tampoco lo ha estimulado, razón por la que Empresas Pequeñas, por desconocimiento, no utilizan estas alternativas que les permitirían una administración efectiva de riesgos.

En base a lo anterior se concluye que en el caso de Chile, se tiene un espectro amplio de mejoras, es necesario avanzar en el desarrollo e implementación de nuevas iniciativas con miras a aumentar la sofisticación y la profundidad del mercado apoyado por una regulación actualizada en línea con tendencias internacionales.

¹ Este trabajo corresponde a nuestra Memoria de Título, para optar al título de Ingeniero Comercial, Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas de la Pontificia Universidad Católica de Valparaíso. Cualquier error u omisión es de nuestra completa responsabilidad, y cualquier comentario al email: f.escobedo.ferger@gmail.com y natalia.sdaldo@gmail.com

CAPÍTULO I
MARCO METODOLÓGICO

MARCO METODOLÓGICO

Razones Personales para abordar el tema

Durante las últimas décadas, ha aumentado la sofisticación y la competencia en los mercados internacionales, Chile no ha estado ajeno a esta tendencia, su crecimiento económico ha permitido que el tamaño del mercado financiero, así como la sofisticación de sus productos, aumente, sin embargo aún hay instrumentos que si bien han ganado popularidad aún no se han profundizado del todo, si se compara con economías desarrolladas², tal es el caso de los Instrumentos Financieros Derivados³, este mercado en general está dominado por productos sencillos y estándar, razón por la que resulta interesante averiguar las causas de esta situación.

Los Instrumentos Financieros Derivados, han demostrado ser la herramienta por excelencia para la cobertura de riesgos⁴, por lo cual se vuelve indispensable conocer su funcionamiento, para desarrollar una carrera profesional en el área financiera, área de interés para los autores.

La motivación por desarrollar el tema, nace dado que éste representa un desafío, si bien se tienen nociones básicas sobre su operatoria, en concreto ésta continúa siendo desconocida. Además, dada una realidad tan competitiva en el ámbito laboral, es que se considera que dichos conocimientos agregan valor a la formación profesional y permiten un desarrollo íntegro.

Los conocimientos que entregará esta investigación permitirían adentrarse en un mercado laboral altamente exigente y ser un aporte en alguna empresa, o bien, tomar decisiones informadas en mercados y/o economías, en el caso de desempeñarse en algún proyecto propio.

Planteamiento del problema

Desde hace siglos, los países se han encontrado con diversos enfoques en sus economías nacionales, las que tienden cada vez más a la integración económica entre naciones y que además han generado que las inversiones y el financiamiento, sean vistos de forma global. Lo anterior, ha traído consigo ciertos riesgos que deben considerarse en las transacciones, esto representa el objeto con el cual han nacido

²Sepúlveda, Fernando. 2013. Derivados OTC y Estabilidad Financiera. Santiago de Chile. Disponible en <http://www.crem.uchile.cl/cremuchile/wp-content/uploads/2013/12/CREM-Martes.23.07.2013-DerivadosFS.pdf>

³ Ver Glosario.

⁴ Ver Glosario.

una serie de instrumentos cada vez más formales para mitigarlos, entre éstos encontramos los Instrumentos Financieros Derivados⁵.

El uso de Instrumentos Financieros Derivados, permite mitigar los riesgos a los cuales pueden verse enfrentadas empresas de distintos rubros ante fluctuaciones de precios, volatilidad de tasas de interés, movimientos impredecibles de commodities, etc.⁶.

A su vez el desarrollo de la tecnología continuará fomentando la globalización y con esto, una mayor interdependencia de flujos de información, reconocimiento de oportunidades y riesgos financieros, razones por las cuales en las últimas dos décadas ha aumentado el volumen de intercambio en mercados de Derivados Financieros y se espera que lo siga haciendo⁷.

En Chile las autoridades han entendido la importancia del uso de Derivados en el mercado financiero, es por esta razón que actualmente las regulaciones abarcan tanto al mercado de valores, mediante la Superintendencia de Valores y Seguros, al ámbito cambiario, por intermedio del Banco Central, al ámbito contable por medio del Colegio de Contadores, y al ámbito tributario por medio del Servicio de Impuestos Internos, entre otros. No obstante, el tratamiento no solo queda en el marco regulatorio, sino que también involucra acuerdos de colaboración con otros países cuyo desarrollo en el mercado de Derivados es superior, tal es el caso de Brasil, cuyo acuerdo va en pos de la implementación del mercado de Derivados en Chile, que pretende contar con un mercado activo de Derivados transables en bolsa, y ofrecer nuevas alternativas de inversión⁸.

En cuanto al uso de Instrumentos Financieros Derivados en Chile, no hay estudios recientes que permitan evaluar su evolución en empresas hasta el presente año. El análisis más reciente fue realizado en el año 2006, donde se concluyó que en Chile los Instrumentos Financieros Derivados no poseían una tasa de utilización muy alta por parte de corporaciones financieras y no financieras, de un total 356 empresas no financieras, en promedio solo un 12,88% de ellas mantuvo alguna posición en Derivados cambiarios durante los años 1990 – 2003. Y aunque desde el año 2003, el mercado financiero en Chile ha crecido y madurado, el uso de estos instrumentos ha tenido un crecimiento bastante discreto, si se compara con economías desarrolladas. Junto a esto, el escaso incentivo regulatorio en general, ha provocado que el mercado permanezca en un estado de crecimiento lento, y poco competitivo

⁵ González. E. Irving Alfredo. 2003. Contabilidad Internacional. México, McGraw-Hill.

Disponible en: <http://highered.mcgrawhill.com/sites/dl/free/9701038215/71549/CapituloMuestra.pdf>.

⁶ Prochile Subdepartamento de información comercial. 2011. Instrumentos financieros Derivados.2011. Chile.

⁷ Avalos Fernando, Moreno Ramón. 2013. Cobertura en mercados Derivados: la experiencia de Chile, Informe trimestral del BPI. Santiago de Chile.

⁸ Bolsa de Comercio de Santiago. Disponible en:

<http://www.bolsadesantiago.com/noticias/displayPages/noticias%20bcs/disponoti.aspx?ID=181>

a nivel global. No obstante, se han generado grandes cambios, como la apertura de la Bolsa de Derivados en el año 2012, que a pesar de ofrecer solo 2 tipos de contratos (Futuro⁹ IPSA y Futuro Dólar¹⁰), representa un avance, y mejores oportunidades para el mercado de capitales.

Queda mucho por avanzar, Chile necesita una mejor infraestructura para el uso de Instrumentos Financieros Derivados. Muchos autores concuerdan que uno de los principales problemas para intensificar el uso de Instrumentos Financieros Derivados en el país es el marco regulatorio y legal actual¹¹. No hay que olvidar que Chile es un país con una economía pequeña y abierta, que se ve afectada en forma importante por shocks de precios internacionales (Tipo de cambio, Tasas de interés y precios de materias primas), por lo mismo se vuelve fundamental que los esfuerzos en dicha materia sean concretos y profundos por parte de las entidades relacionadas.

Antecedentes

Los Instrumentos Financieros Derivados, que abarcan desde simples contratos a plazo hasta complicados productos de Opciones¹², constituyen cada vez más, una importante característica de los mercados financieros en todo el mundo. Se les utiliza en muchos mercados emergentes, y a medida que el sector financiero se vuelve más profundo y estable, su uso indudablemente aumentará¹³.

Muchos trabajos teóricos desde hace cuatro décadas aproximadamente, señalan que los Derivados debieran ser herramientas importantes que permitan a los administradores, utilizar la información de mejor manera, manejar el riesgo, y reducir costos de transacción¹⁴, así como también convertirse en una herramienta indispensable para estrategias de inversión y administración de riesgos, razón por la cual hoy en día son usados por una gran cantidad de empresas en el mundo¹⁵.

La literatura sobre el uso de Instrumentos Financieros Derivados en la industria chilena no es muy extensa, es más, a la fecha los autores no se han topado con estudios que demuestren y ejemplifiquen el uso que las corporaciones les dan a dichos instrumentos financieros y como el marco regulatorio estimula o coarta dicho uso, no obstante esto, desde la década del 90' ya existen autores que predicen

⁹ Ver Glosario.

¹⁰ Ver Glosario

¹¹ Malla Rafael, Javier Rojas. Deloitte Chile. 2008. Innovación financiera: Tendencia del mercado de Derivados en Chile. Disponible en:

http://www.deloitte.com/view/es_cl/cl/0aa9aa267000e110VgnVCM100000ba42f00aRCRD.htm

¹² Ver Glosario.

¹³ Gray Simon, Place Joanna, 2003. Derivados Financieros, Ensayo Centro de estudios monetarios Latinoamericanos, Centre for central banking Studies. Bank of England. Inglaterra.

¹⁴ Lynch Koski Jennifer, Pontiff Jeffrey, "How are derivative used?, (based on Scholes,1981, Silber,1985, Stoll y Whaley 1993)., The journal Of finance Vol LIV °2, 1999.

¹⁵ Deutsche Borse Group, "The global Derivatives market, a blueprint for market safety and integrity", 2009, Alemania.

el alto impacto del uso de estos instrumentos en el acontecer nacional. “Se visualizará una rápida expansión del mercado interno de Derivados Financieros para los próximos años, instrumentos que eventualmente transformarían las línea de negocios y toma de riesgos más importante para la instituciones financieras, y además se generalizaría el conocimiento de sus ventajas como instrumentos para protegerse de los riesgos del mercado a los que están expuestos sus respectivos portafolio”¹⁶.

Tal y como se visualizó por algunos autores chilenos, nuestro país no ha estado ajeno de esta tendencia global y con el paso del tiempo los mercados de Forwards¹⁷, se han popularizados y han alcanzado una alta profundidad en comparación con otros productos financieros, desde que el Banco Central eliminó la banda de precio sobre el dólar. Por otra parte, el volumen transado de Swaps¹⁸ ha tenido un aumento en Chile, debido a los cambios institucionales que ha sufrido el mercado.

Pese a un pronóstico acertado de la evolución de los Instrumentos Financieros Derivados en Chile, tanto en profundidad como en liquidez, dadas las crecientes necesidades de entidades para cobertura¹⁹, diversos autores comparten que, el avance del mercado de Derivados ha sido lento, es más, hasta hace algunos años el marco legal había desincentivado el uso potencial de algunos Derivados, por ejemplo, coartando la emisión de Opciones y Derivados de crédito a ciertos Bancos²⁰.

En los últimos años, la normativa ha avanzado hacia una mayor liberalización, quitando impedimentos al desarrollo de los mercados²¹, no obstante aún queda mucho por hacer para potenciar su desarrollo, por lo mismo el gobierno ha comenzado a legislar para incentivar el funcionamiento fluido y eficaz de operaciones con Derivados Financieros, como una medida de dinamizar el crecimiento económico del país, y a la vez permitir a las empresas manejar los riesgos de manera eficiente²².

El gobierno y entidades relacionadas han entendido la importancia del desarrollo de este mercado en el acontecer nacional, es por lo mismo que se han tomado

¹⁶ Ochoa Catillo, Fernando y Bentjerodt Leginos, “El mercado de los Derivados Financieros en Chile, Regulaciones vigentes, evolución reciente y perspectivas, Serie de estudios Económicos N°40, Banco central de Chile, 1996, Chile.

¹⁷ Ver Glosario.

¹⁸ Ver Glosario.

¹⁹ Avalos Fernando, Moreno Ramon, “Cobertura en mercados de Derivados: la experiencia de Chile”, Informe trimestral del BPI, marzo 2013. Chile

²⁰ Gómez Luis, Zurita Salvador, “Normativa de los mercados Derivados en Chile”, Centro de estudio Publicos, 2003, Chile; Deloitte, “Innovación financiera: Tendencia del mercado de Derivados en Chile”, 2008, Chile.

²¹ Gómez Luis, Zurita Salvador, “Normativa de los mercados Derivados en Chile”, Centro de estudio Publicos, 2003, Chile

²² Deloitte Chile, “Servicios de valuación financiera e instrumentos financieros, Vialibilidad en las transacciones financieras y mercado de Derivados”, 2011, Chile

medidas, tales como, alianzas con bolsas de otros países para potenciar el sector financiero en general. *“El tener un Mercado de Derivados Financieros que se transen en la Bolsa de Santiago, es un tremendo beneficio para nuestros intermediarios e inversionistas, ya que podrán operar instrumentos de inversión y cobertura en mercados abiertos y regulados. Creemos que el desarrollo de este nuevo mercado de Derivados permitirá grandes avances en el proceso de diversificación, gestión de riesgo, liquidez y profundidad del mercado de capitales nacional”*²³.

Sin duda opiniones al respecto hay muchas, esfuerzos por mejorar el desarrollo del mercado también, no obstante, todo apunta a que falta mucho camino por recorrer y que sin duda uno de los principales problemas y desafíos para el mercado de Derivados en Chile se pueden encontrar en el marco regulatorio y legal²⁴.

Objetivos

Los objetivos del estudio son los siguientes:

1. Determinar la influencia del marco regulatorio chileno vigente a 2014, en cuanto al uso corporativo de Derivados Financieros.
2. Determinar los factores que incentivan el uso de Instrumentos Financieros Derivados en Chile.
3. Determinar los factores que impiden un mayor desarrollo del mercado de Instrumentos Financieros Derivados en Chile.
4. Determinar las necesidades y proyecciones para el mercado de Instrumentos Financieros Derivados en Chile.
5. Determinar la tendencia de empresas chilenas, en cuanto al uso de Instrumentos Financieros Derivados.
6. Generar recomendaciones y proyecciones para incentivar el uso de los Instrumentos Financieros Derivados en el país y de esta forma contribuir con material para quienes estén interesados en el tema.

Hipótesis

El presente estudio, propone una hipótesis, que pretende contribuir al entendimiento de la situación chilena respecto del uso de Instrumentos Financieros Derivados.

Hipótesis: “El marco regulatorio chileno vigente ha coartado el uso corporativo de Instrumentos Financieros Derivados en el país.”

²³ Martínez Jose Antonio, Gerente General de la Bolsa de Comercio de Santiago, 2010.

²⁴ Deloitte, “Innovación financiera: Tendencia del mercado de Derivados en Chile”, 2008, “Nuevas regulaciones del SII para instrumento financieros Derivados”, 2013.

Descripción del tipo de investigación

La naturaleza de la presente memoria, requiere de más de un tipo de investigación para poder cumplir con los objetivos planteados. En relación a lo anterior, es que se determina que los tipos de investigación²⁵ que se aplicarán son, investigación descriptiva, que se utiliza tanto en los capítulos II y III, para describir las características de los Instrumentos Financieros Derivados y su situación actual, y describir la normativa vigente aplicada a Instrumentos Financieros Derivados, tanto para Chile como para Colombia y Perú, esto con el fin de establecer su estructura o comportamiento. También se utiliza la investigación de tipo correlacional al medir el grado en que se relaciona la normativa con el uso de Instrumentos Financieros Derivados en Chile, y determinar los factores que incentivan e inhiben el uso de estos en Chile, así como también identificar las necesidades y proyecciones para éste mercado, en el capítulo IV.

Descripción del diseño de la investigación

El diseño de la investigación, varía a lo largo del presente estudio, al comienzo en el capítulo II y III, se utiliza el diseño de tipo documental, esto debido a que la información se obtiene de la revisión de distintos documentos, que en este caso corresponde a material virtual, referido principalmente a estudios y reglamentos de organismos reguladores y fiscalizadores Chilenos, Colombianos y Peruanos, el objetivo es realizar un estudio acabado del marco regulatorio vigente en las distintas economías, para poder crear un contraste de situaciones y evidenciar los aspectos positivos y negativos, y así poder emitir juicios sobre el desempeño de Chile.

En el capítulo IV, se utiliza el diseño de campo, puesto que la recolección de información se realiza por medio de entrevistas en profundidad a ejecutivos de empresas chilenas, que hagan uso de estos instrumentos financieros, ya sea en territorio nacional como extranjero. En relación a este tipo de diseño, se utiliza una muestra de 30 empresas de distintos sectores económicos del país, no obstante los ejecutivos entrevistados de dichas empresas, son solo aquellos relacionados con el área de finanzas de la misma, el tipo de muestro utilizado es por conveniencia y la técnica de recolección de información utilizada, es la encuesta en sus dos modalidades, entrevistas para reuniones en persona y cuestionarios para respuestas vía email. Adicionalmente en este capítulo, se emplea un diseño de investigación de tipo documental, por medio de una revisión bibliográfica, referida

²⁵ La clasificación que se utiliza para determinar los tipos de objetivos se basan en los propuestos por diversos autores, tales como, Babbie (1979), Seltiz (1965) y Dankhe (1986). Estos proponen cuatro tipos de investigación basados en los objetivos buscados con esta, investigación exploratoria, investigación descriptiva, investigación correlacional e investigación explicativa

a documentos corporativos oficiales (memorias anuales o algún otro documento que entregue información de interés de la empresa y que represente un aporte para el estudio).

Justificación y relevancia del estudio

Los Instrumentos Financieros Derivados constituyen una de las principales innovaciones en las últimas tres décadas, estos han venido a transformar las condiciones financieras y el comportamiento de los inversionistas, si bien Chile ha aumentado el uso de estos instrumentos, aún está en una etapa muy temprana de desarrollo, sin embargo su conocimiento agrega valor a profesionales interesados en el área financiera. Dado lo anterior, es que la realización de esta memoria representa un punto de análisis que podría ser un aporte en ramos financieros en la Escuela de Ingeniería Comercial de la Pontificia Universidad Católica de Valparaíso, al entregar la posibilidad de profundizar un tema que actualmente no se trata de esta manera. Los autores pretenden proporcionar una investigación que esté al alcance de los estudiantes, y que sirva para la realización de investigaciones posteriores sobre el tema.

Limitaciones del estudio

El presente estudio está afecto a ciertas limitaciones relacionadas con el tipo de muestreo seleccionado para desarrollar las encuestas (entrevistas y cuestionarios). Al seleccionar un tipo de muestreo aleatorio, por la naturaleza de la investigación, el tamaño de la muestra, y los alcances de los autores, se incurre en ciertas limitantes referidas al sesgo sistemático (que la muestra no sea representativa de la realidad de la población) que se pueda originar. Además el tamaño de la muestra limita la profundidad del análisis segmentado llevado a cabo en el capítulo IV.

CAPÍTULO II
“INTRODUCCIÓN A LOS INSTRUMENTOS
FINANCIEROS DERIVADOS

Introducción a los Instrumentos Financieros Derivados

Conceptualización de los Derivados Financieros

Los Derivados Financieros, son un tipo de instrumentos financieros, es decir, valores negociables que son objeto de transacción en el mercado. Su característica principal, es que su valor de cotización se basa en el precio de otro activo, denominado Activo Subyacente,²⁶ por lo mismo existe una estrecha relación, entre el Derivado y el activo subyacente sobre el que se realizó el contrato, ya que si sube la cotización del activo subyacente en el mercado de contado, ascenderá también el precio del instrumento Derivado y viceversa, es por esta razón, que la denominación “Derivado” tiene su origen en el hecho que el precio de estos instrumentos deriva de la cotización que obtenga en cada momento el activo subyacente. El activo subyacente, es un producto que se transa en los mercados de contado y que puede consistir en Commodities, en caso que los contratos se basen en activos subyacentes no financieros (Por ejemplo Trigo, Oro, Petróleo, etc.) o en productos financieros (Por ejemplo Títulos Accionarios, Índices, Moneda, Tasa de Interés, etc.)²⁷. Los contratos de Derivados pueden operar tanto en el mercado bursátil²⁸ como en el mercado extrabursátil, también conocido como “Over The Counter” (OTC)²⁹.

En base a definición anterior, se puede afirmar que los mercados de productos Derivados son mercados de transferencias de riesgos, ya que el riesgo de algún agente económico que no desea asumir, se traspa a otros agentes económicos que tienen interés por dichos riesgos, a cambio de obtener una ganancia o rendimiento³⁰.

Los productos Derivados son cada vez más valorados en entornos de alta volatilidad o variación de precios, por lo mismo se le atribuye su crecimiento, dado que éstas características son las que fundamentan el mercado financiero actual.

Existen distintos tipos de Instrumentos Financieros Derivados y variaciones de estos mismos, no obstante los más simples se denominan “Derivados de Primera

²⁶ Ver Glosario.

²⁷ Lorenzini Barrios, Fabiola. 2006. Futuros y Opciones, conceptualización y operatoria conforme a la Ley N°18.045, Santiago de Chile. 102 p; Guerrero Bécar, José Luis. 2002. Apuntes de derecho de los Derivados financiero y su mercado, Valparaíso Chile y Apuntes de Bolsa de Comercio de Santiago, disponibles en <http://www.bolsadesantiago.com/theme/DerivadosLista.aspx>.

²⁸ Ver Glosario.

²⁹ Ver Glosario.

³⁰ De Lara, Alfonso. 2005. Productos Derivados Financieros: Instrumentos, valuación y cobertura de riesgos. México.

Generación” o “Plain Vanilla”, éstos están constituidos por Contratos de Forward, Contratos de Futuros³¹, Contratos de Opciones y Contratos de Swap

Si bien cada Derivado financiero tiene su particularidad y complejidad, hay ciertos rasgos que comparten, entre éstos podemos destacar:

- Su valor cambia en respuesta a los cambios de precio del activo subyacente.
- Requieren una inversión neta inicial muy baja o nula, en comparación a otros instrumentos.
- Se liquidarán en una fecha futura, independiente del mercado en el que se transen.

Así como poseen características comunes, también comparten tres finalidades básicas³², éstas son:

- Cobertura: A través de esta función, se busca eliminar o minimizar el riesgo de una variación de precios, del activo subyacente que será objeto de la transacción. En el caso de los Derivados, a los actores que intervienen en el mercado con fines de cobertura se les llama Hedgers, los que se caracterizan por ser adversos al riesgo, dado que intervienen para protegerse de la variabilidad de precios.
- Especulación³³: Se habla de este objetivo, solo cuando se participa en el mercado con fines de obtener una ganancia, por la diferencia de precios entre el precio spot y el precio de mercado del Derivado a plazo. Estos inversionistas asumen el riesgo de la variabilidad de precios, con la expectativa de generar una ganancia.
- Arbitraje³⁴: Arbitrar es la obtención de un beneficio libre de riesgo, por medio de transacciones simultaneas en dos o más mercados, tendiendo a través de dichas operaciones, a los precios de eficiencia. Esto se genera mayoritariamente dado que en el mercado hay espacio tanto para operaciones formales como informales.

Los Instrumentos Financieros Derivados, se ocupan principalmente con fines de cobertura, es más, son considerados a nivel mundial como la herramienta por excelencia para la cobertura de riesgos de mercado. No obstante, al igual que cualquier otro producto financiero, son generadores de riesgos, si bien éstos son

³¹ Ver Glosario.

³² Lorenzini Barrios, Fabiola. 2006. Futuros y Opciones, conceptualización y operatoria conforme a la Ley N°18.045, Santiago de Chile. 102 p

³³ Ver Glosario.

³⁴ Ver Glosario.

menores y no generan riesgos complemente nuevos en sí mismos, se deben considerar al momento de su contratación³⁵.

Entre los riesgos asociados a estos productos encontramos:

- Riesgo de Mercado: Asociado a la posibilidad de incurrir en pérdidas, como consecuencia de las variaciones en el valor de la operación o en las posiciones mantenidas. El valor de las operaciones, depende fundamentalmente de las cotizaciones de los activos subyacentes en cada operación y, a su vez éstas, de la evolución de los mercados financieros, de la situación económica mundial y de las circunstancias políticas dentro de cada país.
- Riesgo de Crédito: Asociado al incumplimiento de la contraparte³⁶ de la operación, en tiempo y forma de las obligaciones contractuales acordadas en el contrato Derivado.
- Riesgo de Liquidez: Asociado a dos tipos, Liquidez de Mercado (no es posible deshacer o cerrar una posición de riesgo, sin impactar en el precio de mercado o en el costo de la transacción) y Liquidez de Financiación (incapacidad para financiarse en el mercado financiero, debido a un desfase temporal en los flujos de caja o necesidades imprevistas de tesorería o de liquidez).
- Riesgo operacional: Consecuencia de sistemas de control inadecuados, errores humanos o fallas asociadas a la administración. En el caso de los Instrumentos Financieros Derivados, se asocia a una mala estimación de la situación futura.
- Riesgo Jurídico: En el caso de los Derivados, este riesgo es bajo si se considera para los productos negociados en Bolsa. Suponiendo que la bolsa está bien establecida, los riesgos legales y de liquidación pueden ser pequeños, debido a que la normativa existe y está claramente definida. Pero para los contratos en el mercado OTC, en que no se cuenta usualmente con cámaras de compensación³⁷ y donde la documentación legal del contrato puede no estar estandarizada, los riesgos pueden ser considerablemente mayores.

Riesgos que tratan los Instrumentos Financieros Derivados

Los Instrumentos Financieros Derivados, tratan principalmente riesgos financieros de mercado, es decir, aquel riesgo que un activo o pasivo, disminuya o aumente su valor según corresponda, debido a cambios en las condiciones del mercado. Dentro de este riesgo, distinguimos tres tipos en función de las condiciones de mercado:

³⁵ Gray Simon, Place Joanna. 2003. Derivados Financieros, Ensayo Centro de estudios monetarios Latinoamericanos, Centre for central banking Studies, Bank of England. Inglaterra.

³⁶ Ver Glosario.

³⁷ Ver Glosario.

1. **Riesgo de Tipo cambio:** Riesgo relacionado con los cambios en los precios de monedas extranjeras. Éste cobra sentido tanto en alzas como bajas de la moneda, dependiendo del tipo de empresa. Dada la alta volatilidad de los tipos de cambio en general, se ilustra el siguiente gráfico, que demuestra la volatilidad del dólar³⁸ (USD/CLP).



Gráfico de Elaboración Propia.
 Datos Extraídos: Base de Datos Banco Central de Chile.

2. **Riesgo de tasas de interés:** Como su propio nombre indica, hace referencia al riesgo de que los tipos de interés suban o bajen en un momento no deseado. De acuerdo a información extraída en las entrevistas presentadas en el capítulo IV, de la presente memoria, la tasa LIBOR, es utilizada por algunas empresas de distintos sectores económicos, razón por la cual se ilustra en el siguiente gráfico, la volatilidad de precios que dicha tasa presenta³⁹:

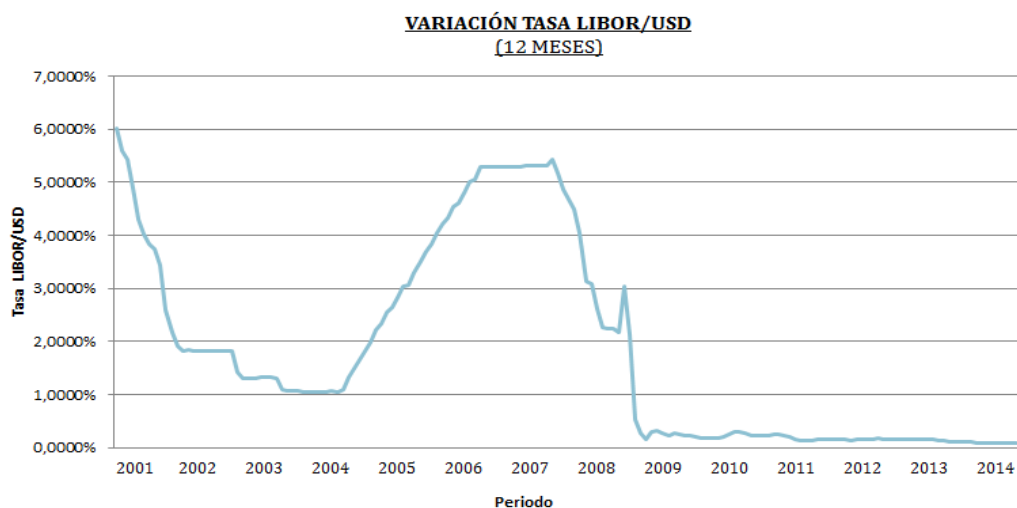


Gráfico de Elaboración Propia
 Fuente: Global Rate. LIBOR/USD a 12 meses.

3. **Riesgo Precio de Commodities:** corresponde al riesgo originado por las variaciones de los precios de materias primas o insumos denominados “commodities”, no todos los productos son considerados como commodities, éstos tienen ciertas características particulares, por ejemplo, que pueden ser negociados en grandes mercados, independientes de donde se encuentren físicamente, su valor depende de ciertos atributos medibles, y de ciertos

³⁸ Información de Precios del Dólar, extraída de, Banco Central de Chile. Disponible en: <http://si3.bcentral.cl/Siete/secure/cuadros/arboles.aspx>

³⁹ Información de Precios de Tasa LIBOR, extraída de, Global Rates. Disponible en: <http://es.global-rates.com/tipos-de-interes/libor/dolar-usa/2013.aspx>

lugares precisos. etc⁴⁰. En éste caso, ilustraremos la volatilidad que presentan dos commodities, el petróleo⁴¹ y el cobre⁴², ambos utilizados por empresas que operan en el mercado chileno.



Grafico de Elaboración Propia
Fuente: Base de Datos Comisión Chilena del Cobre. Ministerio de Hacienda. Chile.

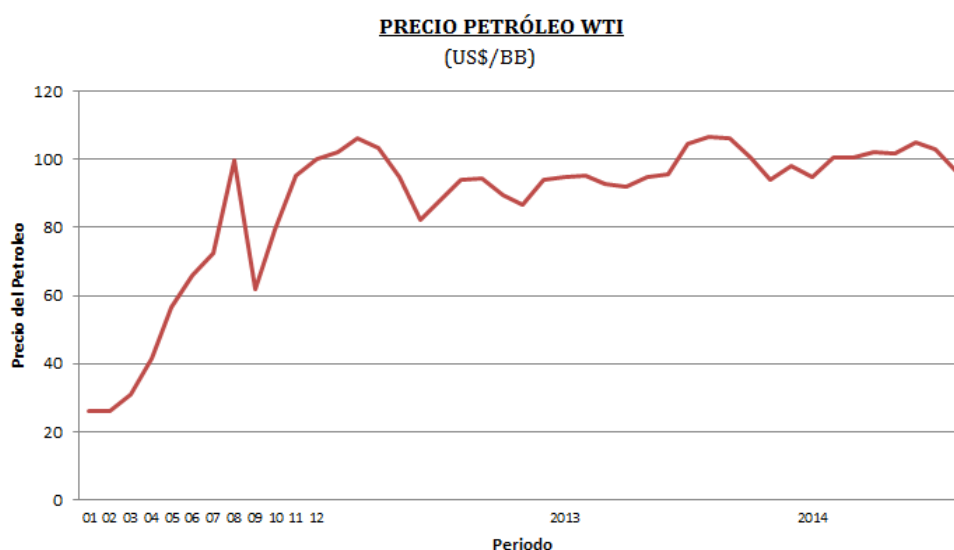


Grafico de Elaboración Propia
Fuente: Base de Datos Estadísticos Sociedad Nacional de Minería, en base a información entregada por Banco Central de Chile, con fuente en Bloomberg.

Como es posible visualizar en cada uno de los gráficos anteriores, existe una alta volatilidad en los precios de los distintos subyacentes, razón por la cual, se sustenta el uso de herramientas que permitan mitigarlos, puesto que, al tratarse de riesgos de mercado, es decir sistemáticos, no son riesgos diversificables, por lo mismo su gestión se vuelve imperativa en cualquier empresa, cuyos flujos dependan en parte o completamente de alguno de estos subyacentes.

Descripción de Instrumentos Financieros Derivados Financieros Básicos

⁴⁰ Belaunde Gregorio. 2012. Riesgos Financieros, El riesgo de Commodities. Perú. Disponible en: <http://blogs.gestion.pe/riesgosfinancieros/2012/09/el-riesgo-de-commodities.html>

⁴¹ Información de Precios de Petróleo, extraída de, Sociedad Nacional de Minería. Disponible en: http://www.sonami.cl/index.php?option=com_content&view=article&id=222&Itemid=108

⁴² Información de Precios del Cobre, extraída de, Comisión Chilena del Cobre. Ministerio de Hacienda de Chile. Disponible en: <http://www.cochilco.cl/estadisticas/precio-metales.asp>

1. **Forwards:** Son un tipo de contrato de Derivado, que se utiliza comúnmente para cubrir los riesgos de mercado. Su objetivo principal es proteger al activo que subyace al contrato, de una depreciación o una apreciación si fuese un pasivo.

Una parte se compromete a comprar y la otra a vender, en una fecha futura, un monto o cantidad acordado del activo en cuestión, a un precio que se fija en el presente. No obstante, las partes que suscriben el contrato pueden modificar de mutuo acuerdo, la fecha de vencimiento, el precio previamente pactado, la modalidad de entrega, el monto involucrado y la parte vendedora o compradora. Este tipo de contratos no se transan en bolsa, sino, en mercados extrabursátiles, (OTC).

Son especialmente útiles para aquellas personas naturales o jurídicas, que deben hacer pagos o cobros Futuros en dólares u otra moneda extranjera. Se generan principalmente entre dos empresas bancarias o entre una empresa bancaria y un tercero, o entre alguno de ellos y una entidad extranjera. También se pueden contratar con corredores de bolsa y agentes de valores.

El activo que subyace a un contrato forward, puede ser cualquier activo relevante, cuyo precio fluctúe en el tiempo.

La finalidad de los Contratos Forwards, es que las partes comprometidas con el contrato, que están expuestas a riesgos opuestos, puedan mitigar el riesgo de fluctuación del precio del activo y de esta forma estabilizar sus flujos de caja.⁴³

2. **Futuros:** Un contrato futuro es muy similar a un forward, con la diferencia que el futuro se negocia mediante contratos estándares, para todas las operaciones que prevean los mismos términos contractuales. La suscripción de éstos, se realiza en bolsas organizadas y no directamente entre dos contrapartes que operen en el mercado OTC.

La finalidad de estos contratos, es que las partes comprometidas en él, que están expuestas a riesgos opuestos, puedan eliminar el riesgo de fluctuación del precio del activo y de esta forma estabilizar sus flujos. El término de un contrato de futuro, puede hacerse al vencimiento o anticipadamente.

Este tipo de contrato, está dirigido a personas que buscan cubrirse de riesgos financieros y a inversionistas dispuestos a asumir riesgos a cambio de una probable ganancia.

En este tipo de contrato, es posible que existan cobros de intermediación, por el servicio prestado.⁴⁴

⁴³ Superintendencia de Valores y Seguros. Superintendencia Educa. Disponible en <https://www.svs.cl/educa/600/w3-propertyvalue-563.html>. Consultado el 5 Mayo de 2014. Chile.

3. **Opciones:** Son instrumentos financieros estandarizados, que mediante el pago de una prima, otorgan a su poseedor (comprador o tomador) el derecho, pero no la obligación, de comprar o vender a un precio previamente establecido y durante un plazo prefijado, una cantidad determinada del activo individualizado en el contrato.

Por otro lado, los vendedores de los contratos de Opciones (o "lanzadores"), tienen la obligación de vender o comprar el activo subyacente, en los mismos términos anteriormente señalados, en el caso que el comprador (o "tomador") de las Opciones, manifieste su deseo de ejecutar la opción.

Para adquirir una opción de compra o de venta, es necesario hacer un desembolso inicial (que se denomina "prima de la opción"), cuyo valor depende, fundamentalmente, del precio que tenga en el mercado el activo que es objeto del contrato, de la variabilidad de ese precio y del período de tiempo, entre la fecha en que se firma el contrato y la fecha en que éste expira. La opción que no es ejercida, implica asumir el costo de la prima pagada como pérdida.⁴⁵

Existen dos tipos básicos de Opciones que se pueden transar:

- Contrato de opción de compra (call)⁴⁶: Opción que otorga a su titular, por un plazo establecido, el derecho a comprar a un precio prefijado.
- Contrato de opción de venta (put)⁴⁷: Opción que otorga a su titular, por un plazo establecido, el derecho a vender un determinado activo subyacente, a un precio prefijado.

Adicionalmente, las Opciones también se pueden tipificar según la fecha en que se ejerza:

- Opciones Americanas: Da al comprador, el derecho de ejecutar la opción en cualquier momento, entre la fecha de emisión y vencimiento.
- Opciones Europeas: Da al comprador, el derecho de ejecutar la opción solo en la fecha vencimiento.

4. **Swaps:** Un Swap, es un contrato financiero entre dos partes, que acuerdan intercambiar flujos de caja Futuros de acuerdo a una fórmula preestablecida. Se trata de contratos hechos "a medida" es decir, con el objetivo de satisfacer necesidades específicas de quienes firman dicho contrato. Debido a esto último,

⁴⁴Superintendencia de Valores y Seguros. Superintendencia Educa. Disponible en: <https://www.svs.cl/educa/600/w3-propertyvalue-1115.html>. Consultado el 5 Mayo de 2014. Chile.

⁴⁵ Bolsa de Comercio de Valparaíso. 1999. La bolsa de comercio de Santiago y los instrumentos del mercado. Santiago de Chile. Disponible en http://www.bovalpo.com/site/stat/capacitacion/Instrumentos_del_Mercado.pdf

⁴⁶ Ver Glosario.

⁴⁷ Ver Glosario.

se trata de instrumentos similares a los forward, en el sentido de que no se transan en Bolsas Organizadas, OTC.

Los contratos Swaps, son acuerdos individuales entre dos partes siendo generalmente una de ellas, persona jurídica. A diferencia de los otros contratos, estos requieren un acabado conocimiento de sus características, acerca de la construcción de los vencimientos sobre la base de fórmulas complejas, y no se recomiendan al público no conocedor.⁴⁸

INSTRUMENTOS FINANCIEROS DERIVADOS EN EL MUNDO

Historia de los Derivados Financieros en el mundo

Si nos remontamos a los orígenes de los Derivados, podríamos hallar antecedentes muy lejanos, incluso en la edad media, podemos encontrar rudimentarios mercados de Futuros para productos agrícolas. Algunos historiadores proponen distintas fechas para el nacimiento formal de Derivados en el mundo. No obstante, el origen se remonta a 1848 en Chicago, Illinois, donde se celebraron las primeras juntas informales para formar una asociación, que con el tiempo llegó a ser el centro de intercambio de Futuros de mercancía y granos más grande del mundo (CBT).

Las fluctuaciones de la economía mundial fueron provocando una alta volatilidad en los precios, riesgo e incertidumbre. Por lo mismo, es que se han establecido nuevas herramientas para el manejo de dichos riesgos. Desde entonces, se han ido sucediendo nuevos mercados de forma constante, alcanzando en la actualidad, enormes volúmenes de contratación de diversos Derivados. Tal es el caso de distintas naciones en todo el mundo, las que han abierto sus respectivos Mercados Bursátiles de Derivados.

Así como en América se han desarrollado mercados para Instrumentos Financieros Derivados, otras regiones del mundo lo han hecho, siguiendo un modelo similar. Tal es el caso de Asia, con Singapur International Monetary Exchange (SIMEX), éste ha crecido muy rápido y en la actualidad ofrece diversos servicios financieros.

Desarrollo del Mercado de Derivados en el Mundo⁴⁹

⁴⁸ Superintendencia de Valores y Seguros. Superintendencia Educa. Disponible en: <https://www.svs.cl/educa/600/w3-propertyvalue-564.html>. Consultado el 5 Mayo de 2014. Chile

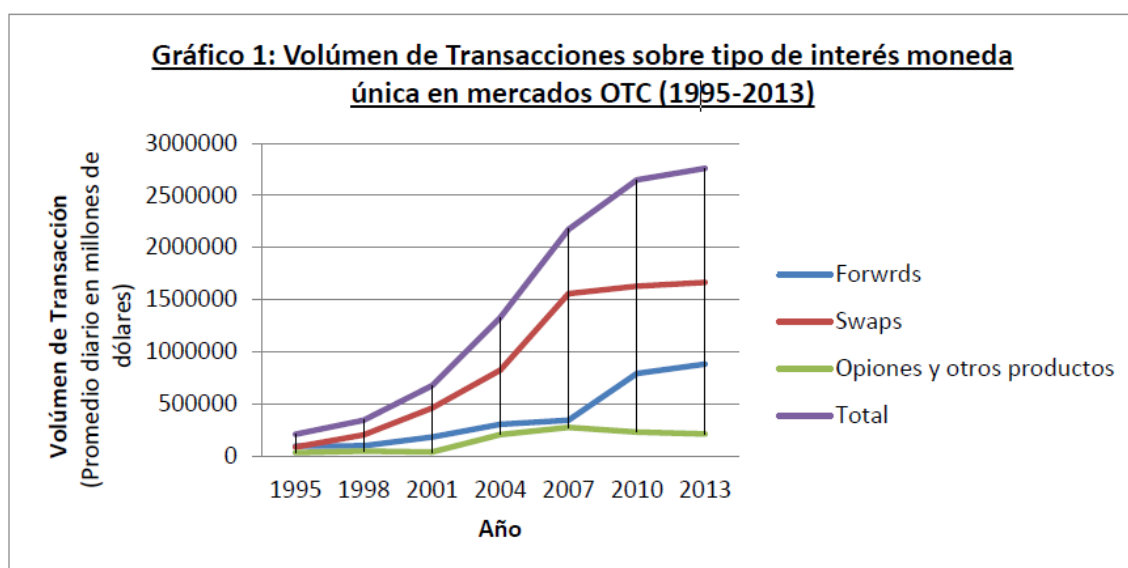
⁴⁹ La información contenida en tablas y gráficos, fue extraída de los resultados obtenidos por la encuesta realizada en Abril de 2013 por el Banco de Pagos Internacionales (BIS). Cada tres años, éste coordina una encuesta del Banco central global diseñado para dar información completa y coherente a nivel internacional en el tamaño y la estructura de cambio de divisas (FX) y over-the-counter (OTC) y los mercados de Derivados.

El análisis del crecimiento del mercado de Derivados en el mundo, se realiza teniendo como base, que este mercado fuera de Bolsas Organizadas, es decir, en el mercado extrabursátil (OTC), representa aproximadamente el 93% de las transacciones totales⁵⁰, lo que resulta muy representativo al momento de analizar la evolución del mercado de Derivados en el mundo.

Paralelamente, los instrumentos basados en tasas de interés, son los más utilizados en países desarrollados. Actualmente representan un 83% del total de instrumentos de transacción en el mundo⁵¹, debido a la importancia de éstos en la gestión de riesgos de tipo de interés de deuda pública y privada en los países⁵².

En base a lo anterior, se realizará un análisis de este mercado, mediante el uso de Instrumentos Financieros Derivados, basados en tasas de interés en el mercado extrabursátil (OTC).

A nivel mundial, se observa un crecimiento sostenido en el volumen de transacciones en el mercado OTC de Derivados Financieros de tasas de interés (Ver Gráfico 1).



Fuente: BIS, Grafico de Elaboración Propia

Según datos del Bank For International Settlements (BIS), los mercados de Derivados OTC, de las economías más desarrolladas crecieron de manera sostenida desde fines de los años 90 hasta el año 2008, con altas tasas de crecimiento, especialmente los años anteriores a la crisis. Este crecimiento se debe tanto a factores de demanda como de oferta.

⁵⁰ Acharan María Gabriela, Villena José Miguel. 2011. Mercado cambiario 2000-2010, comparación internacional de Chile”, Studies in economic statistics, Banco Central de Chile. Santiago de Chile.

⁵¹ Bank for International Settlements (BIS). 2013. OTC derivatives statistics at end-June. Disponible en <https://www.bis.org/publ/rpfx13.htm>

⁵² Bank for International Settlements (BIS). 2013. OTC derivatives statistics at end-June. Disponible en <https://www.bis.org/publ/rpfx13.htm>

En relación a la demanda, los cambios en la economía global ocurridos a partir de la década de los 70, generaron condiciones de mayor volatilidad en los mercados financieros, lo que incentivó el uso de herramientas que gestionaran y mitigaran dicha volatilidad, así como también, el aumento de la transparencia, disminución en los costos de acceso, han fomentado un mayor acceso a inversionistas pequeños. Por lo anterior, es que los Derivados tomaron fuerza, puesto que además de gestionar eficazmente los riesgos, permite contratarlos a medida.

En relación a la oferta, el proceso de desregulación financiera, especialmente en Europa y Estados Unidos y la liberalización de los mercados de capitales de los años 80 y 90, generaron incentivos a la innovación financiera, así como también el apoyo por parte de la regulación financiera internacional, por ejemplo el tratamiento ante casos de Default, Insolvencia o Quiebra que reciben los contratos Derivados (Close out- Netting) ha promovido su desarrollo.

Tal como se mencionó, previo a la crisis financiera Subprime, los mercados de Derivados OTC, registraban altas tasas de crecimiento, sin embargo, durante el periodo comprendido entre 2010-2013, el crecimiento del mercado de Derivados fue solo de un 4%, precisamente por las consecuencias de la crisis (disminución de las líneas de crédito para operaciones a plazo entre los distintos participantes, retiro del mercado, de importante Bancos de inversión, entre otros).

Los efectos negativos de la crisis en los mercados de Derivados OTC, amenazaron la estabilidad de dicho mercado, por lo mismo, a partir de esta experiencia, se desarrolló una respuesta regulatoria global para fortalecer la infraestructura y reducir los riesgos asociados, que en general se apuntan a un fortalecimiento integral de la industria de Derivados.

En Estados Unidos, Financial Stability Board, acordó aplicar el mandato G20 mediante la ley Dodd Frank, cuyo principal objetivo es “Mejorar el mercado de los Derivados OTC”, en base a cuatro elementos base que apuntan a la compensación centralizada:

- a) Implementación de Entidades de Contraparte Central⁵³ (CCP) para la compensación y liquidación de operaciones.
- b) Avanzar hacia contratos más estandarizados en plataformas tipo bolsa.
- c) Incorporar incentivos a través de mayores requerimientos de capital para aquellas operaciones no procesadas a través de CCP.
- d) Mejorar la información disponible, mediante el reporte de todas las operaciones en Derivados a Repositorios de Transacciones (registros centralizados de todos los términos de los contratos, montos, plazos, contrapartes, etc.)

⁵³ Ver Glosario.

En Europa, la implementación del Mandato G20 se realizó mediante la Ley EMIR, la cual no difiere de lo hecho en la Ley Dood Frank en Estados Unidos. Su objetivo es “asegurar un mercado de Derivados eficiente, seguro y robusto”, donde también, a través de la implementación de Entidades de Contraparte Central⁵⁴, es posible visualizar que todas las medidas que se toman, tienen como objetivo formalizar el mercado de Derivados.

Mercado de Derivados y Plazas de Transacción

En relación a las plazas con mayor volumen de transacciones, encontramos históricamente, que más de la mitad de las transacciones se centran en centros financieros del Reino Unido y Estados Unidos con 49% y 23% respectivamente, explicado en su mayoría por la trascendencia y experiencia de dichos mercados en el tiempo.

Volumen de transacciones sobre Tipo de Interes moneda única en mercados OTC por plaza (1995-2013)

Promedio Diario en Porcentaje

País	1995	1998	2001	2004	2007	2010	2013
Reino Unido	28%	36%	35%	42%	44%	47%	49%
Estados Unidos	15%	17%	17%	24%	24%	24%	23%
Francia	9%	12%	10%	11%	8%	7%	7%
Alemania	5%	8%	14%	3%	4%	2%	4%
Japón	13%	9%	2%	2%	4%	3%	2%
Australia	1%	1%	1%	1%	1%	2%	2%
Dinamarca	1%	1%	1%	1%	0%	1%	2%
Singapur	8%	2%	0%	1%	3%	1%	1%
Canadá	2%	2%	1%	1%	1%	2%	1%
Suiza	1%	2%	1%	1%	3%	3%	1%
Países Bajos	2%	1%	4%	1%	1%	2%	1%
Hong Kong	2%	1%	0%	1%	1%	1%	1%
Italia	1%	1%	4%	3%	1%	1%	1%
Suecia	1%	1%	0%	1%	1%	1%	1%
Otros Países	11%	7%	8%	7%	4%	4%	3%
Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Mercado de Derivados y Monedas Transadas

En cuanto a la distribución de monedas, en las cuales se tranzan Derivados en el mercado OTC en el mundo, cabe destacar que el Euro es la moneda que predomina, con 49% de transacciones, seguido por el Dólar presente en 28% de las mismas. En cuanto a los pares de monedas con mayor volumen de transacción son US\$/Euro, lo que refuerza las plazas con mayor volumen de transacción.

Distribución de Monedas

Promedios diarios en Porcentaje

Moneda	1995	1998	2001	2004	2007	2010	2013
EUR	0%	0%	47%	45%	39%	41%	49%
USD	27%	27%	31%	34%	32%	32%	28%
GBP	0%	6%	8%	9%	10%	10%	8%
AUD	0%	1%	2%	1%	1%	2%	3%
JPY	23%	10%	6%	5%	8%	6%	3%
SEK	0%	1%	1%	1%	2%	1%	2%
CAD	0%	3%	1%	1%	1%	2%	1%
BRL	0%	0%	0%	0%	0%	1%	1%
ZAR	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%
CNY	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%
CHF	0%	4%	1%	1%	1%	1%	1%
KRW	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%
OTRAS MONEDAS	50%	48%	3%	3%	6%	4%	1%

⁵⁴ Ver Glosario.

INSTRUMENTOS FINANCIEROS DERIVADOS EN CHILE

Historia de los Derivados Financieros en Chile

Chile es un país cuyo crecimiento económico, ha permitido que el tamaño de su mercado se considere alto en comparación con otras economías de igual característica, sin embargo su Mercado de Derivados ha presentado muy poca profundidad y desarrollo, si se compara con economías desarrolladas. Pese a esto, Chile no ha estado ajeno a la tendencia mundial, en cuanto al uso de Derivados en sus operaciones, alcanzando niveles de desarrollo superiores a las demás economías Emergentes y Latinoamericanas⁵⁵.

En general el mercado de Derivados, está dominado por instrumentos sencillos y estándar, de los cuales el 98% se mantiene en el mercado OTC, siguiendo la tendencia mundial. Asociado a esto, están los riesgos inherentes a este mercado, los que en el caso de Chile se mitigan en parte, debido que los instrumentos utilizados no son de gran sofisticación⁵⁶.

Los principales participantes del mercado son Bancos, los que actúan como contraparte de múltiples operaciones. Estos están sujetos a una estricta normativa, que en muchas ocasiones coarta un crecimiento o desarrollo superior; en general la normativa chilena es considerada conservadora.

El Mercado Chileno de Capitales ha crecido cerca de 10 veces en las últimas décadas (desde la década del 90), en monto y número de operaciones, lo que exige nuevos servicios y productos, lo que sumado a las consecuencias de la crisis Subprime, genera la necesidad del desarrollo de un Mercado de Derivados.

Por lo expuesto, la Bolsa de Comercio de Santiago, inició en Diciembre de 2012 la marcha blanca de la “Bolsa de Derivados”, un nuevo mercado formal para dichas transacciones, las que dan la posibilidad de operar en Chile, Instrumentos de Inversión y Cobertura de Riesgos, ampliando la oferta de instrumentos financieros

⁵⁵ Sepúlveda, Fernando. 2013. Derivados OTC y Estabilidad Financiera. Santiago de Chile. Disponible en <http://www.crem.uchile.cl/cremuchile/wp-content/uploads/2013/12/CREM-Martes.23.07.2013-DerivadosFS.pdf>

⁵⁶ A mayo de 2013 según datos de la SBIF, solo el 0.33% de los Derivados de negociación activos de la banca correspondían a contratos diferentes de Forwards y Swaps. Además, cabe notar que en ese bajo porcentaje se incluyen opciones y Futuros, que a nivel internacional son transados mayoritariamente en bolsa.

para inversionistas institucionales e intermediarios, en un mercado abierto y regulado. Este proceso comenzó con la incorporación del mercado de Futuros sobre Índices Accionarios, para luego seguir con la segunda etapa con Futuros de Moneda, Futuros de Instrumentos de Renta Fija y Opciones sobre acciones⁵⁷. La realización de esta iniciativa contó con la asesoría de BM&BOVESPA, una de las principales bolsas de Derivados a nivel mundial.

Mercado de Derivados y Volumen de Transacción

Chile, ha registrado un importante crecimiento en el mercado de Instrumentos Financieros Derivados en la última década (desde la década del 90), este crecimiento ha estado centrado principalmente en Derivados de divisas, de hecho, la composición hasta 2012, se explica por el 74% de Derivados de divisas, el 22% de los Derivados de tipo de interés, y solo el 4% para Derivados de mercancía⁵⁸.

Es función del Banco Central de Chile recopilar información actualizada y completa sobre los contratos de Derivados de moneda que se realicen en el país, razón por la cual el análisis siguiente se basa en Derivados cambiarios, dada su representatividad de la situación chilena.

Evolución del Mercado Cambiario Spot y de Derivados

El Mercado chileno ha tenido una tendencia de crecimiento desde la década de los 90, sustentado, como se explicó anteriormente, en la adopción de un tipo de cambio flexible, una creciente integración financiera y comercial, incorporación de entidades no financieras al mercado de Derivados (importadores y exportadores), así como también, al paulatino incremento de los límites de inversión en el exterior para los fondos de pensiones⁵⁹, este último propició una creciente demanda de Derivados de divisas por parte de las AFP, las cuales ante la necesidad de cubrir sus exposiciones en tipo de cambio, vendían divisas a futuro con el fin de proteger el valor en pesos chilenos de sus activos exteriores. Es más, éstas solían cubrir una porción mayor de su cartera que la exigida por la regulación⁶⁰. Si bien el crecimiento ha sido más lento posterior a la crisis, de igual forma en los últimos 6 años ha llegado incluso a duplicar el volumen de transacción (Ver Gráfico 2)⁶¹.

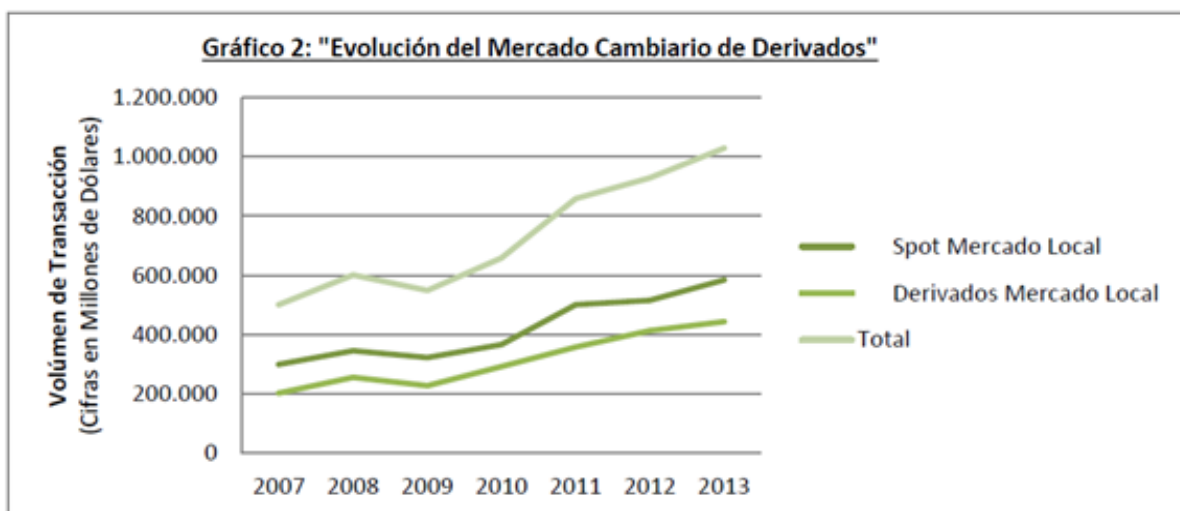
⁵⁷ Información disponible en Bolsa de Comercio de Santiago: www.bolsadesantiago.com

⁵⁸ Opazo, Luis A. 2012. Derivate Market: The experience of Chile”, Data requirements for monitoring derivative transactions, Irving Fisher Committee on Central Bank Statistics IFC Bulletin No 35

⁵⁹ Rodríguez, P., J.M. Villena. 2009. El Mercado Cambiario Chileno en el Período 1998-2008, Estudios Económicos y Estadísticos No. 75, Banco Central de Chile.

⁶⁰ Aparici Gabriel, Furche Pablo, Sepúlveda Fernando, Tornel Catherine. 2013. Mercado de Derivados y su infraestructura: aspectos relevantes de la discusión Internacional y su aplicación en Chile. Santiago de Chile.

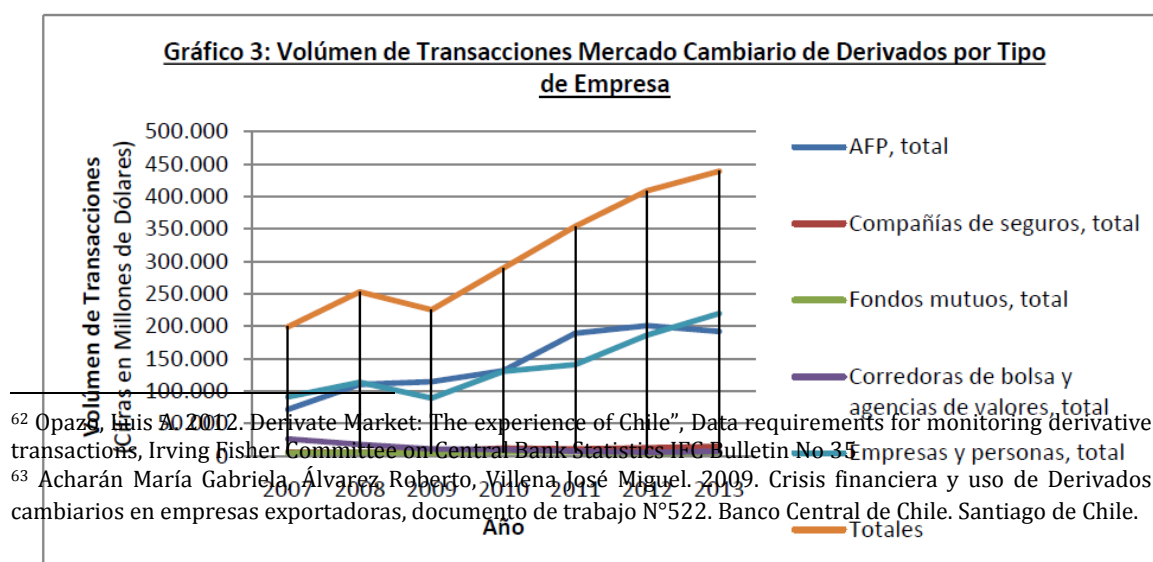
⁶¹ Opazo, Luis A. 2012. Derivate Market: The experience of Chile”, Data requirements for monitoring derivative transactions, Irving Fisher Committee on Central Bank Statistics IFC Bulletin No 35



Fuente: Banco Central de Chile. Gráfico de elaboración Propia

Si bien, en el último tiempo la política fiscal ha impactado en el mercado de Derivados en Chile, ésta a su vez ha ido acompañada de una mayor actividad de las empresas en el mercado.

En concreto, el uso de Derivados de Divisas en las empresas, ha crecido tanto en empresas pequeñas, medianas y grandes. En el 2009, aproximadamente el 50% de las grandes empresas tales como AFP, Compañías de seguros, etc., utilizó estos instrumentos (Ver Gráfico 3), un gran porcentaje si se compara con la cifra de 10 años antes (inferior al 20%). En el caso de las empresas medianas y pequeñas, la tasa de utilización se incrementó en alrededor de 10 % durante el mismo período⁶². Pese a lo que se esperararía durante una crisis con cualquier producto financiero, los Instrumentos Financieros Derivados tomaron protagonismo como fuente de cobertura, para enfrentar la mayor volatilidad cambiaria e incertidumbre financiera, y por lo mismo siguieron su tendencia de crecimiento⁶³



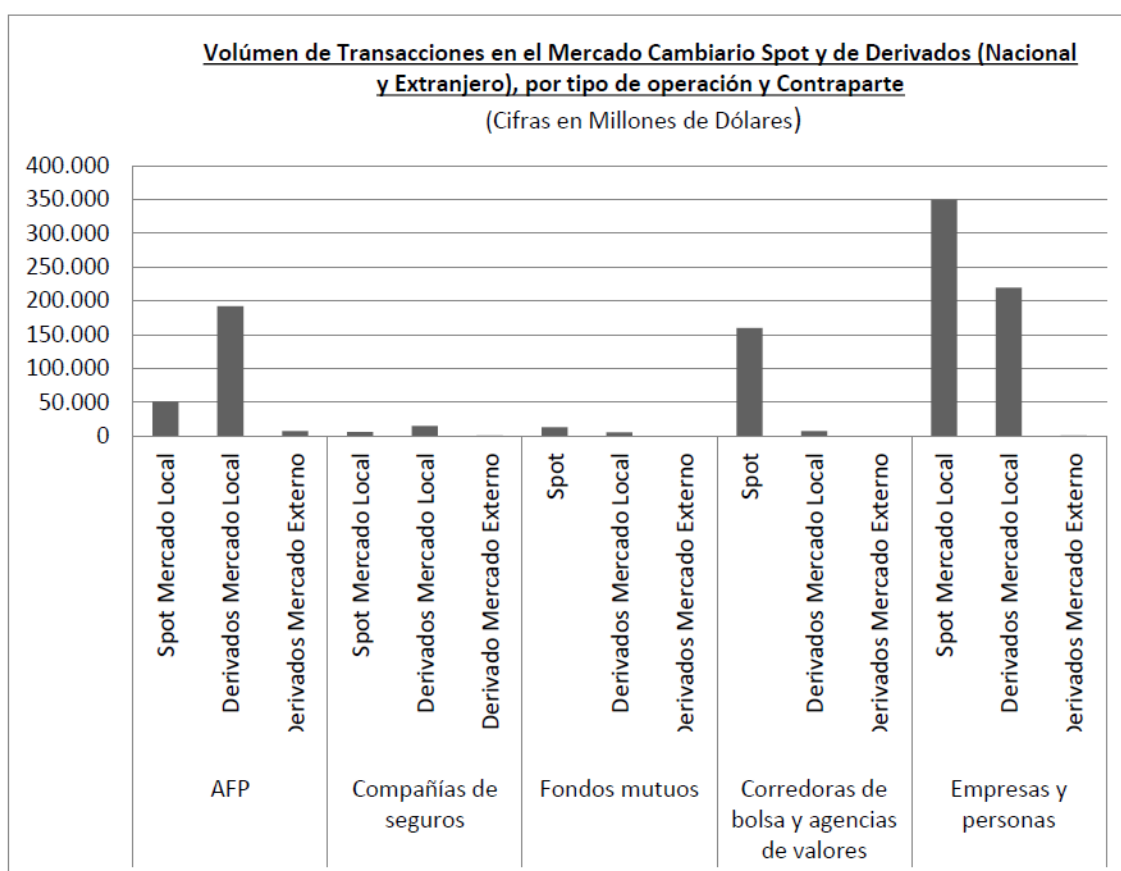
⁶² Opazo, H. 2012. "Derivate Market: The experience of Chile", Data requirements for monitoring derivative transactions, Irving Fisher Committee on Central Bank Statistics IFC Bulletin No 35

⁶³ Acharán María Gabriela, Álvarez Roberto, Villena José Miguel. 2009. Crisis financiera y uso de Derivados cambiarios en empresas exportadoras, documento de trabajo N°522. Banco Central de Chile. Santiago de Chile.

Fuente: Banco Central de Chile, Grafico de Elaboración propia

Suscripciones de Instrumentos Financieros Derivados Cambiarios según Contraparte y Mercado

Las suscripciones de Instrumentos Financieros Derivados predominan en empresas tales como, las Administradoras de Fondos de Pensiones y Compañías de Seguros, no así en Fondos Mutuos, Corredoras de Bolsa y Agencias de Valores. Al momento de analizar otras empresas y personas, es posible observar una menor brecha entre productos del mercado spot y del mercado de Derivados. Esto apoya el fuerte aumento que el mercado de Derivados ha tenido en Chile en los últimos años, transformándose así, en una alternativa para empresas de distintas industrias.



Fuente: Banco Central de Chile, Grafico de Elaboración propia

En relación a las Administradoras de Fondos de Pensiones, su rol es crucial al momento de determinar los volúmenes de Instrumentos Financieros Derivados transados en Chile. Esto se basa en que requieren cubrir sus crecientes inversiones en activos extranjeros.

Instrumentos Financieros Derivados transados en Chile

En Chile, a diferencia de lo que ocurre en economías más avanzadas o con mercados financieros más desarrollados, casi la totalidad de los Derivados del mercado OTC, son estandarizados y corresponden a Derivados del “Plain Vanilla”⁶⁴, tales como Forwards de moneda, mayoritariamente sobre Dólar y UF, y Swap de tasa. Estos contratos recién mencionados, corresponden actualmente al 98% aproximadamente de las transacciones realizadas en el país, tendencia que se mantiene desde el año 2000. No obstante, las preferencias de los actores del mercado chileno, si existen otros contratos que con el tiempo se han empezado a utilizar de manera más frecuente y que constituyen la oferta por parte de distintas entidades bancarias. Entre estos productos encontramos: Uf Controlada, Súper Cross Pesos, Inflación Controlada, Cross Currency Swap⁶⁵ (CCS), Interest Rate Swap (IRS)⁶⁶, Call Money Swap, Forwards Americano, Forwards de Tipo de cambio⁶⁷, Opción de Tipo de Cambio Importador, Opción de Tipo de Cambio Exportador, Collar⁶⁸, entre otros.

Pese a que en el país predomina el mercado OTC, también está en vías de desarrollo el mercado bursátil, mediante dos tipos de contratos, Futuro Ipsa⁶⁹ y Futuro Dólar⁷⁰.

⁶⁴ Aparici Gabriel, Furche Pablo, Sepúlveda Fernando, Tornel Catherine. 2013. Mercado de Derivados y su infraestructura: aspectos relevantes de la discusión Internacional y su aplicación en Chile. Santiago de Chile.

⁶⁵ Ver Glosario.

⁶⁶ Ver Glosario.

⁶⁷ Ver Glosario.

⁶⁸ Ver Glosario.

⁶⁹ Ver Glosario.

⁷⁰ Ver Glosario.

CAPÍTULO III

MARCO REGULATORIO DE LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS DERIVADOS EN CHILE COLOMBIA Y PERÚ

MARCO REGULATORIO DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS DERIVADOS

El marco regulatorio para normar el uso de Instrumentos Financieros Derivados (de ahora en adelante IFD), se basa en ciertas regulaciones, entre las que encontramos:

- Regulación del Mercado de Valores.
- Regulación Cambiaria.
- Regulación Contable.
- Regulación Tributaria.
- Otras regulaciones por instituciones.

En Chile, distintas entidades son las encargadas de monitorear cada uno de los regímenes, lo mismo ocurre en el resto del mundo. Si bien las entidades reguladoras cambian, y las normativas pueden o no, tener más o menos profundidad; como rasgo similar se encuentra que las economías que tienen un mercado de IFD, poseen normas reguladoras en cada uno de los aspectos recién mencionados, razón por la cual, la división resulta útil al momento de realizar una comparación entre economías.

Objetivos Específicos del Capítulo:

- Comparar las distintas normativas que forman parte del marco regulatorio, relacionado con IFD en tres economías Sudamericanas.
- Determinar similitudes y diferencias entre las economías, que puedan generar mayor o menor uso de IFD en Chile.

Selección de países

Las variables que influyen en la selección de países para realizar la comparación de los marcos regulatorios en cuanto a IFD, son:

- Ubicación geográfica.
- Volumen de transacción del mercado extrabursátil en IFD.
- Existencia de mercado bursátil dedicado a las transacciones en IFD.
- Relación y Tratados entre las Bolsas de Comercio de los distintos países.

Los países que cumplen con la gran mayoría de las variables, y que representan cierta simetría con Chile en éstos aspectos, son: Perú y Colombia, ambos países están ubicados en Sudamérica, por lo cual se esperaría una mayor semejanza respecto a otras regiones. En cuanto al volumen de transacción en mercados OTC,

Colombia y Chile presentan un desarrollo similar, no obstante, los volúmenes transados en Perú, son inferiores⁷¹.

Chile y Colombia, cuentan con mercados formales o bursátiles para la transacción de IFD, Perú, si bien no cuenta con un mercado bursátil dedicado a IFD, si se encuentra dentro de un tratado de cooperación con Chile y Colombia denominado MILA (Mercado Integrado Latinoamericano), por lo cual resulta interesante analizar la evolución de su mercado bursátil. El tratado MILA, integra a la Bolsa de Valores de Colombia, Bolsa de Valores de Lima y Bolsa de Valores de Santiago, así como también sus respectivas centrales de depósitos, esto representa mayores oportunidades a inversionistas e intermediarios del trio de países, quienes a la fecha pueden comprar y vender acciones en las tres plazas bursátiles a través de un intermediario local, esta alianza permite unir sistemas de negociación de valores y así concentrar un mayor número de emisores, inversionistas e intermediarios. La alianza recién mencionada, permite generar en dichos mercados economías de escala, optimización de infraestructura tecnológica, adecuación de mecanismos, procedimientos y reglas de los mercados bursátiles, entre otros; lo que potencia a su vez las capacidades de crecimiento de cada mercado⁷².

ANÁLISIS COMPARATIVO DEL MARCO REGULATORIO EN CHILE, COLOMBIA Y PERÚ⁷³

REGULACIÓN DEL MERCADO DE VALORES⁷⁴

El mercado de valores en Chile es regulado por la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS), en Perú por la Superintendencia del Mercado de Valores (Ex comisión nacional supervisora de empresas y valores (CONASEV)), y en Colombia es regulado por la Superintendencia Financiera (SFC). Las funciones básicas y comunes entre ellas, son: supervisar, normar, sancionar y apoyar el desarrollo del

⁷¹ El volumen de transacción en Instrumentos Financieros Derivados basados en tasa de interés, asciende a 133 millones de dólares en Chile, 144 millones de dólares en Colombia y 40 millones de dólares en Perú. (Fuente: Triennial Central Bank "InterestRate derivatives market turnover in 2013, "Bank for international settlements")

⁷² **MILA**, es la primera iniciativa de integración bursátil transnacional sin fusión o integración corporativa a nivel global, impacte en el uso de herramientas tecnológicas, la adecuación y armonización de la regulación sobre la negociación de mercados de capitales y custodia de títulos. Esta integración fue realizada por Chile, Colombia y Perú. Información disponible en: <http://gestion.pe/noticia/339265/bolsas-lima-colombia-santiago-firmaron-alianza>, <http://www.mercadomila.com/QuienesSomos>

⁷³ El análisis comparativo se basa en la información extraída de cada una de las entidades supervisoras en los distintos países, para mayor detalle sobre sus marcos legales, revisar Anexo 1 "Normativa Chilena referente a Instrumentos Financieros Derivados", Anexo 2 "Normativa Colombiana referente a Instrumentos Financieros Derivados" y Anexo 3 "Normativa Peruana referente a Instrumentos Financieros Derivados".

⁷⁴ Fuente: La normativa legal vigente para fondos mutuos en los distintos países se encuentra en:

- Chile: Norma de carácter General N° 204 "Norma la inversión de los fondos mutuos en Instrumentos Financieros Derivados", Superintendencia de Valores y Seguros, 2001.

-Colombia: Decreto N° 1242 "Administración y gestión de los Fondos de Inversión Colectiva", Ministerio de Hacienda, 2013.

-Perú: Reglamento de Fondos mutuos de Inversión en valores y sus sociedades administradoras, Superintendencia del mercado de Valores, 1996.

mercado de valores. En cuanto a la regulación de estas entidades sobre el uso de IFD encontramos:

- **Fondos Mutuos⁷⁵:**

- **Fines y tipos de contrato:** En Colombia se autoriza el uso de IFD, mediante la figura de Futuros, Forwards, Opciones y Swaps, en Chile se permiten los mismos que en Colombia, salvo Swap y en Perú no se permiten las Opciones, a menos que se trate de un fondo mutuo garantizado⁷⁶. En relación a los fines del contrato, tanto en Chile como en Colombia se pueden realizar contratos tanto con fines de cobertura como de inversión, no obstante, en Perú estos solo pueden ser de cobertura.
- **Activos Subyacentes:** Chile, Colombia y Perú, entre sus normas vigentes permiten y restringen el uso de ciertos activos subyacentes. Los activos permitidos son similares, el siguiente cuadro contiene el detalle de los activos permitidos:

Activos Subyacentes Autorizados			
	Chile	Perú	Colombia
Activos Subyacentes	Futuros - Forwards - Opciones Monedas Índices Acciones Cuotas de Fondos Mutuos de Inversión Instrumentos de Renta Fija Tasas de Interés Commodities Titulo Representativos de commodities	Opciones Moneda Instrumentos de Derecho Patrimonial Índices Tasas de Interés Commodities	Swap Moneda Tasa de Interés Combinación de los anteriores
			Sin Información

Cuadro de Elaboración Propia

- **Contrapartes y Plaza de transacción:** En cuanto a las contrapartes autorizadas, se encuentran las cámaras de compensación, que en el caso de Chile son obligatorias para contratos de Futuros y Opciones, y en el caso de Colombia, para contratos de Derivados cuyo fin sea el de inversión. En Perú, los contratos se pueden realizar en el mercado extrabursátil, no obstante sus contrapartes deben estar previamente autorizadas por la entidad fiscalizadora correspondiente, lo mismo ocurre para el resto de los contratos de Chile y Colombia. En cuanto a las plazas de transacción, los tres países autorizan el uso de IFD tanto a nivel nacional, como internacional, siempre y cuando las contrapartes cumplan con las disposiciones impuestas por sus respectivas entidades supervisoras.

⁷⁵ Los fondos Mutuos, son una alternativa de inversión que consiste en reunir los patrimonios de distintas personas, naturales o jurídicas, para invertirlos en instrumentos financieros, tarea que lleva acabo la Sociedad Administradora. Los instrumentos en los cuales se puede invertir varían según el fondo y los define su Política de Inversión, la que se encuentra en su Reglamento Interno, aprobado por las respectivas entidades reguladoras.

⁷⁶ Los fondos mutuos garantizados son aquellos que aseguran al inversionista que independientemente de los resultados del instrumento elegido recuperará el capital invertido. Información disponible en: www.economiaynegocios.cl.

- **Límites Generales:** La adquisición y el lanzamiento de contratos de Opciones, tiene ciertos límites tanto en Chile como en Perú, éstos se definen en el siguiente cuadro:

Tipo de Fondo	Transacción	Chile	Perú
Fondos Mutuos	Compra- Venta de opciones	5%	25%
Fondos Mutuos Estructurados	Compra- Venta de opciones	15%	25%
Fodos Mutuos/ Fondos Mutuos estructurados	Garantias	15%	Sin Info.

Cuadro de Elaboración Propia. Porcentajes medidos en función del valor del Fondo.

La normativa chilena posee mayor profundidad que las normativas peruana y colombiana, en cuanto a los límites impuestos a los Fondos Mutuos. Las disposiciones chilenas, incluyen además límites específicos por activo subyacente, los que se muestran a continuación:

- En el caso de la cantidad neta comprometida u obligada a vender en contratos de Futuros, Forwards u Opciones de compra, se debe cumplir con ciertos límites, entre éstos:
 - Derivados sobre monedas: no puede exceder el monto total de los activos del Fondo Mutuo expresados en esa moneda.
 - Derivados de tasa de Interés y bonos: no se puede exceder el valor de las inversiones de renta fija que posea el Fondo Mutuo.
 - Derivados sobre índices: no podrá exceder el monto efectivamente invertido por ese Fondo Mutuo en el tipo de instrumentos componentes.
 - Inversión en acciones individuales, commodities, títulos representativos de commodities, cuotas de fondos y títulos representativos de índices: no se podrá exceder el número de unidades del activo en cuestión mantenida por el fondo.
- En el caso de la cantidad neta comprometida u obligada a comprar en contratos de Futuros, Forwards u Opciones de venta, debe cumplir con ciertos límites, entre éstos:
 - Derivados sobre monedas: no se puede exceder el monto autorizado a invertir en esa moneda.
 - Derivados de tasa de Interés y bonos: no podrá exceder el valor del activo del fondo.
 - Derivados sobre índices: no se puede exceder el 15% del activo del fondo.
 - Inversión en acciones individuales: no puede exceder el límite máximo de acciones por emisor⁷⁷.

⁷⁷Los límites por emisor están determinados en el artículo 13, numeral 4 del D.L. N° 1.328 de 1976, Ley de Fondos Mutuos, Superintendencia de Valores y Seguros, Chile.

- Derivados sobre commodities y títulos representativos de commodities: no podrá exceder el 10% del valor del activo del fondo.
- Derivados sobre Cuotas de Fondos y títulos representativos de índices: no podrá exceder los límites impuestos por la regulación vigente⁷⁸.

- **Fondos de Inversión**⁷⁹

La normativa que aplica a los fondos de inversión, tanto en Chile como en Colombia y Perú, es bastante amplia y describe a grandes rasgos las disposiciones sobre IFD.

- Se autoriza a los fondos de inversión de Chile, Colombia y Perú, a celebrar contratos de Derivados, no obstante, solo en Chile se determinan los activos subyacentes⁸⁰ en los cuales se basan, así como también las contrapartes autorizadas⁸¹.
- Los reglamentos internos de los Fondos, tanto en Chile, Colombia como Perú, deben establecer las políticas sobre las operaciones con IFD, señalar el tipo de contrato, activo subyacente, objetivo, condiciones a contrapartes, límites específicos de inversión por activo subyacente, y procedimientos de gastos asociados a dichos contratos.
- En cuanto a los límites específicos impuestos por tipo de activo subyacente, éstos en su mayoría quedan a disposición de lo que se disponga en el reglamento del fondo.

REGULACIÓN CAMBIARIA⁸²

La regulación cambiaria está normada por las disposiciones impuestas por los Bancos Centrales en cada uno de los países de análisis⁸³. Los objetivos de estas

⁷⁸ Los límites impuestos a la cantidad neta comprometido u obligada a comprar en el caso de cuotas de inversión están descritos en el artículo 13, numeral 6 del D.L. N° 1.328 de 1976, Ley de Fondos Mutuos; en el caso de los Títulos representativos de índices estos están descritos en la circular N° 1.217 numero 5 letra (f), Superintendencia de Valores y Seguros, Chile.

⁷⁹ Los Fondos de Inversión corresponden a patrimonios integrados tanto de personas naturales como jurídicas, denominados aportantes. En general, los fondos de inversión invierten en cuatro grades clases de activos, acciones deuda, inmobiliario y en desarrollo de empresas. Información Disponible en www.svs.cl.

Fuente: La normativa legal vigente para fondos de inversión en los distintos países se encuentra en:

Chile: Norma de carácter General N° 113 "Establece requisitos para la realización de operaciones con Instrumentos Financieros Derivados por parte de los fondos de inversión, Superintendencia de Valores y Seguros.

Colombia: Decreto N°1242 "Sustituye parte III administración y gestión de fondos de Inversión".

Perú: Decreto Legislativo N°00862, "Ley de fondos de inversión y sus sociedades administradoras", CONASEV.

⁸⁰ Los activos subyacentes autorizados para la celebración de contratos Derivados por fondos de inversión son monedas índices, acciones, tasas de interés, e instrumentos de renta fija en el caso de Futuros y Forwards; en el caso de Swaps son monedas tasas de interés, índices de tasas de interés e instrumentos de renta fija.

⁸¹ Las contrapartes autorizadas en Chile son las mismas que aplican en la normativa vigente para Fondos Mutuos.

⁸² Fuente: La normativa legal vigente para el régimen cambiario en los países se encuentra en:

Chile: Compendio de Normas Cambiarias Internacionales, capítulo IX "Operaciones con Instrumentos Financieros Derivados, Banco Central de Chile y Compendio de Normas Financieras Capitulo III "Normas de Operación, Intermediación y Control del sistema Financiero y Mercado de Capitales, numeral "D", Operaciones con productos Derivados en moneda nacional, Banco Central de Chile.

Colombia: Circular Reglamentaria Externa-DODM-144, Banco Central de Colombia.

Perú: Circular N° 23- 2011 Banco Central de las Reservas del Perú.

entidades son similares y se basan principalmente en regular el mercado cambiario formal, preservar la estabilidad monetaria, administrar las reservas internacionales, informar sobre las finanzas nacionales, entre otros. En cuanto a IFD, los Bancos Centrales regulan los contratos autorizados a los Bancos, los procedimientos que se deben aplicar y también el suministro de información que deben reportar⁸⁴.

En cuanto a la regulación de estas entidades sobre el uso de IFD encontramos:

- Tipos de Contratos: En Chile se autorizan a las entidades del mercado cambiario formal⁸⁵, a realizar operaciones con IFD, tales como Futuros, Forwards, Opciones y Swaps, siempre que, se trate de contratos realizados por entidades del mercado cambiario formal (residentes en el país), en el caso de operaciones realizadas con personas domiciliadas o residentes en el exterior (agentes del exterior), se permiten los contratos mencionados anteriormente más Derivados de crédito (Por ejemplo, Credit Default Swap), en el caso de Colombia se permite lo mismo que en Chile, no obstante existen mayores requisitos para las operaciones con agentes del exterior⁸⁶. Perú, por su parte, no detalla los tipos de IFD.
- Activos Subyacentes: Tanto en Chile como en Colombia, los activos subyacentes autorizados son similares, entre éstos encontramos moneda extranjera, moneda nacional⁸⁷, tasa de interés e índices accionarios. Colombia a diferencia de Chile posee mayores requisitos para operar con los diferentes subyacentes⁸⁸.

⁸³ En Chile, la entidad reguladora del mercado cambiario es el Banco Central de Chile, en Colombia, el Banco Central de Colombia y en Perú el Banco Central de la reserva del Perú.

⁸⁴ Numeral 1 "Origen", Asunto 6: Operaciones de Derivados, Circular Reglamentaria Externa DODM-144, Banco Central de Colombia, 2014.

⁸⁵ Entiéndase por Mercado Cambiario Formal: Bancos (obligatoriamente) y en forma voluntaria casas de cambio, corredoras de bolsa autorizadas, agentes de valores y sociedades anónimas (abiertas o cerradas), que acuerden en sus estatutos someterse a las normas que rigen a los participantes del mercado cambiario formal. (Fuente: Compendio de Normas Cambiarias Internacionales, capítulo IX "Operaciones con Instrumentos Financieros Derivados, Banco Central de Chile).

⁸⁶ La realización de operaciones entre residentes y agentes del exterior (se exige que realicen sus operaciones de manera profesional), exige además que hayan realizado operaciones en el año calendario anterior por un valor nominal superior a mil millones de dólares americanos. (Artículo n°42 "Autorización", Capítulo VIII "Operaciones con Derivados", Resolución n°08, 2000. Colombia; Numeral 3.2 "Credit Default Swaps Autorizados", Asunto 6: Operaciones de Derivados, Circular Reglamentaria Externa DODM-144, 2014, Colombia.)

⁸⁷ En el caso de Chile el activo subyacente "moneda" incluye tanto al peso chileno como a la unidad de fomento, cuando se trate de operaciones realizadas por entidades del mercado cambiario formal. (Compendio de Normas Cambiarias Internacionales, capítulo IX "Operaciones con Instrumentos Financieros Derivados, Banco Central de Chile).

⁸⁸ Para operar con instrumentos financieros Derivados cuyo activo subyacente sean monedas, Los requisitos para operar con instrumentos financieros Derivados aplican para monedas, estos no deben superar el monto de la operación original más el resultado neto de la operación de Derivados (Artículo n°47 "Limitación", Capítulo VIII "Operaciones con Derivados", Resolución n°08, Banco Central de Colombia, 2000). Asimismo las monedas autorizadas para negociar contratos de Derivados, son las monedas de reserva, monedas legales de Colombia, Venezuela y Ecuador y otras monedas extranjeras, cuya cotización se divulgue de manera general en sistemas de información internacionales como Reuters, Bloomberg y Telerate (Numeral 8 "Monedas subyacentes", Asunto 6: Operaciones de Derivados, Circular Reglamentaria Externa DODM-144, Banco Central de Colombia, 2014).

- **Información:** Tanto Chile, como Colombia y Perú, exigen la entrega de información sobre las operaciones con IFD a las entidades del mercado cambiario formal, la diferencia radica en la frecuencia con la que se debe hacer, mientras que en Perú la entrega de información es semanal⁸⁹, en Chile y Colombia se debe informar al día hábil siguiente de realizada la operación⁹⁰, más aún cuando el contrato origina la adquisición de un activo, o pasivo con el exterior, pagadero en moneda extranjera⁹¹. El Medio de información corresponde a un formulario estipulado por cada uno de los Bancos Centrales.

REGULACIÓN CONTABLE⁹²

La regulación contable, está normada por distintas entidades en cada uno de los países de análisis, mientras que en Chile es tarea del Colegio de Contadores, en Colombia, le corresponde a la Superintendencia Financiera y en Perú, a la Superintendencia de Banca Seguros y AFP. El objetivo de estas entidades es informar y regular la contabilidad de los IFD, no obstante, estas regulaciones son bastante similares, dado que todos los países de análisis, se basan en las Normas Internacionales de Contabilidad, específicamente la NIC N°39, la cual se refiere, entre otros, a la contabilización de IFD.

1. **Contratos de cobertura de Valor Razonable:** Hace referencia a contratos que buscan proteger partidas actuales, que están expuestas a riesgos (comprobables). En los 3 países existe una simetría en cuanto a la contabilización en este tipo de contratos. Chile y el resto de los países en cuestión, exigen a través de la regulación contable, reconocer contablemente las diferencias que pueda ir teniendo la valuación del valor justo de la partida protegida y el IFD.

Los 3 países detallan en sus normas contables cómo deben ser tratados y registrados los resultados netos. Tanto en Chile, como en Colombia y Perú, las ganancias o pérdidas (cambios) que surjan al valorar los IFD que han sido designados como cobertura de valor razonable, se registran en los resultados

⁸⁹ Artículo N° 3 "Información Adicional", Circular N° 23, 2011, Banco Central de las Reservas del Perú.

⁹⁰ Numeral 7 "Horarios y Envío de Información", Asunto 6: Operaciones de Derivados, Circular Reglamentaria Externa DODM-144, 2014, Colombia.

⁹¹ Compendio de Normas Financieras Capítulo III "Normas de Operación, Intermediación y Control del sistema Financiero y Mercado de Capitales numeral "D", Operaciones con productos Derivados en moneda nacional, Banco Central de Chile.

⁹² Fuente; La información extraída para realizar el análisis comparativo entre los tres países se encuentra en: Chile: Boletín Técnico N°57 de Colegio de Contadores de Chile

Colombia: Capítulo 18, Circular Básica Contable y Financiera. Superintendencia Financiera de Colombia.

Perú: Artículo N°16, Contabilidad de Cobertura de Valor razonable y 17 Contabilidad de cobertura de flujos de efectivo. Reglamento para la negociación y contabilización de productos financiero Derivados en las empresas del sistema financiero. Superintendencia de Banca, Seguro y AFP Perú.

del ejercicio, junto con cualquier cambio en el valor razonable del activo o del pasivo atribuible al riesgo cubierto.

2. **Contratos de Flujos de Efectivo:** Hace referencia a contratos que buscan proteger partidas futuras, flujos de caja originados por transacciones planeadas y que de alguna forma se podrían ver afectados por riesgos. Para este tipo de contratos también existe simetría en las normas de contabilización. Una cobertura contable de flujos de efectivo debidamente designada y documentada se contabilizará de la siguiente manera:

- La parte de la pérdida o ganancia del instrumento de cobertura que se haya determinado como cobertura eficaz, se reconocerá directamente en el patrimonio neto.
- Cualquier pérdida o ganancia restante del instrumento de cobertura o componente designado del mismo (que no constituya una cobertura eficaz), se reconocerá en el resultado del ejercicio. Lo mismo ocurre cuando un instrumento de cobertura expira o se vende, o deja de cumplir con los criterios para ser reconocido a través del tratamiento contable de coberturas, en este caso, la ganancia o pérdida acumulada en el patrimonio se transfiere inmediatamente al estado de resultados.

3. **Contratos de inversión:** Estos contratos tienen un fin especulativo, vale decir, el objetivo es obtener utilidades gestionando los riesgos o fluctuaciones del mercado a favor del inversionista. Nuevamente encontramos similitudes en las obligaciones que tienen quienes utilicen IFD, independiente de la posición tomada, en las tres economías, el tratamiento contable es similar, esto se debe a que todas tienen como base la NIC 39.

La medición de un IFD con fines de inversión, se realiza a su valor justo, cualquier cambio en este valor debe reconocerse en el resultado del periodo en que se originó dicho cambio. En Colombia se especifica además, que los contratos con fines de especulación se deben contabilizar inicialmente a su valor justo en el Balance, no obstante, los cambios en dicho valor justo deben registrarse en el Estado de resultados, en la respectiva cuenta de ingresos o egresos.

Es importante mencionar que tanto en Chile, como en Colombia y Perú, el lanzamiento o emisión de Opciones, es considerado siempre un contrato de con fines de inversión.

4. **Cobertura de Inversiones en el Exterior:** Las coberturas de una inversión en un negocio en el extranjero, se contabilizarán de manera similar a las

coberturas de flujo de efectivo. La parte eficaz del instrumento se contabiliza en patrimonio y la parte ineficaz en el resultado del ejercicio. Las ganancias o pérdidas reconocidas inicialmente en el patrimonio, se transfieren al estado de resultados cuando la operación en el exterior se vende o se le da parcialmente de baja. En el caso de Colombia, la ganancia o pérdida debe ser reconocida en el estado de resultados y la diferencia deberá registrarse en la cuenta patrimonial con el signo correspondiente.

La NIC N°39, ha sufrido modificaciones como consecuencia de los cambios en la economía mundial, posterior a la crisis Subprime, tal como se mencionó en el capítulo anterior, se implementaron ciertas medidas con el fin de mejorar las condiciones del mercado OTC de Derivados en el mundo, una de estas medidas fue la introducción de cámaras de compensación, razón por la cual la NIC N°39, ha incorporado, determinaciones referidas a la novación de Derivados⁹³.

Estas modificaciones, permiten la continuación de la contabilidad de cobertura cuando un Derivado es novado a una contraparte central, siempre que se cumplan ciertas condiciones. En Chile, el 90% de las empresas (entrevistadas en capítulo IV) declaran, que estas modificaciones no alteran mayormente sus decisiones y tampoco afectan la forma de llevar su contabilidad, esto se debe a que la gran mayoría de las transacciones chilenas en Derivados se hace en el mercado nacional, y a la fecha aún no se implementa la cámara de compensación.

REGULACIÓN TRIBUTARIA⁹⁴

La regulación tributaria, está normada, regulada y fiscalizada, por distintas entidades en cada uno de los países de análisis. En Chile, la entidad encargada de supervisar el tratamiento tributario, es el Servicio de Impuestos Internos, en Colombia, ésta tarea le corresponde a la Superintendencia Financiera, y en Perú, a la Superintendencia de Aduanas y Administración tributaria. En cuanto a la regulación de éstas entidades sobre el uso de IFD encontramos:

- **Rentas afectas a Impuesto:** Se consideran rentas afectas a impuesto aquellas percibidas o devengadas por contribuyentes domiciliados o residentes en el

⁹³ La novación es un evento donde las partes de un Derivado acuerdan que una contraparte de compensación reemplaza a su contraparte original para convertirse en la nueva contraparte para cada una de las partes. Disponible en http://www.mef.gob.pe/contenidos/contra_public/con_nor_co/no_oficializ/NIC39_nooficializa.

⁹⁴ Fuente: La normativa legal vigente para el régimen tributario en los países se encuentra en: Chile: Ley N°20.544, "Regula el tratamiento tributario de Instrumentos Financieros Derivados", Ministerio de Hacienda y Resolución 115, "Establece obligación de acreditar parámetros de mercado a contribuyentes que celebren contratos de Derivados de aquellos definidos en el artículo 2° de la Ley N° 20.544 de 2011, con entidades relacionadas", Octubre, 2012.

Colombia: Decreto 1514 de 1998, Decreto 1737 de 1999 y Decreto 1797 de 2008; Superintendencia Financiera, Colombia.

Perú: Ley de impuesto a la Renta, Superintendencia Nacional de Aduanas y administración tributaria, Perú.

país de análisis. En Perú a diferencia de Chile se consideran renta, además los resultados obtenidos por sujetos no domiciliados cuyo activo subyacente esté referido al tipo de cambio nacional con respecto a otra moneda extranjera⁹⁵, en Chile estas rentas no están afectas a impuesto⁹⁶.

- **Ingresos:** En los tres países cualquier ingreso o ganancia que se genere por concepto de operaciones con IFD, constituye renta gravada. No obstante la forma de reconocer esos ingresos varía según el país:
 - Chile: Los ingresos provenientes de contratos Derivados deben reconocerse sobre base percibida. En caso de efectuarse la cesión o liquidación con posterioridad al cierre de un año comercial, los resultados deberán considerarse como utilidad o pérdida del ejercicio en que se efectuó dicha liquidación o cesión.
 - Colombia: Los ingresos generados por contratos Derivados se entienden percibidos al momento del vencimiento de cada contrato⁹⁷, y se tratan dependiendo si se entregó o no el subyacente. Si se entregó el subyacente, se aplica el tratamiento tributario que le corresponda según el activo, si éste es dinero, el ingreso tributario es la utilidad neta derivada de la operación que se liquide al vencimiento del contrato. Si no se entregó el subyacente, constituye ingreso tributario la diferencia entre el precio definido en un contrato de Derivados y el valor de mercado del mismo al fin de éste⁹⁸.
 - Perú: Las rentas y pérdidas en el caso de IFD, se consideran devengadas cuando se entrega físicamente el activo subyacente, se liquida en efectivo, al cierre de posiciones, abandono de la opción en la fecha en que la opción expira, se cede la posición contractual o si se cumple la fecha fijada en el contrato Swap para la realización de intercambio periódico de flujos financieros⁹⁹.
- **Tipo de Impuesto:** En Chile las ganancias provenientes de IFD se gravan con el impuesto de primera categoría, impuesto global complementario o adicional según corresponda, en Perú las rentas provenientes de Derivados se consideran como rentas de tercera categoría.
- **Deducciones:** En Perú no se permite la deducción de gastos y pérdidas, en la renta imponible de tercera categoría si el instrumento ha sido celebrado

⁹⁵ Artículo N°10, Capítulo II "Base Jurisdiccional del impuesto Ley de impuesto a la Renta, Superintendencia Nacional de Aduanas y administración tributaria, Perú", Modificado por el artículo N°3 LeyN°94922, 2009. Superintendencia del Mercado de Valores, Perú.

⁹⁶ Artículo 3, Ley N°20.544, "Regula el tratamiento tributario de Instrumentos Financieros Derivados", Ministerio de Hacienda.

⁹⁷ Artículo n°24, Capítulo V "De la Renta Bruta", Ley de impuesto a la Renta, Superintendencia Nacional de Aduanas y administración tributaria, Perú.

⁹⁸ Artículo N° 11 "Ingresos provenientes de contratos Forwards, Futuros y operaciones a plazo", Decreto 1514 de 1998, Colombia.

⁹⁹ Artículo n°57, Capítulo VIII "Del ejercicio gravable", Ley de impuesto a la Renta, Superintendencia Nacional de Aduanas y administración tributaria, Perú.

con residentes¹⁰⁰. En Chile ocurre lo mismo que en Perú, salvo en el caso de tomadores de Opciones que declaren rentas en primera categoría, si éstas no se ejercen ni se ceden los gastos de adquisición se pueden deducir de la renta líquida¹⁰¹, también permite deducir como gastos montos pagados al extranjero por concepto de haber celebrado el contrato con residentes en el extranjero¹⁰².

- Compensación de pérdidas: En Perú se permite a los contribuyentes compensar la pérdida neta de tercera categoría cuando se realicen operaciones en IFD¹⁰³. En el caso de Chile y Colombia no se especifica.
- Retenciones: En Colombia existe una retención en la fuente por impuesto a la renta, sobre los ingresos tributarios proveniente de contratos Derivados que se cumplan sin la entrega del activo subyacente¹⁰⁴. Esto no ocurre en Chile, ni en Perú.
- Exenciones de pago de impuestos:
 - o IVA: Las operaciones con IFD están exentas de pago de IVA, tanto en Chile como en Colombia, puesto que no existe un servicio que se esté entregando, si bien hay un contrato a través del cual se intercambian dos flujos determinados previamente, la inexistencia del servicio inhabilita cobrar este impuesto¹⁰⁵. No obstante, si se paga alguna comisión por servicios prestados a uno de los contratantes, se aplica IVA por dicha prestación¹⁰⁶.
- Pagos Provisionales Mensuales: En Chile los contribuyentes no se encuentran obligados a efectuar pagos provisionales mensuales por las rentas que se generen por concepto de Derivados¹⁰⁷.
- Contratos con partes relacionadas: En Chile se permite celebrar contratos de Derivados con partes relacionadas, siempre que se acredite que se realizó a precios normales de mercado¹⁰⁸.

¹⁰⁰ Artículo n°44, Capítulo VI “De la Renta Neta”, Ley de impuesto a la Renta, Superintendencia Nacional de Aduanas y administración tributaria, Perú.

¹⁰¹ Artículo 8, Ley N°20.544, “Regula el tratamiento tributario de Instrumentos Financieros Derivados”, Ministerio de Hacienda, Chile.

¹⁰² Artículo 6, Ley N°20.544, “Regula el tratamiento tributario de Instrumentos Financieros Derivados”, Ministerio de Hacienda, Chile.

¹⁰³ Las pérdidas se pueden compensar dependiendo del fin del instrumentos financiero Derivado, si corresponde a Instrumentos Financieros Derivados sin fines de cobertura se pueden compensar siempre y cuando se compensen con rentas netas de fuente peruana originadas por la contratación de Derivados que tengan el mismo fin y si corresponde a Instrumentos Financieros Derivados con fines de cobertura se pueden compensar contra rentas netas de segunda categoría en el caso de sujetos no domiciliados en el país, cuyas actividades estén relacionadas con Fondos Mutuos de Inversión, Fondos de Inversión, Patrimonios Fideicometidos, Fondos de pensiones y Fideicomisos Bancarios. Artículo n°50, Capítulo VI “De la Renta Neta”, Ley de impuesto a la Renta, Superintendencia Nacional de Aduanas y administración tributaria, Perú.)

¹⁰⁴ Artículo N° 12 “Retención en la fuente de contratos Futuros”, Decreto 1514 de 1998, Colombia. Modificado por, Artículo N°1 “Autorretención y retención en la fuente de ingresos tributarios provenientes de contratos Forwards, Futuros y operaciones a plazo de cumplimiento financiero”, Decreto N°1737 de 1999, Colombia.

¹⁰⁵ Zurita Salvador, Gómez Luis, “Normativa de los mercados Derivados en Chile”, Estudios Públicos, 2003.

¹⁰⁶ Decreto N°1514 de 1998 Superintendencia Financiera, Colombia.

¹⁰⁷ Artículo 15, Ley N°20.544, “Regula el tratamiento tributario de Instrumentos Financieros Derivados”, Ministerio de Hacienda, Chile.

- Información: En Chile se exige contar con un informe técnico que contenga la descripción detallada de la operación con Derivados y que demuestre que los precios de contratación corresponden a los de mercado, lo mismo ocurre en contratos con partes relacionadas.

OTRAS REGULACIONES

REGULACIÓN FONDOS DE PENSIONES Y CESANTÍA¹⁰⁹

La regulación de los fondos de pensiones se le atribuye a distintas entidades según el país de análisis, en Chile, la entidad reguladora corresponde a la Superintendencia de Pensiones y el Comité Técnico de Inversiones, en Colombia, a la Superintendencia Financiera y en Perú a la Superintendencia de Banca Seguros y AFP. Los objetivos de estas entidades son similares, se basan en la vigilancia y control del sistema de pensiones solidarias, administradas por administradoras privadas de fondos de pensiones (AFP) y administradoras de fondos de cesantía (AFC). Las disposiciones sobre IFD se encuentran contenidos en el régimen o política de inversión de los fondos de pensiones¹¹⁰, dentro de éstos encontramos:

- Tipos de Contratos autorizados: Tanto en Chile como en Colombia¹¹¹ se autoriza a los fondos de pensiones a elegir IFD, tanto con fines de cobertura como de inversión, siempre que estén asociados a instrumentos en los que el fondo tenga inversión, no obstante, el tipo de contrato varía; si bien se aceptan contratos tanto con fines de cobertura como de inversión para cualquier tipo de Derivado (Futuros, Forwards, Opciones y Swaps), los

¹⁰⁸ Artículo 11, Ley N°20.544, “Regula el tratamiento tributario de Instrumentos Financieros Derivados”, Ministerio de Hacienda, Chile.

¹⁰⁹ Fuente: La normativa legal vigente para Fondos de Pensiones en los países se encuentra en:

Chile: Régimen de Inversión de Fondos de Pensiones, Superintendencia de Pensiones, Chile.

Colombia: Título IV, Superintendencia Financiera, Colombia.

Perú: Texto único ordenado de la ley del sistema privado de administración de fondos de pensiones, Reglamento para la inversión de los fondos de pensiones en el exterior, Superintendencia de Banca Seguros y AFP, Perú.

¹¹⁰ El régimen de Inversión, entrega lineamientos generales de la elegibilidad de los instrumentos, límites estructurales para la inversión de los Fondos de Pensiones y límites respecto de emisores, su objetivo es propender a una adecuada diversificación de los Fondos. Entre las materias que obligatoriamente debe tratar el régimen, se encuentra la definición de operaciones con Instrumentos Financieros Derivados, éste puede establecer límites en función de ciertos parámetros tales como, los activos objetos involucrados, el valor de las operaciones, la inversión por contraparte, las primas cuando corresponda y la entrega en garantías. Fuente: Decreto Ley 3.500, artículo 45, inciso 21 N°8, Chile y Numeral 3.1.1 “Contenido Mínimo”, capítulo III “Políticas de inversión, asignación estratégica de activos y funciones de los comités de riesgos e inversiones”, Título IV, Superintendencia Financiera, Colombia.

¹¹¹La documentación necesaria incluye: (Numeral 6 “Instrumentos financieros Derivados con fines de cobertura, Capítulo XVIII “Instrumentos financieros Derivados y productos estructurados, Circular Externa N°100 de 1995, Circular Básica Contable y Financiera, Colombia):

a) La estrategia y el objetivo de la entidad respecto a la administración del riesgo, así como la justificación para llevar a cabo la operación.

b) La naturaleza del riesgo o de los riesgos específicos a cubrir.

c) La identificación de la posición primaria objeto de la cobertura; y

d) La identificación del instrumento financiero Derivado a ser utilizado para la cobertura.

contratos con fines de inversión poseen ciertas restricciones en Chile¹¹². En Colombia los contratos con fines de especulación son mucho más limitados que en Chile¹¹³ y en Perú, solo se permiten las operaciones con fines de cobertura¹¹⁴ y siempre que esta cobertura sea considerada como eficaz¹¹⁵.

- Activos Subyacentes: En Chile los activos subyacentes permitidos para fines de cobertura son monedas, acciones, tasas de interés o índices y para fines de inversión se agregan además los bonos. En Perú se permiten además commodities y cuotas de participación en fondos, no obstante, no se permiten tasas de interés¹¹⁶. En Colombia por su parte, no se determinan los subyacentes de los cuales se pueden realizar contratos de Futuros, Opciones y Swaps, no obstante, en el caso de Forwards, éstos están limitados a tasas de cambio, títulos de deuda, títulos participativos o tasas de interés¹¹⁷.
- Mercados permitidos: En todos los países de análisis, se permite realizar operaciones tanto en el mercado nacional como extranjero y bursátil como extrabursátil, en éste último, las entidades de contraparte deben estar autorizadas por la autoridad competente en cada país y cumplir con los requisitos establecidos en la política de inversión de cada fondo¹¹⁸, en Perú se exige además que los contratos Forwards y Swaps, deben tener como contraparte solo entidades bancarias que cumplan con ciertos requisitos¹¹⁹ y deben cotizar al menos con 3 instituciones financieras o broker dealers¹²⁰.

¹¹² Los tipos de contratos de Instrumentos Financieros Derivados, cuyo fin sea la inversión deben cumplir con ciertos requisitos: (i) Los contratos de Futuros y Opciones se pueden realizar siempre y cuando se efectúen en el mercado bursátil cuyas bolsas estén aprobadas por la comisión clasificadora de Riesgo.(ii) Los contratos de Forwards y Swaps se pueden realizar si sus contrapartes están aprobadas por la cámara de compensación y cuyos activos subyacentes sean solo monedas y tasas de interés, además deben contar con Información diaria de precios de mercado, a lo menos una valoración semanal en alguno de los sistemas Bloomberg, Thomson Reuters, bolsas de valores nacionales u otro que autorice la Superintendencia y contar con Información pública al menos semanal respecto de las variaciones de las opciones y precios de mercado de los activos objeto.

¹¹³ En Colombia se permiten la operaciones con fines de especulación siempre y cuando se den de dos formas, (i) Compra de opciones de compra o venta o estrategias que combinen ambas, y venta de opciones solo con fines de cerrar una operación de compra de opciones, (ii) Combinaciones de Derivados siempre que tengan el mismo subyacente y vencimiento.

¹¹⁴ Artículo n°25^a, Texto único ordenado de la ley del sistema privado de administración de fondos de pensiones, Perú.

¹¹⁵ Se entenderá que una cobertura es eficaz, cuando la ganancia o pérdida del instrumento Derivado a valor de mercado compense a la ganancia o pérdida de la posición cubierta a valor de mercado con una razón de cobertura que oscile en un rango de entre 80% y 125%. (Artículo n°53M, "Eficacia de la cobertura del instrumento Derivado, Resolución n°053-98, Superintendencia de Bancas, Seguros y AFP, Perú).

¹¹⁶ Artículo n°48 "Rendimiento. Requerimientos", Resolución n°053-98, Superintendencia de Bancas, Seguros y AFP, Perú.

¹¹⁷ Sección N° 5 "Tipo de Instrumentos Financieros Derivados y productos estructurados", Capítulo XVIII "Instrumentos Financieros Derivados y productos estructurados", Circular Básica Contable y Financiera, Superintendencia Financiera, Colombia.

¹¹⁸ Numeral 4.3 "Operaciones con instrumentos financieros Derivados", Capítulo VIII "Disposiciones relativas al régimen de inversiones de los fondos de pensiones de jubilación e invalidez voluntarios", Título IV, Superintendencia Financiera, Colombia.

¹¹⁹ Las contrapartes deben cumplir con los siguientes requisitos: deben poseer, para sus títulos de deuda de largo plazo, una clasificación de riesgo equivalente no menor a "AA" y para sus instrumentos de corto plazo una clasificación de riesgo no menor a "CP-1", conforme a las equivalencias de clasificación de riesgo establecidas en el Título X del Compendio de Normas del SPP. Artículo n°53H "Instrumentos elegibles", Subcapítulo XI "Instrumentos Financieros Derivados u operaciones de cobertura de riesgo en las carteras administradas", Resolución n°053-98, Superintendencia de Bancas, Seguros y AFP, Perú.

¹²⁰ Artículo n°53J "Instrumentos elegibles", Subcapítulo XI "Instrumentos Financieros Derivados u operaciones de cobertura de riesgo en las carteras administradas", Resolución n°053-98, Superintendencia de Bancas, Seguros y AFP, Perú.

- **Gestión de Riesgo:** Se exige a las administradoras, contar con políticas formales documentadas y estructuradas en materia de inversión que se refieran a operaciones con IFD, asimismo la exposición al riesgo asumida en las estrategias con Derivados, debe estar alineadas con las características del tipo de fondo ¹²¹, esto es similar en cada uno de los países.
- **Información:** Las administradoras de fondos de pensiones y cesantía, deben mantener a disposición de sus entes reguladores, información que respalde las operaciones con IFD, la entrega del informe es mensual; tiempo que coincide en cada uno de los países.
- **Límites de Inversión:** Varían de un país a otro, tanto en porcentajes permitidos como en normativa, mientras que Perú y Chile, mantienen los límites máximos establecidos, Colombia no los determina. El siguiente cuadro contiene la comparación entre los distintos países¹²².

Comparación de Límites de inversión de Fondos de Pensiones

MERCADO	INSTRUMENTOS	CHILE	COLOMBIA	PERÚ
Mercado Nacional	Operaciones con instrumentos financieros derivados	3% Fondo A,B,C,D,y E	Están determinadas por las pólizas de inversión de cada fondo, no obstante no pueden exceder el 100% de la posición descubierta del fondo, en el caso de derivados con fines de especulación	Fondo 1"Preservación de Capital" 10% Fondo 2 "Mixto" 10% Fondo 3"Apreciación del capital" 20% No se aceptan operaciones con fines de inversión o especulación
	Margenes o garantías entregados a contrapartes perteneciente al mercado	2% Fondo A,B,C,D,y E		Fondo 1"Preservación de Capital" 10% Fondo 2 "Mixto" 10% Fondo 3"Apreciación del capital" 20%
Mercado Extranjero	Operaciones con instrumentos financieros derivados	3% Fondo A,B,C,D,y E	Están determinadas por las pólizas de inversión de cada fondo, no obstante no pueden exceder el 100% de la posición descubierta del fondo, en el caso de derivados con fines de especulación	Fondo 1"Preservación de Capital" 5% Fondo 2 "Mixto" 5% Fondo 3"Apreciación del capital" 8% No se aceptan operaciones con fines de inversión o especulación
	Margenes o garantías entregados a contrapartes perteneciente al mercado	2% Fondo A,B,C,D,y E		Fondo 1"Preservación de Capital" 5% Fondo 2 "Mixto" 5% Fondo 3"Apreciación del capital" 8%

Observación: Límites Máximos medidos en función del valor de cada fondo
Fuente: Elaboración Propia

En Chile además se imponen otros límites, entre los que encontramos:

- o Las operaciones con IFD medidos en función de la valoración del activo subyacente, no pueden exceder el 3% del valor del fondo.

¹²¹ Artículo n°53K "Instrumentos elegibles", Subcapítulo XI "Instrumentos Financieros Derivados u operaciones de cobertura de riesgo en las carteras administradas", Resolución n°053-98, Superintendencia de Bancas, Seguros y AFP, Perú.

¹²² La información contenida en el cuadro se encuentra en:

Chile: Régimen de Inversión de Fondos de Pensiones, Superintendencia de Pensiones, Chile.

Colombia: Numeral 4.1, Sección 4 "Operaciones con instrumentos financieros Derivados", Capítulo VIII "Disposiciones relativas al régimen de inversiones de los fondos de pensiones de jubilación e invalidez voluntarios", Título IV, Superintendencia Financiera, Colombia, Numeral 4.2 "Operaciones con instrumentos financieros Derivados", Capítulo VIII "Disposiciones relativas al régimen de inversiones de los fondos de pensiones de jubilación e invalidez voluntarios", Título IV, Superintendencia Financiera, Colombia y Numeral 3 "Operaciones con instrumentos financieros Derivados" capítulo IX "Disposiciones relativas al régimen de inversiones de los fondos de cesantía", Título IV, Superintendencia Financiera, Colombia.

Perú: Artículo n°25b, Texto único ordenado de la ley del sistema privado de administración de fondos de pensiones, Artículo n°13, Reglamento para la inversión de los fondos de pensiones en el exterior, Superintendencia de Banca, Seguros y AFP, Artículo n°16, Reglamento para la inversión de los fondos de pensiones en el exterior, Superintendencia de Banca, Seguros y AFP.

- Las operaciones en IFD emitidos por un mismo Banco, institución financiera, o garantizada por éstos, no puede exceder 11% del valor total del fondo.
- Excesos en Límites de Inversión: En el caso de Chile los excesos o déficits en los límites de inversión, generados por contratos de Derivados deben eliminarse dentro de 90 días desde que se produjo, para el caso de contratos con fines de cobertura; para contratos con fines de inversión, éstos se deben eliminar dentro de un mes desde que se registró el exceso, en el caso de Colombia éstos excesos involuntarios ya sea por concepto de valorización o desvalorización se pueden mantener hasta un máximo de 2 años¹²³. Si los límites se exceden de forma voluntaria se deben eliminar dentro de 90 días.

REGULACIÓN BANCARIA¹²⁴

La regulación bancaria, está normada por las disposiciones impuestas por la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras en el caso de Chile, por la Superintendencia Financiera en el caso de Colombia y por la Superintendencia de Banca Seguros y AFP en el caso de Perú. El principal objetivo de estas entidades es velar por el buen funcionamiento del sistema financiero¹²⁵, estableciendo un marco de regulación y supervisión. Entre las disposiciones que norman estas entidades y el uso de IFD encontramos:

- Tipos de Contrato: Se autoriza a las empresas bancarias, tanto en Chile¹²⁶ como en Perú¹²⁷ y Colombia¹²⁸ a realizar operaciones con IFD, tales como Futuros, Opciones, Swaps, Forwards u otros contratos Derivados, conforme lo permita la autoridad correspondiente en cada país¹²⁹. En Chile, además se determinan los subyacentes, sobre los cuales se puede operar; en contratos

¹²³ Numeral 6, “Excesos en las inversiones y en los límites de los instrumentos financieros Derivados”, Capítulo VIII “Disposiciones relativas al régimen de inversiones de los fondos de pensiones de jubilación e invalidez voluntarios”, Título IV, Superintendencia Financiera. Colombia.

¹²⁴ Fuente: La normativa legal vigente para Bancos en los países se encuentra en:

Chile: Compendio de Normas Financieras Capítulo III “Normas de Operación, Intermediación y Control del sistema Financiero y Mercado de Capitales numeral “D” Operaciones con productos Derivados en moneda nacional, Banco Central de Chile; Ley General de Bancos, y Recopilación de Normas actualizadas, Superintendencia de Bancos e Instituciones financieras.

Colombia: Capítulo XVIII, Instrumentos Financieros Derivados y productos estructurados, Circular Básica Contable y Financiera, Superintendencia Financiera de Colombia, Colombia.

Perú: Ley N°26.702, Ley general del sistema financiero y del sistema de seguros y orgánica del sistema financiero y del sistema de seguros y Reglamento para la gestión del riesgo de mercado de las empresas del sistema financiero

¹²⁵ Compendio de Normas Financieras Capítulo III “Normas de operación, intermediación y control del sistema financiero y mercado de capitales, Numeral D: Operaciones con productos Derivados en moneda nacional, Banco Central de Chile.

¹²⁶ Título VIII “Operaciones de los Bancos”, artículo 69, Ley General de Bancos, Chile.

¹²⁷ Artículo N° 221, N°16, Ley N°26.702, Ley general del sistema financiero y del sistema de seguros y orgánica del sistema financiero y del sistema de seguros, Perú.

¹²⁸ Sección N° 5 “Tipo de Instrumentos Financieros Derivados y productos estructurados”, Capítulo XVIII “Instrumentos Financieros Derivados y productos estructurados”, Circular Básica Contable y Financiera, Superintendencia Financiera de Colombia, Colombia.

¹²⁹ Artículo N° 221, N°44, Ley N°26.702, Ley general del sistema financiero y del sistema de seguros y orgánica del sistema financiero y del sistema de seguros, Perú.

de Futuros, Forwards y Opciones, se permiten monedas, unidades de reajustabilidad autorizadas, tasas de interés e instrumentos de renta fija; en contratos Swaps, monedas y tasas. En ningún caso las empresas bancarias chilenas, pueden efectuar contratos Derivados sobre acciones o índices que consideren precios accionarios¹³⁰. En Colombia por su parte, no se determinan los subyacentes sobre los cuales se pueden realizar contratos de Futuros, Opciones y Swaps, no obstante en el caso de Forwards éstos están limitados a tasas de cambio, títulos de deuda, títulos participativos, o tasas de interés¹³¹. En Perú, no se tiene información.

- Gestión de Riesgos: La política de administración riesgos de mercados de los Bancos deben incluir, estrategias que se utilizarán en Derivados¹³², ésta es una característica común tanto en Chile como en Perú¹³³ y Colombia.
- Valor Razonable: En cuanto al valor razonable de los IFD¹³⁴, los Bancos deben tener políticas y procedimientos previamente documentados para la valoración permanente de todos los instrumentos financieros constitutivos de posiciones que deban ser valoradas a su valor razonable¹³⁵, ésta es una característica similar tanto en Chile como en Perú¹³⁶. No obstante en el caso de Chile la medición debe ser diaria¹³⁷.
- Límites de Inversión: En Perú las operaciones con productos financieros Derivados tienen un límite máximo de 10% del patrimonio efectivo de la entidad bancaria¹³⁸. En cuanto a la posición neta en productos Derivados de

¹³⁰Las operaciones de cobertura de tasas de interés y de precios de instrumentos de renta fija, podrán efectuarse sobre las tasas de los pagarés del Banco Central de Chile, tasas interbancarias, TIP, TAB, Libo, Prime y tasas de los bonos y letras de crédito, informadas en bolsa, y precios de los instrumentos de renta fija informados en bolsa o en las licitaciones que efectúe el Banco Central de Chile. Las operaciones con Derivados sobre instrumentos de renta fija solo podrán efectuarse sobre instrumentos emitidos por el Banco central, bonos y letras de crédito, emitidas por Bancos establecidos en el país, pagadera en moneda nacional y bonos emitidos por la tesorería General de la República. Fuente: Compendio de Normas Financieras Capítulo III "Normas de Operación, Intermediación y Control del sistema Financiero y Mercado de Capitales numeral "D" Operaciones con productos Derivados en moneda nacional, Banco Central de Chile.

¹³¹ Sección N° 5 "Tipo de Instrumentos Financieros Derivados y productos estructurados", Capítulo XVIII "Instrumentos Financieros Derivados y productos estructurados", Circular Básica Contable y Financiera, Superintendencia Financiera de Colombia, Colombia.

¹³² "Clasificación de Gestión y Solvencia", capítulo 1.13, Recopilación de Normas actualizadas, SBIF.

¹³³ Artículo n°9, Capítulo II "Requerimientos de Gestión y Operativos", Sub capítulo I "Requerimientos mínimos para la gestión del riesgo de mercado", Reglamento para la gestión del riesgo de mercado de las empresas del sistema financiero, Perú.

¹³⁴ Entiéndase como valor razonable (fair value), el precio que alcanzaría un instrumento financiero, en un determinado momento, en una transacción libre y voluntaria entre partes interesadas, debidamente informadas e independientes entre sí. Por lo tanto, el valor razonable de un instrumento financiero debe estar debidamente fundado y reflejar el valor que la entidad recibiría o pagaría al transarlo en el mercado, sin incluir los costos de venta o transferencia.

¹³⁵ "Políticas para la valoración de instrumentos financieros al valor razonable", Capítulo 7.12 "Valor razonable de instrumentos financieros", Recopilación de Normas actualizadas, SBIF.

¹³⁶ Artículo n°13, Capítulo II "Requerimientos de Gestión y Operativos", Sub capítulo I "Requerimientos mínimos para la gestión del riesgo de mercado", Reglamento para la gestión del riesgo de mercado de las empresas del sistema financiero.

¹³⁷ "Criterios generales para calcular el valor razonable", Capítulo 7.12 "Valor razonable de instrumentos financieros", Recopilación de Normas actualizadas, Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras. Chile.

¹³⁸ Artículo N° 200, Ley N°26.702, Ley general del sistema financiero y del sistema de seguros y orgánica del sistema financiero y del sistema de seguros, Perú.

moneda extranjera, el límite máximo es de 20% del patrimonio efectivo¹³⁹. Además la unidad de Riesgos de Mercado de cada empresa debe establecer límites internos a las posiciones brutas en Derivados por tipo de instrumento¹⁴⁰, así como también determinar su valor razonable¹⁴¹.

CAPITULO IV

USO EMPRESARIAL DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS DERIVADOS EN CHILE

¹³⁹ Para el cálculo de este límite deberá emplearse (i) el último patrimonio efectivo remitido por la empresa y (ii) solo los contratos que involucren alguna moneda extranjera y moneda nacional. Asimismo, en el cálculo no se incluirán las posiciones de compra a futuro de moneda extranjera ni las posiciones de venta a futuro de moneda extranjera que se registran producto de la realización de operaciones de reporte y pactos de recompra que representen una transferencia de propiedad. (Artículo n° 54, "Limite a la posición neta en productos financieros Derivados en moneda extranjera", Reglamento para la gestión del riesgo de Mercado de las empresas del sistema de mercado, Re publicación, Lima, Perú, 2012.)

¹⁴⁰ Artículo n°10, Capítulo II "Requerimientos de Gestión y Operativos", Sub capítulo I "Requerimientos mínimos para la gestión del riesgo de mercado", Reglamento para la gestión del riesgo de mercado de las empresas del sistema financiero, Perú.

¹⁴¹ Artículo n°13, Capítulo II "Requerimientos de Gestión y Operativos", Sub capítulo I "Requerimientos mínimos para la gestión del riesgo de mercado", Reglamento para la gestión del riesgo de mercado de las empresas del sistema financiero, Perú.

USO CORPORATIVO DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS DERIVADOS

El uso de IFD, se ha intensificado en el mundo luego de la crisis Subprime, ésta dio a conocer la necesidad de administrar los distintos riesgos en las empresas, poniendo especial énfasis en la gestión del riesgo de mercado, es por esta razón que el uso de IFD ha aumentado en Chile. Este aumento si bien no ha sido parejo según las distintas industrias, sí es posible identificar una tendencia al alza.

El presente capítulo tiene como objetivo, dar a conocer el uso de IFD por parte de empresas chilenas y extranjeras, pero con operaciones en el país.

La información que se presenta a continuación, fue obtenida mediante entrevistas en profundidad con ejecutivos de distintas empresas, pertenecientes a distintos rubros de operación.

Selección de Empresas

Las corporaciones seleccionadas corresponden a una muestra de 31 empresas de distintos sectores del PIB. El muestreo se realizó por conveniencia, de acuerdo a las características de la investigación y a los alcances de los autores. Se optó por diversificar los sujetos de estudio para tener una aproximación a la tendencia de uso por cada sector.

Mencionado lo anterior las empresas estudiadas son:

- IGM Global Markets.
- Industrial de Limache.
- Aerzen Chile.
- Transelec.
- Empresa Portuaria de Valparaíso.
- PMC Ltda.
- Asmar.
- Porsche Holding.
- Cuprum.
- Grupo Gasco.
- IMT Exploraciones.
- PWC Price Waterhouse Cooper.

- Compañía de Aceros del Pacifico CAP.
- Compañía Sudamericana de Vapores.
- Terminal Portuario TPS.
- Banco Ripley.
- L’Oreal.
- Incobel.
- Wienecke Camping.
- Gestión Aitue.
- Banco Penta.
- IST Instituto de Seguridad del Trabajo.
- Santander.
- Mar del Sur.
- Rafael Burgos S.A.
- Electrolux Chile.
- MV Servicios.
- Crecer Factoring.
- Deloitte.
- SAAM.
- Socovesa

Rubros de Operación

Las empresas seleccionadas pertenecen a distintos sectores de la economía chilena, a modo de poder agrupar y extrapolar los resultados a la situación chilena actual, es que se clasifican estas empresas, según los sectores económicos determinados por el Banco Central de Chile¹⁴².

APORTE AL PIB POR SECTOR AL 2013

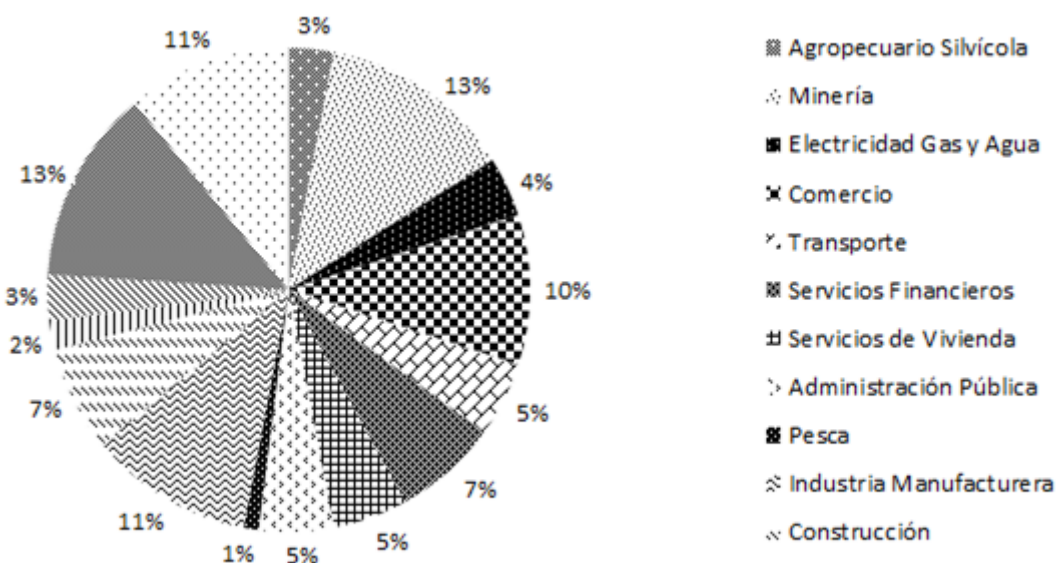


Gráfico de Elaboración Propia

Las entrevistas a las cuales se tuvo acceso, abarcan el 84% de los rubros del PIB, por motivos de alcance, no se incluyen dentro del análisis, los sectores Agropecuarios y Silvícola, Pesca, Restaurante y Hoteles, Administración Pública y Servicios de vivienda (los que representan 16% PIB). Además se clasificó a las empresas según su tamaño en empresas, grandes, medianas y pequeñas de acuerdo al volumen de ventas. La distribución se puede apreciar en el siguiente cuadro.

CUADRO DE DISTRIBUCIÓN DE EMPRESAS POR SECTOR Y TAMAÑO

SECTOR	COMERCIO	COMUNICACIONES	CONSTRUCCION	ELECTRICIDAD GAS Y AGUA	INDUSTRIA MANUFACTURERA
Empresas Grandes	EPV Loreal TPS PMC Ltda.		Socovesa	Transec Gasco	Electrolux Asmar
Empresas Medianas	Mar del Sur Porsche Holding AERZEN Chile		Gestión Alue		Wienecke Camping Industrial de Limache
Empresas Pequeñas	Rafael Burgos	MV Servicios	Incobel		
SECTOR	MINERÍA	SERVICIOS EMPRESARIALES	SERVICIOS FINANCIEROS	SERVICIOS PERSONALES	TRANSPORTE
Empresas Grandes	CAP IMT exploraciones	Deloitte PWC	Banco Penta Banco Ripley CUPRUM Santander	IST	SAAM CSAV
Empresas Medianas			IGM Global Market		
Empresas Pequeñas		Creer Factoring			

Cuadro de Elaboración Propia

Fuente: Distribución de empresas según Volumen de Ventas en base a criterio

¹⁴² Traub Ramos, Alfonso José. 2014. Análisis Macrosectorial, PIB 201 3y Agricultura. ODEPA, fuente Banco Central de Chile. Santiago de Chile.

Resultados de Aplicación Entrevista

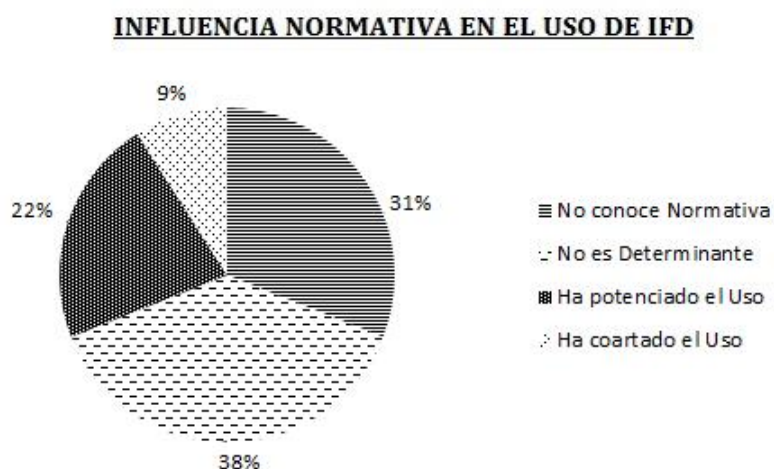
A continuación, se presentan los resultados obtenidos a partir de las entrevistas realizadas, los cuales se organizan según su relación con los objetivos:

OBJETIVO 1: Determinar el impacto del marco regulatorio chileno vigente a 2014 sobre uso empresarial de IFD.

Esta primera parte del análisis, busca a través de los resultados obtenidos en las encuestas, responder a la inquietud más importante de esta memoria. En base a la opinión de los distintos ejecutivos y empresarios entrevistados, se procede a mostrar las estadísticas y resultados obtenidos, para clarificar el rol del marco regulatorio en el uso de IFD en Chile.

El resultado se muestra a continuación, sin embargo éste se complementará con los resultados obtenidos en el análisis de normativas, realizado en el capítulo anterior, arrojando conclusiones que se visualizarán en el capítulo V.

El siguiente gráfico muestra la influencia que ha tenido el marco regulatorio chileno vigente a 2014, en el uso empresarial de IFD.



Influencia de la Normativa	Porcentaje	Sectores
No Conoce Normativa	31%	Comercio y Manufactura
No es determinante	38%	Comercio y Servicios Financieros
Ha potenciado el Uso	22%	Manufactura
Ha coartado el Uso	9%	Servicios Financieros - Servicios Empresariales - Transporte

Gráfico y Cuadro de Elaboración Propia.
Fuente: Entrevistas.

Un 38% de la muestra menciona que la normativa actual que rige a los IFD, no ha sido determinante. Declaran que han observado cambios y falencias, pero esto no ha afectado su uso. No obstante, sí creen que requiere mejoras, y esto daría paso a una mayor competencia y mejores oportunidades para todo tipo de empresas.

Un 31% de las empresas entrevistadas, no conoce la normativa vigente que regula el uso de IFD, situación que no se escapa de la realidad que viven empresas

pequeñas y medianas, que ven muy distante la opción de usar IFD para cubrir sus riesgos, implicando una muy baja motivación por involucrarse con la normativa.

Un 22% de la muestra, declara que la normativa actual ha potenciado el uso de IFD, basándose principalmente en los cambios que ésta ha presentado posterior a la crisis Subprime. Si bien, ha habido cambios, todo ha sido en pos de mejorar, y se espera que Chile se siga actualizando y ampliando su normativa actual, dando paso a un espectro de instrumentos más atractivo y acordes a las necesidades de las empresas que operan en el país. *“En cuanto a la normativa, creo que esta sí ha apoyado la evolución de los instrumentos en Chile, no ha coartado el uso, nunca ha existido algún impedimento para tomar estos productos”*¹⁴³.

En paralelo, un 9% de la muestra, indicó que la actual normativa chilena, ha influido negativamente en el desarrollo del mercado de IFD, coartando el uso, y por ende, un mayor desarrollo. Mencionan que la actual normativa chilena no va acorde a la competencia, y ha presentado cambios tardíos. Recomiendan cambios proactivos, y adopción de modelos americanos y europeos para mejorar esta situación, implementando nuevas normativas que permitan el uso de Instrumentos nuevos y más sofisticados.

A pesar de no ser un porcentaje representativo de la muestra (representativo se considera sobre 50% de la muestra), es la opinión de empresas muy involucradas en este mercado, pertenecientes al rubro Servicios Financieros, Servicios Empresariales y Transporte.

Si bien, no se obtuvo un porcentaje clarificador (mayor al 50%), los autores opinan que la posibilidad de que la actual normativa coarte el uso de IFD, es baja. Si consideramos que un 38% no la considera determinante, y un 22% declara ver una influencia positiva de la normativa en el uso IFD, un 60% de la muestra no apoya la hipótesis de esta memoria, y un 31% no la conoce.

También se concluye que, a pesar de no haber una clara relación entre Normativa y Uso IFD, si hay oportunidades para que la normativa actual, abra paso a un mercado más desarrollado, y por ende, más competitivo. Esto dará paso al ingreso de nuevos productos que satisfagan las necesidades locales, que actualmente solo lo hacen los mercados internacionales. Algunos entrevistados mencionaron que los IFD disponibles en el mercado nacional, son básicos, y no pueden satisfacer las necesidades de toda la industria *“En relación al desarrollo chileno sobre IFD, hay muy poca competencia y muy poco desarrollo, sobre todo en el caso de la industria minera, no hay experiencia y no se ha hecho nada para llegar a este sector y ofrecer*

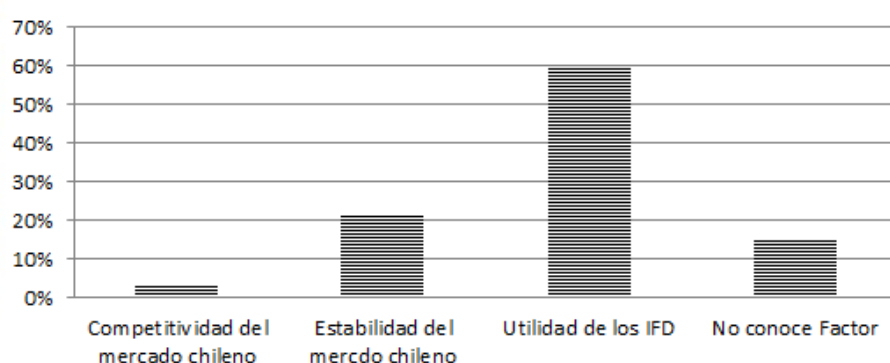
¹⁴³ Balbontin, Mauricio. Grupo Gasco. Entrevista Personal. 4 de Agosto de 2014.

productos que sean atractivos y convenientes”¹⁴⁴. Es por lo anterior que sectores como la minería, y agrarios, están obligados a establecer contratos en el mercado extranjero.

OBJETIVO 2: Determinar los factores que incentivan el uso de IFD en Chile.

El mercado chileno de IFD, ha evolucionado tanto en volumen de transacción, como en sofisticación de productos. Este crecimiento se ha dado tanto a nivel país, como de empresas, sustentado en distintos factores, los que se presenta en el siguiente gráfico.

FACTORES QUE INCENTIVAN EL USO DE IFD



Factores que estimulan	Porcentaje	Sectores
Competitividad del mercado chileno	3%	Comercio
Estabilidad del mercado chileno	22%	Manufacturero - Comercio - Servicios Financieros
Utilidad de los IFD	59%	Comercio - Servicios Empresariales - Servicios Financieros
No conoce Factor	16%	Comercio

Gráfico y Cuadro de Elaboración Propia
Fuente: Entrevistas

De la información del gráfico, podemos identificar que el 59% de las empresas entrevistadas, considera que es la utilidad de los instrumentos para la administración de riesgos de mercado, lo que incentiva el uso de los mismos en Chile. Los sectores que predominan en esta apreciación son Comercio, Servicios Empresariales y Servicios Financieros, con 21%, 16% y 16% respectivamente, el resto de las opiniones están bastante diversificadas en cuanto a sectores económicos.

El 22% considera que el factor que incentiva el uso de IFD, es la estabilidad del mercado financiero chileno. *“Chile está bastante avanzado y su economía es estable, por lo mismo ha proliferado y se ha impulsado el mercado de Derivados”*¹⁴⁵. Los sectores que predominan en esta apreciación son, Manufacturero, Comercio y Servicios Financieros. En general, el tipo de empresa que tiene esta apreciación, son

¹⁴⁴ Aspíllaga, Julia. IMT Exploraciones. Entrevista vía correo electrónico. 27 de Agosto de 2014.

¹⁴⁵ Santelices, Cristian. Electrolux. Entrevista vía correo electrónico. 2 de Septiembre de 2014.

empresas cuya área financiera, se encuentra más desarrollada¹⁴⁶ y cuyas decisiones de cobertura requieren de un amplio espectro de la situación económica actual del país, ya sea porque administran patrimonio de terceros, son empresas del estado o empresas cuyas políticas internas son conservadoras.

Un 16% de los entrevistados, desconoce los factores que incentivan el uso de IFD. En general el perfil de las empresas que no tienen información, coinciden con empresas que no utilizan IFD, ya sea porque no lo requieren o bien porque prefieren asumir la volatilidad de las variaciones de un subyacente.

El 3% de las empresas entrevistadas, considera que el factor que incentiva el uso, es la competencia que existe el mercado, referida principalmente a la cantidad de actores que existen actualmente y a la capacidad de negociación de precios por lo mismo. *“En cuanto al desarrollo del mercado chileno, éste ha tenido una buena evolución, el mercado actualmente es bastante competitivo lo que permite pelear precios entre los actores del mercado”*¹⁴⁷.

Las empresas cuya opinión es la competitividad del mercado, solo poseen cobertura de tipo de cambio mediante contratos Forwards, por lo mismo, en cuanto a competitividad, se entiende que se refiere principalmente a contratos de estas características.

OBJETIVO 3: Determinar los factores que impiden un mayor desarrollo del mercado de IFD.

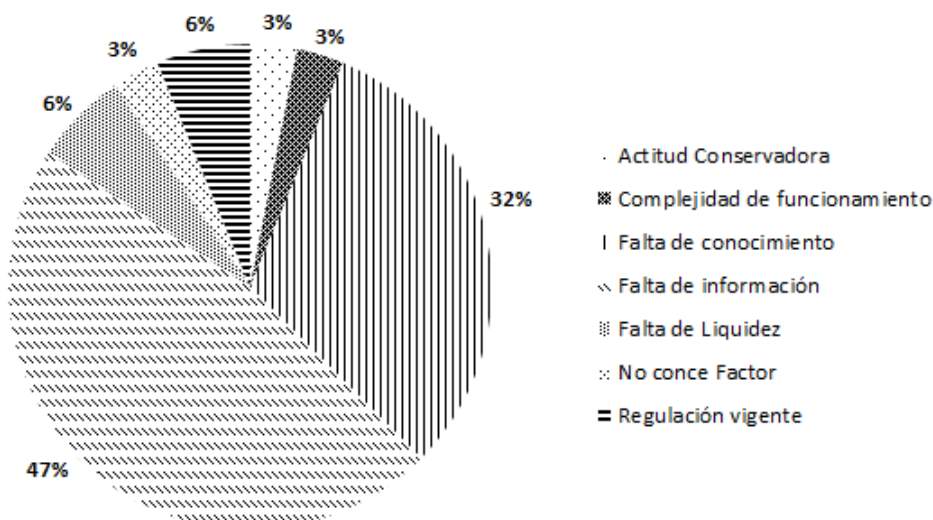
El mercado chileno de IFD, si bien ha evolucionado tanto en volumen de transacción como en sofisticación de productos, aún no alcanza niveles competitivos en relación a economías desarrolladas, esto sustentado en las características del mercado, principalmente relacionados con su tamaño. No obstante, a menor escala, también es posible identificar ciertos factores que coartan o inhiben un mayor desarrollo por parte de las empresas chilenas.

Los factores que coartan el uso de los IFD en Chile, dependen de las características de cada empresa. A continuación se presenta un gráfico explicativo de los factores que inhiben un mayor uso de IFD por parte de las empresas.

¹⁴⁶ Entiéndase por un mayor desarrollo del área de finanzas de una empresa, realizar actividades más allá de las actividades básicas de financiamiento o inversión. Por ejemplo, utilización de instrumentos y herramientas financieras de mayor sofisticación, etc.

¹⁴⁷ Muñoz, Carlos. Porsche Holding. Entrevista personal. 22 de Agosto de 2014. Santiago de Chile.

FACTORES QUE INHIBEN EL USO DE IFD



Factores que Coartan	Porcentaje	Sectores
Actitud Conservadora	3%	Transporte
Complejidad de funcionamiento	3%	Manufactura
Falta de conocimiento	31%	Servicios Financieros, Comercio, Construcción
Falta de información	47%	Comercio - Servicios Empresariales - Servicios Financieros
Falta de Liquidez	6%	Comercio y Minería
No conce Factor	3%	Comercio
Regulación vigente	6%	Servicios Personales y Servicios Financieros

Gráfico y Cuadro de Elaboración Propia.
Fuente: Entrevistas.

De la información de gráfico, es posible identificar que el 47% de la muestra, opina que el principal factor es la falta de información que existe en el mercado chileno sobre el uso y funcionamiento de estos instrumentos. El factor falta de información, incluye tanto la falta de material informativo, como la falta de difusión del mismo. En general los sectores más representativos de esta opinión son, Comercio, Servicios Financieros y Servicios Empresariales, con 33%, 13% y 13% respectivamente. El perfil de las empresas es distinto, y en general se incluyen empresas consultoras, constructoras, retail, de servicios, transporte, etc.

Los entrevistados plantean que la falta información afecta principalmente a las PYME, y que si bien existe información, lo que no hay es difusión. *“Hay falta de información en el mercado chileno acerca del uso de Derivados, en el caso de la empresas grandes no es problema puesto que los administradores conocen los productos, sin embargo en las PYME no ocurre lo mismo, falta difusión de la información para que puedan tener mayor incentivos a la hora de usar estos instrumentos”*¹⁴⁸.

El 31% de las empresas entrevistadas cree que el principal factor que coarta el uso de Derivados, es la falta de conocimiento más que la falta de información misma. Opinan que la información sí está disponible en el mercado y que lo que falta, es que el personal relacionado con el área financiera, la conozca y sepa cómo

¹⁴⁸ Parodi, Paula. L’Oreal Chile. Entrevista vía correo Electronico. 6 de Agosto de 2014. Santiago de Chile.

ocuparlos. *“Sí hay información disponible, el mercado es muy abierto en cuanto a la forma de operar, no obstante, ante una gran variedad de estos instrumentos no siempre se conocen los usos y operatorias de todos, pero en general la información sí está, eso sí, no siempre llega a todas las empresas del mercado, por lo mismo existe mucho desconocimiento”*¹⁴⁹.

Al igual como ocurre con las empresas que determinan que el factor que inhibe, es la falta de información, opinan que esta situación se da principalmente en el caso de las PYME, donde el área financiera no tiene un mayor desarrollo, o no cuenta con los recursos necesarios para poder utilizar estos instrumentos, o capacitar a su personal para que esto suceda. En Empresas Grandes no se ven este tipo de situaciones, puesto que el área y el personal de finanzas tiene una mayor preparación y espalda financiera para poder contratar IFD. Los sectores económicos a los cuales se asocia ésta opinión son: Servicios Financieros, Comercio, Construcción y Manufactura, con 20% cada una y con empresas de distintos tamaños de operación.

El 6% de las empresas, opina que el factor determinante es la falta de liquidez del mercado chileno, esto se refiere principalmente a que el mercado es poco profundo, por ende no hay lugar para aumentar mucho más el uso de estos instrumentos, así como tampoco hay lugar para productos de mayor sofisticación. Los sectores que opinan de esta manera son Comercio y Minería, en el caso de este último, es importante mencionar, que no existe un mercado ni tampoco una bolsa para transar acciones mineras y menos para la colocación de Derivados de los mismos. En general, en Chile se observa muy poco conocimiento acerca de las necesidades de la industria minera, por lo mismo, no hay competencia en relación a los tipos de productos que puedan requerir, ni desarrollo del mercado como para dar solución a sus necesidades.

El 6% de las empresas, opina que el factor determinante es la regulación vigente a la fecha, los sectores que tienen esta opinión, son los sectores de Servicios Personales y Servicios Financieros. Los perfiles de las empresas son distintos, no obstante, coinciden en la alta regulación de las autoridades con ellos, tal es el caso de Empresas Bancarias, quienes dependiendo de su tamaño y experiencia en el mercado, se pueden ver muy limitados al momento de ofrecer ciertos productos así como también, los precios que les pueden poner a los mismos. En el caso de empresas del rubro de Seguridad Laboral, su respectiva autoridad limita los productos que pueden utilizar, entre ellos los IFD.

¹⁴⁹ Santelices, Cristian. Electroluz. Entrevista vía correo electrónico. 2 de Septiembre de 2014

El 3% de la muestra, opina que el factor que coarta el uso de IFD, es la actitud de una administración conservadora, la cual está presente en distintas empresas, por lo que muchas veces no se atreven a ocupar instrumentos que se consideran más sofisticados. *“No hay costumbre de usar Derivados, normalmente por administraciones conservadoras, que no se complican con estos productos sofisticados”*¹⁵⁰.

Otro 3% de la muestra, considera que lo que coarta es la complejidad del instrumento, tanto en funcionamiento, como en requerimientos para una buena estimación. Las empresas que tienen esta opinión, son del sector de manufactura, y no ocupan IFD, pese a estar expuestos a riesgos por tipo de cambio.

Un 3%, de la muestra, desconoce los factores que coartan el uso de IFD en Chile. Las empresas que poseen esta opinión, corresponden precisamente a empresas que no utilizan este tipo de instrumentos.

OBJETIVO 4: Determinar las necesidades y proyecciones para el mercado de IFD en Chile.

Esta cuarta parte del análisis busca, a través de los resultados obtenidos en las encuestas, generar un perfil actual del mercado, que muestre las necesidades y proyecciones que este tiene.

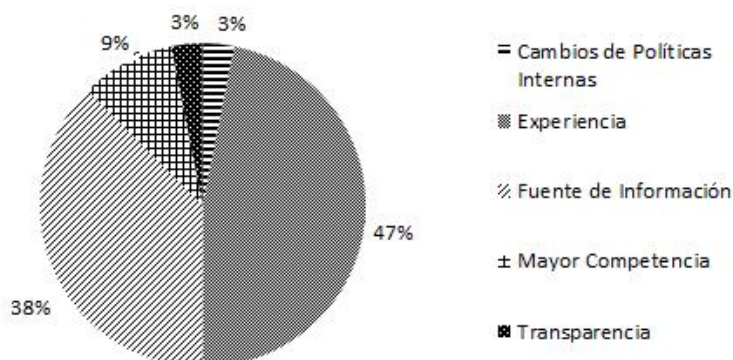
Necesidades del Mercado Chileno IFD

El siguiente gráfico muestra las distintas necesidades¹⁵¹ que presenta el mercado de IFD en Chile.

¹⁵⁰ Bravo, Roberto. SAAM. Entrevista vía correo Electrónico. 27 de Agosto de 2014.

¹⁵¹ Entiéndase como Necesidad a una sensación de carencia percibida, que genera una discrepancia entre el estado real y el deseado, y sobre la cual existe un deseo de satisfacerla. En relación al uso de IFD, las necesidades aluden a las carencias que se perciben en relación al mercado actual de dichos instrumentos, las que abarcan distintos ámbitos de aplicación.

NECESIDADES DEL MERCADO DE IFD



Necesidades	Porcentaje	Sectores
Cambios de políticas Internas	3%	Transporte
Experiencia	47%	Comercio - Electricidad Gas y Agua - Manufactura
Fuente de Información	38%	Comercio - Construcción - Manufactura
Mayor competencia	9%	Minería - Construcción - Servicios Empresariales
Transparencia	3%	Servicios Financieros

Gráfico y Cuadro de Elaboración Propia.
Fuente: Entrevistas.

Un 47% de las empresas en cuestión, menciona que el mercado requiere netamente experiencia, es decir, la adopción de modelos americanos y europeos se irá realizando en forma paulatina, para ir adaptando la normativa actual, e ir monitoreando las consecuencias de esto. Lo anterior permitirá alcanzar un mercado desarrollado, y con una mayor sofisticación. *“Hay que seguir ejemplos y estándares internacionales, al mercado chileno le falta experiencia, por lo hay que adecuarse a lo que se está haciendo afuera, y preocuparse de integrar y educar a las empresas”¹⁵².*

Un 38% de los entrevistados, menciona que el mercado requiere mayor información, esto involucra, mayor difusión de información sobre uso y utilidad, y también material informativo que llegue a las PYME, las que no necesariamente conocen estos instrumentos. *“En Chile, éstos instrumentos no se han masificado a todos los tipos de empresas, hay mucho desconocimiento, por lo mismo sería bueno trabajar en formas de difusión, más que entregar información hay que demostrar los beneficios del producto”¹⁵³.*

Un 9% declara que el mercado necesita mayor competencia. Empresas del rubro de la Minería, declaran que *“En Chile, no existe un mercado, ni tampoco una bolsa para transar acciones de Venture capital minero y menos para la colocación de Derivados de los mismos”¹⁵⁴.* Lo anterior se debe en parte, a la falta de competitividad del mercado (pocos actores), y también, al nulo trabajo en equipo que tienen las entidades financieras con los principales actores de la industria.

¹⁵² Pérez, Patricia. Santander. Entrevista Personal. 28 de Julio de 2014.

¹⁵³ Beláustegui, Ignacio. Instituto de Seguridad del Trabajo IST. Entrevista Personal. 30 de Julio de 2014. Viña del Mar. Chile.

¹⁵⁴ Aspillaga, Julia. IMT Exploraciones. Entrevista vía correo electrónico. 27 de Agosto de 2014.

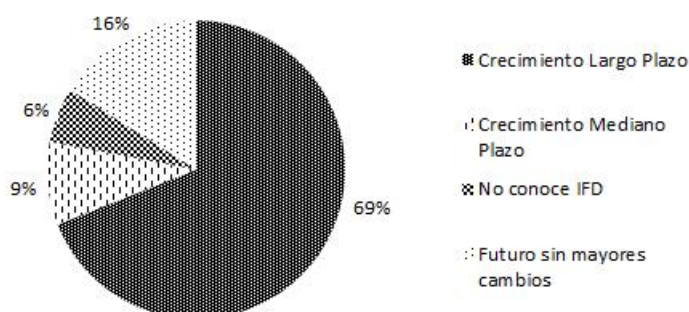
Un 3% de la muestra, declara que para que este mercado acelere su desarrollo y penetración en la industria, las empresas deben dejar de ser conservadoras en su totalidad, y atreverse a utilizar instrumentos que son de gran utilidad. Actualmente hay empresas que por políticas internas, no están abiertas a cambios en sus estrategias para la cobertura de riesgo, por la complejidad que generan, y prefieren asumir esto directamente en el estado de resultados, o traspasarlo a los precios de los consumidores finales. Esto genera una falta de eficiencia, y un costo de oportunidad para este tipo de empresas.

Otro 3%, menciona que lo que requiere este mercado es mayor transparencia, como por ejemplo, una plataforma virtual o física que muestre en tiempo real, o con poco tiempo de desfase, la evolución de precios (contratos) para una adquisición más eficiente de productos.

Proyecciones del Mercado chileno de IFD

El siguiente gráfico muestra las proyecciones¹⁵⁵ del mercado chileno de IFD, estas proyecciones se sustentan en la apreciación personal de los distintos entrevistados

PROYECCIONES PARA EL MERCADO DE IFD



Proyecciones	Porcentaje	Sectores
Crecimiento a Largo Plazo	69%	Comercio - Servicios Financieros - Transporte
Crecimiento a Mediano Plazo	9%	Servicios Empresariales - Electricidad, Gas y Agua
No conoce IFD	6%	Manufactura - Construcción
Futuro sin mayores cambios	16%	Comercio

Gráfico y Cuadro de Elaboración Propia
Fuente: Entrevistas.

Un 69% de los entrevistados, declara esperar cambios paulatinamente, proyectando un mercado más desarrollado y competitivo a largo plazo. Esto va enlazado a empresas que declaraban en las “necesidades del mercado de IFD” mayor experiencia como requisito para alcanzar un mayor desarrollo.

Un 16% de la muestra, no proyecta cambios para este mercado, ni grandes impactos en los cambios que puedan venir a corto plazo.

¹⁵⁵ Entiéndase por Proyección de Mercado a la estimación de la situación futura, basándose en datos históricos y evolución de las variables pertinentes en el tiempo. En relación a las proyecciones del mercado de IFD, corresponde a la situación futura estimada del mercado de IFD, considerando el comportamiento registrado a la fecha de realización de dicha proyección.

Paralelamente un 9% de la muestra espera cambios a mediano plazo. Esto se sustenta en el conocimiento que tienen estas empresas respecto a la implementación de una contraparte central (COMDER), suceso que se llevará a cabo en el último trimestre del 2014.

Un 6% de las empresas entrevistadas, no realiza proyecciones por falta de conocimiento sobre los IFD y su contexto.

OBJETIVO V: Determinar la tendencia de empresas chilenas, en cuanto al uso de IFD.

La tendencia en cuanto al uso de IFD, se estima de acuerdo a ciertas características comunes, en cuanto a las decisiones realizadas por las empresas al momento de tomar estos instrumentos. Las características incluyen los tipos de contratos que se realizan con mayor frecuencia en las empresas, los activos subyacentes a los cuales se refieren dichos contratos, la contraparte de las operaciones, el mercado en el que opera dicha contraparte, así como también los fines con los cuales se utilizan los IFD.

De acuerdo a la información extraída de las entrevistas, es posible identificar que el 56% de las empresas sí ocupa algún tipo de IFD, de este 56%, el 33% pertenece al sector de Comercio y el 22% a empresas del sector de Servicios Financieros.

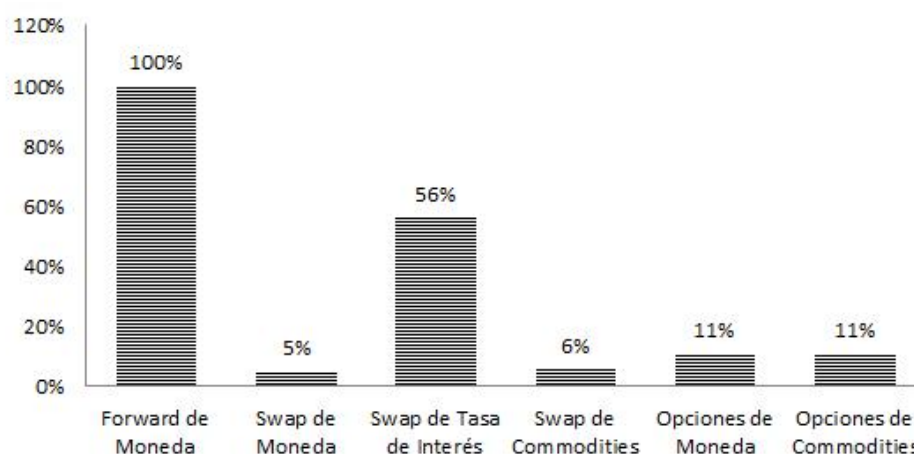
El 44% de las empresas no ocupa IFD. Si bien no los utilizan actualmente, tampoco se cierran a utilizar la figura en el futuro. La explicación de ésta situación, se debe a la falta de conocimiento del funcionamiento de los IFD, o bien, a que las empresas utilizan otros tipos de cobertura, sin embargo, se conocen los beneficios que entrega a sus usuarios, razón por la que estarían dispuestos a realizar este tipo de operaciones. *“En cuanto a IFD, no los ocupamos porque actualmente por las características de la empresa, no los necesitamos, pero una vez que empecemos a desarrollar proyectos propios, van a ser necesarios”¹⁵⁶.*

Tipo de Contratos y activo Subyacente

El siguiente gráfico muestra, los tipos de contratos más recurrentes en el uso de IFD, así como también los activos subyacentes a los cuales se asocian.

¹⁵⁶ Henríquez, Rodrigo. Incobel Ltda. Entrevista personal. 12 de Agosto de 2014.

TIPO DE CONTRATO POR ACTIVO SUBYACENTE



Tipos de Contrato	Porcentaje	Sectores
Forwards de Moneda	100%	Todos sectores de Análisis
Swap de Moneda	5%	Electricidad Gas y Agua
Swap de Tasa de Interés	56%	Comercio - Transporte - Servicios Financieros
Swap de Commodities	6%	Electricidad Gas y Agua
Opciones de Moneda	11%	Manufactura - Comercio
Opciones de Commodities	11%	Electricidad Gas y Agua - Transporte

Gráfico y Cuadro de Elaboración Propia.
Fuente: Entrevistas.

De la información extraída del gráfico anterior podemos identificar que la totalidad de empresas que utiliza IFD, lo hace mediante la figura de Forwards asociados al activo subyacente moneda. Los sectores en los que se concentra el uso de este instrumento, es el sector de Comercio con 33% y de Servicios Financieros con 22%.

En relación al uso de contratos Swap, el 67% de las empresas los utiliza, ya sea bajo el subyacente moneda, mediante la figura de Cross Currency Swap (CCS), lo que corresponde al 8% de las empresas; tasa de interés mediante la figura de Interest rate Swap (IRS), lo que corresponde al 83% de las empresas y bajo el subyacente commodities, lo que corresponde a un 9%. En general, el tipo de empresas que utiliza este tipo de contrato, indiferente del activo subyacente al que lo asocien, son Empresas Grandes.

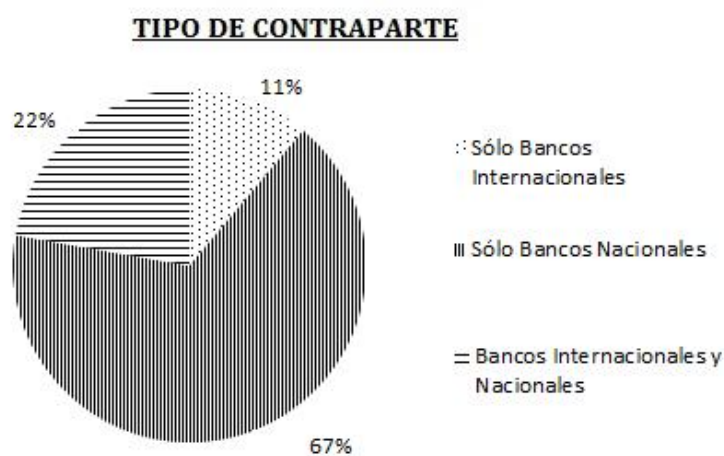
En cuanto al uso de contratos de Opciones podemos identificar que solo un 22% del mercado los utiliza, principalmente bajo la estrategia de "Collar" en sus distintas variedades, y solo en un caso se pudo identificar que la figura que se utiliza es una "opción pura". La empresa que utiliza este tipo de instrumento, lo hace puesto que depende en gran parte de las decisiones financieras de su casa matriz ubicada en Europa, razón por la cual, el tipo de productos que utiliza es distinto al que requieren empresas nacionales (entiéndase que en el mercado de Derivados en Europa está mucho más desarrollado que en Chile). En general los contratos de Opciones están asociados a los subyacentes moneda y commodities en igual medida. Los sectores que predominan en el uso de estos instrumentos son el sector de Manufactura, Electricidad Gas y Agua, Comercio y Transporte.

Contraparte y Tipo de Mercado

Existen distintas formas para llevar a cabo los contratos Derivados, no obstante en el mundo predomina el mercado extrabursátil u OTC, en el caso chileno ocurre lo mismo, aproximadamente el 98% de las operaciones se realizan por esta vía¹⁵⁷, porcentaje que coincide con la tendencia de las entrevistas realizadas, las cuales muestran que de la totalidad de empresas que realiza algún tipo de contrato Derivado, el 100% se realiza por medio de mercado OTC (pese a realizar también contratos por otro tipo de mercado) y de este 100%, todos son con contraparte Banco, en ningún caso se observó contratos realizados por intermedio de corredores de bolsa, ni otro ente financiero. Sin embargo pese a que el 100% de las empresas que usa IFD, lo hace por medio del mercado OTC, también existe un 3% de éstos que además realiza operaciones por medio del mercado bursátil o formal.

En general, se explica que la mayor contraparte de transacciones de IFD sea con el Banco, por la seguridad que éstos entregan en relación a solvencia, para poder compensar o liquidar los contratos adquiridos con sus clientes. Entiéndase que en el mercado de los IFD, uno de los mayores riesgos asociado es el riesgo de crédito, por lo mismo, las empresas tienen criterios respecto de las características que debe tener el Banco con el cual realicen sus contratos.

Los Bancos con los cuales realizan los contratos las empresas, los podemos clasificar tanto en Bancos Nacionales como Extranjeros. A continuación se muestra la distribución por cada situación:



Tipo de Contraparte	Porcentaje	Sectores
Sólo Bancos Internacionales	11%	Comercio - Servicios Financieros
Sólo Bancos Nacionales	67%	Comercio - Manufactura
Bancos Internacionales y Nacionales	22%	Servicios Financieros - Transporte - Electricidad Gas y Agua

Gráfico y Cuadro de Elaboración Propia.
Fuente: Entrevistas.

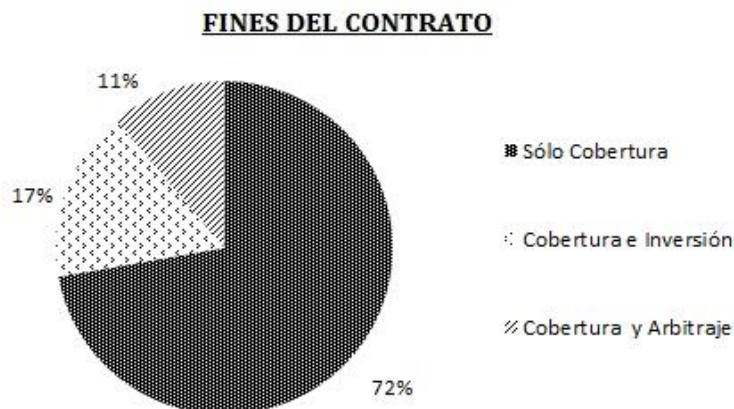
¹⁵⁷ Aparici Gabriel, Furche Pablo, Sepúlveda Fernando, Tornel Catherine. 2013. Mercado de Derivados y su infraestructura: aspectos relevantes de la discusión Internacional y su aplicación en Chile. Santiago de Chile.

Del gráfico, podemos observar que el 11% de las empresas entrevistadas realizan este tipo de contratos solo con Bancos internacionales, las empresas que lo realizan corresponden a empresas cuyas casa matriz se encuentran en Europa, y sus políticas internas, exigen la contratación de esta figura por medio del mercado extranjero, y con Bancos asociados al grupo al cual pertenecen.

El 67% de los contratos de IFD en Chile, se realizan por intermedio de Bancos nacionales. El 22% restante son empresas que realizan los contratos tanto por medio de Bancos nacionales como internacionales, en general el perfil de estas empresas coincide con Empresas Grandes cuyos volúmenes de transacciones y necesidad de sofisticación de productos, va más allá de lo que el mercado chileno puede ofrecer, en general se trata de empresas, tales como, Bancos, AFP, Importadoras de Commodities, Empresas de Transporte Naviero, Minería.

Fines del Contrato

En relación a los fines del contrato, podemos observar que la totalidad de las empresas los ocupa con fines de cobertura, no obstante hay empresas que además utilizan los instrumentos ya sea con fines de arbitraje o inversión. A continuación se presenta la distribución según los fines



Fines del Contrato	Porcentaje	Sectores
Sólo cobertura	72%	Comercio- Electricidad gas y Agua - Manufactura
Cobertura e inversión	17%	Servicios Financieros
Cobertura y arbitraje	11%	Comercio - Servicios Empresariales

Gráfico y Cuadro de Elaboración Propia
Fuente: Entrevistas

Del gráfico podemos extraer que el 72% de las empresas utiliza los instrumentos solo con fines de cobertura. Otro 17% los utiliza con fines de cobertura e inversión, en general las empresas que se arriesgan con este tipo de utilización son Bancos y AFP, dado que la especulación en sus distintas formas, es parte del Core Business. No obstante, hay que tener en cuenta que al tratarse de Bancos y AFP, si bien hay ciertas libertades en relación a su operación, dado que es parte del negocio, si están

bastante regulados por las Superintendencias respectivas, tanto al momento de poder suscribir sus contratos como ofrecérselos a sus clientes.

El 11% restante de las empresas los utiliza con fines de cobertura y arbitraje, las que coinciden con un desarrollo del área financiera y sofisticación de productos.

Es importante mencionar que del total de empresas entrevistadas, 78% declara tener algún tipo de riesgo asociado ya sea tipo de cambio, tasa de interés o commodities, no obstante, de éste, solo el 88% utiliza algún tipo de instrumento o metodología, para cubrirlo y el 12% restante no se cubre de ninguna forma y asumen las variaciones del subyacente. A la vez, este 12% coincide con empresas pequeñas, que no tienen políticas de gestión de estos tipos de riesgos, y que sin embargo están fuertemente expuestas a variaciones del subyacente.

Tendencia de Uso

La tendencia de uso respecto de IFD, se puede agrupar en cuatro categorías, Derivados de moneda bajo la figura de forward, Derivados de tasa de interés principalmente mediante la figura de Swap (Interest Rate Swap), Opciones del “plain vanilla” (Call y Put) sobre moneda, y los productos híbridos que en general mezclan más de un tipo de Derivados o activos subyacentes, por ejemplo los Collar o Cross Currency Swap, entre otros.

En general, se tiende a una estructura conservadora en cuanto al tipo de productos que se utilizan al momento de cubrir los riesgos. Los tipos de instrumentos se repiten en las distintas empresas, son productos en esencia sencillos, tanto en funcionamiento como en concepto. Es posible observar que los subyacentes a los cuales se asocian los productos, también se repiten, tal es el caso de moneda y tasa de interés, commodities se ven en menor medida, sustentado en dos razones fundamentales, no son determinantes en la estructura de costos de las empresas, por lo tanto cubrirlos resulta más costoso que el beneficio mismo que genera dicha protección o en otros casos, no existen indicadores fiables y representativos de la situación chilena a los cuales asociar el precio de los commodities.

El uso de estos instrumentos, varía según el tipo de empresa y es posible observar que en general, la cobertura de moneda es la más utilizada por las empresas chilenas, asociándose a todo de tipo de operación, indiferente del rubro de la empresa. Se puede observar que en el caso de Empresas Pequeñas, estos productos se ocupan en menor medida, no obstante, existe una relación directa en cuanto a uso de cobertura de moneda y tamaño de la empresa.

En cuanto a la cobertura de tasas, esta se concentra mayoritariamente en Empresas Medianas y Grandes, sobre todo en inversionistas institucionales, Bancos y Grandes Corporaciones. Para el mercado de las Empresas Pequeñas y algunas Empresas Medianas, este tipo de productos no está muy desarrollado.

La cobertura de commodities es más compleja y está asociada principalmente a Grandes Empresas, esto debido a que el mercado chileno no está muy evolucionado en cuanto a este tipo de subyacentes, tanto por la sofisticación de los productos como por la profundidad del mercado.

La tendencia en cuanto a los fines de los contratos, es la cobertura, los IFD son los instrumentos de cobertura por excelencia, según opiniones de los entrevistados, razón por la que predomina este uso, no obstante, también se ocupa con fines de inversión, pero esta figura está normada y se relaciona solo con inversionistas institucionales, esto por las características de su negocio.

ANTECEDENTES ADICIONALES

Confiabilidad de los instrumentos

Confiabilidad del IFD	Porcentaje
Confiables	97%
No son Confiables	3%

Los IFD se han visto involucrados en distintos escándalos tanto nacionales como extranjeros, es por esta razón, que para los autores resulta interesante conocer si estos escándalos han influido en la percepción de confianza que tienen los usuarios para estos instrumentos.

De acuerdo a la información extraída de las entrevistas, es posible observar que el 97% de la muestra, opina que estos instrumentos sí son confiables, y muy útiles, pero sobre todo necesarios, siempre y cuando se ocupen con fines de cobertura, puesto que resultan un seguro, que permite a las empresas centrarse en sus negocios al no tener que preocuparse por riesgos financieros que no les corresponde asumir. *“Los IFD son instrumentos confiables y muy útiles, pero sobre todo necesarios, si se miran como una especie de seguro, no para especular, les permite a las empresas centrarse en sus negocios al no tener que preocuparse de riesgos financieros que quizás no son su fuerte, pero deben saber elegirse y negociarse de lo contrario puede afectar fuertemente los resultados de la empresa”¹⁵⁸.*

No obstante, también se recalca la importancia de saber seleccionar los tipos de contratos que les convienen y las contrapartes adecuadas, puesto que una mala

¹⁵⁸ Madrid, Matías. Banco Penta. Entrevista Personal. 4 de Agosto de 2014.

estimación repercute fuertemente en los resultados y de esta forma no resultan instrumentos adecuados, repercutiendo erróneamente en una falta de confianza en el mercado. Los entrevistados opinan que los IFD con fines de especulación, no son tan confiables, puesto que conllevan riesgos y las empresas dejan de centrarse en su negocio, salvo en el caso de empresas cuyo negocio sean las inversiones y especulación misma.

Un 3% de la muestra, considera que los instrumentos no son confiables, argumentando que son productos complejos, que conllevan un alto riesgo asociado y por sobre todo requieren de mucho tiempo al momento de contratarlos y monitorear su efectividad. En general esta percepción no es compartida por el mercado y pertenece a una empresa que tampoco ha tenido la experiencia de utilizar estos instrumentos, por lo mismo, existe un dejo de conocimiento asociado.

Disponibilidad de información

Disponibilidad de Información	Porcentaje
Falta de Información	69%
No hay falta de información	31%

Las entrevistas demostraron que uno de los factores que inhiben el uso de IFD, es la falta de información, por lo mismo resulta interesante conocer, si es una opinión compartida por el mercado, y de ser así, a quien se identifica como responsable de difundir o entregar dicha información.

Un 69% de la muestra opina que falta información, que muchas veces no está clara o bien que es difícil de encontrar, por su parte también se argumenta que la falta de información, está más relacionada a Empresas Pequeñas y algunas Medianas que a Grandes Empresas, en general se argumenta esta situación por lo nuevo de los productos financieros, si bien algunos instrumentos como los Forwards llegaron a Chile en la década de los 80', recién tomaron fuerza a partir del 2000-2005, lo mismo ha ocurrido con otros tipos de contrato. De este 69% de la muestra, solo un 22% opina que es deber la autoridad respectiva entregar o difundir dicha información, en general se asocia a las partes del contrato (Banco y cliente) como responsables, de entregar y difundir la información en el caso del Banco y de informarse en el caso del cliente.

Un 31% de la muestra opina, que más que información misma, lo que falta es conocimiento, la información está, pero no es permeable a todas la capas de la economía, no hay claridad de su uso y funcionamiento, y de acuerdo a declaraciones de algunos entrevistados, tampoco hay mucho conocimiento en algunas autoridades tanto reguladores como directivos de empresas, razón por la

que no se fomenta su uso. *“No creo que falte información, no así conocimiento, no hay claridad en la parte funcional de los instrumentos, lo que se puede ver tanto en algunas ocasiones en directivos e incluso en reguladores, razón por la no se estimula el uso de estos instrumentos”¹⁵⁹.*

Análisis Segmentado

El siguiente análisis tiene por objetivo contrastar el uso de IFD por parte de Empresas Grandes contra la situación de Empresas Pequeñas, con el fin de evidenciar la brecha en cuanto a usos, opiniones, proyecciones y necesidades del mercado, entre otras.

- **Empresas Grandes:** Por un lado, éstas representan más de un 60% de la muestra, y por otro, más del 90% de ellas, tiene riesgos por tipo volatilidad por Tipo de Cambio. No obstante, el 20% de ellas no utiliza IFD para enfrentar estas posibles fluctuaciones. Las cifras anteriores, van en línea a lo esperado por los autores, es decir, un bajo porcentaje de Empresas Grandes no hace frente a los riesgos financieros por tipo de cambio y opta (por iniciativa propia o regulación externa) por asumir el impacto (ganancia o pérdida) directamente a sus Estados de Resultado, o simplemente transfiere estos descalce, a los consumidores finales, en caso de ser intermediarios.

Al ser Empresas Grandes, las que en muchos casos además poseen contratos y/o presencia en el extranjero, los autores esperan que éstas tengan un tratamiento responsable de sus riesgos, entre ellos el tipo de cambio. Este tratamiento debe consistir en aprovechar los instrumentos disponibles en el mercado y contratar los que se adecuen a sus modelos de negocio, estrategias, y flujos de moneda. Para este tipo de empresas, predomina el uso de Forwards para enfrentar el tipo de cambio, no obstante, más de un 60%, utiliza además, Swaps para la cobertura de flujos.

Paralelamente, se detectó que más del 80% de estas empresas espera que el mercado de IFD crezca en los próximos años, no obstante, el camino a seguir, no fue un punto en común entre ellas. Por un lado, un 40% de las empresas menciona que la clave para el desarrollo de este mercado, es netamente la experiencia. Los autores consideran que si éste fuese el gran y único freno en el uso de IFD, cualquier proyecto de acción rápida que intente potenciar el mercado, no tendría grandes efectos. Por otro lado, casi un 33% de la muestra espera que las fuentes de información prosperen, y sean de mayor acceso y comprensión, para todo tipo de persona, jurídica o natural.

¹⁵⁹ Steffens, Eduardo. Cuprum. Entrevista Personal. 4 de Agosto de 2014. Santiago de Chile.

- Empresas Pequeñas: Estas empresas representan casi un 17% de la muestra, y a pesar de no ser una cifra representativa de la misma (mayor a 50% de la muestra), los autores consideran que información extraída de ellas, resulta bastante interesante para analizar. Esto obedece a que son un gran catalizador publicitario para promover la utilidad de los IFD, y así poder masificar el uso de estos. Todo esto, en beneficio de las PYME.

De las Empresas Pequeñas incluidas en la muestra, el 100% de ellas no utiliza IFD. Y si tratamos de aproximarnos al por qué de esto, vemos que ninguna de ellas tiene conocimientos sobre la normativa que aplica sobre el uso de estos instrumentos, lo cual no parece extraño al observar que más del 60% de ellas no conoce la utilidad de los mismos.

El motivo por el cual estas empresas no utilizan IFD no es un punto en común entre los entrevistados. No obstante, el factor causante, más representativo es la falta de conocimiento que tienen las empresas en sus recursos humanos, lo que provoca que no aprovechen las oportunidades de cobertura que hoy ofrece el mercado chileno. Según Rodrigo López Concha, Gerente de Finanzas de Mar del Sur, dicha causante es netamente responsabilidad de cada empresa, declara que la información está, y si las entidades no tienen el conocimiento, es un gran costo de oportunidad, y peor aún, pérdida, directamente.

Finalmente, estas empresas reconocen que se beneficiarían mediante una mejor disponibilidad de información, por un lado, sobre la utilidad de los IFD, y por otro, el mecanismo que éstos tienen. En base a esto, es que los autores reconocen, que si bien, cada empresa es responsable de informarse e informar de manera responsable y suficiente, sería interesante evaluar la opción de levantar una campaña a través de distintas instituciones académicas, que apunte a la realización de asesorías sobre Derivados Financieros.

Un 45% de la muestra la componen Grandes y Medianas Empresas (14), pertenecientes a los Rubros de Comercio (64%) y Servicios Financieros (36%). De este grupo, solo 1 empresa opina que la Normativa actual, ha coartado del uso y desarrollo de IFD. Además, más del 71% de las empresas de la muestra, que pertenecen a los rubros mencionados, sí utilizan estos instrumentos.

Respecto a los Rubros en análisis, se concluyó que la totalidad (100%) de Empresas Grandes, que componen Servicios Financieros, Electricidad Gas y Agua y Combustibles (parte de Comercio), utilizan IFD para cubrir riesgos por Tipo de Cambios, específicamente Forward de moneda. Situación totalmente esperada por parte de los autores, quienes consideran

prácticamente obligatorio el uso de estos instrumentos en estas industrias, básicamente por la exposición de sus flujos a las fluctuaciones de la divisa norteamericana, y otras monedas.

CAPITULO V
CONCLUSIONES

CONCLUSIONES FINALES

Chile ha crecido en cuanto al uso de IFD, si lo comparamos con las cifras de hace diez años atrás (2003). El aumento de estas transacciones, se explican principalmente por la incorporación de nuevos actores que actúan como grandes demandantes de estos productos, como es el caso de las AFP, quienes por las características de su negocio, requieren productos más sofisticados y a mayor plazo. Lo mismo ocurre con las Compañías de Seguro, al ofrecer dentro de sus productos, la gestión de fondos de pensiones. Estos nuevos actores han jugado a favor del desarrollo del Mercado de Derivados y han ayudado a su profundización.

Posterior a la crisis Subprime, los riesgos de los IFD transados en mercados OTC quedaron en evidencia. El colapso de Bear Sterns, la caída de Lehman Brothers y el rescate de AIG, tuvieron impactos relevantes en los mercados de Derivados OTC, en especial los relacionados con Credit Default Swap (CDS), figura que se utilizaba mucho sobre todo en economías desarrolladas. Chile por su parte no contaba con este tipo de productos (CDS), es más, a la fecha los Bancos chilenos no los pueden emitir.

En general, es posible visualizar que el escenario chileno de Derivados se ha concentrado en el mercado OTC, por lo cual subyacen los riesgos asociados a éste. No obstante, éstos se contrarrestan con la sencillez de los contratos que se suscriben y su menor grado de sofisticación. En general las suscripciones y posiciones de Derivados han estado centrados en contratos de moneda (74% del total de transacciones), tasa de interés (22% del total de transacciones) y Commodities (3,5% del total de transacciones). A mayo del 2013, solo el 0,33% de los Derivados de negociación del Banco, correspondían a contratos diferentes de Forwards y Swap, entendiéndose Futuros y Opciones, los cuales a nivel internacional son transados mayoritariamente en bolsa. Estos resultados coinciden con los obtenidos en la entrevista aplicada en la presente memoria, los cuales siguen la misma línea en cuanto a la distribución por activo subyacente y tipo de contrato.

El uso de IFD, se ha expandido tanto a Empresas Pequeñas, Medianas como Grandes. En Agosto del 2014, el 56% de las empresas que utilizaban IFD, pertenecen a distintos sectores económicos y a diferentes rubros de operación. Sin embargo, se sigue una tendencia similar en cuanto a las características de los productos seleccionados para realizar gestión de riesgo.

La tendencia del uso de IFD, se puede agrupar en cuatro categorías:

La primera corresponde a Derivados de Moneda bajo la figura de Forward, que corresponde al producto más utilizado en Chile por empresas de todos los tamaños. La segunda categoría corresponde a Derivados de tasa de interés, principalmente mediante la figura de Swap (Interest Rate Swap), que se concentra mayoritariamente en empresas de mayor tamaño, tal es el caso de inversionistas institucionales y grandes empresas. No así en el caso de empresas medianas y pequeñas, donde no es un mercado muy desarrollado. La tercera categoría son las Opciones, éstas en general corresponden a Opciones bastante simples sobre Moneda, denominadas "Plain Vanilla" (Call y Put). En este caso el mercado es bastante acotado y las empresas que los utilizan son principalmente Empresas Grandes. En la cuarta categoría encontramos los productos Híbridos (combinación de Derivados, por ejemplo Cross Currency Swap), que por su complejidad están orientados a grandes empresas, por sus costos y la sofisticación de las estrategias que involucra.

Si bien Chile ha presentado buenos indicios de una evolución en el mercado de Derivados, ésta aún no es competitiva a nivel global, sin embargo, teniendo en cuenta la profundidad y liquidez del mercado nacional, no se espera que compita directamente con un modelo americano o europeo, pero se esperaría que por lo menos pueda seducir a grandes corporaciones del mercado local, quienes por motivos de falta de sofisticación, han tenido que recurrir a mercados internacionales. Es por lo mismo que se investigó sobre el impacto de ciertos factores en el uso de estos instrumentos y el desarrollo de su mercado.

Las conclusiones extraídas del estudio del marco regulatorio Chileno, Colombiano y Peruano, vigente a 2014, permite dilucidar que Chile, si bien, aún no está a la altura de economías desarrolladas, en relación a la normativa de IFD, sí es posible ver mejoras en reglamentos y un aumento de especificaciones, dejando obsoletos a trabajos e investigaciones chilenas, que hablaban de la falta de infraestructura y un marco regulatorio escaso. Cada entidad reguladora chilena relacionada con IFD, ha ido desarrollando normativas exclusivas para este mercado. Algunas de estas entidades, tienen procedimientos establecidos desde la década de los 80, no obstante, es posterior a la crisis Subprime donde más se han corregido y actualizado dichas normas, esto con el fin de alcanzar un nivel competitivo dentro de la región, y en el mundo.

El marco regulatorio actual Chileno, comparado con las otras dos economías en análisis, posee un mayor número de temas relacionados con IFD, por ejemplo, en el caso de Fondos de Inversión, cuenta con regulaciones claras y detalladas, así como

también para condiciones de operación de agentes intermediarios de éstos contratos.

Se pudo observar además, que si bien hay normativas exclusivas detrás de cada entidad regulatoria nombrada, algunas son poco claras, dejando vacíos que pueden provocar confusiones. Cabe destacar las constantes actualizaciones que han tenido las normativas y sus restricciones, las que se han ido levantando con el tiempo y agilizando el desarrollo de este mercado, tal es el caso de la emisión de Opciones por parte de los Bancos. El año 2006 muchos de los Bancos chilenos no podían emitir Opciones. Si bien hoy en día, aún hay Bancos que no lo pueden hacer, puesto que se requiere la autorización previa de la SBIF, ya se pueden contratar con grandes Bancos presentes en el país, como Santander, Banco de Chile, entre otros.

En relación a la normativa Colombiana, ésta posee mucho más detalle que la chilena y peruana en los temas que trata, presenta normativas muy completas, distintos escenarios y es de fácil comprensión. No obstante, de igual forma existen ciertos vacíos en cuanto a ciertos temas, sobre los cuales no se encontró información.

Respecto a Perú, observamos un marco regulatorio desactualizado respecto a las tendencias que muestran las otras dos economías, normas muy restrictivas, y sobre todo incompletas relacionadas al tratamiento tributario, donde casi no se observan especificaciones y definiciones referidas a Derivados. No tienen un reglamento para Futuros de Monedas y Tasas. Además la normativa sobre el mercado de Swaps es muy simple.

Finalmente, no se encontraron diferencias significativas que permitan deducir que Chile ofrece mayores oportunidades para el desarrollo del mercado de IFD. En general, las tres economías siguen modelos extranjeros y son similares en relación a las normas sobre tipos de cambio, información que se deben entregar a autoridades, tipo de contratos y activos subyacentes permitidos, pero por sobre todo, mantienen uniformidad en relación al tratamiento contable de los IFD, debido a que las tres economías se basan en las Normas Internacionales de Contabilidad (NIC N°39).

Se observan muy pocas diferencias y éstas se asocian principalmente a los límites de las AFP al momento de incluir IFD en sus carteras. En Chile, al igual que en Colombia, se les permite realizar Contratos de Derivados con fines de cobertura y/o inversión, situación que no ocurre en Perú, puesto que el fin de los contratos puede ser solo de cobertura. Sin embargo, los tipos de contratos en Chile están más restringidos que las otras economías, por ejemplo, el límite de inversión en Chile

para IFD, es de un 3% del valor del fondo, porcentaje muy bajo y que no les permite realizar ciertas estrategias. Además la SAFP (Superintendencia de AFP) quiere que dicho porcentaje también incluya los IFD, que están dentro de ciertos vehículos de inversión que utilizan las administradoras, tal es el caso de los Fondos Mutuos en el extranjero, restringiendo aún más los montos a invertir. La situación anterior no ocurre en Colombia, donde los límites de las operaciones de cobertura e inversión, los pueden establecer las entidades administradoras en las respectivas políticas de inversión. Paralelamente, las AFP en Chile no pueden suscribir Opciones con otros fines que no sean cobertura y se deben realizar a través del mercado bursátil, situación que actualmente no se da, debido a que no existe una oferta de Contratos Derivados de Opciones por parte de la Bolsa de Santiago. En el caso de Perú, si bien pueden contratar Opciones, se requiere una autorización previa de la Superintendencia respectiva. En Colombia no hay restricciones, por lo mismo se pueden contratar Opciones tanto para cobertura como inversión. Es por razones como las anteriores, que la normativa chilena, no ha apoyado un mayor desarrollo de estos instrumentos en este tipo de empresas, sin embargo tampoco lo ha coartado. Con el tiempo se han ido liberando las restricciones impuestas a los fondos de pensiones, ampliando sus límites y se espera que en el largo plazo lo siga haciendo.

Lo mismo ocurre con los Fondos Mutuos, donde la figura de las Opciones está bastante normada en cuanto a límites, ya sea adquisición o lanzamiento de Opciones, de compra y venta, los que actualmente no pueden superar el 5% del valor del Fondo, situación bastante distinta a otros países, por ejemplo Perú, donde dicho límite corresponde al 25% del valor del fondo.

El Banco Central de Chile por su parte, si bien ha permitido el desarrollo de los IFD, solo autoriza a entidades del mercado cambiario formal a realizar contratos Derivados correspondientes al "Plain Vanilla" (Forwards, Futuros, Opciones y Swaps), y prohíbe las acciones o índices relacionados con éstas como subyacentes de dichos contratos. Les impide también, emitir contratos de Derivados de crédito con personas residentes en Chile, no así con extranjeros y chilenos domiciliados en el exterior.

En las entrevistas pudimos notar que estas regulaciones, solo son percibidas por un 9% de la muestra de entrevistados, como una influencia negativa al uso de estos instrumentos, es decir, que inhiben o coartan el uso de los mismos. Este grupo percibe que la actual normativa chilena no va acorde a la competencia y ha mostrado cambios tardíos. A pesar de ser un porcentaje pequeño (9%), es la opinión de empresas con altos volúmenes de transacción en estos instrumentos.

Chile ha mantenido una actitud conservadora, que ha impedido que se desarrollen ciertos productos, como es el caso de los Derivados de Crédito (por ejemplo, Credit Default Swap (CDS)), y en menor medida las Opciones y aunque mantiene bastante normados los Contratos Derivados, su objetivo es que no se malverse el uso de estos productos y de esta misma forma, la mayoría de los actores del mercado así lo percibe.

Para la Banca existe una fuerte regulación, tanto por imposiciones del Banco Central, como por la SBIF. Por un lado los precios de sus productos están muy limitados y por otro, no todos los Bancos tienen la capacidad de efectuar operaciones con Opciones, salvo que cuenten con un permiso especial de la Superintendencia. Tampoco pueden efectuar contratos sobre acciones o índices que consideren precios accionarios. Sin embargo, no consideran que la normativa sea un impedimento para sus funciones o que coarte su funcionamiento.

La regulación contable y tributaria, tampoco representa un impedimento para las empresas al momento de realizar operaciones con IFD. La única forma en que estas normativas afectan el uso de IFD, es al momento de contabilizar los resultados obtenidos, ya sea en el estado de resultado, o bien, en patrimonio, dependiendo del fin con el cual se contrató el Derivado. En general, no existe rechazo a la forma actual de contabilizar este tipo de instrumentos. Las empresas por su parte no lo cuestionan, dado que es una regla impuesta por las normas internacionales de contabilidad, por lo tanto entregan seguridad y conformidad al tratarse de un organismo internacional.

Dadas las pocas implicancias de la normativa, en el uso de estos instrumentos para las empresas en general (contable y tributariamente), es que cerca del 60% de las empresas considera que la normativa o ha influido positivamente o no ha sido determinante en el uso de IFD. Se percibe, que si bien no han sido muchos los cambios, éstos han sido en pos de mejorar, dando paso así a un espectro de instrumentos más atractivos y acordes a las necesidades de las empresas que operan en el país. También hay ciertas empresas que no tienen mayor conocimiento sobre la normativa que aplica al uso de IFD. Esta situación no se escapa de la realidad que viven muchas empresas pequeñas y medianas, que ven muy distante la alternativa de usar IFD para cubrir sus riesgos, implicando una muy baja motivación para involucrarse con la normativa.

Mencionadas las razones anteriores, es que la hipótesis de la presente Memoria “El marco regulatorio chileno vigente, ha coartado el uso corporativo de IFD en el país”, se rechaza; basado en las conclusiones obtenidas del análisis del marco

regulatorio realizado en el capítulo III, y complementado con los resultados del capítulo IV.

El nivel de desarrollo que tiene el mercado de IFD local, no se debe a falencias, restricciones o vacíos que pueda tener el marco regulatorio vigente actual. Sin embargo es importante concluir que, a pesar de no observar una relación negativa entre Normativa y Uso IFD, si hay oportunidades para que la normativa actual, abra paso a un mercado más desarrollado y por ende más competitivo.

Esto daría paso al ingreso de nuevos productos que satisfagan las necesidades locales, que actualmente solo lo hacen los mercados internacionales.

Luego de determinar que el marco legal chileno, no es un impedimento para el uso de IFD, es que se identificaron aquellos factores que efectivamente incentivan un mayor desarrollo de éste mercado.

En el capítulo IV, se obtuvo el factor que cataliza el uso de IFD, que es principalmente “la utilidad de estos instrumentos”. Más de un 59% de las empresas entrevistadas declararon que el gran potencial que tienen estos instrumentos al momento cubrir riesgos financieros, es lo que los atrae. Además, la mayor parte de las empresas entrevistadas que sí utilizan Derivados, describen los IFD, como la herramienta por excelencia para cobertura de riesgos de precio y flujos de caja.

Otro factor que potencia el uso de IFD, pero que fue nombrado en menor medida, es la estabilidad de la economía chilena y su respectivo sistema financiero. Declaran que esto no solo ha atraído una mayor inversión extranjera, sino también, una mayor confianza y oportunidad para las empresas que quieran cubrir sus riesgos financieros, ya que permite realizar estimaciones más precisas al momento de suscribir un contrato. Un ejemplo claro es el contrato Forward de entrega física, en una economía muy volátil, es difícil hacer una estimación certera de los puntos forward que permitan fijar un tipo de cambio, dando paso a pérdidas por un Spread de Moneda mal estimada (ganancia para el Banco).

Además, luego de realizado este análisis sobre los factores que incentivan el uso de IFD, se apoya nuevamente el rechazo a la hipótesis. Podemos identificar que el marco regulatorio vigente y aplicable sobre IFD, no juega un rol fundamental a la hora de potenciar el uso de éstos, por lo mismo, no se considera un factor estimulante al momento de suscribir contratos.

Por otro lado, si bien existen factores en pos de un mayor uso de los IFD, también hay factores que han frenado el desarrollo y/o alcance de este mercado. La investigación ha permitido identificar estos factores.

En el análisis de la información desarrollado en el capítulo IV, se observa que el factor que coarta el uso de IFD es principalmente “la falta de información”. Este factor tiene dos aristas:

- Falta de información sobre los beneficios de estos instrumentos para quienes se enfrentan a riesgos financieros como el tipo de cambio, descalce UF, entre otras (Chile, es una economía abierta al mundo, razón por la cual algunas de sus empresas están afectas al descalce de moneda).
- Falta de información sobre el uso de IFD. A pesar de que casi un 80% de las empresas entrevistadas, declaran que esto es responsabilidad de cada empresa y no del Estado u otras autoridades, sería interesante evaluar un programa de apoyo a las PYME expuestas a riesgo de descalce de moneda o UF, que por desconocimiento, no saben sobre la existencia de éstos instrumentos y sus beneficios, y mucho menos sobre su funcionamiento. Esto sin duda mejoraría la eficiencia de múltiples PYME y aumentaría la competitividad local.

Otro factor que coarta el uso de IFD es la falta de liquidez del mercado. El sector más afectado a través de este factor es la Minería, dado los altos costos que conllevan sus proyectos. Es prácticamente imposible encontrar una contraparte en Chile, que tenga la liquidez necesaria para poder cubrir los grandes riesgos. Además, uno de los principales riesgos que presentan las empresas mineras, es la etapa de exploración. En palabras simples, esta fase implica un estudio sobre las probabilidades de que un suelo, terreno o yacimiento sea explotable. Actualmente Chile no ofrece productos que cubran o compartan estos riesgos, obligando a las empresas locales o con operaciones en el país, a establecer contratos en el mercado internacional, como el canadiense, que actualmente ofrece productos muy sofisticados para la minería. En general se argumenta que los actores del mercado chileno, no tienen conocimiento sobre las necesidades y productos que requiere la minería, pese a que precisamente éste, es uno de los sectores claves de su economía.

Finalmente, no se observa la normativa como uno de los Factores que coarta el uso de IFD, esto se obtiene del análisis de la actual normativa chilena y se sustenta con los resultados obtenidos en la encuesta aplicada.

Una vez realizado los análisis anteriores, es que los autores pudieron identificar ciertas necesidades que presenta actualmente el mercado chileno de IFD.

En general se observan distintas necesidades, como por ejemplo, que las empresas dejen su actitud conservadora y se atrean a usar productos un poco más

sofisticados; que aumente la información disponible sobre el uso y funcionamiento de estos instrumentos, tanto en material informativo como en difusión de este mismo, sobre todo para las PYME. Pero en general, la opinión que predomina es que el mercado necesita experiencia. Si bien estos productos ya tienen bastante tiempo en el mercado, recién desde el 2005 aproximadamente, es que se empezaron a usar con mayor intensidad en el mercado chileno y no es hasta después de la crisis Subprime, que se evidenció tanto las falencias de los productos Derivados muy sofisticados y el mercado OTC, pero también se vislumbró la necesidad de gestionar efectivamente el riesgo, razón por la que estos productos cobraron popularidad.

Según opinión de los entrevistados, el mercado chileno tiene muchas necesidades, no obstante, lo que falta es conocimiento (experiencia). En muchos casos la información está disponible en el mercado, pero empresas sobre todo pequeñas, es desconocida. Este conocimiento solo lo tiene el personal de finanzas, el resto de la empresa no lo comprende, situación que también ocurre en empresas de mayor tamaño, inclusive al momento de explicárselos a los directivos, puesto que mayoritariamente los Derivados se contabilizan por la vía de compensaciones, las que muchas veces se pueden ver de manera errónea, más aún en el caso de que en un mes no se tengan buenos resultados (es decir que el subyacente que se predijo a largo plazo, no se acerque a lo que ocurre en el corto plazo), situación que no afecta al resultado del Derivado, puesto que si se realizó una buena estimación a largo plazo, los beneficios son mayores a las compensaciones que se pudiesen haber pagado en un mes determinado, sin embargo, esto sí afecta la percepción de los directivos si es que no tiene conocimiento del producto.

En general muchas respuestas de los entrevistados apuntan a la experiencia misma, como mayor transparencia que requieren los mercados, cosa que no ocurre en países desarrollados, donde hay plataformas públicas de publicación de precios; mayor competitividad, es decir que aún hay muy pocos actores y que las principales contrapartes, no tienen un trabajo conjunto con algunos de los sectores más influyentes en la economía, tal es el caso de la minería. Por lo mismo, si la principal necesidad del mercado chileno es la experiencia, se infiere que lleva consigo un flujo natural de tiempo y crecimiento.

En un escenario donde la proyección para el mercado de IFD, es el crecimiento mayoritariamente a largo plazo, es decir cambios paulatinos, en la medida que el mismo mercado vaya adquiriendo más experiencia acerca del producto y sus usos, así como también mayor motivación por parte de las empresas con la implementación de nuevos sistemas, como es el caso de la Comder Contraparte

Central S.A.¹⁶⁰, que viene a complementar y formalizar el mercado de Derivados en Chile, se vuelve imperativo realizar mejoras.

En la actualidad, cada Banco realiza operaciones de Derivados con sus clientes o con otros Bancos de manera bilateral. Sin embargo, esta práctica fue muy cuestionada por los reguladores internacionales a partir de la crisis financiera de 2008. En general se evidenciaron una serie de debilidades en el mercado OTC de Derivados, razón por la cual se implementó posteriormente, que los países integrantes del G-20, debían registrar las transacciones de Derivados en Repositorios Centralizados y que ciertos tipos de Derivados debían compensarse y liquidarse en Contrapartes Centrales, con el fin de mitigar los riesgos sistémicos, esto permite a los reguladores acceder a mayor información. Es por esta razón que EE.UU aprobó la Ley Dodd-Frank y la Unión Europea, aprobó la European Market Infrastructure Regulation (EMIR), las que ponen exigencias a los operadores de los mercados de Derivados tanto a nivel local como en otras jurisdicciones.

Luego de esta determinación es que la iniciativa de Comder Contraparte Central nace en Chile. La Comder Contraparte Central S.A., es una empresa que se constituyó como administradora de Sistemas de Compensación y Liquidación de Instrumentos Financieros, para gestionar estos sistemas en las modalidades de Contraparte Central y de Cámara de Compensación. Su propiedad está principalmente en manos de la sociedad de apoyo al giro bancario, “Servicios de infraestructura de mercado OTC”, cuya propiedad pertenece a 17 Bancos con operaciones en Chile. Actualmente se encuentra en desarrollo, en la etapa de obtención de autorización y se espera que comience a funcionar a partir de Diciembre del 2014.

La empresa, tiene por objetivo contribuir a la operación eficiente del mercado y a la mitigación de riesgos de contraparte en operaciones de Derivados fuera de bolsa, en condiciones de adecuada seguridad, disponiendo de mecanismos para la mitigación de los riesgos, estandarizando y facilitando las transacciones de instrumentos financieros. En una primera etapa se espera que actúe como cámara de compensación de contratos interbancarios de Non Delivery Forwards (NDF), de monedas, que operan por compensación y sin entrega física, hasta por el plazo de un año, para, posteriormente incluir operaciones de Interest Rate Swaps (IRS).

En general los beneficios que esta empresa puede entregar al mercado de los Derivados en Chile son muchos, porque a diferencia de una compensación bilateral (participa solo el Banco y el cliente), al contar con un tercer actor que opere con altos estándares de gestión de riesgos, limita los riesgos de contagio, reduce los

¹⁶⁰ Ver Glosario.

requerimientos de liquidez, mejora la eficiencia operativa, aumenta la disponibilidad de información al que pueden tener acceso los entes reguladores y además con la actual tecnología, también permite calcular el riesgo de cada transacción en tiempo real, tener el valor del contrato día a día, liquidar contratos diariamente y con esto disminuir el riesgo de contraparte y crédito, éstos últimos, tratados a partir de acuerdos marco en un sistema de compensación bilateral (actualmente). A la vez, permite liberar líneas de capital a los Bancos al poder traspasar los riesgos de operación a la Comder, lo que les permite hacer negocios con otras contrapartes y más clientes.

El objetivo de las cámaras de compensación es disminuir el riesgo de default del sistema (por medio de la solicitud de garantías), por lo mismo, los reguladores también se han hecho presente al emitir su opinión al respecto, tal es el caso del Banco Central, dado que este objetivo es compartido por estos actores del mercado, puesto que uno de los mayores problemas que se enfrentaron en la crisis de Lehman Brothers, fue que no se conocían las contrapartes de los contratos y con este sistema ese problema queda solucionado, puesto que se cuenta con información de cada cliente.

Dado lo anterior, es que actualmente existe un marco regulatorio para normar la operación de las cámaras de contraparte central, donde se estipulan las protecciones, garantías, las compensaciones y la certeza para efectuar el Close out - Netting. Este último corresponde a ciertos beneficios al momento de que una contraparte entre en default, insolvencia o quiebra. No obstante, en Chile esta figura es bastante cuestionada, puesto que se considera que existe en teoría, pero no se logra con los Bancos del país o no está claro su funcionamiento. Actualmente, para que se pueda realizar el netting, tiene que gatillarse algún evento (default, insolvencia o quiebra). Si eso ocurre, el Banco Central interviene y ahí no se puede cobrar ninguna de las posiciones que se tienen con el Banco, pero éste si le puede cobrar al cliente, entonces el netting no funciona o funciona mal, cosa que no ocurre en mercados extranjeros, razón por la que muchas veces inversionistas extranjeros no invierten en Chile, lo que restringe mucho la operación con Bancos nacionales. Soluciones como las anteriores vienen a entregar en parte la implementación de Contrapartes Centrales (tanto a nivel OTC mediante la Comder Contraparte Central, como en el mercado bursátil pero por medio de CCLV Contraparte Central), lo que permitirá que el mercado local siga creciendo y siendo competitivo.

En base a lo anterior, es que se vuelve imperativo realizar ciertos ajustes para que los beneficios que traen estos productos, apoyen un desarrollo del mercado, volviéndolo más completo y mucho más competitivo, por ende, ofreciendo mayores

alternativas para la diversificación de riesgos, así como también mejores precios. Si bien el mercado de Derivados en Chile no es muy grande (1,2 PIB), si hay mucho mercado por desarrollar si se compara con países del G-10 (12PIB).

Proyecciones de los Autores

Una vez analizada la situación de IFD en Chile, tanto por medio de investigación de la normativa vigente, opiniones de importantes actores del mercado incluyendo reguladores y complementado con la información extraída de entrevistas al sector empresarial, es que lo autores, se permiten realizar ciertas proyecciones y recomendaciones con el fin de mejorar el mercado de IFD.

Los autores creen que el uso de IFD, va bien encaminado, y por lo tanto se intensificará con el tiempo, sin embargo es un proceso gradual, que si bien actualmente está influenciado por la falta de experiencia y desconocimiento en algunas empresas, sobre todo de menor tamaño, a futuro se esperaría que ésta disminuyera. Sin embargo, se cree que es importante recalcar que los IFD son instrumentos de cobertura, y que funcionan muy bien cuando se ocupan con estos fines (siempre y cuando se hagan buenas estimaciones por parte del personal encargado), desde el momento en que se ocupan con fines distintos a los de cobertura, tal es el caso de la especulación o inversión, y cuando el giro de la empresa no es éste, se entra potenciales problemas y se pueden generar grandes escándalos.

Además, los autores creen que habrá una mejora en la transparencia del mercado, una vez puesta en marcha la iniciativa de la Comder, ésta ayudará a solucionar problemas básicos a los que se enfrentan los IFD, sobre todo relacionados con el riesgo de crédito, asociado al incumplimiento de la contraparte de sus obligaciones, éste es considerado uno de los principales riesgos de los IFD.

En general, no hay mucho que aportar en relación a nuevas infraestructuras en el mercado de Derivados chileno, al igual que otros países (Perú y Colombia), hemos copiado una normativa en distintos espectros, hemos seguido ejemplos y estándares internacionales, pero con algunas salvedades, se han ido liberando restricciones y límites a ciertas empresas, y se han tomado las medidas adecuadas de acuerdo a las características del país, sin embargo, se ha hecho conservadoramente.

Las grandes corporaciones, inversionistas institucionales, grandes y medianas empresas, en general tienen un conocimiento acabado de estos instrumentos, dado que tienen áreas de finanzas bastante desarrolladas, y personal capacitado para tomar estas decisiones, así como también una relación muy cercana con distintas

mesas de dinero de los Bancos, lo que les permite estar constantemente actualizados sobre los nuevos productos y tendencias financieras. Sin embargo la recomendación en este caso, es la incorporación de nuevos tipos de arquitecturas y productos más sofisticados, que les permitan a este tipo de empresas satisfacer todas sus necesidades, las que muchas veces no se pueden ver cubiertas debido al poco conocimiento de las contrapartes, tal es el caso de la minería, que dada la magnitud de sus operaciones, no encuentran productos en Chile, que les permitan cubrir sus riesgos.

Recomendaciones de los autores

Las recomendaciones de esta memoria, están estructuradas de acuerdo al criterio de los autores en relación al nivel de importancia, los resultados obtenidos por medio de entrevistas, análisis del marco legal actual, y consideraciones de distintos autores de trabajos sobre el mercado chileno de Derivados Financieros.

Aumentar y Mejorar información disponible

Las deficiencias de la información es uno de los factores que limita el desarrollo del mercado de Derivados OTC, tanto en Chile como en todo el mundo. Actualmente, y en Chile, la información se encuentra fragmentada y no engloba a todo el mercado, esto dificulta la posición de los supervisores y no permite que estos tengan una imagen clara sobre las exposiciones y acumulación de riesgos, lo que no les permitiría identificarlos a tiempo y tomar las medidas necesarias, perjudicando colateralmente a inversionistas y acreedores, los cuales precisan información just in time (no contar con dicha rapidez y confiabilidad de la información, afecta adversamente a las decisiones de inversión y/o cobertura, causando incluso situaciones de crisis). En Chile, el Banco Central captura información solo de operaciones relacionadas con el mercado cambiario, la SBIF, por su parte, recopila información de las transacciones “no cambiarias” pero solo de entidades bancarias. Paralelamente, la DCV registra electrónicamente las operaciones de transferencias efectuadas en el mercado formal, y OTC. Para el resto de las transacciones (como un Swap de tasa entre una corporación no financiera y una corredora no perteneciente al mercado cambiario formal), no hay información, y si bien no son tan influyentes en el total de volumen transado de Derivados, de igual forma se requiere conocer su impacto y tendencia.

La recomendación en este caso corresponde a la implementación de repositorios de transacciones, estos corresponden a registros centralizados de las transacciones en tiempo real de las operaciones con Derivados, donde se almacena toda la información referido a contratos (el tipo, subyacente, contraparte, etc.). Se puede

aplicar tanto para compensación bilateral (situación actual chilena) y compensación multilateral (centralizada, operativa a fines de 2014 con la Comder). Esta recomendación va en línea con la tendencia mundial, posterior a la crisis Subprime, es más, es un compromiso adquirido por el G20. Actualmente ya se han desarrollado repositorios en diferentes países, por ejemplo, Canadá, Corea del Sur, España, Hong Kong e India.

Aumentar Conocimiento en Pequeñas Empresas

Según el análisis realizado, el sector más débil en cuanto al uso de IFD, corresponde al segmento PYME. En general, estas empresas no tienen tanta capacidad de negociación y relación con los Bancos, si se comparan con grandes empresas (esto sustentado en el riesgo que generan para el mismo Banco), es por esto, que su acceso a mejores precios de productos financieros es bajo. A la vez, en muchas ocasiones no cuentan con inversiones en sistemas de información que les permitan tomar decisiones financieras un tanto más complejas, la situación es lógica, dada las características de estas empresas, sin embargo, en muchas ocasiones se están tomando riesgos que se podrían gestionar, contratando por ejemplo un IFD, los cuales muchas veces por desconocimiento no se contratan, argumentando el alto costo que conllevan, sin embargo, sobre todo en el caso de una empresa dedicada a la exportación y/o importación de productos, no necesariamente es así, puesto que muchas veces la volatilidad del tipo de cambio, es mayor al costo mismo de contratar los instrumentos.

La recomendación en este tipo de empresas, va por el lado del conocimiento, debe existir una preocupación activa y compartida por las partes (reguladores, Bancos, y clientes) de incentivar el uso de instrumentos, mediante la disposición de información, y la difusión de la misma. El objetivo de esto, es promover los instrumentos, por lo mismo es necesario permeabilizar a todas las capas de la economía chilena, difundir lo más posible el conocimiento sobre el uso y funcionamiento de los instrumentos, y crear una cultura financiera, mediante la capacitación y formación de personas en el área de finanzas, invitar a seminarios, mesas abiertas, demostrar los beneficios y el funcionamiento del instrumento Derivado, pero de manera tangible, para que se tomen las decisiones de manera informada y respaldadas por datos reales de los subyacentes, y no sobre percepciones personales de la tendencia del mismo. Esta metodología, ha funcionado anteriormente, tal es el caso del Factoring, el cual actualmente es considerado como una alternativa más para la empresas.

Potenciar y Apoyar Sistemas de Compensación Multilateral

En general, distintos autores de estudios sobre IFD en Chile recomiendan el desarrollo de sistemas de compensación multilateral, no obstante, esto ya se materializó con la iniciativa de la Comder. A finales del 2014, ésta ya debiese estar en funcionamiento, sus beneficios son muchos y apuntan principalmente a una reducción del grado de interconexión bilateral y por lo mismo, gestiona el riesgo de crédito y contraparte que viene implícito en todo instrumento Derivado; también limita el riesgo de contagio en el sistema financiero y permite a los reguladores y supervisores tener mayor acceso a información, y de manera centralizada, por lo mismo apoya también la recomendación de repositorios centralizados. De acuerdo a las recomendaciones hechas por ciertos documentos de estudio publicados por el Banco Central, una forma de fomentarlo, es aumentar los requerimientos de capital a las operaciones liquidadas bilateralmente y modificar normas y procedimientos que la pudieran desincentivar¹⁶¹.

Apoyar y Fomentar desarrollo del mercado formal (bursátil) de Derivados

El mercado formal de productos financieros en general cuenta con criterios de acceso objetivos, mayor eficiencia operacional, regulación y vigilancia, esto se traduce en ventajas de liquidez e información disponible, por lo tanto, contribuye a mitigar los riesgos sistémicos. En simples palabras, un mercado bursátil facilita la administración de riesgos y se caracterizan por una mayor transparencia.

En Chile, la Bolsa de Comercio de Santiago está desarrollando un proyecto bursátil de Derivados, ésta comenzó con productos Futuros sobre dólar e IPSA, para luego incorporar otros contratos como Opciones.

Actualización y Aclaración de la Normativa

Si bien existen distintas oportunidades de mejora en términos de información, desarrollo de mercados, compensación y liquidación, entre otros, todo requiere un trabajo conjunto entre entidades reguladoras y supervisoras. Además de un desarrollo de infraestructuras, también es necesaria una normativa local que lo incentive, que aumente las definiciones en sus reglamentos de modo de facilitar el entendimiento para todo tipo de empresas. Un ejemplo es el Netting, del cual no existe completa claridad de su funcionamiento, otro es la falta de disposiciones para determinar el papel de responsabilidad de la Superintendencia de Bancos e

¹⁶¹ Aparici Gabriel, Furche Pablo, Sepúlveda Fernando, Tornel Catherine. 2013. Mercado de Derivados y su infraestructura: aspectos relevantes de la discusión Internacional y su aplicación en Chile. Santiago de Chile.

Instituciones Financieras, en relación al funcionamiento de la Comder, actualmente se define solo a la Superintendencia de Valores y Seguros, como ente regulador, no obstante, el patrimonio de la empresa pertenece mayoritariamente a Bancos (99%), por lo cual se esperaría algún tipo de rectificación y actualización en relación al papel de la SBIF. Además, el actual marco legal para CCP en Chile, no está adaptado a participantes extranjeros, ni hace mención a transacciones compensadas y liquidadas en CCP extranjeras, por lo tanto, no se considera el alto impacto que éstas puedan tener en los volúmenes de transacción en Chile. Si bien estos efectos pueden llegar a ser importantes, deben desaparecer en la medida en que la regulación doméstica se adecúe o converja a las normas y estándares internacionales.

En la presente memoria pudimos corroborar que la normativa chilena vigente a 2014, no ha coartado el uso de IFD, sin embargo tampoco lo ha estimulado, por lo mismo se tiene un espectro amplio de mejora en el ámbito de incentivos, sobre todo al momento de pronunciarse sobre las nuevas iniciativas en pos de mejorar el mercado chileno de Derivados Financieros. Tal como plantean algunos autores “En la medida que los reguladores otorguen o quiten incentivos, la regulación puede tener un efecto relevante sobre la forma en que se organizan los mercados”¹⁶².

¹⁶² Aparici Gabriel, Furche Pablo, Sepúlveda Fernando, Tornel Catherine. 2013. Mercado de Derivados y su infraestructura: aspectos relevantes de la discusión Internacional y su aplicación en Chile. Santiago de Chile.

GLOSARIO

Activo Subyacente: Corresponde a aquel activo respecto del cual se celebran los contratos Derivados, es un producto que se transa en los mercados de contado y que puede consistir en commodities, en el caso que los contratos se basen en Derivados no financieros (Por Ej.: trigo, oro, petróleo, etc.) o en productos financieros, cuando los contratos se basan en Derivados Financieros (Por ej.: Títulos accionarios, índices, moneda (tipo de cambio), etc.)

Acuerdos marco: nacen con la necesidad de resguardarse de las empresas del riesgo de crédito, corresponde a un documento inicial que bosqueja los puntos clave o provisiones de un acuerdo o contrato más grande. El marco normalmente requiere agregados o inclusiones posteriores de las partes incluidas en él. Actualmente en Chile, puesto que no existe una cámara central de compensación (compensación multilateral) se opera mediante este tipo de contratos para resguardarse

Arbitraje: Arbitrar es la obtención de un beneficio libre de riesgo por medio de transacciones simultaneas en dos o más mercados tendiendo a través de dichas operaciones a los precios de eficiencia, esto se genera mayoritariamente dado que en el mercado hay espacio tanto para operaciones formales como informales.

Cámara de Compensación: Entidad que tiene por objeto ser contraparte de las operaciones de Opciones y Futuros que se realicen en la correspondiente Bolsa. Ofrece servicios de compensación y liquidación de operaciones con Derivados y funciona como garante de todas las obligaciones financieras que se generan por las operaciones de estos productos Derivados estandarizados. En Chile la entidad que realiza esta función es la CCLV Contraparte Central S.A.

Cobertura: A través de esta función se busca eliminar o minimizar el riesgo de una variación de precios del activo subyacente que será objeto de la transacción, en el caso de los Derivados, a los inversionistas que intervienen en el mercado con fines de cobertura se les llama Hedgers, los que caracterizan por ser adversos al riesgo, dado que intervienen para protegerse de la variabilidad de precios.

CCLV Contraparte Central S.A.: Sociedad anónima, cuyo objetivo es administrar sistemas de compensación y liquidación de instrumentos financieros ya sea actuando como entidad de Contraparte Central, para los mercados bursátiles de renta variable y Derivados, y también como Cámara de Compensación de instrumentos financieros para los mercados bursátiles de renta fija, intermediación financiera y operaciones simultáneas y, desarrollar las demás actividades complementarias que autorice la SVS. La empresa es filial de la Bolsa de Comercio de Santiago y se creó el 2010.

Contraparte Central (entidad de contraparte central ECC): es una entidad que se interpone entre los participantes del mercado una vez realizada la negociación de los valores, constituyéndose en el comprador único para todas las operaciones de venta y en el vendedor único para todas las operaciones de compra. De esta manera, los contratos bilaterales entre las partes se extinguen y se reemplazan por

nuevos contratos con la CCP. Este concepto se conoce como novación. En otras palabras, los intermediarios pasan a tener un vínculo jurídico con la contraparte central y no entre sí. De manera que la CCP es deudora y acreedora en cada una de las operaciones. Si no existiera esta figura de CCP, el participante A enfrenta un riesgo de contraparte con el participante B y viceversa. En cambio, bajo este esquema, el riesgo de contraparte que enfrentado cada participante, es el riesgo que ofrece la misma CCP. La CCP cubre su propio riesgo de crédito exigiendo esquemas de márgenes (garantías) a los participantes. Adicionalmente la CCP incorpora otros mecanismos para cubrir posibles default de los participantes, tales como fondos de garantía, fondo de reserva y el propio capital de la CCP. En Chile esta figura es representada por dos entidades, Comder Contraparte Central y CCLV Contraparte Central, cuya principal diferencia son los mercados a los que apuntan, el primero al mercado OTC y el segundo al Mercado bursátil.

Comder Contraparte Central: sociedad anónima cerrada, que tiene como objetivo administrar sistemas de compensación y liquidación de instrumentos financieros, ya sea actuando como entidad de contraparte central, o como cámara de compensación de instrumentos financieros, y desarrollar las demás actividades complementarias que autorice la ley N° 20.345 o la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS).

Collar: Cobertura del riesgo de tipo de interés que permite al cliente fijar el coste máximo y mínimo de su deuda a tipo de interés variable. El producto consiste en la compra de un Cap y en la venta simultánea de un Floor, ambos por parte del cliente, cuyos precios de ejercicio dependerán de los Strikes (niveles fijados por el Cliente) y del Tipo de Interés de Referencia en las fechas de revisión previamente establecidas.

Collar de costo cero (Zero cost collar): tipo de collar que constituye una estrategia de negociación de Opciones a corto plazo, de tal forma que se compense el riesgo de la volatilidad mediante la compra de un Cap y la venta de un Floor, es decir el costo que tiene el collar en este caso es cero, puesto que la prima cobrada por el Floor es igual a la pagada por el Cap,

Collar Mejorado: es un tipo de collar, no obstante a diferencia del zero cost collar, las primas no se compensan, por el contrario, se paga una prima adicional pero permite ampliar los límites de la banda.

Credit Default Swap: contrato entre dos partes, una de las cuales (comprador de protección) paga una prima a la otra (vendedor de protección), a cambio de un pago en el caso que un evento de crédito afecte a una entidad de referencia. Es decir, vendedor y comprador de protección acuerdan intercambiar el riesgo de crédito de un emisor de un bono o del deudor de un préstamo (“entidad de referencia”). El comprador de protección paga periódicamente la prima, spread o precio del CDS al vendedor de protección, hasta la maduración del contrato o hasta que un evento de crédito ocurra.

Cross Currency Swap: Es un producto de cobertura de deuda que permite protegerse de las fluctuaciones futuras de una moneda y tasas de interés con respecto a otra moneda y tasas de interés. El resultado neto de esta operación es un

cambio de una deuda con flujos Futuros en una moneda, a una con flujos Futuros conocidos, en una segunda moneda. El producto producirá periódicamente compensaciones a favor o en contra del cliente dependiendo de la evolución de las monedas y/o tasas de interés.

DCV Depósito Central de Valores: es una Sociedad Anónima constituida de acuerdo a la Ley 18.876, su reglamento y a las instrucciones impartidas por la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS). Su principal rol es procesar y registrar electrónicamente, las operaciones de transferencia efectuadas en las bolsas de valores y en el mercado extrabursátil, adicionalmente coordina y suministra la información necesaria para la liquidación financiera de las operaciones.

Derivado Financiero: tipo de instrumento financiero, es decir valores negociables, que son objeto de transacción en el mercado financiero, cuya principal cualidad, es que su valor de cotización se basa en el precio de otro activo, denominado activo subyacente

Entidad Contraparte: Corresponde a una entidad jurídica que actúa de contraparte en las operaciones de Opciones, Futuros, Forwards, y Swaps.

Especulación: se habla de este objetivo solo cuando se participa en el mercado, con fines de obtener una ganancia por la diferencia de precios entre el precio spot y el precio de mercado del Derivado a plazo, estos inversionistas asumen el riesgo de la variabilidad de precios, con la expectativa de generar una ganancia.

Forward: Contrato a través del cual una de las partes adquiere la obligación de comprar y la otra de vender en un plazo futuro preestablecido, un número determinado de unidades de un activo objeto previamente definido y caracterizado, a un precio predefinido al momento de la celebración del contrato.

Forward de Tipo de Cambio: es un producto de cobertura de tipo de Cambio, que permite protegerse de las fluctuaciones futuras de dicho valor. El cliente acuerda con la contraparte el valor del Tipo de cambio a una fecha y por un monto determinado. Esta figura puede ser utilizada tanto por importadores como exportadores, para el caso de los importadores, si al vencimiento del contrato el valor del tipo de cambio observado, es mayor que el fijado en el contrato, el cliente recibe la compensación correspondiente a la diferencia por el monto contratado. Caso contrario, es el cliente quien debe compensar a la contraparte por la diferencia. Para el caso de los exportadores, si al vencimiento del contrato el valor del tipo de cambio observado es menor que el fijado en el contrato, el cliente recibe la compensación correspondiente a la diferencia por el monto contratado, de lo contrario, es el cliente quien debe compensar al Banco por la diferencia.

Futuros: Contrato estandarizado a través del cual su comprador o titular adquiere, según el contrato de que se trate, la obligación de comprar o vender en un plazo futuro preestablecido, un número determinado de unidades de un activo objeto previamente definido y caracterizado, a un precio predefinido al momento de la celebración del contrato.

Futuros Dólar: Contrato estandarizado, transado en bolsa, cuyo activo subyacente es tipo de cambio Peso sobre Dólar Observado, indicador calculado por el Banco Central de Chile.

Futuros IPSA: Contrato estandarizado, transado en Bolsa, cuyo activo subyacente es el Índice de Precios Selectivo de Acciones IPSA de la Bolsa de Comercio de Santiago, principal índice bursátil del país.

Interest Rate Swap: Es un producto que intercambia flujos de una Tasa de Interés Fija a una Variable o viceversa, en determinadas fechas prefijadas, y para montos referenciales conocidos, de una misma moneda. Busca protegerse, o beneficiarse, de las fluctuaciones futuras de las tasas de interés involucradas.

Este producto podría significar una disminución de la carga financiera del cliente, ya que éste se puede beneficiar ante movimientos a favor del nivel de tasas de interés, o bien puede verse afectado ante movimientos en contra.

Mercado bursátil de Derivados: este mercado también conocido como mercado formal de Derivados, se basa en transar directamente en una bolsa de comercio Instrumentos Financieros Derivados, en Chile esta iniciativa está en marcha blanca e incorpora solo contratos Futuros sobre dólar e IPSA.

Opciones: Contrato a través del cual su comprador o titular adquiere a un precio denominado prima de la opción, el derecho a comprar (opción de compra) o vender (opción de venta), durante un plazo o en un fecha determinada y a un precio prefijado llamado precio de ejercicio de la opción, un número determinado de unidades de un activo previamente definido y debidamente caracterizado.

Opciones Americanas: da al comprador el derecho de ejecutar la opción en cualquier momento entre la fecha de emisión y vencimiento.

Opción de compra (call): Opción que otorga a su titular, por un plazo establecido, el derecho a comprar a un precio prefijado.

Opciones Europeas: da al comprador el derecho de ejecutar la opción solo en la fecha vencimiento.

Opción de venta (put): Opción que otorga a su titular, por un plazo establecido, el derecho a vender un determinado número de acciones, a un precio prefijado.

Over the Counter (OTC): Un contrato OTC es un contrato bilateral en el cual las dos partes se ponen de acuerdo sobre las modalidades de liquidación del instrumento. Normalmente es entre un Banco y el cliente directamente. Los Derivados OTC negociados entre instituciones financieras suelen tomar como marco las cláusulas del International Swaps and Derivatives Association (ISDA).

Swap: Contrato a través del cual las partes involucradas se comprometen a intercambiar flujos financieros expresados en tasas de interés distintas, en monedas distintas o en tasas de interés y monedas distintas, en fechas especificadas posteriores a la celebración del contrato, de acuerdo a ciertas condiciones previamente acordadas.

BIBLIOGRAFIA

Acharan María Gabriela, Villena José Miguel. 2011. Mercado cambiario 2000-2010, comparación internacional de Chile”, Studies in economic statistics, Banco Central de Chile. Santiago de Chile.

Acharán María Gabriela, Álvarez Roberto, Villena José Miguel. 2009. Crisis financiera y uso de Derivados cambiarios en empresas exportadoras, documento de trabajo N°522. Banco Central de Chile. Santiago de Chile.

Aparici Gabriel, Furche Pablo, Sepúlveda Fernando, Tornel Catherine. 2013. Mercado de Derivados y su infraestructura: aspectos relevantes de la discusión Internacional y su aplicación en Chile. Santiago de Chile.

Avalos Fernando, Moreno Ramón. 2013. Cobertura en mercados Derivados: la experiencia de Chile, Informe trimestre.

Avdjiev Stefan, Schrimpf Andreas, Upper Christian, Vause Nicholas. 2011. Aspectos más destacados de las estadísticas internacionales del BPI, Bank for International Settlements. Suiza.

Alarcón G. Felipe, Selaive C. Jorge, Villena M. José Miguel. 2004. Mercado chileno de Derivados cambiarios, Serie de estudios económicos N° 44, Banco Central de Chile. Santiago de Chile.

Banco Central de Chile. 2012. Informe de estabilidad financiera, primer semestre 2012. Santiago de Chile.

Banco Central de Chile. 2009. Informe de estabilidad financiera, segundo semestre 2009, Marco regulatorio en Chile sobre la compensación de operaciones de Derivados. Santiago de Chile.

Banco Central de Chile. 2008. Compendio de Normas Cambiarias Internacionales, capítulo IX “Operaciones con Instrumentos Financieros Derivados. Chile.

Banco Central de Chile. Compendio de Normas Financieras Capítulo III “Normas de Operación, Intermediación y Control del sistema Financiero y Mercado de Capitales numeral “D” “Operaciones con productos Derivados en moneda nacional. Chile

Banco Central de Colombia. 2014. Circular Reglamentaria Externa-DODM-144. Colombia.

Banco Central de las reservas de Perú. 2011. Circular N° 23- 2011. Perú.

Bank for International Settlements (BIS). 2013. OTC derivatives statistics at end-June. Disponible en <https://www.bis.org/publ/rpfx13.htm>

Bank for International Settlements (BIS). 2013. Triennial Central Bank, InterestRate derivatives market turnover. Disponible en <https://www.bis.org/publ/rpfx13.htm>

Bank for International Settlements (BIS). 2013. Triennial Central Bank, Survey of foreign exchange and derivatives market. Disponible en <https://www.bis.org/publ/rpfx13.htm>

Bolsa de Comercio de Santiago, "Apuntes de Bolsa de Comercio de Santiago. Disponible <http://www.bolsadesantiago.com/theme/DerivadosLista.aspx>. Consultado 16 de Mayo 2014.

Bolsa de Comercio de Santiago. 1999. La bolsa de comercio de Santiago y los instrumentos del mercado. Santiago de Chile. Disponible en http://www.bovalpo.com/site/stat/capacitacion/Instrumentos_del_Mercado.pdf

Colegio de Contadores de Chile. Boletín Técnico N°57, Contabilización de contratos Derivados. Chile.

Colegio de Contadores de Chile. Boletín Técnico N°32, Contabilización de Swap. Chile.

Colegio de Contadores de Chile. Boletín Técnico N°35, Interpretación boletín Técnico N°32 Contabilización de Swap. Chile.

Colegio de Contadores de Chile. Boletín Técnico N°66, Complemento boletín técnico N°57, Contabilización de contratos Derivados. Chile.

De Lara, Alfonso. 2005. Productos Derivados Financieros: Instrumentos, valuación y cobertura de riesgos. México.

Deutsche Borse Group. 2009. The global Derivatives market, a blueprint for market safety and integrity. Alemania.

Gray Simon, Place Joanna. 2003. Derivados Financieros, Ensayo Centro de estudios monetarios Latinoamericanos, Centre for central banking Studies, Bank of England. Inglaterra.

Gómez Luis, Zurita Salvador. 2003. Normativa de los mercados Derivados en Chile, Centro de estudios públicos. Chile.

González. E. Irving Alfredo. 2003. Contabilidad Internacional. México, McGraw-Hill.

Guerrero Bécar, José Luis. 2002. Apuntes de derecho de los Derivados financiero y su mercado, Valparaíso Chile.

Herrera Pablo, Malla Rafael. 2011. Servicios de valuación financiera e instrumentos financieros, Viabilidad en las transacciones financieras y mercado de Derivados", Santiago de Chile. Disponible en http://www.deloitte.com/assets/DcomChile/Local%20Assets/Documents/Brochures%20FAS/FAS_viabilidad_trans_financieras.pdf

Lynch Koski Jennifer, Pontiff Jeffrey. 1999. How are derivative used, The journal Of finance Vol LIV, N°2.

Lorenzini Barrios, Fabiola. 2006. Futuros y Opciones, conceptualización y operatoria conforme a la Ley N°18.045, Santiago de Chile. 102 p.

Maero Ricardo, Danessa Rodrigo. Contabilización de instrumento financieros Derivados. Banco Central de la república argentina. Argentina.

Malla Rafael, Javier Rojas. Deloitte Chile. 2013. Nuevas regulaciones del SII para instrumento financieros Derivados. Disponible en http://www.deloitte.com/view/es_CL/cl/ideas-y-perspectivas/deloitte-news/401b281ff9a9b310VgnVCM2000003356f70aRCRD.htm Santiago de Chile.

Malla Rafael, Javier Rojas. Deloitte Chile. 2008. Innovación financiera: Tendencia del mercado de Derivados en Chile. Disponible en: http://www.deloitte.com/view/es_cl/cl/0aa9aa267000e110VgnVCM100000ba42f00aRCRD.htm

Ministerio de Hacienda. Ley N°20.544, Regula el tratamiento tributario de Instrumentos Financieros Derivados. Chile.

Ministerio de Hacienda. 2013. Decreto N° 1242, Administración y gestión de los Fondos de Inversión Colectiva. Colombia.

Ministerio de Hacienda. 2013. Decreto N° 1242, Sustituye parte III administración y gestión de fondos de Inversión. Colombia.

Morales, Luis y Fernández Viviana. Los productos Derivados en Chile y su mecánica, Santiago de Chile.

Ochoa Catillo. Fernando, Bentjerodt Leginos. 1996. El mercado de los Derivados Financieros en Chile, Regulaciones vigentes, evolución reciente y perspectivas, Serie de estudios Económicos N°40, Banco central de Chile. Santiago de Chile.

Opazo, Luis A. 2012. Derivate Market: The experience of Chile”, Data requirements for monitoring derivative transactions, Irving Fisher Committee on Central Bank Statistics IFC Bulletin No 35.

Prochile Subdepartamento de información comercial. 2011. Instrumentos Financieros Derivados.2011. Chile.

Rodríguez, P., J.M. Villena. 2009. El Mercado Cambiario Chileno en el Período 1998-2008, Estudios Económicos y Estadísticos No. 75, Banco Central de Chile.

Sepúlveda, Fernando. 2013. Derivados OTC y Estabilidad Financiera. Santiago de Chile. Disponible en <http://www.crem.uchile.cl/cremuchile/wp-content/uploads/2013/12/CREM-Martes.23.07.2013-Derivados-FS.pdf>

Servicio de Impuestos Internos. 2012. Resolución 115, “Establece obligación de acreditar parámetros de mercado a contribuyentes que celebren contratos de Derivados de aquellos definidos en el artículo 2° de la Ley N° 20.544 de 2011, con entidades relacionadas. Chile.

Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras. Actualizado a 2013. Ley General de Bancos. Chile.

Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras. Recopilación de Normas actualizadas. Chile.

Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras de Fondos de Pensiones. 1998. Ley N°26.702, Ley general del sistema financiero y del sistema de seguros y

orgánica del sistema financiero y del sistema de seguros. Perú. Disponible en: http://www.sbs.gob.pe/repositorioaps/0/0/jer/regu_leygralbanccseguro/LeyGeneral.pdf.

Superintendencia de Banca Seguros y AFP. 2010. Texto único ordenado de la ley del sistema privado de administración de fondos de pensiones. Perú.

Superintendencia de Banca Seguros y AFP. 2007. Reglamento para la inversión de los fondos de pensiones en el exterior. Perú.

Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras de Fondos de Pensiones. 2008. Reglamento para la gestión del riesgo de mercado de las empresas del sistema financiero. Perú

Superintendencia de Banca, Seguros y AFP. Reglamento para la negociación y contabilización de productos financieros Derivados en las empresas del sistema financiero. Perú.

Superintendencia Financiera de Colombia. 2010. Capítulo XVIII, Instrumentos Financieros Derivados y productos estructurados, Circular Básica Contable y Financiera. Colombia.

Superintendencia Financiera de Colombia. 1998. Decreto n°1514. Colombia.

Superintendencia Financiera de Colombia. 1999. Decreto n°1737. Colombia.

Superintendencia Financiera de Colombia. 2008. Decreto n°1797. Colombia

Superintendencia Financiera. Operaciones con Instrumentos Financieros Derivados, capítulo VIII "Disposiciones relativas al régimen de inversiones de los fondos de pensiones de jubilación e invalidez voluntarios. Título IV. Colombia.

Superintendencia Financiera. Operaciones con Instrumentos Financieros Derivados, capítulo IX, Disposiciones relativas al régimen de inversiones de los fondos de cesantía", Título IV. Colombia.

Superintendencia Financiera. Título IV. Colombia.

Superintendencia Financiera. 2008. Decreto N°1121, Reglamenta la actividad de intermediación en el mercado de valores y se dictan otras disposiciones. Colombia.

Superintendencia del Mercado de Valores. 1996. Reglamento de Fondos mutuos de inversión en valores y sus sociedades administradoras. Perú.

Superintendencia del Mercado de Valores. Decreto Legislativo N°00862, "Ley de fondos de inversión y sus sociedades administradoras. Peru

Superintendencia Nacional de Aduanas y administración tributaria. 2004. Ley de impuesto a la Renta. Perú.

Superintendencia de Valores y Seguros. Superintendencia Educa. Disponible en <https://www.svs.cl/educa/600/w3-propertyvalue-563.html>. Consultado el 5 Mayo de 2014. Chile.

Superintendencia de Valores y Seguros. Superintendencia Educa. Disponible en: <https://www.svs.cl/educa/600/w3-propertyvalue-1115.html>. Consultado el 5 Mayo de 2014. Chile.

Superintendencia de Valores y Seguros. Superintendencia Educa. Disponible en: <https://www.svs.cl/educa/600/w3-propertyvalue-564.html>. Consultado el 5 Mayo de 2014. Chile

Superintendencia de Valores y Seguros. 2001. Norma de carácter general N°204, Norma la inversión de los fondos mutuos en Instrumentos Financieros Derivados. Chile.

Superintendencia de Valores y Seguros. 2001. Norma de carácter general N°113, Establece requisitos para la realización de operaciones con Instrumentos Financieros Derivados por parte de los fondos de inversión. Chile.

Superintendencia de Valores y Seguros. Ley N°18.045, Mercado de Valores, Título VI "De los Corredores de Bolsa y de los Agentes de Valores. Chile.

Superintendencia de Pensiones. Régimen de Inversión de Fondos de Pensiones. Chile

Superintendencia de Pensiones. 2002. Circular N°1556, Inversiones del fondo de pensiones y del encaje e inversiones de los fondos de cesantía. Chile

PÁGINAS WEB

www.bolsadedantiago.com

www.sbs.gob.pe

www.svs.cl

www.chilecont.cl

www.smv.gob.pe

www.sii.cl

www.superfinanciera.gov.co

www.sunat.gob.pe

www.bcentral.cl

www.safp.cl

www.bcrp.gob.pe

www.sbif.cl

www.banrep.gov.co

PAGINAS WEB CORPORATIVAS (EMPRESAS ENTREVISTADAS)

igmfa.com

www.ist.cl

www.indeli.cl

www.asmar.cl

www.aerzen.cl

www.cuprum.cl

www.transelec.cl

www.gasco.cl

www.puertovalparaiso.cl

www.porsche.com

www.cap.cl

www.pwc.com/cl

portalweb.csav.com

www.electrolux.cl

portal.tps.cl

www.mardelsur.cl

www.Bancoripley.cl

www.santander.cl

www.loreal-paris.es

portal.rburgos.cl

www.wienecke.cl

www.mvservicios.cl

www.incobel.com

www.crecer.cl

www.aitue.cl

www.deloitte.com

www.Bancopenta.cl

www.saam.cl

www.socovesa.cl

www.imtrust.cl

ANEXOS

ANEXO 1: NORMATIVA CHILENA REFERENTE A INSTRUMENTOS FINANCIEROS DERIVADOS

BANCO CENTRAL DE CHILE

El Banco Central de Chile, regula el mercado de tipo de cambio formal y los tipos de instrumentos derivados autorizados a los bancos, ésto se regula mediante dos capítulos, el Compendio de Normas cambiarias internacionales y el Compendio de normas financieras.

- Compendio de Normas Cambiarias Internacionales, capítulo IX “Operaciones con instrumentos derivados: En este capítulo se establecen las normas en relación a la información de las operaciones con instrumentos derivados, que personas domiciliadas o residentes en Chile, incluyendo las empresas bancarias, realicen con personas domiciliadas o residentes en el exterior o con entidades del Mercado Cambiario Formal Chileno¹⁶³.

- a) Operaciones realizadas con personas domiciliadas o residentes en el exterior:
Se debe informar al Banco Central:
 - Las operaciones que generen contratos de futuros, forwards, swaps, opciones, derivados de créditos y sus respectivas combinaciones y que tengan como base, activos subyacentes tales como, monedas extranjeras, tasas de interés productos básicos e índices accionarios que se transen en bolsas del exterior, ya sea que se hayan realizado en el mercado bursátil o extrabursátil. También se debe informar cualquier modificación que involucre a la fecha de vencimiento del contrato, precios, precios referenciales de mercado, cambios de modalidad de entrega, montos involucrados y partes relacionadas.
 - Se deben informar operaciones cuando se refieran a unidades de fomento ó a tasas de interés nacionales, pero que sus pagos se realicen en moneda extranjera.
 - En relación a los pagos, ya sea que se perciban o efectúen, se deben registrar de acuerdo a lo impuesto por el Banco Central de Chile, el responsable de hacerlo,

¹⁶³ Entiéndase por Mercado Cambiario Formal: Bancos (obligatoriamente) y en forma voluntaria por ,casas de cambio, corredoras de bolsa autorizadas , agentes de valores y sociedades anónimas (abiertas o cerradas) que acuerden en sus estatutos someterse a las normas que rigen a los participantes del mercado cambiario formal.

corresponde a la entidad del mercado cambiario formal, a través de la cual se canalicen las divisas.

b) Operaciones a realizar en Chile por entidades del mercado cambiario formal (M.C.F.):

- Las Entidades del M.C.F. deberán informar al Banco, los contratos de: forwards, swaps, opciones o futuros sobre tasas de interés o monedas (incluidos el peso y la “Unidad de Fomento”), que se celebren con personas domiciliadas o residentes en Chile, cuando dichas operaciones den o puedan dar, origen a un pago en moneda extranjera. Además se debe incluir la modalidad ya sea por entrega física de monedas extranjeras, por compensación por otro medio.
 - Los pagos que se perciban o efectúen, se deben poner a disposición de la contraparte, ya sea que haya pactado modalidad de entrega física o compensación pagadera en divisas, para esto debe comprar o vender según corresponda.
 - Si a consecuencia de la realización de una operación con instrumentos derivados, se produce u origina la adquisición de activo o pasivo con el exterior pagadero en moneda extranjera, se debe informar al Banco mediante un formulario.
- Compendio de Normas Financieras Capítulo III “Normas de Operación, Intermediación y Control del sistema Financiero y Mercado de Capitales numeral “D” “Operaciones con productos derivados en moneda nacional”

Este compendio, norma los contratos de futuros, forward swaps y combinaciones de éstos sobre moneda nacional o unidades de reajustabilidad autorizadas, tasas de interés locales e instrumentos de renta fija, que celebren las empresas bancarias establecidas en Chile, entre si o con terceros domiciliados o residentes en el país, así como también, los contratos de futuros, forwards, swaps y combinaciones de estos sobre moneda extranjera y tasas de interés extranjeras, que celebren los bancos establecidos en Chile, entre sí o con terceros domiciliados o residentes en el país.

A la vez la normativa, se aplica también a contratos de opciones sobre determinados activos de naturaleza financiera expresados en monedas, tasas de interés, efectos de comercio u otros instrumentos de renta fija, cuya adquisición o enajenación, según corresponda, se encuentre autorizada por el banco emisor de la opción¹⁶⁴.

¹⁶⁴ La Clasificación de solvencia, se sujeta a las clasificaciones que se especifican en el artículo 61 de la Ley General de Bancos

Los contratos que celebren las empresas bancarias deben cumplir ciertos requisitos, entre estos:

- Los contratos que se celebren dentro o fuera de bolsa, deben corresponder a contratos de futuros, forwards y opciones sobre monedas, unidades de reajustabilidad autorizadas, tasas de interés e instrumentos de renta fija; o contratos swaps de monedas y tasas. En ningún caso las empresas bancarias pueden efectuar éstos contratos sobre acciones o índices que consideren precios accionarios.
- Los contratos basados en monedas, instrumentos de renta fija y tasas de interés, sólo podrán efectuarse sobre monedas, instrumentos de renta fija o tasas de interés, para los cuales existan cotizaciones o información diaria¹⁶⁵.
- Las operaciones de cobertura de tasas de interés y de precios de instrumentos de renta fija, podrán efectuarse sobre las tasas de los pagarés del Banco Central de Chile, tasas interbancarias, TIP, TAB, Libo, Prime y tasas de los bonos y letras de crédito, informadas en bolsa, y precios de los instrumentos de renta fija informados en bolsa o en las licitaciones que efectúe el Banco Central de Chile.
- Las operaciones con derivados sobre instrumentos de renta fija, sólo podrán efectuarse sobre instrumentos emitidos por el Banco central, bonos y letras de crédito, emitidas por bancos establecidos en el país, pagadera en moneda nacional y bonos emitidos por la tesorería General de la República.
- Los contratos con derivados, deben contener ciertas formalidades para cumplir con la normativa, entre éstas, el monto contratado en la operación expresado en pesos; periodo de vigencia del contrato (inicio y vencimiento); instrumento subyacente en la operación, plazo del instrumento, plazo de recalcule de la tasa y aplicación de la misma, precio de referencia en mercado spot. En el caso de contratos de opciones, además se debe indicar el plazo y el precio aplicable para el ejercicio de la opción respectiva.
- Se autoriza a modificar la vigencia de los contratos de forward, opción y swaps, o ponerle fin anticipado, conforme a las condiciones del mismo y del mercado en el momento en que se realice dicha modificación.

COLEGIO DE CONTADORES DE CHILE

La norma chilena de contabilidad, está regulada por el Colegio de Contadores de Chile, a su vez ésta dicta Boletines Técnicos, con el fin de informar y regular a contabilidad. Los Boletines Técnicos, corresponden a las reglas en los temas que tratan, debido a que despejan dudas respecto de los procedimientos que deben

¹⁶⁵ La información de las cotizaciones diarias debe ser informada por el Banco Central de Chile, Asociación de Bancos e Instituciones Financieras o por servicios electrónicos de acceso público, como lo son Reuter, Bloomberg u otros similares.

seguir las personas jurídicas. Los Boletines Técnicos que tienen relación a instrumentos derivados son:

- Boletín técnico n° 32¹⁶⁶: “Operaciones Swap”: Por medio de este Boletín se explicita la contabilización de operaciones Swap, se definen contablemente, se analiza el espíritu económico de estas transacciones, explicando que generalmente su fin es la obtención de recursos financieros más que la recompra de moneda extranjera, es una forma proteger a la entidad en caso de devaluaciones de la moneda local.

El Boletín Técnico n° 32, también incluye una suerte de protocolo al registrar los contratos, obligación que deben cumplir las entidades que los suscriban, así como también la forma en que se deben hacer los abonos y cargos por las operaciones, la forma de ajuste de éstos para la presentación de estados financieros, la forma de tratar las diferencias, los intereses que se devenguen por la operación así como también el procedimiento que se debe realizar al vencimiento efectivo del contrato, ya sea que se ejerza o no la opción de recompra.

En términos concretos se establece que la futura obligación, se debe cargar a la cuenta de pasivo circulante y la futura recepción de los recursos a la cuenta de activo circulante, Además ambas partidas deben ser expresadas en moneda nacional, y por otra parte el pasivo circulante debe ser ajustado al tipo de cambio pactado en el contrato, mientras que el activo circulante debe ser ajustado al tipo de cambio existente a la fecha del cierre de cada estado financiero. En el caso de que la diferencia generada por estos agentes, resulte en ganancia, esta se tratará como una ganancia no realizada que se clasifica en pasivo circulante, por el contrario, si el resultado fue una pérdida, esta se registrará en el estado de resultados. Por otra parte los intereses provenientes de los contratos Swap, se consideran como intereses financieros y se reconocen contablemente con base devengada con abono a los resultados del periodo.

Se hace hincapié en que la revelación de este tipo de transacciones se haga como nota en los estados financieros, denotando de esta forma cualquier efecto relevante de los contratos Swap al cierre del ejercicio.

Boletín Técnico n° 35¹⁶⁷: Swap interpretación Boletín 32, el objetivo de este boletín, es aclarar ciertas situaciones en relación con el boletín n°32, sobre todo en relación a los intereses que devengue el contrato Swap y la forma de presentación de estas transacciones en los estados financieros, éste último obedece a una tendencia

¹⁶⁶ Boletín Técnico n°32, Colegio de Contadores de Chile, Sitio Web: http://www.chilecont.cl/?page_id=2301

¹⁶⁷ Boletín Técnico n°35, Colegio de Contadores de Chile, Sitio Web: http://www.chilecont.cl/?page_id=2301

mundial de informar sobre los instrumentos derivados en los balances y estados financieros de las empresas.

Boletín Técnico n° 57¹⁶⁸: “Contratos de Derivados”, este Boletín trata sobre la contabilización de instrumentos derivados básicos ya sean tomados para efectos de cobertura o bien como alternativa de inversión temporal.

El Boletín Técnico n° 57, especifica el tratamiento contable, no en base a la clasificación de derivados según naturaleza, comúnmente conocido (Forward, Swap, Futuros, Opciones, sus respectivas variedades), sino que realiza una división de estos según los objetivos que persiga la institución con su uso, los que pueden ser de cobertura¹⁶⁹ o de inversión¹⁷⁰. En el caso de cobertura se realiza una subdivisión, entre contratos de cobertura de partidas existentes y contratos de cobertura para transacciones esperadas.

- Se explica que la contabilidad, debe establecer los registros y cuentas necesarios para controlar la partida protegida, los contratos y sus efectos.
- Al momento de contratar un derivado, deberá definirse el objetivo del contrato (cobertura o inversión), y las partidas protegidas.
- Independiente de la naturaleza del derivado, en los estados financieros, deben revelarse sus características (tipo de contrato), las partidas protegidas, la fecha de vencimiento del contrato y sus efectos, así como también las garantías o primas asociadas, si las hay.
- Las primas y comisiones que se paguen o devenguen al suscribir un contrato de derivados, formarán parte del costo del contrato.
- Tanto en la contabilidad como en los estados financieros, la partida protegida y el instrumento derivado deberán registrarse a su valor justo.

El Boletín Técnico especifica el tratamiento en el caso de cada uno de los contratos ya sea de cobertura o inversión

¹⁶⁸ Boletín Técnico n°57, Colegio de Contadores de Chile, Sitio Web: http://www.chilecont.cl/?page_id=2301

¹⁶⁹ Se entiende por cobertura, cuando los contratos derivados son tomados con el objeto de protegerse contra el riesgo de variaciones de precio, tasas de interés, tipos de cambio, además de cumplir con dos características básicas:

-La partida o transacción a proteger expone a la empresa a un riesgo por la variación de precios, monedas, tasa de interés, etc. Para que se cumpla esta condición no deben existir otros activos, pasivos, compromisos u otras transacciones que compensen el riesgo a cubrir.

- Reduce efectivamente el riesgo a cubrir. Para ello, tanto al inicio del contrato como durante su vigencia, deberá ser probable que los cambios en el valor del contrato sean prácticamente suficientes para compensar los cambios en el valor de la partida o transacción cubierta por dicho contrato.

¹⁷⁰ Se entiende por inversión cuando se suscriben con el objeto de obtener una utilidad u otro objetivo distinto al de cobertura (mencionado en referencia anterior).

- Cuando el contrato de cobertura cubre un valor que excede la posición neta expuesta al riesgo, el exceso deberá ser considerado como contrato de inversión.

- Si el contrato de cobertura deja de cumplir con los requisitos necesarios para ser calificado como tal, deberá ser considerado como contrato de inversión. Sin embargo, una vez clasificado como contrato de inversión, ya sea al inicio o bien posteriormente, no podrá ser reclasificado.

1. **Contratos de cobertura de partidas existentes**: son aquellos cuyo objetivo es proteger de un riesgo al que están expuestas una o varias partidas existentes¹⁷¹.

- Deben reconocerse contablemente las diferencias que surjan al efectuar la valuación producto, de los cambios que experimente el valor justo de la partida protegida y el instrumento derivado.
 - a. Si el resultado neto implica una pérdida, ella deberá ser debitada a los resultados del período.
 - b. Si el resultado neto es una utilidad, ella solo se reconocerá a la liquidación de la operación.
 - c. Si el resultado neto es utilidad, y se han reconocido pérdidas netas en períodos anteriores, se abonará a resultados del período.
 - d. Si resultado neto sea pérdida pero exista una utilidad diferida, previo al reconocimiento de la pérdida deberá saldarse la utilidad no realizada.

2. **Contratos de cobertura de transacciones esperadas**: son aquellos cuyo objetivo es proteger del riesgo de flujo de caja que se originará en una transacción a futuro¹⁷².

- El instrumento derivado de cobertura, deberá ser presentado a su valor justo y los cambios en dicho valor, deberán ser reconocidos como resultado (ganancia o pérdida) no realizado.
- Al término del contrato, el resultado no realizado del instrumento derivado, deberá reconocerse como un resultado realizado (ganancia o pérdida) por el uso de derivados, sin afectar el costo o precio de venta del activo adquirido o vendido en la transacción. Lo anterior no quiere decir que se puedan diferir pérdidas originadas por el costo de producción estimados de los bienes comprometidos en venta, si ésto ocurre, debe reconocerse inmediatamente la pérdida. A la vez, tampoco se pueden diferir pérdidas originadas con el compromiso de adquisición de bienes realizables a precios futuros que excedan los precios de mercado previstos a la fecha de vencimiento de la operación.

¹⁷¹ Algunos ejemplos de cobertura de partidas existentes son:

- a) El valor de mercado de un bono emitido por la empresa
- b) El valor a que debe liquidarse una cuenta por cobrar o pagar en moneda extranjera.

¹⁷² Algunos ejemplos de cobertura de partidas esperadas son:

- a) Precio a cobrar (flujo a recibir) por la venta de un activo que se llevará a cabo en una fecha futura determinada.
- b) Tasa de interés a pagar (flujo a desembolsar) por una deuda afecta a tasa variable.

3. Contratos de Inversión

- En los estados financieros, el contrato de derivados deberá presentarse a su valor justo.
- Los cambios en éste, deberán ser reconocidos como resultado del período en que se originó dicho cambio.
- El lanzamiento de una opción podrá ser considerado de cobertura, por lo cual, el lanzador de la opción siempre deberá aplicar las normas correspondientes para los contratos de inversión, registrando, en consecuencia, las pérdidas que originará el ejercicio de la opción que haga la otra parte.

El Boletín Técnico n° 57, incluye anexos en los cuales se especifican las características de los contratos derivados básicos, así como también definiciones de términos que se emplean en su explicación.

Boletín Técnico n° 66¹⁷³: Este Boletín representa un complemento al Boletín Técnico N°57 "Contabilización de Contratos de Derivados", su relevancia viene dada, puesto que posterga para los bancos e instituciones financieras la obligatoriedad de la aplicación del Boletín Técnico n° 57, con base en la dificultad que representa para bancos e instituciones financieras separar la cartera en contratos de futuros de cobertura y de inversión y el grado de madurez del mercado para la determinación del "valor justo" de contratos de futuros.

SUPERINTENDENCIA DE BANCOS E INSTITUCIONES FINANCIERAS

El mandato que le impone la Ley General de Bancos a la SBIF, es supervisar a las empresas bancarias, así como a otras entidades, velando por el buen funcionamiento del sistema financiero. En cuanto a los instrumentos derivados, la Superintendencia establece normas de información al público que las instituciones financieras deben proporcionar respecto de sus operaciones con productos derivados, así como también la información que deben reportar, además determina los procedimientos de control aplicables a estos contratos, y fiscaliza el cumplimiento de las disposiciones sobre derivados que exija el Banco Central de Chile¹⁷⁴.

- Ley General de Bancos: La Ley general de bancos establece a la Superintendencia de bancos e instituciones financieras, su organización y atribuciones así como también define ciertos criterios para la constitución de

¹⁷³ ¹⁷³ Boletín Técnico n°66, Colegio de Contadores de Chile, Sitio Web: http://www.chilecont.cl/?page_id=2301

¹⁷⁴ Compendio de Normas Financieras Capítulo III "Normas de operación, intermediación y control del sistema financiero y mercado de capitales, Numeral D: Operaciones con productos derivados en moneda nacional. Banco Central de Chile

empresas bancarias en Chile, operaciones de los mismos, etc. ¹⁷⁵En relación a instrumentos derivados, ésta Ley autoriza a los bancos a realizar operaciones con productos derivados, tales como futuros, opciones, swaps, forwards u otros instrumentos o contratos derivados, conforme a la normativa impuesta por el Banco Central de Chile¹⁷⁶. Es por lo anterior que para los efectos de ponderación por riesgo, los activos de un banco, netos de provisiones exigidas, se clasifican en cinco categorías, dentro de las cuales se puede crear o incluir dentro de las ya existentes, contratos de futuros, opciones y otros productos derivados.¹⁷⁷

- Recopilación actualizada de Normas (RAN): la SBIF establece normas aplicables a los instrumentos derivados, las cuales se detallan en la recopilación actualizada de normas (RAN), entre éstas existen algunos capítulos en los que se refiere de manera directa a instrumentos derivados, los que resumen a continuación:
 - La política de administración riesgos de mercado, que presenten los establecimientos bancarios, deben incluir entre otros las estrategias que se utilizarán en derivados¹⁷⁸.
 - En cuanto valor razonable de los instrumentos financieros¹⁷⁹, los bancos deben tener políticas y procedimientos previamente documentados para la valoración permanente de todos los instrumentos financieros constitutivos de posiciones que deban ser valoradas a su valor razonable¹⁸⁰. La periodicidad de las valoraciones en el caso de instrumentos derivados debe ser diaria¹⁸¹.
 - La RAN , establece los requerimientos de capital aplicables a los derivados, ante esto reconoce que parte de los activos totales de un banco están conformados por los instrumentos derivados, los cuales se agregan a los activos las equivalencias de crédito y se deducen los activos correspondientes a estos instrumentos¹⁸².

¹⁷⁵ Ley General de Bancos e Instituciones Financieras, Establece a la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, su organización y atribuciones. Incluye modificaciones de las Leyes N° 20.448 del 13.08.2010 y N° 20.679 del 01.07.2013 Actualizado.

¹⁷⁶ Título VIII "Operaciones de los bancos", artículo 69, Ley General de Bancos.

¹⁷⁷ Título V: "Relación entre activos y patrimonio de las instituciones financieras" artículo 67, Ley General de Bancos.

¹⁷⁸ "Clasificación de Gestión y Solvencia", capítulo 1.13, Recopilación de Normas actualizadas, SBIF.

¹⁷⁹ Entiéndase valor razonable (fair value) como el precio que alcanzaría un instrumento financiero, en un determinado momento, en una transacción libre y voluntaria entre partes interesadas, debidamente informadas e independientes entre sí. Por lo tanto, el valor razonable de un instrumento financiero debe estar debidamente fundado y reflejar el valor que la entidad recibiría o pagaría al transarlo en el mercado, sin incluir los costos de venta o transferencia.

¹⁸⁰ "Políticas para la valoración de instrumentos financieros al valor razonable", Capítulo 7.12 "Valor razonable de instrumentos financieros", Recopilación de Normas actualizadas, SBIF.

¹⁸¹ "Criterios generales para calcular el valor razonable", Capítulo 7.12 "Valor razonable de instrumentos financieros", Recopilación de Normas actualizadas, SBIF.

¹⁸² "Activo Total y activo ponderado por riesgo", capítulo 12.1, "xxx", Recopilación de Normas actualizadas, SBIF.

- La RAN, incluye un capítulo destinado al cálculo de los límites individuales de crédito, en ésta se especifica que las operaciones con instrumentos derivados contratados fuera de bolsa (OTC) quedan sujetas a estos límites individuales de crédito, y se deben computar por su equivalente de crédito. A la vez es importante mencionar que cuando se origina un mayor valor en los créditos otorgados ya sea originado por el devengo o capitalización de intereses y reajustes o por efecto de la variación del tipo de cambio y que ocasiones un exceso en el monto de los crédito respecto del margen legal, puede contraer infracciones, no obstante, en el caso de los instrumentos derivados no constituye una infracción el exceso que pudiera ocasionarse.
- En relación a las mediciones, para los instrumentos derivados, que no son negociables en bolsa, se estimará el valor que se pagaría o recibiría en las fechas de intercambios de flujos o de liquidación de cada contrato, según las tasas y precios vigentes en los mercados al momento de la estimación. No obstante, cuando se trate de derivados con liquidación física que involucre moneda chilena y extranjera, se asignarán a las bandas temporales los montos nominales en cada moneda, debido a la necesidad de medir el descalce de la moneda extranjera¹⁸³.

Así como la Superintendencia, dicta normas para regular el mercado bancario entre otros, también establece en el Compendio de Normas Contables, los criterios contables para los instrumentos derivados. Estos, en su mayoría, coinciden con la NIC N° 39.

COMISIÓN CLASIFICADORA DE RIESGOS

La comisión clasificadora de riesgos (CCR) para estos efectos, es la encargada de aprobar las cámaras de compensación en Chile, así como las entidades contrapartes de operaciones con instrumentos derivados. Entre los aspectos relevantes relacionados con la materia encontramos:

- La CCR es la encargada de aprobar las políticas de Fondos Mutuos o Fondos de Inversión¹⁸⁴, para que esto ocurra, sus estatutos u otro documento oficial, debe especificar las políticas de endeudamiento, otorgamiento de garantías y uso de instrumentos derivados siempre y cuando estas sean consistentes con los aspectos del fondo, tales como objetivos y políticas. La CCR si bien no prohíbe el uso de derivados dentro de las carteras de inversión, si establece normas en relación al carácter del derivado (entiéndase por éste, sus objetivos, riesgo, etc.) y las características del fondo.

¹⁸³ "Relación de operaciones activas y pasivas", Capítulo 12,9, Recopilación de normas actualizadas, SBIF.

¹⁸⁴ TITULO II "De la Aprobación de Instrumentos Extranjeros Representativos de Capital", artículo 18, Septiembre 2003.

- Se establece además que las operaciones con derivados que realicen fondos mutuos y de inversión, mientras no cuenten con una adecuada cobertura¹⁸⁵, no podrán exceder el 35% del valor de sus activos. Los instrumentos que se utilicen para la adecuada cobertura deben encontrarse a disposición del fondo a la fecha de expiración del derivado.
- ¹⁸⁶La CCR establece que los fondos pueden celebrar contratos en derivados (Opciones, Futuros, Forward y Swaps) siempre y cuando la contraparte sean cámaras de compensación y bancos (nacionales o extranjeros, siempre y cuando éstos cumplan con ciertos requisitos).
- En el Caso de las Cámaras de Compensación, la CCR es la encargada de evaluar, aprobar, y fiscalizar constantemente su adecuado funcionamiento y verificar el cumplimiento de sus responsabilidades con sus respectivas contrapartes, por medio de la misma Comisión.
- En el caso de los Bancos la CCR define parámetros con los cuales éstos deben cumplir, para poder ser contraparte de las operaciones con derivados de los fondos, parámetros que están relacionados mayoritariamente con la clasificación de riesgos que éstos presenten, así como la experiencia y reputación que tengan en el mercado. Cabe mencionar, que los bancos que pueden tomar este papel pueden ser tanto nacionales como extranjeros.

A su vez el DL 3.500 define el rol de la Comisión Clasificadora de Riesgo (CCR), organismo al que le corresponde aprobar un conjunto de instrumentos para la inversión de los Fondos de Pensiones. Particularmente, la CCR debe aprobar las cuotas de fondos mutuos y fondos de inversión nacionales y los instrumentos representativos de capital extranjeros.

COMITÉ TÉCNICO DE INVERSIONES

El comité Técnico de Inversiones (CTI), fue creado por el regulador, en el Decreto Ley 3.500, con el objetivo de efectuar informes, propuestas y pronunciamientos, respecto de las inversiones de los Fondos de Pensiones, con el objetivo de lograr una adecuada rentabilidad y seguridad para los Fondos¹⁸⁷.

En relación a los instrumentos derivados financieros, CTI tiene como objetivo analizar y criticar el régimen de Inversión elaborado por la Superintendencia de

¹⁸⁵ Se entiende por adecuada cobertura, cuando el fondo mantiene en su cartera: el instrumento o activo objeto; una posición opuesta que permita cubrir la operación; efectivo; instrumentos de deuda líquidos y de bajo riesgo; y/u otros activos altamente líquidos que presenten una elevada correlación con el activo objeto y que sean sujeto de resguardos apropiados. Todas las alternativas de cobertura mencionadas, o una combinación de ellas, deberán ser suficientes para cubrir de manera íntegra y total la obligación futura asociada a las operaciones con derivados del fondo.

¹⁸⁶ TITULO III: "De la Aprobación de las Entidades Contrapartes de Operaciones con Instrumentos Derivados", artículos 25, 26, 27 y 28, Septiembre 2003.

¹⁸⁷ Artículo 167, Decreto Ley 3.500, "Régimen de Previsión Social Derivad de la capitalización Individual, 1980.

Pensiones, además de definir límites de inversión, no hay que olvidar que según las facultades otorgadas en el Decreto Ley 3.500, la Superintendencia no podrá establecer en el Régimen de Inversión, contenidos que hayan sido rechazados por el Consejo Técnico de Inversiones. Además debe definir límites de inversión, cuyo objetivo es propender a una adecuada diversificación de estos fondos.

SUPERINTEDECIA DE PENSIONES

La Superintendencia de Pensiones, es un organismo contralor, técnico y profesionalizado, cuyo objetivo principal es la vigilancia y control del sistema de Pensiones Solidarias, las cuales las administran las Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones (AFP) y la Administradora de Fondos de Cesantía (AFC).

Las inversiones de los Fondos de Pensiones, se regulan principalmente por las disposiciones del Decreto Ley 3.500 de 1980 del Régimen de Inversión de los Fondos de Pensiones y por la normativa complementaria dictada por la Superintendencia de Pensiones en la circular N° 1556.

- Régimen de Inversión de Fondos de Pensiones

El régimen de Inversión entrega lineamientos generales de la elegibilidad de los instrumentos, límites estructurales para la inversión de los Fondos de Pensiones y los límites respecto de emisores, su objetivo es propender a una adecuada diversificación de los Fondos. Entre las materias que obligatoriamente debe tratar el régimen, se encuentra la definición de operaciones con instrumentos derivados, el régimen puede establecer límites en función de parámetros tales como, los activos objetos involucrados, el valor de las operaciones, la inversión por contraparte, las primas cuando corresponda y la entrega en garantías de recursos de los Fondos de Pensiones¹⁸⁸. Se autoriza a los Fondos de Pensiones elegir instrumentos derivados como opciones, futuros, forwards y swaps en el caso de cobertura¹⁸⁹.

- Límites por Instrumento

- Los Fondos de pensiones pueden entregar garantías a entidades distintas de la cámara de compensación.
- Las garantías de operaciones en instrumentos derivados no pueden exceder el 2% del valor del fondo tanto en el mercado local como extranjero.

¹⁸⁸ Decreto Ley 3.500, artículo 45, inciso 21 N°8

¹⁸⁹ Los requisitos se detallan en la Circular N° 1556.

- Las operaciones con instrumentos derivados medidos en función de la valoración del activo subyacente no pueden exceder el 3% del valor del fondo A, B, C, D y E, las exposiciones asociadas se sumarán a las correspondientes inversiones en cada fondo.
- Limites por emisor: adicionalmente a lo dispuesto en los otros límites, los fondos de pensiones deben observar los límites de inversión por emisor.
- Las operaciones en instrumentos derivados emitidos por un mismo banco o institución financiera o garantizada por estos, no puede exceder 11% del valor total de fondo.
- Excesos y Déficit de Inversión: Los excesos de inversión que se produzcan por egresos y flujos habituales de los Fondos de Pensiones, con excepción de los que representen recaudación, se deben eliminar dentro un mes desde la fecha en que se registró el exceso de inversión, no obstante, esto no incluye a las operaciones de cobertura con instrumentos derivados .
 - El exceso de inversión en contratos de futuros, forwards, opciones y swaps, deberá eliminarse mediante liquidación o compensación de la posición en dichos instrumentos o a través del aumento del valor de su inversión en la cartera contado si corresponde, dentro de los noventa días siguientes, de la fecha en que se produjo el exceso.
 - Si un Fondo de Pensiones se encuentra en una situación deficitaria respecto del límite mínimo establecido para las operaciones de cobertura de moneda extranjera, ya sea por un aumento en el valor de su posición en moneda extranjera en el mercado contado, por compras de instrumentos o un aumento en el valor de la cartera en moneda extranjera, dicho déficit deberá eliminarse a través de un aumento de la posición vendedora neta, efectuando operaciones de cobertura de riesgo de moneda extranjera, o bien disminuyendo la inversión en instrumentos en moneda extranjera de la cartera contado. Lo anterior, dentro de los noventa días de producido el déficit.
 - El plazo señalado anteriormente podrá ampliarse hasta por noventa días, cuando condiciones y circunstancias especiales, de carácter extraordinario, debidamente calificadas por la Superintendencia de Pensiones, así lo amerite.
 - En el caso de excesos o déficit en operaciones con instrumentos derivados, las Administradoras podrán suscribir nuevos contratos, siempre y cuando con las nuevas operaciones se verifique una reducción del exceso o déficit mantenido.
- Condiciones para la Inversión en el Extranjero: en relación a la adquisición y enajenación de instrumentos, para los efectos de la liquidación, valorización,

contabilización e información a la superintendencia, se entenderá que las inversiones se perfeccionan el día de la entrega de fondos y documentos, ya sea por medios físicos o electrónicos, o el 44 día en que se registren las operaciones con la entidad contraparte, tratándose de instrumentos derivados.

- CIRCULAR N° 1556

La circular N° 1556, imparte instrucciones de cumplimiento obligatorio para todas las AFP y para la AFC, dentro de estas, se incluye la normativa que aplica a los fondos de pensiones en relación al uso de derivados que tengan como objetivo la cobertura de riesgos financieros, se establece:

a).- Derivados para operaciones de cobertura

- Tipos de contrato autorizados: Forward, Futuros, Opciones y Swap, mientras estén asociados a instrumentos en los que el fondo tenga inversión.
- Activos Subyacentes autorizados: Monedas acciones, tasas de interés o índices
- Mercados permitidos: mercado nacional o extranjero.
- Contraparte: Cámara de compensación, o entidades nacionales o extranjeras que estén autorizadas por la Comisión Clasificadora de Riesgos.
- Tipos de cobertura que puede realizar y requisitos:
 - Cobertura de Inflación en mercado local, siempre y cuando se tengan instrumentos en pesos chilenos.
 - Cobertura de Riesgo que usen Índices, siempre y cuando estos sean publicados en sistemas Bloomberg L.P, Thomson Reuters, alguna bolsa de valor nacional u otro que autorice la superintendencia. La suma de las operaciones para cobertura de riesgo financiero efectuadas con recursos de un Fondo de Pensiones, no podrá exceder del valor de la inversión mantenida por el Fondo en el instrumento objeto de la cobertura. (aplica para cada tipo de cobertura de riesgos).
- Garantía de Operaciones: Los recursos de los Fondos de Pensiones, se pueden entregar como garantía a contrapartes aprobadas por la comisión clasificadora de riesgos, a su vez, éstos deberán ser informados a la Superintendencia adjuntando información referida a dicha cobertura.
- Márgenes que se registren: Los márgenes registrados a favor o en contra de los Fondos de Pensiones, deben ser contabilizados a más tardar el día hábil siguiente a aquel en que se originó.
- Tipos de Cobertura que pueden ejecutar los Fondos de Pensiones: Cobertura entre una moneda local y una moneda extranjera, cobertura de inflación en el mercado local, cobertura de tasas de interés, tanto en el mercado local como en el extranjero, cobertura entre monedas extranjeras, cobertura de acciones e

índices accionarios, otro tipo de cobertura previamente autorizado por la Superintendencia de Pensiones.

- Ventas: Las ventas netas respecto de un activo objeto de contrato, no puede exceder la exposición neta que posea el fondo de pensiones en el respectivo activo. (entiéndase por términos netos la diferencia entre el valor del activo vendido a futuro y el valor del activo comprado a futuro),

B).- Derivados para operaciones de Inversión

- Tipos de contrato autorizados:
 - o Futuros y Opciones: siempre y cuando se efectuó en el mercado bursátil, cuyas bolsas estén aprobadas por la comisión clasificadora de Riesgos.
 - o Forward y Swap cuyas contrapartes sean aprobadas por la comisión y cuyos activos subyacentes sean solo monedas y tasas de interés
- Mercados permitidos: Mercado bursátil y Mercado OTC.
- Activos subyacentes autorizados: Moneda, acciones, bonos, tasas de interés o sus respectivos índices.
- Requisitos: para poder contratar instrumentos derivados con objetivo de inversión se debe contar con:
 - o Información diaria de precios de mercado, a lo menos una valoración semanal en alguno de los sistemas Bloomberg, Thomson Reuters, Bolsas de valores nacionales u otro que autorice la Superintendencia.
 - o Información pública al menos semanal respecto de las variaciones de las opciones y precios de mercado de los activos objeto.
 - o Los contratos con instrumentos derivados podrán contemplar cláusulas de compensaciones parciales y liquidaciones anticipadas.
 - o Se prohíbe a las administradoras tomar posiciones lanzadoras o posiciones netas vendedoras en instrumentos derivados.

Derivados de Cobertura e Inversión:

- Gestión de riesgo para operaciones con derivados: se exige a las administradoras, contar con políticas formales documentadas y estructuradas según lo establezca la Superintendencia de Pensiones, en materia de inversión que se refieran a operaciones con instrumentos derivados, así como también deben contar con mecanismos formales que permitan evaluar el grado en que las operaciones con derivados han permitido lograr los objetivos establecidos.
- Información requerida a las AFP: se debe remitir un informe mensual a la Superintendencia, que respalde las operaciones con instrumentos derivados que se realicen con recursos de los Fondos de Pensiones.

SUPERINTENDENCIA DE VALORES Y SEGUROS

1. Norma de carácter General N° 113 “Establece requisitos para la realización de operaciones con instrumentos derivados, por parte de los fondos de inversión:

- La norma autoriza a los fondos de inversión a celebrar contratos de opciones, futuros, forward y swaps, realizadas tanto en Chile como en el extranjero, siempre y cuando éstos tengan como activos subyacentes, monedas, índices, tasas de interés e instrumentos de renta fija, en el caso de futuros y forward; y sobre monedas, tasas de interés, índices de tasas de interés e instrumentos de renta fija.
- En relación a las contrapartes autorizadas para los fondos de inversiones, en el caso de opciones y futuros, sólo pueden ser las cámaras de compensación, puesto que se deben tranzar sólo en mercados bursátiles, en el caso de forward y swap sus contrapartes pueden ser sólo aquellas autorizadas por el reglamento interno del fondo.
- En el reglamento interno del fondo se deberá establecer la política sobre este tipo de operaciones y en especial señalar el tipo de contrato de instrumentos derivados y sus respectivos activos subyacentes, el objetivo del contrato, condiciones que cumplen las contrapartes, límites específicos, procedimientos y plazos para regular excesos sobre los límites y especificación de los gastos asociados a los contratos. A la vez éste deberá contener los límites de inversión en la adquisición de opciones tanto de compra como de venta.
- Los márgenes producto de contratos de derivados pasarán a formar parte de los activos afectos a gravámenes y prohibiciones. (límites generales).
- En relación a los límites específicos impuestos a los derivados sobre distintos subyacentes, encontramos que en derivados cuyos activos subyacentes son monedas, tasas de interés o índices, la cantidad neta¹⁹⁰ comprometida, obligada o que se tiene derecho a comprar o vender, no puede exceder el límite que el fondo establezca respecto de su total de activos en su reglamento interno. En el caso de derivados sobre instrumentos de renta fija y acciones, la cantidad neta comprometida, obligada, o que se tiene derecho a comprar, más la cantidad de ese activo

¹⁹⁰ Se entiende como cantidad neta de compra la diferencia positiva que resulta de restar a la cantidad del activo objeto de compra la cantidad del mismo activo vendido en los contratos. El neto se realiza sólo para contratos cuyas fechas de vencimiento se encuentren dentro del mismo mes y año calendario y posean el mismo objeto, en el caso de la cantidad neta de venta se entiende la diferencia que resulta de restar a la cantidad vendida la cantidad comprada del respectivo activo.

que se tienen en cartera, no podrá exceder el límite de inversión por emisor, así como tampoco puede transgredir dicho límite por grupo empresarial que se fije respecto de su total de activos en el reglamento interno. En el caso de la venta no puede exceder el límite que el fondo establezca en su reglamento interno.

- Norma de Carácter General N° 204: “Norma la inversión de los fondos mutuos en instrumentos derivados”.
- La norma autoriza a que los fondos mutuos celebren contratos derivados siempre y cuando éstos sean contratos de opciones, futuros bursátiles y futuros extrabursátiles (Forwards), cuyos activos subyacentes sean monedas, índices, acciones, cuotas de fondos mutuos o de inversión, bonos, tasas de interés, commodities o títulos representativos de tales activos, estos contratos se pueden realizar tanto en Chile como en el extranjero¹⁹¹.
- En relación a las contrapartes autorizadas, en el caso de contratos forwards que se realicen en el extranjero, éstos deben tener como contraparte a bancos que cumplan con ciertos requisitos¹⁹². En el caso de contratos de futuros y opciones, éstos pueden realizarse sólo en mercados bursátiles, por ende sus contrapartes son las cámaras de compensación. No obstante en el caso de las opciones éstas se pueden realizar también en el mercado extrabursátil, sin embargo deben especificarlo en su reglamento interno y se debe cumplir con los requisitos solicitados para las contrapartes involucradas.
- En relación a los límites generales:
 - La adquisición de opciones tanto de compra como de venta, no podrá exceder el 5% del valor del activo del fondo mutuo. En el caso de fondos mutuos estructurados, esta inversión no puede superar el 15%.
 - Los recursos comprometidos en garantías no puede exceder el 15% del valor del activo del fondo.
 - El valor de los activos comprometidos en el lanzamiento de opciones de venta y compra ¹⁹³ no podrá exceder el 5% del valor del activo del fondo mutuo.
- En relación a los límites específicos por activos subyacentes:

¹⁹¹ Se pueden realizar operaciones en el extranjero siempre y cuando los países cumplan con las condiciones establecidas en el numeral 2 de la Circular N° 1217 de 1995 de la Superintendencia de Valores y Seguros.

¹⁹² El requisito principal es que las entidades bancarias tengan clasificación de riesgo internacional equivalente a las categorías Nivel 1 y Nivel 2 para su deuda de corto plazo y AAA, AA, A para su deuda de largo plazo. Ley N° 18.045, artículo 88 inciso segundo y tercero.

¹⁹³ Activos comprometidos en el lanzamiento de opciones de venta: Valor de los activos comprometidos en el lanzamiento de opciones de venta, a la sumatoria del valor de los precios de ejercicio de esas opciones lanzadas por el fondo

En el caso de la cantidad neta comprometida u obligada a vender en contratos de futuros, forwards u opciones de compra, debe cumplir con ciertos límites entre estos:

- Derivados sobre monedas: no puede exceder el monto total de los activos del fondo mutuo expresados en esa moneda.
- Derivados de tasa de Interés y bonos: no se puede exceder el valor de las inversiones de renta fija que posea el fondo mutuo.
- Derivados sobre índices: no podrá exceder el monto efectivamente invertido por ese fondo mutuo en el tipo de instrumentos componentes.
- Inversión en acciones individuales, commodities, títulos representativos de commodities, cuotas de fondos y títulos representativos de índices: no se puede podrá exceder el número de unidades del activo en cuestión mantenida por el fondo.

En el caso de la cantidad neta comprometida u obligada a comprar en contratos de futuros, forwards u opciones de venta, debe cumplir con ciertos límites entre estos:

- Derivados sobre monedas: no se puede exceder el monto autorizado a invertir en esa moneda.
- Derivados de tasa de Interés y bonos: no podrá exceder el valor del activo del fondo
- Derivados sobre índices: no se puede exceder el 15% del activo del fondo.
- Inversión en acciones individuales: no puede exceder el límite máximo de acciones por emisor¹⁹⁴.
- Derivados sobre commodities y títulos representativos de commodities: no podrá exceder el 10% del valor del activo del fondo.
- Derivados sobre Cuotas de Fondos y títulos representativos de índices: no podrá exceder los límites impuestos por la regulación vigente¹⁹⁵.

En relación a los excesos generados sobre los límites, ya sea por fluctuaciones de mercado o por otra causa justificada, en el caso de activos subyacentes como moneda, tasas de interés y bonos, acciones individuales, commodities y títulos representativos de commodities, cuotas de fondos y títulos representativos de índices, éstos deben regularizarse en un plazo máximo de 30 días, contados desde la fecha en que se produjo el exceso. En el caso de fondos mutuos estructurados sobre monedas, tasas de interés y bonos y en el caso de derivados sobre índices, estos podrán mantenerse de forma indefinida.

¹⁹⁴Los límites por emisor están determinados en el artículo 13, numeral 4 del D.L. N° 1.328 de 1976, Ley de Fondos Mutuos.

¹⁹⁵ Los límites impuestos a la cantidad neta comprometido u obligada a comprar en el caso de cuotas de inversión están descritos en el artículo 13, numeral 6 del D.L. N° 1.328 de 1976, Ley de Fondos Mutuos; en el caso de los Títulos representativos de índices estos están descritos en la circular N° 1.217 numero 5 letra (f).

MINISTERIO DE HACIENDA

El tratamiento de instrumentos financieros derivados se encuentra detallado en la normativa internacional IFRS, IAS 39 “Instrumentos Financieros: Reconocimiento y Medición”, por esta deben regirse todas las empresas bajo IFRS. No obstante, en Chile los reguladores locales tienen ciertos pronunciamientos tributarios bajo esta materia, para evitar incumplimientos regulatorios que se podrían traducir en multas para las compañías, ajustes o desembolsos no presupuestados, estos pronunciamientos se encuentran explícitos en la Ley N° 20.544 “Regula el tratamiento tributario de los instrumentos derivados”¹⁹⁶.

La ley define tanto la tributación de los instrumentos derivados en general, así como también un tratamiento especial para los contratos de opciones.

1. Tributación de instrumentos derivados en general: se considera como derivados a los instrumentos básicos (Forward, Futuros, Swap y Opciones y sus respectivas combinaciones, así como también cualquier otro contrato que se establezca en función de una o más variables, con ciertas excepciones¹⁹⁷.

- Fuente de la renta de los derivados¹⁹⁸: las rentas provenientes de derivados se consideran de fuente chilena cuando sean percibidas o devengadas por contribuyentes domiciliados o residentes en Chile y las que procedan de derivados liquidados mediante de entrega física de acciones o derechos de sociedades constituidas en Chile. Además se especifica que las rentas de personas o entidades sin domicilio ni residencia en Chile, no estarán afectas ninguno de los impuestos de la Ley sobre Impuesto a la Renta.
- Ámbito de aplicación¹⁹⁹: Las normas se aplican tanto a los contribuyentes del Impuesto de Primera Categoría de la Ley sobre Impuesto a la Renta, como a los contribuyentes de los Impuestos Global Complementario o Adicional, como corresponda, en este caso, se estará exento del impuesto de primera categoría, en lo que se refiere a las rentas de esta ley, y no se les requerirá acreditarlas mediante contabilidad completa.
- Reconocimiento de los ingresos y deducción de los gastos: Las utilidades o pérdidas correspondientes a derivados, se deben reconocer de acuerdo

¹⁹⁶ Ministerio de Hacienda, LEY N° 20.544 Regula el tratamiento tributario de los instrumentos derivados, publicada en el D.O de 22 de Octubre de 2011.

¹⁹⁷ Ver anexos para mayor detalle

¹⁹⁸ Artículo 3, Ley N°20.544, “Regula el tratamiento tributario de instrumentos derivados”, Ministerio de Hacienda.

¹⁹⁹ Artículo 4, Ley N°20.544, “Regula el tratamiento tributario de instrumentos derivados”, Ministerio de Hacienda.

ciertas reglas, entre estas, los desembolsos causados por concepto de derivados en general, pueden ser deducidos en la determinación de renta líquida, aun cuando no correspondan al giro del contribuyente, se debe reconocer los resultados de estos derivados sobre base percibida.

En caso de efectuarse la cesión o liquidación con posterioridad al cierre de un año comercial, los resultados que procedan de comparar el valor del derivado a la fecha de dicho cierre en relación al valor de liquidación o cesión, deberán considerarse como utilidad o pérdida del ejercicio en que se efectuó dicha liquidación o cesión

- Deducción de gastos en el caso de pagos al exterior²⁰⁰: Los montos pagados o adeudados al extranjero por contribuyentes domiciliados o residentes en Chile, respecto de los derivados celebrados o ejecutados con personas domiciliadas o residentes en el extranjero, sólo serán deducibles como gastos en la Ley sobre Impuesto a la Renta, en la medida que se cumpla con ciertas condiciones. No se aceptará la deducción como gastos de las cantidades pagadas o adeudadas que no cumplan con las condiciones señaladas en este artículo.

2. Normas Especiales aplicables a las Opciones: La ley entrega una definición a las Opciones: “instrumento derivado que en virtud del pago de un precio o prima otorga a su poseedor o titular, que para efectos de esta ley se denominará tomador, el derecho, pero no la obligación, para comprar o vender un activo a un precio determinado y durante un período de tiempo acordado, o al término de una fecha prefijada. La parte que asume la obligación de perfeccionar la transacción en caso que el tomador ejerza su derecho bajo opción, se denominará lanzador para efectos de esta ley”.

- Momento y forma de reconocimiento de los ingresos de las opciones²⁰¹: Los ingresos que por concepto de pagos, derechos, primas u otros, se produzcan, se reconocerán de acuerdo a las reglas siguientes:

1.- Los tomadores de opciones regidos por esta ley deberán reconocer los resultados provenientes de opciones sobre base percibida, a excepción de los señalados en el número siguiente.

2.- Los tomadores de opciones que declaren sus rentas efectivas en la primera categoría de la Ley sobre Impuesto a la Renta según contabilidad completa, deberán aplicar las siguientes reglas:

²⁰⁰ Artículo 6, Ley N°20.544, “Regula el tratamiento tributario de instrumentos derivados”, Ministerio de Hacienda

²⁰¹ Artículo 8, Ley N°20.544, “Regula el tratamiento tributario de instrumentos derivados”, Ministerio de Hacienda

3.- Si no se ejerce la opción, ni se cede: los gastos de su adquisición sólo podrán ser deducidos de la renta líquida imponible del impuesto de primera categoría, en los demás casos, no se permitirá la referida deducción

4.- Si se mantiene en poder la opción: el contrato se valorizará a valor justo o razonable a dicha fecha.

5.- Si se ejerce la opción, se considerará como valor de adquisición del activo subyacente el precio de ejercicio estipulado en el respectivo contrato, más los desembolsos incurridos en la celebración del mismo, y se valorizará como el costo de adquisición del activo.

- Régimen tributario de las ganancias de capital originadas en la transferencia de opciones²⁰²: los ingresos provenientes de las cesiones o transferencias que efectúen los tomadores de las opciones se gravarán con los Impuestos de Primera Categoría, Global Complementario o Adicional, de la Ley sobre Impuesto a la Renta, según corresponda. Para estos efectos, el valor de adquisición estará constituido por los desembolsos incurridos en la celebración del respectivo contrato.

3. Disposiciones Generales

- Contratos con partes relacionadas²⁰³: Los contribuyentes pueden ejecutar operaciones con instrumentos derivados, con una contraparte relacionada según lo disponga la ley 18.045, siempre y cuando se pueda acreditar que la transacción se ha realizado a precios normales de mercado y que la operación cumpla con los requisitos exigidos en relación a la deducción de gastos de pagos al exterior y con las formas y condiciones que exige el SII.
- Pagos provisionales mensuales²⁰⁴: Los contribuyentes no se encontrarán obligados a efectuar pagos provisionales mensuales por las rentas que se generen por concepto de derivados.

SERVICIO DE IMPUESTOS NTERNOS (SII)

²⁰² Artículo 9, Ley N°20.544, "Regula el tratamiento tributario de instrumentos derivados", Ministerio de Hacienda.

²⁰³ Artículo 11, Ley N°20.544, "Regula el tratamiento tributario de instrumentos derivados", Ministerio de Hacienda.

²⁰⁴ Artículo 15, Ley N°20.544, "Regula el tratamiento tributario de instrumentos derivados", Ministerio de Hacienda.

El SII en su calidad de institución fiscalizadora del Estado, tiene como obligación interpretar disposiciones tributarias, fijar normas, dictar órdenes y supervisar el cumplimiento de estas disposiciones²⁰⁵. El SII afecta al mercado de derivados mediante la interpretación que realiza sobre la Ley n° 20.544, sobre si los derivados son utilizados para coberturas de riesgo o para tomar posiciones de riesgo, estas generan implicancias tributarias distintas. Además la ley entrega ciertos derechos como obligaciones para que SII para realice su labor²⁰⁶.

Con base en la Ley n° 20.544 establecida por el Ministerio de Hacienda, El SII establece el Régimen 115, que consiste en acreditar los parámetros de mercado, a contribuyentes que celebren contratos de derivados con entidades relacionadas, esto con el fin de acreditar que los contratos se hayan realizado a sus precios y valores normales de mercado. Para esto se resuelve²⁰⁷:

- Los contribuyentes que celebren contratos de derivados con una contraparte relacionada, deberán tener a disposición del SII, un informe técnico que contenga los elementos necesarios para demostrar que los contratos fueron pactados a precios normales de mercado; esto es, lo que habrían contratado partes independientes, en operaciones y condiciones similares.
- Los informes técnicos deben contener, una descripción detallada de la operación de derivados y las circunstancias económicas que dieron lugar a su celebración, un análisis de transacciones comparables que pudieran servir para demostrar que los precios del contrato son a precios normales de mercado.
- En el caso que no se tenga acceso a dicha información, el informe deberá exponer las razones comerciales o de negocios que se tuvieron en cuenta para llevar a cabo la transacción de derivados con una parte relacionada y los elementos que justifiquen la determinación de los precios o valores acordados en ellos.

Con la información recopilada, el SII analiza la información y determina si es suficiente para acreditar la transacción. Se entiende por partes relacionadas aquellas que señala el artículo 100 de la Ley N° 18.045 sobre el mercado de Valores.

En la medida en que se reconozcan contablemente los resultados, éstos implicarán variaciones en la cantidad por tributar por concepto de impuesto a la renta. Por

²⁰⁵Fuente: http://www.sii.cl/sobre_el_sii/acerca/mision.htm#6

²⁰⁶ Artículo 12,13y 14, Ley N°20.544, "Regula el tratamiento tributario de instrumentos derivados", Ministerio de Hacienda.

²⁰⁷ Resolución 115, "Establece obligación de acreditar parámetros de mercado a contribuyentes que celebren contratos de derivados de aquellos definidos en el artículo 2° de la Ley N° 20.544 de 2011, con entidades relacionadas", Octubre, 2012

otra parte, debido a que en los contratos de derivado no existe un servicio que se esté dando, los derivados no pagan IVA. En efecto, en este caso hay un contrato a través del cual se intercambian dos flujos determinados previamente, pero la inexistencia del servicio inhabilita cobrar este impuesto²⁰⁸.

ANEXO 2: NORMATIVA COLOMBIANA REFRENTE A INSTRUMENTOS FINANCIEROS DERIVADOS

BANCO DE LA REPUBLICA, BANCO CENTRAL DE COLOMBIA

El Banco Central de Colombia se refiere en su normativa a los instrumentos financieros derivados, en relación con las operaciones de derivados autorizadas, los agentes del exterior autorizados, el procedimiento cambiario aplicable a la liquidación, así como también el suministro de información al Banco de la República²⁰⁹.

- **CIRCULAR REGLAMENTARIA EXTERNA-DODM-144**
 - Se autoriza a los intermediarios del mercado cambiario y demás residentes a celebrar operaciones de derivados financieros (mediante contratos de futuros, forwards, swaps, opciones y combinaciones de éstos²¹⁰), con los intermediarios del mercado cambiario o con agentes del exterior que realicen este tipo de operaciones de manera profesional²¹¹. No obstante, en el caso que la operación se realice entre residentes y agentes del exterior, se requiere además que hayan realizado operaciones en el año calendario anterior, por un valor nominal superior a mil millones de dólares americanos.
 - Los activos subyacentes sobre los cuales se pueden suscribir contratos financieros derivados, son tasa de interés, tasas de cambio e índices bursátiles²¹². En el caso de derivados sobre divisas, estos no deben superar el monto de la operación original más el resultado neto de la operación de derivados²¹³.
 - Se autoriza a las empresas reguladas por la superintendencia financiera a celebrar contratos “Credit Default Swaps” con agentes del exterior siempre y cuando los contratos tengan ciertas características, entre estas²¹⁴:

²⁰⁸ Zurita Salvador, Gómez Luis, “Normativa de los mercados derivados en Chile”, Estudios Públicos, 2003.

²⁰⁹ Numeral 1 “Origen”, Asunto 6: Operaciones de Derivados, Circular Reglamentaria Externa DODM-144, 2014.

²¹⁰ Artículo n°44, Capítulo VIII “Operaciones con Derivados”, Resolución n°08, 2000. Colombia.

²¹¹ Artículo n°42 “Autorización”, Capítulo VIII “Operaciones con Derivados”, Resolución n°08, 2000. Colombia.

²¹² Numeral 3.1 “Contratos Autorizados”, Asunto 6: Operaciones de Derivados, Circular Reglamentaria Externa DODM-144, 2014.

²¹³ Artículo n°47 “Limitación”, Capítulo VIII “Operaciones con Derivados”, Resolución n°08, 2000. Colombia

²¹⁴ Numeral 3.2 “Credit Default Swaps Autorizados”, Asunto 6: Operaciones de Derivados, Circular Reglamentaria Externa DODM-144, 2014.

- Los contratos sean sólo con fines de cobertura de riesgos de inversiones en activos de renta fija, emitidos en moneda extranjera por emisores externos.
- El plazo del contrato deberá ser menor o igual al plazo remanente del activo subyacente sobre el cual se emite la protección.
- El monto nominal del contrato deberá ser menor o igual al valor nominal del activo subyacente.
- La liquidación de los contratos se realizará en la misma moneda del activo subyacente.
- Se requiere autorización por parte de la superintendencia, para realizar este tipo de contratos.
- Los Intermediarios del Mercado Cambiario y los residentes deberán informar diariamente al Banco de la República, las operaciones de derivados realizadas el día hábil inmediatamente anterior²¹⁵. Así como también conservar los documentos que acrediten que los agentes del exterior, con los cuales se realizaron operaciones de derivados cumplen con los requisitos²¹⁶.
- Las monedas autorizadas para negociar contratos de derivados son, monedas de reserva, monedas legales de Colombia, Venezuela y Ecuador y otras monedas extranjeras, cuya cotización se divulgue de manera general en sistemas de información internacionales como Reuters, Bloomberg y Telerate²¹⁷.
- En relación a la liquidación de los contratos, éstos se deben realizar en moneda colombiana cuando hayan sido celebrados entre residentes e intermediarios del mercado cambiario, en la divisa estipulada; cuando hayan sido realizados entre residentes intermediarios del mercado cambiario y agentes del exterior o en cualquiera de estas dos, cuando el contrato haya sido realizado entre intermediarios del mercado cambiario y no residentes que tengan inversión extranjera registrada ante el Banco de la Republicao hayan realizado emisiones en el mercado público de valores en Colombia. ²¹⁸

SUPERINTENDENCIA FINANCIERA

²¹⁵ Numeral 7 "Horarios y Envío de Información", Asunto 6: Operaciones de Derivados, Circular Reglamentaria Externa DODM-144, 2014.

²¹⁶ Numeral 10 "Envpio de Información", Asunto 6: Operaciones de Derivados, Circular Reglamentaria Externa DODM-144, 2014.

²¹⁷ Numeral 8 "Monedas subyacentes", Asunto 6: Operaciones de Derivados, Circular Reglamentaria Externa DODM-144, 2014.

²¹⁸ Artículo n°43 "Liquidación de contrato", Capítulo VIII "Operaciones con Derivados", Resolución n°08, 2000. Numeral 9.1 "Liquidación de contratos", Asunto 6: Operaciones de Derivados, Circular Reglamentaria Externa DODM-144, 2014.

La Superintendencia Financiera de Colombia, es un organismo técnico adscrito al Ministerio de Hacienda y Crédito Público, con persona jurídica, autonomía administrativa, financiera y patrimonio propio. El Presidente de la República, de acuerdo con la ley, ejerce a través de la Superintendencia Financiera de Colombia, la inspección, vigilancia y control sobre las personas que realicen actividades financieras, bursátil, aseguradora y cualquier otra relacionada con el manejo, aprovechamiento o inversión de recursos captados del público. La Superintendencia Financiera de Colombia tiene por objetivo supervisar el sistema financiero colombiano con el fin de preservar su estabilidad, seguridad y confianza, así como, promover, organizar y desarrollar el mercado de valores colombiano y la protección de los inversionistas, ahorradores y asegurados.

A).- NORMAS GENERALES

Decreto N° 2555 de 2010: Se establecen las principales directrices en cuanto a definiciones, tipos de entidades financieras autorizadas para negociar o mantener posiciones en derivados, consumo de capital de los instrumentos derivados para efectos del cálculo de la relación de solvencia, tratamiento de las garantías entregadas en operaciones con derivados, entre otros.

- Artículo 2.35.1.1.1²¹⁹: Este artículo contempla las definiciones de los Derivados Financieros.
- Artículo 2.35.1.1.2²²⁰: Solo las entidades sometidas a inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera de Colombia están autorizadas para realizar operaciones sobre instrumentos financieros derivados.
- Artículo 2.35.1.1.3²²¹: Las entidades que realicen operaciones con instrumentos financieros derivados podrán otorgar garantías para la realización de dichas operaciones. Las garantías se podrán otorgar en valores, títulos valores, dinero o en productos y bienes transables, con sujeción a lo dispuesto en el régimen de inversiones de la respectiva entidad sometida a inspección y vigilancia de la SFC.
- Artículo 2.35.1.1.4²²²: Disposiciones homogéneas. Hace referencia a la homogeneidad en el método de cálculo o contable que deben tener los instrumentos derivados y sus respectivas operaciones.

²¹⁹ Normas comunes a las entidades sujetas a la inspección y vigilancia de la superintendencia financiera de Colombia - libro 35 - título 1 - capítulo 1 - pág. 412.

²²⁰ Normas comunes a las entidades sujetas a la inspección y vigilancia de la superintendencia financiera de Colombia - libro 35 - título 1 - capítulo 1 - pág. 414.

²²¹ Normas comunes a las entidades sujetas a la inspección y vigilancia de la superintendencia financiera de Colombia - libro 35 - título 1 - capítulo 1 - pág. 415.

²²² Normas comunes a las entidades sujetas a la inspección y vigilancia de la superintendencia financiera de Colombia - libro 35 - título 1 - capítulo 1 - pág. 415.

- Artículo 2.35.1.1.5²²³: No podrán efectuarse operaciones con instrumentos financieros derivados que impliquen la transferencia de propiedad de un número de acciones para cuya adquisición deba efectuarse oferta pública.
- Artículo 2.35.1.1.6²²⁴: Las operaciones con instrumentos financieros derivados que tengan como subyacente acciones inscritas en bolsas de valores de Colombia sólo se podrán realizar en estas.
- Artículo 2.35.1.1.7²²⁵: Las entidades podrán compensar obligaciones generadas por la realización de operaciones con instrumentos financieros derivados con una misma contraparte y ejecutar las garantías que hayan sido constituidas para el cumplimiento de dichas operaciones, bajo las condiciones que se hayan acordado o establecido.

B).- REGULACIÓN DEL MERCADO DE VALORES

- REGLAMENTO GENERAL DEL MERCADO DE DERIVADOS DE LA BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA S.A: El Reglamento tiene por objeto regular el Mercado de Derivados de la Bolsa de Valores de Colombia S., entre las disposiciones relevantes encontramos:
 - Las operaciones sobre instrumentos financieros derivados que se califiquen como valores y sean celebradas o registradas en los sistemas que la bolsa disponga, serán compensadas y liquidadas a través de una cámara de Riesgos Central de Contraparte central de dichas Operaciones²²⁶.
 - Las entidades autorizadas por la bolsa para ser miembros (Ser parte de la bolsa celebrar y registrar operaciones en el sistema, consultar información sobre dichas operaciones, solicitar creación de diversos usuarios del mercado) son aquellas sujetas a inspección permanente de la Superintendencia Financiera de Colombia y que tengan la calidad de intermediarios de valores, entre estas encontramos²²⁷: Establecimientos de crédito, Sociedades comisionistas de bolsa; Sociedades fiduciarias; Sociedades administradoras de fondos de pensiones y de cesantías; Compañías de seguros; Sociedades administradoras de inversión; Sociedades comisionistas independientes de valores; La Dirección General de Crédito Público y Tesorería Nacional del Ministerio de Hacienda y Crédito Público; y El Banco de la República.
 - En cuanto a las entidades que pueden ser afiliados de la Bolsa se encuentran aquellas entidades sujetas a inspección y vigilancia permanente de la

²²³ Normas comunes a las entidades sujetas a la inspección y vigilancia de la superintendencia financiera de Colombia - libro 35 - título 1 - capítulo 1 - pág. 416.

²²⁴ Normas comunes a las entidades sujetas a la inspección y vigilancia de la superintendencia financiera de Colombia - libro 35 - título 1 - capítulo 1 - pág. 416.

²²⁵ Normas comunes a las entidades sujetas a la inspección y vigilancia de la superintendencia financiera de Colombia - libro 35 - título 1 - capítulo 1 - pág. 416.

²²⁶ Artículo 1.1.1. "Objeto", Reglamento general del mercado de derivados de la bolsa de valores de Colombia.

²²⁷ Artículo 1.4.1.1. Entidades susceptibles de ser admitidas como Miembros, Reglamento general del mercado de derivados de la bolsa de valores de Colombia.

Superintendencia Financiera de Colombia y las demás personas jurídicas no vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia, que realicen operaciones con instrumentos financieros derivados y con productos estructurados en el mercado extrabursátil²²⁸.

- Los contratos autorizados por la Bolsa para tranzarse son: Contratos de Futuros y Contratos de Opciones sobre Renta Fija, Renta Variable, Divisas, Tasa de Interés, Commodities e Índices²²⁹, no obstante la Bolsa mediante circulares puede limitar los Activos Subyacentes sobre los cuales se basan los contratos de Futuros u Opciones, atendiendo criterios de seguridad y liquidez.
 - Los contratos transados en bolsa, tienen definidas ciertas características entre estas, su cantidad o monto de transacción, plazo o vencimiento, activo subyacente, precio y condiciones de liquidación.
- Ley 964 de 2005: La presente Ley tiene como objetivo dictar normas y señalar los objetivos y criterios a los que debe sujetarse el Gobierno Nacional, para regular las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados mediante operaciones relacionadas con valores. Lo dispuesto en esta ley aplica a derivados financieros tales como contratos de futuros, de opciones y de permuta financiera, siempre que sean estandarizados y susceptibles de ser transados en bolsa²³⁰, a la vez el Gobierno puede reconocer la calidad de valor de estos contratos cuando tengan como subyacentes energía eléctrica o gas combustible²³¹.
 - Se consideran como actividades del mercado de valores la administración de sistemas de negociación o registro de valores, futuros, opciones y demás derivados²³².
 - Las contribuciones a pagar a la Superintendencia Financiera por las actividades de intermediación, de compensación y liquidación, de administración de sistemas de negociación y actividades del sistema de registro de valores, de futuros, opciones y demás derivados, se calculan

²²⁸ Artículo 1.4.2.1. Entidades susceptibles de ser admitidas como Afiliados, Reglamento general del mercado de derivados de la bolsa de valores de Colombia.

²²⁹ Artículo 2.1.1. Contratos de Derivados

²³⁰ Parágrafo 3°, Artículo n°2 “Concepto de Valor”, Capítulo Segundo “Del concepto de Valor y de las actividades del Mercado de Valores”, Título Primero “De la Intervención del Gobierno Nacional”, Ley 964 de 2005, Colombia.

²³¹ Parágrafo 4°, Artículo n°2 “Concepto de Valor”, Capítulo Segundo “Del concepto de Valor y de las actividades del Mercado de Valores”, Título Primero “De la Intervención del Gobierno Nacional”, Ley 964 de 2005, Colombia.

²³² Artículo n°3 “Actividades del mercado de Valores”, Capítulo Segundo “Del concepto de Valor y de las actividades del Mercado de Valores”, Título Primero “De la Intervención del Gobierno Nacional”, Ley 964 de 2005, Colombia.

como un porcentaje del total de operaciones en la actividad durante el año fiscal²³³.

- Se autoriza a las AFP y AFC a invertir los recursos de los fondos administrados, en instrumentos financieros derivados, así como también se permite con dichos recursos otorgar garantías que respalden estas operaciones²³⁴.
 - Se autoriza al Gobierno, a establecer la regulación para el mercado de bienes, con fin de asegurar el debido funcionamiento de los mercados de derivados de los mismos entre otros²³⁵.
- Decreto N°2893 de 2007: El decreto tiene por objetivo regular a las cámaras de Riesgo Central de Contraparte y a la vez dictar disposiciones con el fin de asegurar su buen funcionamiento.
 - Las actividades que les corresponde realizar a las cámaras de Riesgo Central de Contraparte pueden realizarse respecto de derivados financieros²³⁶.
 - Se autoriza a las bolsas de derivados, sociedades administradoras de sistemas transaccionales de derivados financieros, y sociedades que realicen compensación y liquidación de contratos de derivados a que sean socios de las cámaras de riesgo central de contraparte²³⁷.
 - Se autoriza a los intermediarios de cualquier clase de derivados financieros a ser contrapartes de una cámara de riesgo central de contraparte²³⁸.
 - Los contratos de derivados quedarán automáticamente inscritos en la RNVE (Registro nacional de valores y emisores), una vez que se apruebe por la superintendencia Financiera el reglamento del sistema de negociación sobre el cual se vayan a negociar²³⁹.
 - Decreto N°1121 de 2008: El decreto tiene como objetivo reglamentar las actividades de intermediación en el mercado de valores y a la vez dictar otras disposiciones, cuyo fin es asegurar el buen funcionamiento de dichas actividades.

²³³ Artículo n°9 "Contribuciones", Capítulo Segundo "Del concepto de Valor y de las actividades del Mercado de Valores", Título Segundo "De la supervisión del sistema Integral de Información del mercado de valores y de las contribuciones", Ley 964 de 2005, Colombia.

²³⁴ Artículo n°65 "Garantías", Título Séptimo "De las disposiciones finales", Ley 964 de 2005, Colombia.

²³⁵ Artículo n°71 "Bolsas, intermediarios y sistemas de compensación y liquidación de productos agropecuarios, agroindustriales o de otros commodities", Título Séptimo "De las disposiciones finales", Ley 964 de 2005, Colombia.

²³⁶ Artículo N°1 "Constitución e Inscripción de las Cámaras de Riesgo Central de Contraparte", Decreto N°1456 de 2007, Colombia.

²³⁷ Artículo N°3 "Socios", Decreto N°1456 de 2007, Colombia.

²³⁸ Artículo N°8 "Contrapartes", Decreto N°1456 de 2007, Colombia.

²³⁹ Artículo N°1.1.2.10.1 "Inscripción de contratos derivados financieros", Decreto N°1456 de 2007, Colombia.

- La intermediación en el mercado de valores²⁴⁰ tiene como una de sus finalidades, la realización de operaciones con derivados y productos estructurados que sean valores²⁴¹.
- Cuando se realicen operaciones con derivados financieros no estandarizados, los intermediarios deben cumplir con ciertos deberes, entre estos:
 - o Ser prudentes y diligentes, actuar con transparencia, honestidad, lealtad, imparcialidad, idoneidad y profesionalismo²⁴².
 - o A la vez deben separar activos, valorizar los activos de sus clientes, evaluar una mejor ejecución de sus operaciones, guardar reserva de operaciones sobre valores, documentar oportunamente las órdenes de sus clientes, así como también entregar información oportuna y fidedigna a sus clientes e implementar políticas y procedimientos para evitar conflictos de interés²⁴³.
- Decreto N°1242 de 2013 “Por el cual se sustituye la Parte 3 del Decreto número 2555 de 2010 en lo relacionado con la administración y gestión de los Fondos de Inversión Colectiva”.
 - Se autoriza a los fondos de inversión colectiva a invertir en instrumentos financieros derivados con fines de inversión²⁴⁴, siempre y cuando se sujeten a los límites impuestos en sus reglamentos y se realicen a través de la cámara de riesgo central, las que deben estar autorizadas por la superintendencia Financiera²⁴⁵.
 - Se autoriza que las operaciones sobre instrumentos financieros derivados sirvan como operaciones de naturaleza apalancada²⁴⁶, siempre que su fin sea de inversión y no cobertura.

C).- REGULACIÓN TRIBUTARIA

²⁴⁰ Entiéndase por Intermediación en el mercado de Valores la realización de operaciones que tengan por finalidad o efecto el acercamiento de demandantes y oferentes en los sistemas de negociación de valores o en el mercado mostrador, sea por cuenta propia o ajena, Decreto N° 1121 de 2008, Colombia.

²⁴¹ Artículo N° 1.5.1.1 “Definición de la actividad de intermediación en el mercado de valores”, Capítulo I “Definición y operaciones de intermediación”, Título V” De la Intermediación del Mercado de Valores”, Decreto N°1121 de 2008, Colombia.

²⁴² Artículo N° 1.5.3.1 “Deberes generales de los intermediarios de Valores”, Capítulo III “Deberes generales de los intermediarios de valores”, Título V” De la Intermediación del Mercado de Valores”, Decreto N°1121 de 2008,

²⁴³ Artículo N° 1.2.3.2 “Deberes especiales de los intermediarios de valores”, Capítulo I “Definición y operaciones de intermediación”, Título V” De la Intermediación del Mercado de Valores”, Decreto N°1121 de 2008, Colombia.

²⁴⁴ Artículo 3.1.1.4.4. “Activos aceptables para invertir”, Capítulo 4 “Políticas de Inversión”, Decreto N° 1242, Ministerio Hacienda, Colombia.

²⁴⁵ Artículo 3.1.1.4.6. “Operaciones de derivados”, Capítulo 4 “Políticas de Inversión”, Decreto N° 1242, Ministerio Hacienda, Colombia.

²⁴⁶ Operaciones de naturaleza apalancada en los fondos de inversión colectiva. Son aquellas operaciones que permiten ampliar la exposición del fondo de inversión colectiva por encima del valor de su patrimonio (Artículo 3.1.1.5.1. “Operaciones de naturaleza apalancada en los fondos de inversión colectiva”, Capítulo 5, Decreto N° 1242, Ministerio Hacienda, Colombia.

- Decreto 1514 de 1998: El decreto tiene por objetivo reglamentar parcialmente el estatuto tributario. En relación a instrumentos derivados encontramos:
 - Están exentas del impuesto de timbre los documentos que se generen con el propósito de precisar condiciones de negociación, tales como los que se efectúan en desarrollo de operaciones de ventas de contratos de futuros, forwards, swaps y opciones²⁴⁷.
 - Los ingresos proveniente de los contratos derivados se tratan dependiendo si se entregó o no el subyacente. Si se entregó el subyacente, se aplica el tratamiento tributario que le corresponda, según el concepto y las características de la entrega del respectivo activo, cuando estas operaciones se refieren a sumas de dinero, el ingreso tributario corresponderá a la utilidad neta derivada de la operación que se liquide al vencimiento del contrato. Si no se entregó el subyacente, constituye ingreso tributario la diferencia entre el precio definido en un contrato de derivados y el valor de mercado del mismo al fin de este²⁴⁸.
 - En los contratos forward, futuros, operaciones a plazo de cumplimiento financiero y demás operaciones sobre derivados, en los cuales no se pague una comisión o suma adicional por servicios prestados a favor de uno de los contratantes, se entenderá que no existe prestación de hacer, no obstante cuando se pague una comisión se aplicara IVA por la venta de la prestación²⁴⁹.
- Decreto 1737 de 1999: El decreto contiene las disposiciones relacionadas con las retenciones de ingresos provenientes de contratos de derivados financieros:
 - Existe una retención en la fuente por impuesto a la renta, sobre los ingresos tributarios proveniente de contratos derivados, que se cumplan sin la entrega del activo subyacente. Esta retención debe ser realizada por la Bolsa cuando se trata se operaciones bursátiles, o por la entidad encargada cuando se trata del mercado extrabursátil, salvo en aquellos casos en que el sujeto de retención no tenga la calificación de agente autorretenedor²⁵⁰.
 - Los contribuyentes con calidad de autorretenedores deben declarar la operación mensualmente sobre los ingresos tributarios que obtengan en el mes con motivo del vencimiento de los contratos²⁵¹.

²⁴⁷ Artículo N° 10 “Exención del impuesto de timbre en negociación de títulos de valores y otros documentos, Decreto 1514 de 1998, Colombia.

²⁴⁸ Artículo N° 11 “Ingresos provenientes de contratos forwards, futuros y operaciones a plazo”, Decreto 1514 de 1998, Colombia.

²⁴⁹ Artículo N° 13 “IVA sobre comisiones”, Decreto 1514 de 1998, Colombia. Modificado por, Artículo N°11 “Iva sobre Comisiones, Decreto N°1797 de 2008, Colombia.

²⁵⁰ Artículo N° 12 “Retención en la fuente de contratos futuros”, Decreto 1514 de 1998, Colombia. Modificado por, Artículo N°1 “Autorretención y retención en la fuente de ingresos tributarios provenientes de contaos forwards, futuros y operaciones a plazo de cumplimiento financiero”, Decreto N°1737 de 1999, Colombia.

²⁵¹ Artículo N°3 “Base de autorretención mensual”, Decreto N°1737 de 1999, Colombia.

- La retención se calcula tomando como base los ingresos que genere el contrato para el contribuyente en la fecha de vencimiento del mismo, ésto se realiza por separado para los ingresos provenientes de cada tipo de contrato²⁵².
- En el caso de las operaciones que se cumplan mediante la entrega del activo subyacente, se podrán realizar compensaciones con las bases de autorretención correspondientes a los ingresos que resulten de la entrega del bien²⁵³.
- Decreto 1797 de 2008: El decreto tiene como objeto regular para efectos tributarios el régimen de las cámaras de riesgos central de contraparte y de operaciones sobre derivados.
 - Los ingresos generados por contratos derivados se entienden percibidos al momento del vencimiento de cada contrato, no obstante en el caso que el contribuyente realice operaciones que generen el cierre de su posición en dicho contrato, el ingreso se entiende generado cuando ocurra el vencimiento del respectivo contrato²⁵⁴.

D).-REGULACIÓN DE FONDOS DE PENSIONES Y FONDOS DE CESANTÍA

TITULO CUARTO “ENTIDADES ADMINISTRADORAS DE PENSIONES Y CESANTIAS”

Este documento plantea los lineamientos a los cuales se deben ceñir tanto las administradoras de fondos de pensiones como las administradoras de fondos de cesantía. En relación a instrumentos financieros derivados, tenemos:

- La política de inversión a divulgar a los afiliados tanto de las AFP como de las AFC, deben contener entre otros, los criterios generales para la realización de operaciones con derivados como, objetivos, mercados en los cuales se realizarán las operaciones con derivados, subyacentes autorizados, políticas de administración, criterios para la selección de la contraparte, principales límites internos por clase de activos y operaciones de derivados²⁵⁵.
- Las AFP y AFC deben contar con un comité de riesgos que, entre otros, efectúen control y seguimiento al cumplimiento de las políticas de inversión en relación con las condiciones que deben cumplir las operaciones con derivados.²⁵⁶
- Se autoriza las AFP y AFC a realizar operaciones con instrumentos financieros derivados con fines de cobertura, para esto deben cumplir los requisitos de

²⁵² Parágrafo 1, Artículo N°3 “Base de autorretención mensual”, Decreto N°1737 de 1999, Colombia.

²⁵³ Parágrafo 3, Artículo N°3 “Base de autorretención mensual”, Decreto N°1737 de 1999, Colombia.

²⁵⁴ Artículo N°6 “Causación del ingreso en las operaciones sobre derivados”, Decreto N°1797 de 2008, Colombia.

²⁵⁵ Numeral 3.1.1 “Contenido Mínimo”, capítulo III “Políticas de inversión, asignación estratégica de activos y funciones de los comités de riesgos e inversiones”, Título IV, Superintendencia Financiera, Colombia.

²⁵⁶ Numeral 3.2.2 “Funciones del comité de riesgos”, Políticas de inversión, asignación estratégica de activos y funciones de los comités de riesgos e inversiones, Título IV, Superintendencia Financiera, Colombia.

documentación que se estipulan en la circular básica contable y financiera²⁵⁷. A la vez se permiten las operaciones con fines de especulación siempre y cuando se den de dos formas, Compra de opciones de compra o venta o estrategias que combinen ambas, venta de opciones solo con fines de cerrar una operación de compra de opciones y Combinaciones de derivados siempre que tengan el mismo subyacente y vencimiento.

- Los límites de las operaciones de cobertura, los pueden establecer las entidades administradoras en las respectivas políticas de inversión²⁵⁸, en relación a las operaciones de especulación, el límite se debe estipular en la política de inversión del fondo y no pueden superar el 100% de la posición descubierta del mismo²⁵⁹.
- Se prohíbe la negociación de instrumentos derivados en el mercado OTC con entidades vinculadas a las administradoras²⁶⁰.
- Se autoriza a las administradoras a negociar instrumentos derivados con cámaras de riesgo central tanto locales como extranjeras autorizadas por la superintendencia²⁶¹. En el caso que se trate de otra contraparte, ésta debe cumplir con los requisitos exigidos en las políticas de inversión²⁶².
- Se debe mantener información a disposición de la Superintendencia, que contenga el soporte de las operaciones con instrumentos derivados, tanto con fines de cobertura como de especulación.
- Los excesos que se generen en los límites de inversión y/ límites en instrumentos derivados, pueden ser conservados ya sean consecuencia de la valorización o desvalorización de los mismos, hasta por un máximo de 2

²⁵⁷La documentación necesaria incluye: (Numeral 6 “Instrumentos financieros derivados con fines de cobertura, Capítulo XVIII “Instrumentos financieros derivados y productos estructurados, Circular Externa N°100 de 1995, Circular Básica Contable y Financiera

a) La estrategia y el objetivo de la entidad respecto a la administración del riesgo, así como la justificación para llevar a cabo la operación.

b) La naturaleza del riesgo o de los riesgos específicos a cubrir.

c) La identificación de la posición primaria objeto de la cobertura; y

d) La identificación del instrumento financiero derivado a ser utilizado para la cobertura.

²⁵⁸ Numeral 4.1, Sección 4 “Operaciones con instrumentos financieros derivados”, Capítulo VIII “Disposiciones relativas al régimen de inversiones de los fondos de pensiones de jubilación e invalidez voluntarios”, Título IV, Superintendencia Financiera, Colombia.

²⁵⁹ Numeral 4.2 “Operaciones con instrumentos financieros derivados”, Capítulo VIII “Disposiciones relativas al régimen de inversiones de los fondos de pensiones de jubilación e invalidez voluntarios”, Título IV, Superintendencia Financiera, Colombia.

²⁶⁰ Numeral 4.3 “Operaciones con instrumentos financieros derivados”, Capítulo VIII “Disposiciones relativas al régimen de inversiones de los fondos de pensiones de jubilación e invalidez voluntarios”, Título IV, Superintendencia Financiera, Colombia.

²⁶¹ Numeral 4.4 “Operaciones con instrumentos financieros derivados”, Capítulo VIII “Disposiciones relativas al régimen de inversiones de los fondos de pensiones de jubilación e invalidez voluntarios”, Título IV, Superintendencia Financiera, Colombia.

²⁶² La política de Inversión de cada fondo debe contener la solvencia exigida a las contrapartes, el volumen por tipo de instrumentos a realizar, experiencia exigida, sistemas de control de riesgos y seguimiento. (Numeral 3.3 “Operaciones con instrumentos financieros derivados” Capítulo IX “Disposiciones relativas al régimen de inversiones de los fondos de cesantía”, Título IV, Superintendencia Financiera, Colombia.

años²⁶³, en el caso de exceder voluntariamente los límites, éstas deben ser liquidadas en un plazo no mayor a 3 meses.

- En el caso de las AFC²⁶⁴:
 - o La suma de las posiciones de cobertura en moneda extranjera, medida en términos netos, no podrá exceder el valor de mercado de las inversiones del fondo denominadas en dicha moneda.
 - o La suma de las inversiones en moneda extranjera que puede tener sin cobertura un fondo de cesantía no podrá exceder del treinta por ciento (30%) del valor del fondo
 - o La suma de las primas pagadas con fines de especulación no puede exceder el 1% del valor del fondo

ANEXO 3: NORMATIVA PERUANA REFERIDA A INSTRUMENTOS FINANCIEROS DERIVADOS

BANCO CENTRAL DE LA RESERVA DEL PERÚ

El Banco Central de la Reserva de Perú, es un organismo constitucional cuya finalidad es preservar la estabilidad monetaria, regulando la cantidad de dinero, administrando las reservas internacionales, emitiendo billetes e informando sobre las finanzas nacionales, entre otros. En relación a instrumentos financieros derivados, el Banco cuenta con dos circulares que tratan este tema de manera muy superficial.

- Circular N° 23- 2011 BCRP: Entrega información sobre operaciones con productos financieros derivados, cuyos subyacentes sean tasas de interés y otros.
 - Se autoriza al Banco para solicitar información relacionada con operaciones de instrumentos derivados de tasas de interés y se exige a las entidades del sistema financiero a entregarla²⁶⁵. Esta información consiste en un formulario establecido en la presente circular y a información adicional que consiste en reportes de operaciones pactadas, modificadas, ejercidas, y anuladas durante el día, por cada tipo de instrumentos y saldos por cada tipo de instrumentos²⁶⁶. La información señalada debe ser enviada con frecuencia semanal, en los días 7, 15, 22 y último día de cada mes²⁶⁷.

²⁶³ Numeral 6, “Excesos en las inversiones y en los límites de los instrumentos financieros derivados”, Capítulo VIII “Disposiciones relativas al régimen de inversiones de los fondos de pensiones de jubilación e invalidez voluntarios”, Título IV, Superintendencia Financiera, Colombia.

²⁶⁴ Numeral 3 “Operaciones con instrumentos financieros derivados” capítulo IX “Disposiciones relativas al régimen de inversiones de los fondos de cesantía”, Título IV, Superintendencia Financiera, Colombia.

²⁶⁵ Artículo N° 1 “Ámbito de aplicación”, Circular N° 23, 2011, Banco Central de las Reservas del Perú.

²⁶⁶ Artículo N° 3 “Información Adicional”, Circular N° 23, 2011, Banco Central de las Reservas del Perú

²⁶⁷ Artículo N° 4 “Frecuencia de envío de reportes”, Circular N° 23, 2011, Banco Central de las Reservas del Perú.

- Circular N° 16- 2003 EF/90: Modifica los límites individuales de las inversiones en instrumentos emitidos o garantizados en el exterior, por parte de las administradoras privadas de fondos de pensiones.
 - Se determina un límite individual de inversión en productos derivados de valores que se negocien en la bolsa de valores a un máximo de 0,1%.

SUPERINTENDENCIA DEL MERCADO DE VALORES (EX COMISIÓN NACIONAL SUPERVISORA DE EMPRESAS Y VALORES)

La superintendencia del mercado de valores o antiguamente conocida como Comisión nacional Supervisora de Empresas y Valores del Perú (CONASEV)²⁶⁸, es un organismo público relacionado con el Ministerio de Economía y Finanzas, su principal objetivo es promover el mercado de valores, velar por el adecuado manejo de las empresas y normar la contabilidad de las mismas.

- Ley de Mercado de Valores: La ley del mercado de valores, DL N° 861, tiene como finalidad promover el desarrollo ordenado y la transparencia del mercado de valores, así como también la protección al inversionista, no obstante a la fecha aún no ha sido actualizado y todos sus artículos aluden a la comisión nacional supervisora de empresas y valores, sin embargo esto no afecta el marco legal en sí. En relación a instrumentos financieros derivados contempla algunos aspectos:
 - La ley de Mercado de Valores incluye dentro de las funciones y características de la bolsa de valores, el desarrollo y administración de la negociación de instrumentos derivados, ésto da pie para el desarrollo formal del mercado de derivados en Perú²⁶⁹.
 - Se permite a los agentes de intermediación²⁷⁰ efectuar operaciones de futuros, opciones y demás derivados, siempre y cuando se cumplan con las disposiciones que dicte CONASEV²⁷¹.
 - A las instituciones de compensación y liquidación de valores, se les otorga el objetivo del registro, custodia, compensación, liquidación de valores e instrumentos derivados autorizados por CONASEV²⁷².
 - La ley permite a los Fondos mutuos²⁷³ y fondos de inversión²⁷⁴, invertir en opciones, futuros y otros instrumentos derivados autorizados por CONASEV.

²⁶⁸ Ley N° 29.782 "Ley de fortalecimiento de a supervisión del mercado de valores".

²⁶⁹ Artículo N° 130 "Definición y finalidad", Artículo 132 "Funciones de la bolsa", Título VI "Bolsa de Valores", Ley de Mercado de Valores,

²⁷⁰ Se entiende por agentes de intermediación a sociedades anónimas que, como sociedades agentes o sociedades intermediarias, se dedican a la intermediación de valores en el mercado.

²⁷¹ Artículo N° 194 "operaciones", Título VII "Agentes de Intermediación", Ley de Mercado de Valores

²⁷² Artículo N° 223 "Definición", Título VIII "Ejecución y liquidación de transacciones", Ley de Mercado de Valores.

- Reglamento de Fondos Mutuo de Inversión en valores y sus sociedades administradoras: dentro de las atribuciones de la Superintendencia se encuentra regular, promover, estudiar y supervisar las materias del mercado de valores, mercado de productos y sistemas de fondos colectivos²⁷⁵, por ende, se le atribuye a éste organismo todo lo relacionado con fondos mutuos de inversión.

El presente reglamento incluye apartados dedicados a los instrumentos financieros derivados, los que estipulan:

- Responsabilidad a las sociedades administradoras de dichos fondos, de llevar ciertos registros, entre éstos, un registro de inversión, que entre otros, incluya operaciones con derivados, en el cual se especifique la fecha de operación, fecha de vencimiento, activo subyacente, monto de la cobertura, valor de ejecución, prima o costos, contraparte y país donde se realizó la operación²⁷⁶.
- La política de inversión de cada fondo debe concordar con la denominación, objetivos y tipo de fondo del que se trate, a su vez debe contener ciertas estrategias, entre las cuales se debe incluir una para instrumentos derivados, incluyendo su tipo y los criterios para su uso²⁷⁷, además debe detallar la estructura del portafolio estableciendo límites mínimos y máximos, que cumplan con lo estipulado en el presente reglamento²⁷⁸.
- La inversión en instrumentos derivados, debe sujetarse a ciertas características²⁷⁹.
 - Las sociedades administradoras de fondos mutuos, pueden realizar operaciones con instrumentos derivados siempre y cuando su fin sea el de cobertura.
 - Las contrapartes autorizadas en el caso de contratos forwards, swaps y opciones, son empresas bancarias autorizadas por la Superintendencia en mercado local. En el mercado extranjero, las contrapartes pueden ser empresas bancarias o sus subsidiarias en cuanto cumplan con una clasificación de riesgo superior BBB-.

²⁷³ Artículo N° 249 "Inversiones permitidas", Título IX "Fondos mutuos y sus sociedades administradoras", Ley de Mercado de Valores.

²⁷⁴ Norma Legal "Ley de fondos de inversión y sus sociedades administradoras", DL N° 00862-1996.

²⁷⁵ www.smv.gob.pe

²⁷⁶ Artículo 22 "Libros y Registros", Reglamento de Fondos Mutuos de Inversión en Valores y sus sociedades administradoras, Resolución N° 0068.2010. Superintendencia del Mercado de Valores.

²⁷⁷ Artículo 62 "Objetivo de Inversión", Reglamento de Fondos Mutuos de Inversión en Valores y sus sociedades administradoras, Resolución N° 0068.2010. Superintendencia del Mercado de Valores.

²⁷⁸ Artículo 63 "Política de Inversión", Reglamento de Fondos Mutuos de Inversión en Valores y sus sociedades administradoras, Resolución N° 0068.2010. Superintendencia del Mercado de Valores

²⁷⁹ Artículo 115 "Inversión en instrumentos derivados", Reglamento de Fondos Mutuos de Inversión en Valores y sus sociedades administradoras, Resolución N° 0068.2010. Superintendencia del Mercado de Valores

- Las operaciones con forwards y swaps se deben respaldar con un contrato privado que contenga las principales características de la operación.
- Los contratos forwards deben estar asociadas a algún instrumento que esté previamente incorporado en su política de inversión, el monto de cobertura no puede exceder los flujos futuros del activo subyacente, un mismo activo puede cubrirse máximo en dos monedas distintas, se pueden liquidar anticipadamente.
- Los contratos Swaps, se pueden realizar sobre activos subyacentes como tasas de interés y divisas o sus combinaciones.
- Los fondos mutuos no pueden realizar contratos de opciones, salvo que sean fondos mutuos garantizados.
- Los fondos mutuos estructurados, pueden celebrar contratos de opciones dentro o fuera del mercado bursátil, si se realizan dentro del mercado bursátil se requiere un intermediario autorizado y su liquidación debe ser realizada en una cámara de compensación.
- Los fondos mutuos estructurados, pueden celebrar contratos de opciones en el mercado local y extranjero, si se realizan en el mercado extranjero, éste debe estar supervisado por un organismo similar a la superintendencia.
- Los contratos de opciones se pueden liquidar mediante entrega física del activo subyacente o a través de liquidación financiera, salvo en contratos con mecanismos centralizados u operaciones estructuradas, donde sólo se permite la liquidación financiera.
- Los activos subyacentes de los contratos de opciones pueden ser: Monedas, Instrumentos representativos de derecho patrimonial, Índices, instrumentos representativos de deuda o tasas de interés y materias primas, que cumplan con ciertos requisitos
- La inversión que se realice en adquisición de opciones y operaciones estructuradas de derivados no puede exceder el 25% de la cartera del fondo mutuo.
- Los excesos producidos por fluctuaciones de mercado o por otra causa no atribuible a la sociedad administradora podrán ser mantenidos en forma indefinida.
- El reglamento permite a los fondos mutuos realizar inversiones en instrumentos especiales, es decir aquellos cuyo rendimiento es estructurado y depende de algún otro componente, entre los que encontramos, opciones, futuros u otros instrumentos derivados.

- Reglamento de agentes de intermediación: dentro de sus atribuciones, la superintendencia también debe controlar las operaciones que los agentes de intermediación pueden realizar. En relación a instrumentos derivados encontramos:
 - Los agentes de intermediación que deseen efectuar operaciones con contratos de futuros, opciones y demás derivados, deben contar con la aprobación previa de la Superintendencia.
 - La autorización que entrega la superintendencia para poder operar con instrumentos derivados, exige: designar un encargado de estas operaciones, un modelo de un folleto informativo que se debe entregar a cada cliente, en el que se describa, el tipo de contrato, características, condiciones y riesgos a cada tipo de operación.

SUPERINTENDENCIA NACIONAL DE ADUANAS Y ADMINISTRACIÓN TRIBUTARIA

La superintendencia Nacional de Aduanas y administración tributaria, es una fusión de dos superintendencias²⁸⁰, la de aduana, cuya finalidad es administrar, fiscalizar, sancionar y recaudar los aranceles y tributos del Gobierno Central²⁸¹; y la de administración tributaria, cuya finalidad es diseñar y proponer medidas de política tributaria; y administrar, aplicar, fiscalizar, sancionar y recaudar los tributos internos del Gobierno Central²⁸². En cuanto a la normativa que esta entidad aplica a los instrumentos financieros derivados, encontramos:

- Ley de Impuesto a la Renta: La ley incluye dentro de sus disposiciones lo que se entiende por instrumentos derivados y la clasificación de estos, según el fin para el cual se utilice (de cobertura y sin fines de cobertura)²⁸³.
 - Cualquier ingreso o ganancia, que perciban personas naturales, sucesión indivisa o sociedad conyugal, que provenga de operaciones con instrumentos financieros derivados constituye renta gravada²⁸⁴.
 - Se consideran rentas de fuentes peruanas, la contratación de instrumentos financieros derivados obtenidos por sujetos domiciliados en el país, en el caso de derivados con fines de cobertura, se consideran de fuente peruana cuando la partida que recibe la cobertura esté destinada a la generación de

²⁸⁰ Artículo N°3, Ley N° 24.829, Perú.

²⁸¹ Artículo N°1 "Crease la Superintendencia Nacional de Aduanas", Ley N° 24.829, Perú.

²⁸² Artículo N°2 "Crease la Superintendencia Nacional de Administración Tributaria", Ley N° 24.829, Perú.

²⁸³ Artículo N°5 "Definiciones y Conceptos", Capítulo I "Del ámbito de aplicación", Ley de impuesto a la Renta, Superintendencia Nacional de Aduanas y administración tributaria, Perú.

²⁸⁴ Artículo n°3, Capítulo I "Del ámbito de aplicación", Ley de impuesto a la Renta, Superintendencia Nacional de Aduanas y administración tributaria, Perú

rentas de fuente peruana, a la vez se consideran de fuente peruana los resultados obtenidos por sujetos no domiciliados cuyo activo subyacente esté referido al tipo de cambio nacional con respecto a otra moneda extranjera²⁸⁵.

- No pagan impuesto a la renta los márgenes y retornos exigidos por las Cámaras de Compensación y Liquidación de Instrumentos Financieros Derivados con el objeto de nivelar las posiciones financieras en el contrato²⁸⁶.
- Las rentas provenientes de derivados se consideran como rentas de segunda categoría²⁸⁷.
- Las pérdidas, provenientes instrumentos financieros derivados con fines de cobertura, se pueden compensar contra rentas netas²⁸⁸ de segunda categoría en el caso de sujetos no domiciliados en el país, cuyas actividades estén relacionadas con Fondos Mutuos de Inversión, Fondos de Inversión, Patrimonios Fideicometidos, Fondos de pensiones y Fideicomisos Bancarios²⁸⁹.
- No se permite la deducción de gastos y pérdidas en la renta imponible de tercera categoría, si el instrumentos ha sido celebrado con residentes o establecimientos permanente situados en países de baja imposición, o, si el contribuyente mantiene posiciones simétricas en compra y venta de instrumentos financieros derivados, no se permitirá la deducción de pérdidas sino hasta que exista reconocimiento de ingresos²⁹⁰.
- En el caso de sujetos domiciliados en el país, éstos pueden compensar la pérdida neta de tercera categoría, cuando realicen operaciones en instrumentos derivados con fines distintos a los de cobertura, siempre y cuando se compensen con rentas netas de fuente peruana originadas por la contratación de derivados que tengan el mismo fin (No se aplica a empresas del sistema financiero cuyo fin sea el de intermediación financiera)²⁹¹.
- Las rentas y pérdidas en el caso de instrumentos financieros derivados, se consideran devengadas cuando se entrega físicamente el activo subyacente,

²⁸⁵ Artículo N°10, Capítulo II "Base Jurisdiccional del impuesto Ley de impuesto a la Renta, Superintendencia Nacional de Aduanas y administración tributaria, Perú", Modificado por el artículo N°3 Ley N°94922, 2009. Superintendencia del Mercado de Valores, Perú.

²⁸⁶ Artículo N°18, Capítulo IV "De las inaceptaciones y exoneraciones", Ley de impuesto a la Renta, Superintendencia Nacional de Aduanas y administración tributaria, Perú. Incorporado por el Artículo N°5, Decreto Ley 972, 2007, Superintendencia del Mercado de Valores, Perú.

²⁸⁷ Artículo n°24, Capítulo V "De la Renta Bruta", Ley de impuesto a la Renta, Superintendencia Nacional de Aduanas y administración tributaria, Perú.

²⁸⁸ Las rentas Netas corresponden a las utilidades, rentas y ganancias de capital devengadas por los fondos y patrimonios durante el ejercicio, excluyendo aquellas que hubieran sido tomadas en cuenta para la determinación de la renta neta atribuible al momento de las redenciones, rescates o retiros antes indicados.

²⁸⁹ Artículo n°29, Capítulo V "De la Renta Bruta", Ley de impuesto a la Renta, Superintendencia Nacional de Aduanas y administración tributaria, Perú.

²⁹⁰ Artículo n°44, Capítulo VI "De la Renta Neta", Ley de impuesto a la Renta, Superintendencia Nacional de Aduanas y administración tributaria, Perú.

²⁹¹ Artículo n°50, Capítulo VI "De la Renta Neta", Ley de impuesto a la Renta, Superintendencia Nacional de Aduanas y administración tributaria, Perú.

se liquida en efectivo, ocurre el cierre de posiciones, hay abandono de la opción en la fecha en que la opción expira, se cede la posición contractual o se cumple la fecha fijada en el contrato swap para la realización de intercambio periódico de flujos financieros²⁹².

SUPERINTENDENCIA DE BANCA, SEGUROS Y AFP

La Superintendencia de Banca, Seguros y AFP, es el organismo encargado de la regulación y supervisión de los Sistemas Financieros, de Seguros y del Sistema Privado de Pensiones, a su vez sus objetivos, funciones y así como las materias que debe supervisar, están establecidas en la Ley N° 26.702²⁹³. La ley N° 26.702, establece el marco de regulación y supervisión al que se someten empresas que operen tanto en el sistema financiero como el de seguros, el objetivo de la ley es contribuir a un mejor desarrollo de ambos sistemas.

En relación a los instrumentos financieros derivados la ley establece ciertos aspectos entre estos:

- Las empresas tales como empresas bancarias²⁹⁴, empresas financieras²⁹⁵, caja municipal de ahorro y crédito, caja municipal de crédito popular, entidad de desarrollo de pequeñas y micro empresas, cooperativa de ahorro y crédito autoridades para captar recursos del pública y caja rural de ahorro y crédito²⁹⁶, están sujetas a límites globales de operación en función de su patrimonio efectivo, en el caso de operaciones con productos financieros derivados el límite de operación es 10%, la forma de cálculo del límite está determinado por la superintendencia²⁹⁷.
- Las empresas bancarias (inclúyase bancos de inversión²⁹⁸), pueden realizar operaciones con commodities y productos financieros derivados, tales como los forwards, futuros, swaps opciones, derivados crediticios u otros

²⁹² Artículo n°57, Capítulo VIII "Del ejercicio gravable", Ley de impuesto a la Renta, Superintendencia Nacional de Aduanas y administración tributaria, Perú.

²⁹³ Página Web Institucional Superintendencia de Banca, Seguros y AFP, <http://www.sbs.gob.pe/>

²⁹⁴ Empresa Bancaria: aquella cuyo negocio principal consiste en recibir dinero del público en depósito o bajo cualquier otra modalidad contractual, y en utilizar ese dinero, su propio capital y el que obtenga de otras fuentes de financiación en conceder créditos en las diversas modalidades, o a aplicarlos a operaciones sujetas a riesgos de mercado. (Artículo N°282, Ley general del sistema financiero y del sistema de seguros y orgánica del sistema financiero y del sistema de seguros)

²⁹⁵ Empresa financiera: aquella que capta recursos del público y cuya especialidad consiste en facilitar las colocaciones de primeras emisiones de valores, operar con valores mobiliarios y brindar asesoría de carácter financiero. (Artículo N°282, Ley general del sistema financiero y del sistema de seguros y orgánica del sistema financiero y del sistema de seguros)

²⁹⁶ Artículo N° 16, Ley N°26.702, Ley general del sistema financiero y del sistema de seguros y orgánica del sistema financiero y del sistema de seguros.

²⁹⁷ Artículo N° 200, Ley N°26.702, Ley general del sistema financiero y del sistema de seguros y orgánica del sistema financiero y del sistema de seguros.

²⁹⁸ Banco de Inversión: Los bancos de inversión son sociedades anónimas cuyo objeto es promover la inversión tanto en el país como en el extranjero, actuando como inversionistas directos, intermediarios entre inversionistas y como empresarios que confronten requerimientos de capital. No pueden recibir depósitos del público, efectuar colocaciones ni otorgar créditos contingentes, careciendo, por tanto, de cartera crediticia. Artículo N°294, Ley general del sistema financiero y del sistema de seguros y orgánica del sistema financiero y del sistema de seguros.

instrumentos derivados²⁹⁹, no obstante previo a éste, se requiere la autorización de la superintendencia³⁰⁰, la cual en conjunto con la opinión del Banco Central, tiene 30 días para pronunciarse sobre la petición de la empresa³⁰¹. En el caso de otro tipo de empresas (mencionadas en anteriormente) pueden realizar también operaciones con productos derivados siempre y cuando cumplan con los requisitos exigidos por la superintendencia.

- Reglamento para la gestión del riesgo de Mercado de las empresas del sistema financiero: El reglamento tiene por objetivo aclarar las formas en que las empresas financieras³⁰² deben gestionar el riesgo de mercado³⁰³, las responsabilidades de sus autoridades, los procesos que deben definir, de modo de entregar una visión integral de la exposición a ese riesgo.
 - Las políticas y procedimientos de gestión de riesgo de mercado de las empresas, deben incorporar, entre otras, estrategias frente al riesgo de mercado de productos financieros derivados³⁰⁴.
 - La unidad de Riesgos de Mercado de cada empresa, debe establecer límites internos a las posiciones brutas en derivados por tipo de instrumento derivado³⁰⁵, así como también determinar su el valor razonable³⁰⁶.
 - Las empresas deben gestionar su exposición al riesgo en tasa de interés, en commodities y riesgos cambiarios, y en casos de aumentar sus respectivos riesgos, deben tomar medidas tanto a corto como largo plazo, entre las que cuentan medidas técnicas, es decir que se refieren a

²⁹⁹ Artículo N° 221, N°16, Ley N°26.702, Ley general del sistema financiero y del sistema de seguros y orgánica del sistema financiero y del sistema de seguros.

³⁰⁰ Artículo N° 283, Ley N°26.702, Ley general del sistema financiero y del sistema de seguros y orgánica del sistema financiero y del sistema de seguros.

³⁰¹ Artículo N° 221, N°44, Ley N°26.702, Ley general del sistema financiero y del sistema de seguros y orgánica del sistema financiero y del sistema de seguros.

³⁰² Las empresas a las cuales aplica dicho reglamento son: empresas bancarias, financieras, caja municipal de ahorro, caja municipal de crédito popular, entidad de desarrollo a la pequeña y micro empresa, cooperativas de ahorro y crédito autorizadas, caja rural de ahorro y crédito, empresas de capitalización inmobiliaria, arrendamiento financiero, factoring, afianzadora y de garantías, servicios fiduciarios, administradora hipotecaria, Banco agropecuario, Corporación financiera de desarrollo, Fondo Mivivienda S.A., no incluye bancos de inversión ni empresas de seguros. (literales A y B del artículo 16° de la Ley General de Bancos.)

³⁰³ Entiéndase por Riesgo de Mercado: El riesgo de mercado se refiere a la posibilidad de pérdidas en posiciones dentro y fuera de balance derivadas de fluctuaciones de los precios de mercado. Incluye al riesgo de tasa de interés, al riesgo de precio, al riesgo cambiario y al riesgo de commodities. (Artículo n°3, Reglamento para la gestión del riesgo de Mercado de las empresas del sistema de mercado, Re publicación, Lima, 2012.)

³⁰⁴ Artículo n°9, Capítulo II "Requerimientos de Gestión y Operativos", Sub capítulo I "Requerimientos mínimos para la gestión del riesgo de mercado", Reglamento para la gestión del riesgo de mercado de las empresas del sistema financiero.

³⁰⁵ Artículo n°10, Capítulo II "Requerimientos de Gestión y Operativos", Sub capítulo I "Requerimientos mínimos para la gestión del riesgo de mercado", Reglamento para la gestión del riesgo de mercado de las empresas del sistema financiero.

³⁰⁶ Artículo n°13, Capítulo II "Requerimientos de Gestión y Operativos", Sub capítulo I "Requerimientos mínimos para la gestión del riesgo de mercado", Reglamento para la gestión del riesgo de mercado de las empresas del sistema financiero.

instrumentos específicos de gestión de riesgo basados en instrumentos financieros derivados de cobertura³⁰⁷.

- El reglamento establece límites a la posición neta en productos financieros derivados de moneda extranjera de las empresas, el cual no podrá ser mayor a 20% de su patrimonio efectivo o a trescientos millones de nuevos soles (el que resulte mayor), el límite se debe cumplir diariamente³⁰⁸.
- Ley del sistema privado de administración de fondos de pensiones: El sistema privado de pensiones, tiene como objetivo contribuir al desarrollo y fortalecimiento del sistema de previsión social en el área de pensiones³⁰⁹, la presente ley tiene por objeto delimitar y clarificar el sistema de administración de fondos de pensiones, sus participantes, sus obligaciones y la forma de hacer negocios.
 - Las inversiones de los Fondos de Pensiones pueden efectuarse en instrumentos derivados siempre y cuando estos sean de cobertura (cuyo objetivo sea cubrir posibles riesgos inherentes en operaciones financieras)³¹⁰, no obstante dependiendo de las características del fondo existe un límite para inversión en este tipo de instrumentos³¹¹:
 - Fondo de Pensiones Tipo 1 o Fondo de preservación del capital: máximo de 10% del valor del fondo.
 - Fondo de Pensiones Tipo 2 o Fondo Mixto: máximo de 10% del valor del fondo.
 - Fondo de Pensiones Tipo 3 o Fondo de Apreciación del capital: máximo de 20% del valor del fondo.
- Resolución n° 052-98: la presente resolución presenta las normas de manera más detallada, por las cuales se deben regir las carteras administradas por las AFP:
 - Las AFP pueden realizar:

³⁰⁷ Artículos n°26, n°36, “capítulo III “Gestión de los Riesgos de Tasa de interés “; Artículo n°47, capítulo VI “Gestión del Riesgo en Commodities”; Artículo n°50, capítulo VII “Gestión Riesgo Cambiario”, Reglamento para la gestión del riesgo de Mercado de las empresas del sistema de mercado, Re publicación, Lima, 2012.)

³⁰⁸ Para el cálculo de este límite deberá emplearse (i) el último patrimonio efectivo remitido por la empresa y (ii) sólo los contratos que involucren alguna moneda extranjera y moneda nacional. Asimismo, en el cálculo no se incluirán las posiciones de compra a futuro de moneda extranjera ni las posiciones de venta a futuro de moneda extranjera que se registran producto de la realización de operaciones de reporte y pactos de recompra que representen una transferencia de propiedad. (Artículo n° 54, “Limite a la posición neta en productos financieros derivados en moneda extranjera”, Reglamento para la gestión del riesgo de Mercado de las empresas del sistema de mercado, Re publicación, Lima, 2012.)

³⁰⁹ Artículo n°1, Texto único ordenado de la ley del sistema privado de administración de fondos de pensiones.

³¹⁰ Artículo n°25^a, Texto único ordenado de la ley del sistema privado de administración de fondos de pensiones.

³¹¹ Artículo n°25b, Texto único ordenado de la ley del sistema privado de administración de fondos de pensiones.

- a).- Inversiones en instrumentos estructurados que tengan como componente a un instrumento financiero derivado³¹².
- b).- Operaciones directas o indirectas de compra y venta de contratos forwards, futuros, swaps y opciones previa autorización de la superintendencia³¹³.
- Los instrumentos derivados o instrumentos estructurados, que tengan como componente de rendimiento a un derivado, podrán tener como activo subyacente a, Índices domésticos o extranjeros de Instrumentos Representativos de Derechos sobre Participación Patrimonial o Títulos Accionarios inscritos en bolsas de valores; Índices domésticos o extranjeros de Instrumentos Representativos de Derechos sobre Obligaciones de Corto Plazo o Activos en Efectivo o de Instrumentos Representativos de Derechos sobre Obligaciones o Títulos de Deuda; moneda extranjera, commodities, cuotas de participación de fondos mutuos, cuotas de participación de fondos de cobertura y otros que autorice la superintendencia³¹⁴.
 - Los contratos se pueden celebrar tanto en el mercado bursátil como extrabursátil (OTC), no obstante, en el caso de contratos forward, swap y opciones, que se realicen en el mercado extrabursátil éstas deben tener como contraparte a Bancos siempre y cuando se cumplan con ciertos requisitos³¹⁵. En el caso de realizar operaciones en el mercado OTC las AFP deben cotizar al menos con 3 instituciones financieras o bróker-dealers³¹⁶.
 - La exposición al riesgo asumida en las estrategias con derivados, debe estar alineada con el nivel de tolerancia al riesgo de cada Fondo³¹⁷.
 - Los instrumentos financieros derivados que las AFP utilicen con fines de cobertura, deben ser altamente eficaces de modo que se justifique su utilización, la eficacia se mide durante el periodo en que se utilice el derivado, si es que no cumple, la cobertura deja de ser elegible³¹⁸.

³¹² Instrumentos Representativos de Derechos sobre Obligaciones de Corto Plazo o Activos en Efectivo o en Instrumentos Representativos de Derechos sobre Obligaciones o Títulos de Deuda, artículo n°46 Resolución n°053-98, Superintendencia de Bancas, Seguros y AFP.

³¹³ Artículo n°53G "Instrumentos elegibles", Subcapítulo XI "Instrumentos derivados u operaciones de cobertura de riesgo en las carteras administradas", Resolución n°053-98, Superintendencia de Bancas, Seguros y AFP.

³¹⁴ Artículo n°48 "Rendimiento. Requerimientos", Resolución n°053-98, Superintendencia de Bancas, Seguros y AFP.

³¹⁵ Las contrapartes deben cumplir con los siguientes requisitos: deben poseer, para sus títulos de deuda de largo plazo, una clasificación de riesgo equivalente no menor a "AA" y para sus instrumentos de corto plazo una clasificación de riesgo no menor a "CP-1", conforme a las equivalencias de clasificación de riesgo establecidas en el Título X del Compendio de Normas del SPP. Artículo n°53H "Instrumentos elegibles", Subcapítulo XI "Instrumentos derivados u operaciones de cobertura de riesgo en las carteras administradas", Resolución n°053-98, Superintendencia de Bancas, Seguros y AFP.

³¹⁶ Artículo n°53J "Instrumentos elegibles", Subcapítulo XI "Instrumentos derivados u operaciones de cobertura de riesgo en las carteras administradas", Resolución n°053-98, Superintendencia de Bancas, Seguros y AFP.

³¹⁷ Artículo n°53K "Instrumentos elegibles", Subcapítulo XI "Instrumentos derivados u operaciones de cobertura de riesgo en las carteras administradas", Resolución n°053-98, Superintendencia de Bancas, Seguros y AFP.

³¹⁸ Se entenderá que una cobertura es eficaz, cuando la ganancia o pérdida del instrumento derivado a valor de mercado compense a la ganancia o pérdida de la posición cubierta a valor de mercado con una razón de cobertura que oscile en un rango de entre 80% y 125%. (Artículo n°53M, "Eficacia de la cobertura del instrumento derivado, Resolución n°053-98, Superintendencia de Bancas, Seguros y AFP).

- Para que las AFP puedan operar con instrumentos derivados se debe cumplir con ciertos requisitos³¹⁹:
 1. Contar con la autorización del directorio para operar con derivados.
 2. La volatilidad incorporada al portafolio por incluir derivados debe ser consistente con la política de inversiones del fondo.
 3. La unidad de riesgos de la AFP debe monitorear las transacciones con derivados para asegurar transacciones a precios de mercado
 4. Se debe remitir a la superintendencia información de cada una de las operaciones con instrumentos derivados además de un informe mensual sobre el impacto de los instrumentos derivados.

- REGLAMENTO PARA LA INVERSIÓN DE LOS FONDOS DE PENSIONES EN EL EXTERIOR: El reglamento establece las disposiciones que regulan la inversión de los recursos administrados por las AFP en el exterior³²⁰. Entre estas disposiciones encontramos:
 - Se autoriza a las AFP a invertir los recursos en el exterior en instrumentos derivados o en vehículos que inviertan en tales productos, siempre y cuando estos sean líquidos, cuenten con cotización permanente, y posean series históricas de libre acceso. Además los fines con los que se utilizan, deben ser sólo de cobertura salvo casos en que la superintendencia lo amerite³²¹, y su uso debe ser consistente con las características del fondo.
 - Las operaciones se pueden realizar tanto en mecanismos centralizados como no centralizados. En los contratos de forwards, de swaps y opciones OTC, que se realicen en el mercado internacional, sólo podrán ser contrapartes las instituciones financieras o broker dealers que sean supervisadas por las autoridades competentes de algún Estado y que cumplan con ciertos requisitos³²². En el caso que se realicen en mecanismos centralizados, las cámaras de compensación deben ser supervisadas por las autoridades competentes del mercado de valores y/o financiero de algún estado, y se pueden realizar sólo con la autorización de la superintendencia.
 - Los activos subyacentes autorizados son: índices de títulos representativos de deuda, índices de acciones o instrumentos representativos de derechos sobre

³¹⁹ Artículo n°53N “Instrumentos elegibles”, Subcapítulo XI “Instrumentos derivados u operaciones de cobertura de riesgo en las carteras administradas”, Resolución n°053-98, Superintendencia de Bancas, Seguros y AFP.

³²⁰ Artículo n°1, Capítulo I “Generalidades”, Reglamento para la inversión de los fondos de pensiones en el exterior, Superintendencia de Banca, Seguros y AFP.

³²¹ Artículo n°3, Capítulo I “Generalidades”, Reglamento para la inversión de los fondos de pensiones en el exterior, Superintendencia de Banca, Seguros y AFP.

³²² Las instituciones deben contar con un rating de clasificación de riesgo de largo plazo de grado de inversión (al menos BBB-), o deben poseer, para sus títulos de deuda una clasificación de riesgo, conforme a las equivalencias de clasificación de riesgo que la Superintendencia establezca mediante Circular, otorgada por al menos una de las empresas clasificadoras señaladas en la referida Circular.

acciones en depósito inscritos en bolsas de valores, commodities, monedas extranjeras, cuotas de participación de fondos mutuos y otros activos u obligaciones subyacentes que autorice la Superintendencia.³²³

- Los fondos mutuos deben invertir sólo en fondos que cuenten con usos de derivados que se ajusten a sus políticas de inversión³²⁴
- Las operaciones con instrumentos derivados se deben sujetar a los siguientes límites³²⁵:
 - o Operaciones con Forward, Swap y Opciones, no debe exceder 5% de la cartera administrada en cada uno de los casos, siempre y cuando se trate del fondo tipo 1 y 2; y 8% en el fondo tipo 3.
 - o Las AFP pueden otorgar márgenes de garantía en efectivo o instrumentos de inversión, no obstante esto debe ser notificado previamente a la superintendencia³²⁶. Los márgenes de garantía no pueden exceder el 5% de la cartera administrada en el fondo tipo 1 y 2, y 8% en el fondo tipo 3³²⁷.
- Reglamento para la negociación y contabilización de productos financieros derivados en las empresas del sistema de financiero: El reglamento tiene por objetivo contribuir a la administración de riesgos, estableciendo los lineamientos para que las empresas del sistema financiero negocien y registren productos financieros derivados. Los Lineamientos, se basan en la Norma internacional de Contabilidad (NIC) N°39³²⁸, vigente en materia de contabilización de instrumentos financieros derivados. Dentro de las disposiciones encontramos:
 - Los activos subyacentes permitidos son: monedas, tasas de interés, commodities, instrumentos representativos de deuda y capital, índices de mercado bursátiles y otros que autorice la superintendencia.³²⁹

³²³ Artículo n°5, Capítulo II “Requerimientos para la inversión en los instrumentos y operaciones elegibles”, Reglamento para la inversión de los fondos de pensiones en el exterior, Superintendencia de Banca, Seguros y AFP.

³²⁴ Artículo n°9, Capítulo II “Requerimientos para la inversión en los instrumentos y operaciones elegibles”, Reglamento para la inversión de los fondos de pensiones en el exterior, Superintendencia de Banca, Seguros y AFP.

³²⁵ Artículo n°13, Reglamento para la inversión de los fondos de pensiones en el exterior, Superintendencia de Banca, Seguros y AFP.

³²⁶ Artículo n°16, Reglamento para la inversión de los fondos de pensiones en el exterior, Superintendencia de Banca, Seguros y AFP.

³²⁷ El cálculo de los límites se basa en: el valor de mercado de los contratos forwards, futuros y swaps en términos netos (en valores absolutos), así como el valor de mercado de las primas de las opciones en términos netos. Para dicho fin, se entenderá como términos netos a la compensación existente entre el valor de mercado de un instrumento derivado de compra y uno de venta, siempre y cuando tengan el mismo vencimiento. Los derivados que se compensan no forman parte del cálculo del límite. De manera adicional, en el caso del límite por emisor, se entenderá como términos netos a la compensación existente entre el valor de mercado de todos los instrumentos derivados de compra y de venta, que correspondan a la misma contraparte.

³²⁸ Artículo n°6, Capítulo II “Contabilidad de Productos Financieros”, Reglamento para la negociación y contabilización de productos financieros derivados en las empresas del sistema de financiero, Resolución 1737-2006. SBS, Perú.

³²⁹ Artículo n°4, Capítulo I “Aspectos Generales”, Reglamento para la negociación y contabilización de productos financieros derivados en las empresas del sistema de financiero, Resolución 1737-2006, SBS, Perú.

- Se pueden contratar derivados en el mercado bursátil para lo cual la contraparte autorizada es la cámara de compensación, en el caso de mercados extrabursátiles las contrapartes deben ser parte del sistema financiero o de seguros. En ambos casos las instituciones contrapartes deben estar inscritas y fiscalizadas por autoridad competente.³³⁰
- Para la operación con productos financieros derivados, la Superintendencia debe entregar una autorización con previa opinión del Banco Central, ya sea para fines de negociación como para fines de cobertura. La autorización se entrega por tipo de derivado y por activo subyacente³³¹, y puede revocada cuando la superintendencia estime que la empresa no cumple con los requisitos exigidos³³².
- Las empresas deben entregar un informe para realizar operaciones con productos financieros derivados, el cual debe ser entregado a la Superintendencia³³³.
- Todos los productos financieros, deben ser registrados contablemente y clasificados según su objetivo, negociación o cobertura³³⁴. En el caso de que el objetivo sea de negociación la mediación inicial se realizara a su valor razonable, cualquier cambio en este valor afectará a los resultados del ejercicio³³⁵. También se consideran como instrumentos de negociación los derivados implícitos³³⁶.
- Las coberturas materiales del presente reglamento pueden ser de dos tipos, coberturas de valor razonable o coberturas de flujo de efectivo³³⁷.
- Un producto financiero derivado que busque lograr una cobertura financiera de un determinado riesgo podrá ser designado contablemente como con fines de cobertura, si se prevé que los cambios en su valor

³³⁰ Artículo n°5, Capítulo I “Aspectos Generales”, Reglamento para la negociación y contabilización de productos financieros derivados en las empresas del sistema de financiero, Resolución 1737-2006, SBS, Perú

³³¹ Artículo n°20 “Autorización para operar con derivados”, Capítulo III “Autorización para la contratación de productos financieros derivados”, Reglamento para la negociación y contabilización de productos financieros derivados en las empresas del sistema de financiero, Resolución 1737-2006. SBS, Perú.

³³² Artículo n°23 “Revocación de la autorización”, Capítulo III “Autorización para la contratación de productos financieros derivados”, Reglamento para la negociación y contabilización de productos financieros derivados en las empresas del sistema de financiero, Resolución 1737-2006. SBS, Perú

³³³ Artículo n°22 “Informe para realizar operaciones con productos financieros derivados”, Capítulo III “Autorización para la contratación de productos financieros derivados”, Reglamento para la negociación y contabilización de productos financieros derivados en las empresas del sistema de financiero, Resolución 1737-2006. SBS, Perú

³³⁴ Artículo 7 “Clasificación de productos derivados, Capítulo II “Contabilidad de productos financieros derivados”

³³⁵ Artículo n°8 “Contabilidad de productos financieros derivados para la negociación, Capítulo II “Contabilidad de Productos Financieros”, Reglamento para la negociación y contabilización de productos financieros derivados en las empresas del sistema de financiero, Resolución 1737-2006. SBS, Perú.

³³⁶ Los derivados implícitos son aquellos componentes de un contrato que en forma explícita pretenden originar un instrumento financiero derivado por sí mismo, pero que los riesgos implícitos generados o cubiertos por esos componentes, difieren en sus características económicas y riesgos, de los de dicho contrato (conocido como el contrato anfitrión), y por ende, resultan en un comportamiento y características similares a los que presenta un instrumento financiero derivado común. (Consultas IFRS , Página Web: www.consultasifrs.com). Artículo n°9 “Derivados Implícitos”, Capítulo II “Contabilidad de Productos Financieros”, Reglamento para la negociación y contabilización de productos financieros derivados en las empresas del sistema de financiero, Resolución 1737-2006. SBS, Perú.

³³⁷ Artículo N°10 “Tipos de cobertura Contable”, Reglamento para la negociación y contabilización de productos financieros derivados en las empresas del sistema de financiero, Resolución 1737-2006. SBS, Perú

razonable o en sus flujos de efectivo serán altamente eficaces en compensar los cambios en el valor razonable o en los flujos de efectivo de la partida cubierta. La eficacia de una cobertura deberá medirse de manera fiable prospectivamente (con técnicas que la empresa considere como adecuadas), se considera eficaz cuando los *resultados de las pruebas se encuentran entre 80%-125%*³³⁸.

- Los instrumentos derivados no pueden ser partidas cubiertas³³⁹ de otro instrumento derivado, dado que por definición cubren el riesgo de cambios en el valor razonable asociados a las partidas cubiertas³⁴⁰.
- Asimismo, un producto financiero derivado puede ser designado como cobertura de más de un tipo de riesgo siempre que: los riesgos cubiertos puedan ser identificados claramente.

Contabilización de Coberturas

1. Contabilidad de Coberturas de Valor Razonable³⁴¹:

- La ganancia o pérdida producto de la revalorización del instrumento financiero derivado será reconocida en los resultados del ejercicio.
- La ganancia o pérdida en la partida cubierta atribuible al riesgo cubierto ajustará su valor en libros contra los resultados del ejercicio, aun cuando, de no haberse designado la cobertura, la partida se valore a su costo amortizado o se trate de una Inversión Negociable Disponible para la Venta, en estos casos, las variaciones compensadas en el “precio limpio” de la partida cubierta se llevarán a los resultados del ejercicio al igual que sus intereses corridos.

2. Contabilidad de Coberturas de Flujos de Efectivo³⁴²:

- La parte de la ganancia o pérdida del producto financiero derivado con fines de cobertura se reconocerá directamente en el patrimonio. Para ello, su medición se efectuará a “precios limpios”.

³³⁸ Artículo N°11 “Eficacia de las coberturas contables”, Reglamento para la negociación y contabilización de productos financieros derivados en las empresas del sistema de financiero, Resolución 1737-2006. SBS, Perú

³³⁹ Entiéndase por Partida cubierta: Partida que expone a la empresa al riesgo de cambios en el valor razonable o en los flujos de efectivo futuros y es designada para ser cubierta. Una partida cubierta puede ser: un único activo o pasivo, compromiso en firme o transacción prevista altamente probable; o, un grupo de activos o pasivos, compromisos en firmes o transacciones previstas altamente probables con similares características del riesgo designado como cubierto. En este caso, el cambio en el valor razonable atribuible al riesgo cubierto para cada partida individual en el grupo debe ser aproximadamente proporcional al cambio total en el valor razonable atribuible al riesgo del grupo de partidas, o un importe monetario de activos o pasivos financieros que integran un portafolio a cubrir, exclusivamente en el caso del riesgo de tasa de interés en coberturas de valor razonable

³⁴⁰ Artículo N°12 “Partidas cubiertas”, Reglamento para la negociación y contabilización de productos financieros derivados en las empresas del sistema de financiero, Resolución 1737-2006. SBS, Perú

³⁴¹ Artículo N°16 “Contabilidad de cobertura valor razonable”, Reglamento para la negociación y contabilización de productos financieros derivados en las empresas del sistema de financiero, Resolución 1737-2006. SBS, Perú

³⁴² Artículo N°17 “Contabilidad de cobertura de flujos de efectivo”, Reglamento para la negociación y contabilización de productos financieros derivados en las empresas del sistema de financiero, Resolución 1737-2006. SBS, Perú

- La parte ineficaz de la ganancia o pérdida del producto financiero derivado con fines de cobertura se reconocerá en los resultados del periodo, al igual que el devengo normal de intereses de la partida cubierta. Así, todo exceso de cobertura por encima del rango permitido en la prueba retrospectiva afectará los resultados del período.

ANEXO 4: DETALLE ENTREVISTAS EMPRESAS

1. IGM GLOBAL MARKETS³⁴³

IGM Global Markets, es una empresa dedicada a la asesoría de clientes de alto patrimonio, aborda principalmente materias de gestión de patrimonio familiar, proporcionando estrategias y soluciones en el mercado bursátil, financiero, legal y tributario. IGM, mantiene alianzas con instituciones financieras tales como Principal Financial Group y Penta corredores de Bolsa.

Información Entrevista

- Nombre Entrevistado: Rodrigo Alonso B.
- Cargo: Socio Director en IGM. Responsable del área de renta fija y renta variable en el mercado internacional.
- Detalle entrevista:
 - La empresa no asume riesgos directos por sus inversiones, su negocio se basa en la asesoría y manejo de carteras de clientes, por lo tanto no hacen uso de instrumentos financieros derivados para la cobertura de algún tipo de riesgo o con otros fines.
 - La empresa posee una estructura conservadora frente al riesgo de las carteras que administra, por lo mismo, pese a que la mayoría de las carteras de sus clientes se encuentran en dólares, no realizan especulaciones cambiarias.
 - En cuanto al uso de instrumentos derivados en las carteras de sus clientes, tratan de evitar el uso de instrumentos cambiarios, de esta forma no se requieren herramientas de cobertura para este tipo de subyacente, ésta decisión se basa en la alta complejidad del funcionamiento de instrumentos derivados, tales como forward de moneda. En casos de utilizarlos el cliente asume el riesgo de la variabilidad del tipo de cambio. En cuanto al riesgo relacionado con la tasa de interés en instrumentos de renta fija, la empresa

³⁴³ Aguirre Pamela, Corvalán Valeska, Fierro Nicole, Hoyos Raimundo, Molina Rafael, Valenzuela Nicole. Trabajo de Finanzas Internacionales. Pontificia Universidad Católica de Valparaíso. 2013

utiliza como cobertura, información de tendencias internacionales y bonos de menor duración (relación directa respecto a riesgo).

2. INDUSTRIAL DE LIMACHE³⁴⁴

Empresa Chilena con más de 60 años de trayectoria, provee insumos metálicos, marítimos, industriales y mineros, cuenta con presencia nacional y alcance internacional, actualmente posee cuatro sucursales en Chile.

La empresa diseña y fabrica equipos y maquinarias. Entre sus líneas de productos encontramos, división de equipos portuarios, cables de acero, elementos de izar, cabos y cuerdas, área acuícola y ramplas portuarias, entre otros. Además cuenta con la representación oficial de marcas como Van Beest – Holanda, y de Thiele – Alemania.

Industrial de Limache, cuenta con dos unidades estratégicas de negocios, maestranza e importación de productos y además posee una línea de producción flexible que le permite adecuarse a las distintas necesidades de los clientes.

Información Entrevista

- Nombre Entrevistado: Karim Storm Hidalgo.
- Cargo: Gerente de Comercio Exterior.
- Detalle entrevista
 - La empresa debido a sus importaciones y exportaciones está expuesta al riesgo de tipo de cambio, esto sustentado en dos factores, primero, el descalce de moneda provocado por cuentas por pagar en dólares a proveedores extranjeros (Holandeses, Alemanes y Chinos) y cuentas por cobrar en pesos, dado que sus clientes son mayoritariamente empresas chilenas y en menor medida Latinoamericanas. En segundo lugar, se genera el descalce por la volatilidad del tipo de cambio, entre la confirmación de orden de compra hasta recepción de la misma en Chile.
 - No utiliza formas de cobertura (entiéndase que no utiliza IFD, ni seguros de tipo de cambio) para apalear la volatilidad, pese a entender la importancia de estos y su efectividad para el logro de flujos estables. La empresa asume dicha volatilidad al incorporar una corrección monetaria dentro de sus transacciones relacionadas con importaciones.
 - Industrial de Limache, utiliza cartas de crédito con Bancos nacionales (Banco de Chile y Banco Santander), ésto le permite contar con mayor plazo

³⁴⁴ Araneda Iván, Dauros Estefanía, Díaz Fernanda, Olivares Christian, Polanco Germán, Trincado Gonzalo. Trabajo de Finanzas Internacionales. Pontificia Universidad Católica de Valparaíso.2013.

al momento de cumplir con sus obligaciones de corto plazo (entiéndase por éstas, pago a proveedores).

3. **AERZEN CHILE**³⁴⁵

Aerzen Chile, es una subsidiaria de Aerzen Maschinenfabrik, empresa de origen alemán con 150 años de antigüedad, posee presencia internacional mediante 43 filiales en todo el mundo. Aerzen Chile, centra sus operaciones en el rubro industrial, mediante la comercialización principalmente de compresores, no obstante cuenta con una variada carta de productos, que incluyen sopladores, contadores de gas, accesorios, turbosoplante, entre otros.

Dado que los productos en los cuales se enfoca la empresa, son transversales a los procesos productivos de diferentes industrias, sus clientes tienen distintos perfiles, entre éstos encontramos a Nestlé, Carozzi, Cementos Melón, Bio Bio, etc.³⁴⁶

Información Entrevista

- Nombre Entrevistado: Octavio Alarcón V.
- Cargo: General Manager at Aerzen Chile SPA
- Detalle entrevista:
 - La empresa, al ser una multinacional, está afecta al riesgo de tipo de cambio, dado que actualmente la mayor cantidad de sus obligaciones se encuentran en euros y dólares, y sus cuentas por cobrar están en pesos.
 - No utiliza instrumentos de cobertura para apalear la volatilidad del tipo de cambio (entiéndase por éste, IFD o seguros de tipo de cambio), pese a que su casa matriz les exige contar con mecanismos tales como seguros contra montos y cuentas corrientes en las diferentes monedas. En la actualidad se han visto beneficiados con el tipo de cambio, por lo mismo no han necesitado dichos productos. A la vez, la administración para no verse tan afectados por la volatilidad del tipo de cambio, cuando las ventas están sobre 500.000 a 1 millón de euros, mantienen el dinero flotante en las cuentas en euros o en dólares.
 - La empresa entiende la importancia de la utilización de mecanismos de cobertura, no obstante los limitan a seguros de tipo de cambio, y reconocen que en la actualidad no le han dedicado tiempo a eso, puesto que no han tenido mayores problemas por la volatilidad del tipo de cambio, al contrario han aprovechado estos movimientos.

³⁴⁵ Araneda Iván, Dauros Estefanía, Díaz Fernanda, Olivares Christian, Polanco Germán, Trincado Gonzalo. Trabajo de Finanzas Internacionales. Pontificia Universidad Católica de Valparaíso.2013.

³⁴⁶ Información Corporativa extraída de sitio Web oficial: <http://www.aerzen.cl>

- No se tiene información, acerca del conocimiento de la empresa en cuanto al uso y funcionamiento de los instrumentos financieros derivados, y tampoco de la normativa que los regula.

4. **TRANSELEC** ³⁴⁷

Transelec S.A., es la empresa de transmisión de energía eléctrica más importante del país, al transportar el suministro de energía al 98% de la población chilena, en sus inicios era una filial de ENDESA, no obstante en el año 2000, logró completa independencia cuando el 100% de sus acciones fueron adquiridas por una empresa canadiense. Su principal objetivo es planificar, operar, mantener el sistema y prestar servicios, a las diferentes generadoras usuarias del sistema interconectado Central.

La empresa cuenta con un total de 8.239 kilómetros de líneas de transmisión y con 48 subestaciones de transmisión a lo largo del país.

Información Entrevista

- Nombre Entrevistado: Francisco Castro Crichton.
- Cargo: VP Finance at Transelec S.A.
- Detalle entrevista:
 - La empresa está afecta a riesgo de tipo de cambio, fundamentado, tanto en sus importaciones de materia prima, así como también en la revaloración de la compañía realizada por el ministerio de economía al tratarse de una empresa monopólica, la cual se realiza sobre a base del valor de sus activos e inversiones, las que su vez se valorizan con el precio de las materias primas en dólares.
 - La empresa entiende la importancia de mitigar riesgos derivados de la volatilidad del tipo de cambio, mas aún en negocios donde los flujos de ingresos y egresos no están en la misma moneda, es por lo mismo, que utilizan estrategias e instrumentos de cobertura. Con estrategias de cobertura, se refiere a traspasar parte del riesgo de la variabilidad del tipo de cambio a proveedores, al exigir precios de materias primas que incorporen posibles variaciones del subyacente y mantener estos precios por cierto periodo de tiempo, de esta forma aseguran los precios de sus insumos. El uso de instrumentos de cobertura, se refiere a la utilización de IFD, con el objetivo de realizar los retornos a accionistas puesto que éstos en su mayoría son extranjeros y exigen sus dividendos en dólares, dado que los

³⁴⁷ Covarrubias Nathalie, Manzano Natalia, Morales Lady, Ortiz Maribel, Valdebenito María Belén. Trabajo de Finanzas Internacionales. Pontificia Universidad Católica de Valparaíso. 2013.

flujos de ingresos de la empresa se encuentran mayoritariamente en pesos (60% pesos, 40% dólares), se requiere la utilización de IFD para asegurar el valor de la divisa para dichos pagos.

- En cuanto a los tipos de instrumentos derivados, utilizan swap, forwards y opciones en menor medida, todos sobre el subyacente moneda. Los swap se utilizan mayoritariamente para asegurar los retornos de los accionistas y para evaluar opciones al momento de colocar bonos en el mercado (en el caso que emitir bonos en Chile y luego dolarizarlos sea una opción para la empresa), los forwards y opciones se utilizan para evaluar posibles escenarios al momento de tomar decisiones operativas, por ejemplo, realizar pagos a proveedores, apalancar decisiones de inversión estratégicas como la compra de nuevas líneas de transmisión o decisiones de operación, por ejemplo realizar pagos.
- En cuanto a los fines con los cuales utilizan estos instrumentos, encontramos que se utilizan tanto con fines de cobertura ya sea de flujos de efectivo como de inversión neta, como con fines especulación y arbitraje, este último al decidir la tasa más conveniente para emitir deuda y la forma más adecuada de hacerlo.
- En cuanto a la normativa, ésta los afecta mediante la contabilización de los instrumentos, puesto que existe un tratamiento distinto si se trata de cobertura o de especulación, decisión que se reside en el en el contador de la empresa.

5. EPV, EMPRESA PORTUARIA VALPARÍSO³⁴⁸

EPV, es una sociedad autónoma del estado de Chile, inscrita en la SVS, cuyas funciones se resumen en la administración, explotación, desarrollo y conservación de Puerto de Valparaíso, así como de los bienes que posea, tiene dentro de sus atribuciones la posibilidad de ejecutar obras de construcción, ampliación, mejoramiento, conservación, reparación, entre otros.

Puerto Valparaíso mantiene vigente 5 contratos de concesión con importantes compañías del país para potenciar la competitividad del puerto, conforme a la logística, seguridad y tecnología, todo ello en sintonía con el desarrollo sustentable de la ciudad. Tiene además la administración de un importante espacio público de Valparaíso, como lo es, el Paseo Muelle Prat.

Información Entrevista

³⁴⁸ Canales Beltrán, Caneo Raquel, Carvajal Janis, Covarrubias Nathalie. Trabajo de Administración Financiera 3, Derivados Financieros. Pontificia Universidad Católica de Valparaíso. 2012.

- Nombre Entrevistado: José Luis Olave Alvear
- Cargo: Jefe de Administración y Finanzas de Empresas Portuarias de Valparaíso.
- Detalle entrevista:
 - La empresa esta afecta a riesgo de tipo de cambio, fundamentado en ingresos mayoritariamente en dólares (90%) ya sea proveniente de concesiones o arriendos de sitios a buques y cruceros y egresos entregados en pesos. Realizando un análisis de sensibilidad se determinó que ante una variación en el tipo de cambio de un 10% los ingresos varían aproximadamente en un 3,8%.
 - La empresa utiliza IFD, mediante la figura de forward de moneda, sólo con fines de cobertura, asociados a las concesiones que realiza y liquidados mediante compensación. Se utilizan también swap para cubrirse de la variación de la tasa de interés. No se utilizan otros instrumentos porque no aplican a la realidad de la empresa.
 - Los contratos se realizan por medios del mercado extrabursátil OTC, mediante el Banco BCI.
 - En cuanto al volumen de transacción este disminuyo cerca de un 50% con respecto al 2012.
 - La empresa entiende el funcionamiento de los derivados y los beneficios que trae al poder establecer el tipo de cambio y elaborar flujos futuros y presupuestos más acertados, y a la vez poder concentrarse en el giro de la empresa sin estar constantemente preocupados del tipo de cambio. También entienden las desventajas que conllevaría aun mala estimación del tipo de cambio, no obstante para apalear esta situación, cuentan metodologías, y asesoría por parte de expertos.
 - La empresa al operar con estos instrumentos y reconocerlos en su estados y balances, demuestra conocimiento de la normativa que aplica a estos instrumentos, la cual se refiere principalmente a temas contables.

6. PMC LTDA³⁴⁹

Petróleos Marinos de Chile Ltda (PMC Ltda), es una importadora de petróleo, cuyos principales ocios son Petrobras en Brasil y Hutchinson Financial Corpo, su giro es el de importación, comercialización, distribución y venta de combustibles marinos, cuenta con dos filiales PMC Agencia de Naves S.A. y PMC Inversiones S.A., y 19 trabajadores administrativos Posee una terminal ubicada en el puerto de ventanas, que tiene una capacidad de 610.000 barriles.

³⁴⁹ Aguirre Pamela, Corvalán Valeska, Fierro Nicole, Hoyos Raimundo, Molina Rafael, Valenzuela Nicole. Trabajo de Finanzas Internacionales. Pontificia Universidad Católica de Valparaíso. 2013

Información Entrevista

- Nombre Entrevistado: Eduardo Astudillo V.
- Cargo: Contador General, Departamentos de Finanzas.
- Detalle entrevista:
 - La empresa se ve expuesta el riesgo de tipo de cambio, ésto sustentado en la naturaleza de su giro; sus ingresos pueden ser en pesos o dólares, y sus egresos son en dólares, puesto que sus proveedores son extranjeros, por lo tanto, se genera un descalce con respecto a las ventas en pesos que deben ser dolarizadas., razón por la cual se identifican los montos y conceptos expuestos a riesgos cambiarios y se cotiza diariamente el tipo de cambio
 - La empresa utiliza tanto IFD (forwards), como operaciones en el mercado spot, no obstante, éstos sólo se realizan con fines de cobertura, no de arbitraje. El objetivo de su contratación es asegurar el precio de la divisa, no así de los activos que comercializa (precio petróleo, puesto que éste se puede traspasar en parte a los clientes).
 - En cuanto a los contratos forwards, éstos se liquidan tanto por compensación como por entrega física, tiene una duración de 30 y 45 días, se realizan en el mercado extrabursátil, y su contraparte es el Banco Santander, por la seguridad que un banco puede entregar al momento del retorno. En cuanto al subyacente este generalmente es moneda, y se basa en la TAB Nominal a 30 días.
 - La empresa ha obtenido buenos resultados con la utilización de estos instrumentos financieros, no obstante no posee conocimiento acerca del funcionamiento de otros IFD tales como los swap, los que podrían utilizar para mitigar el riesgo de variación del precio del petróleo entre las fechas de embarque de este y la fecha de venta del mismo.

7. COMPAÑÍA DE ACEROS DEL PACÍFICO S.A (CAP)³⁵⁰

El grupo CAP, es el principal productor de minerales de hierro y pellets en la costa americana del Pacífico, el mayor productor siderúrgico en Chile y el más importante de acero en el cono sur. Destaca por su integración en la cadena de valor, que se inicia en la minería del hierro, producción siderúrgica hasta la elaboración de soluciones en acero, y cuyo objetivo es satisfacer tanto los mercados nacionales como internacionales.

³⁵⁰ Bravo Ana María, López Alicia, Olea Aníbal, Wersikowsky Alexandra, Zevallos Carla, Bodo Harimisa Rajaona. Trabajo de Finanzas Internacionales. Pontificia Universidad Católica de Valparaíso. 2013.

La compañía cuenta con diversas operaciones distribuidas a lo largo del país, Argentina y Perú, es en estos mercados es donde se orientan principalmente los productos y soluciones constructivas, por su parte los minerales son exportados principalmente a mercado asiáticos.

Información Entrevista

- Nombre Entrevistado: Jorge Undurraga.
- Detalle entrevista:
 - La empresa se ve enfrentada tanto a riesgos de crédito, liquidez y mercado, no obstante es este último el que trabajan de manera importante, dado que los otros se encuentran controlados. Dada la naturaleza de sus operaciones, el riesgo de mercado es fundamental, puesto que se refiere al riesgo de tipo de cambio, el cual se basa en transacciones en moneda distintas a su moneda funcional (dólar), principalmente pesos chilenos. En cuanto al riesgo de tasa de interés la empresa no se ve afectada dado que mantiene actualmente sólo operaciones de leasing financiero, los que tienen una tasa fija.
 - CAP, tiene una postura de aversión al riesgo, es por esta razón que ejecuta operaciones de cobertura para mitigar los riesgos cambiarios de egresos operacionales e inversiones financieras, para ésto la empresa utiliza contratos derivados, que corresponden a forwards y swap (cross currency swaps).
 - Los derivados se utilizan sobre el subyacente moneda, sólo con fines de cobertura nunca de especulación, con el objetivo de fijar el tipo de cambio (forwards) y la tasa de cambio del dólar respecto al peso (CLP) y Unidad de Fomento (U.F.), producto de inversiones u obligaciones existentes en monedas distintas al dólar. (cross currency swaps). El plazo del contrato es generalmente a 30 y 60 días y se realizan en el mercado extrabursátil mediante distintos bancos, se selecciona el que tenga mayor disponibilidad de divisas y comisiones más convenientes.
 - En relación al volumen de contratación de instrumentos derivados, éstos aumentaron en un 60% con respecto al 2012. El monto actual contratado asciende a MUS\$150.000.
 - El análisis para la contratación de estos instrumentos se basa en proyecciones del tipo de cambio a 6 meses en escenario pesimista, sustentados en métodos tales como regresiones y simulación, analizados desde distintas perspectivas.
 - La empresa tiene conocimiento de la evolución de la normativa de los instrumentos financieros derivados, así como también las determinaciones

de la ley para contabilizarlos. Dado que los fines son sólo de cobertura, se contabilizan y reconocen como tal en el balance o estado de resultados según corresponda. En los últimos dos años estos se han contabilizado como cobertura de flujo de caja, situación que no coarta el uso de estos instrumentos por parte de la empresa.

- Los IFD utilizados actualmente han cumplido su objetivo, razón por la que se utilizan en mayor medida con respecto a otros años. La empresa al momento de fijar los tipos de cambio y sus escenarios, no cuenta con plataformas informáticas que entreguen información recopilada y actualizada de las variaciones del tipo de cambio.

8. COMPAÑÍA SUDAMERICANA DE VAPORES (CSAV)³⁵¹

La Compañía Sudamericana de Vapores (CSAV), es una compañía de transporte marítima chilena, con alcance global, opera en los cinco continentes y tiene presencia comercial en más de 200 ciudades en todo el mundo, actualmente es controlada por el grupo Luksic

En sus comienzos su labor se restringía al cabotaje, no obstante actualmente se especializa en el transporte marítimo. Ofrece un servicio capaz de proveer tráficos permanentes a determinados puertos, itinerarios fijos y naves preparadas para transportar un gran número de contenedores y una gran variedad de cargas, entre éstos, gráneles líquidos y sólidos, cargas refrigeradas y automóviles.

Información Entrevista

- Nombre Entrevistado: Cristóbal Dufeu Aguirre.
- Cargo: Ex Jefe de Finanzas CSAV.
- Detalle entrevista:
 - La empresa está expuesta a diversos riesgos inherentes a su operación, entre éstos encontramos, la volatilidad de los precios del petróleo, debido a que el tipo de combustible que utilizan las naves tiene distintos precios en los distintos puertos, volatilidad del tipo de cambio, sustentado en que la empresa opera con 42 tipos de moneda, siendo el dólar el más utilizado, riesgos asociados a tasa de interés por obligaciones contraídas a tasa flotante.
 - Se utilizan instrumentos financieros derivados para la cobertura de los riesgos recién mencionados:

³⁵¹ Canessa Angela, López Natalia, Santibañez Marjorie, Shawcroft Douglas. Trabajo de Administración Financiera III. Pontificia Universidad Católica de Valparaíso. 2012.

- Riesgo de commodities: Como regla, la compañía no puede traspasar a sus tarifas el incremento en el costo del combustible, no obstante cuando exista sobredemanda por transporte, se puede indexar el 100% del precio spot del petróleo al precio de venta, en el caso de que las ventas sean mediante contratos (las que representan el 24%), un 75% de éstas, incluye cláusulas de ajuste por variaciones del precio de combustible, para el 25% restante es que la empresa contrata derivados de combustible, las cuales ajusta para lograr la cobertura durante todo el contrato. Esta cobertura se realiza a través de un método cruzado, utilizando swaps asiáticos sobre índices (Rotterdam B, Us Golf Coast y Singapur 380), estos índices demuestran los diferentes precios de los puertos en América, Europa y Asia, lo que da una noción del precio del petróleo aproximado, este instrumento no existe como tal, sino que se trata de dos opciones asiáticas, una call y una put juntas al mismo strike Price. Se trabaja con este instrumento puesto que es más barato que trabajar con opciones europeas y son igual de efectivos. Las operaciones se realizan en el mercado extrabursátil cuyas contrapartes son bancos los cuales deben contar la clasificación de riesgo “Grado de Inversión”, entre éstos encontramos, Barclays, Morgan Stanley y Koch Supply & Trading, el plazo de duración es generalmente de 6 meses y 1 año y se cierran por compensación. Estas operaciones representan sólo un 10%, dado que el 90% del combustible es transado en mercado spot.
- Riesgo de Tipo de Cambio: La compañía tiene como moneda funcional el dólar, dado que la mayor parte de sus ingresos y costos operacionales están en ésta moneda, la cobertura de este riesgo se realiza convirtiendo periódicamente a dólar cualquier saldo en moneda local que exceda las necesidades de pago en esa moneda. Esto se realiza mediante el uso de contratos forwards a corto plazo, si se necesita cualquier otra divisa se compra directamente en el mercado spot. Además la empresa tiene dos deudas, una en millones de yenes, la que se cubre con opciones europeas, con una estrategia que se llama collar spread, por el que se paga una prima y cubre un tipo de cambio definido por una banda de precios; y la otra en UF, que aún no ha sido cubierta y que impacta mucho en los resultados, no obstante el costo de cubrirla es mayor que la cobertura que generaría.

- Riesgo de Tasa de Interés: Parte importante de la deuda de la empresa se encuentra a tasa flotante (LIBOR), si bien en los últimos años se han visto beneficiados por la disminución de ésta, el 2013 se tomó posiciones con respecto a la tasa Libor, mediante la utilización de swaps de tasas de interés fijo para un capital de deuda de US\$370 millones. El plazo de los contratos es Libor 6 meses y 3 meses, en relación a la contrapartes de éstos encontramos tanto bancos nacionales como extranjeros, tales como Euroamerica, Banco de Chile y BTG Pactual (ordenados según volumen de transacción).
- La empresa tiene conocimiento de la evolución de la normativa de los IFD, así como también las determinaciones de la ley para contabilizarlos. Además es posible inferir que se entiende el funcionamiento y los beneficios que traen dichos contratos, puesto que en los últimos 3 años han variado los IFD utilizados, adecuándose de esta forma a las características de la empresa.

9. TERMINAL PACIFICO SUR (TPS)³⁵²

Terminal Pacifico Sur, es una empresa dedicada al rubro portuario, cuyo giro, es el desarrollo, mantención y explotación del frente de atraque N°1 del puerto de Valparaíso, prestación de servicios de muellaje y almacenamiento de carga. La empresa posee los tiempos más bajos de estadía de camiones dentro del sistema logístico portuario de la región, por lo mismo ha aumentado la demanda por sus servicios entregados, lo que ha generado un aumento en sus inversiones, tales como controles de acceso, proyectos de ampliación, entre otros.

Además la empresa tiene un fuerte desarrollo de las tecnologías de información, lo que les permite a los clientes tener información actualizada desde cualquier lugar del mundo, sobre la planificación naviera, rastreo de contenedores, visualización de papeleta de recepción, horarios, despacho, entre otros.

Información Entrevista

- Nombre Entrevistado: Yordi Vallebuona Cartes.
- Cargo: Contador General en Terminal Pacifico Sur.
- Detalle entrevista:
 - La empresa tiene como moneda funcional el dólar, por lo que cualquier transacción en otros mercados (mayoritariamente Chile y Europa) generan riesgo de tipo de cambio. A la vez también está afecta a riesgo de tasa de interés por deuda de largo plazo contraída a tasa flotante (Libor). Si bien

³⁵² Lagos Fernanda, Urbina Jessica, Velásquez Jennifer. Trabajo de administración financiera III. Pontificia Universidad Católica de Valparaíso. 2012.

está afecta a otros riesgos, tales como riesgos propios del negocio, no utiliza cobertura para éstos.

- En relación al riesgo de tipo de cambio, se utilizan IFD como forma de cobertura, éste se trata mediante contratos forwards de venta de moneda, el que se negocia dependiendo de la exposición al riesgo de la compañía, en general se maneja la exposición mensual relativa y en base a esto, se contratan los instrumentos a 30 días, se realiza por ende un mark to market, y se liquida mediante compensación al final de cada mes el diferencial. La contraparte de estos contratos es el Banco BCI.
- En el caso del riesgo de tasa de interés, este también se cubre utilizando IFD, la compañía los utiliza desde el año 2007, mediante la figura de swap de tasa, tanto con bancos nacionales como extranjeros. No se requiere de otros instrumentos, puesto que los créditos de la empresa están a largo plazo en tasa flotante y el swap es el instrumento que mejor se adecua a esta necesidad.
- En cuanto a la normativa que aplica a los IFD, la empresa presenta conocimiento en el ámbito contable, dado que es lo que les afecta directamente. Así también está al tanto de la evolución y nuevas regulaciones que aplican en este ámbito
- La empresa declara que hasta el momento el uso de estos instrumentos es eficiente y funciona para la empresa.

10. BANCO RIPLEY ³⁵³

Banco Ripley, es una entidad financiera que nace en Chile el año 2002 y que actualmente cuenta con 47 sucursales en el país, sus soluciones están dirigidas a la clase social media, por lo mismo sus principales productos son créditos de consumo, tarjetas de crédito, inversiones (depósitos a plazo) y seguros.

La empresa cuenta con dos filiales, Corredora de seguros Ripley Ltda (intermediación remunerada e independiente en la contratación de pólizas de seguros con cualquier entidad aseguradora chilena.), Banripley Asesorías financieras Ltda (asesoría en materias de índole financiera) y Car SA (operación y administración de tarjetas de crédito, en calidad de sociedad de apoyo al giro filial bancaria).

Información Entrevista

- Nombre Entrevistado: Víctor Álvarez Nuñez y Violena Martínez Campaña

³⁵³ Badilla Natalia, Gajardo Hugo, Muñoz Ivonne, Quezada Nicolás, Rivas Ignacio. Trabajo de Administración Financiera III. Pontificia Universidad Católica de Valparaíso. 2012.

- Cargo: Jefe de sucursal y jefe suplente de sucursal (respectivamente)
- Detalle entrevista:
 - La empresa se ve enfrentada al riesgo de tasa de interés, esto debido a que parte de su deuda esta contraída a tasa flotante (Libor). A la vez también se ve expuesto al riesgo tipo de cambio, dado que su moneda funcional es el peso chileno, y tiene operaciones en el extranjero (Perú), por lo tanto cualquier otra transacción en otra moneda, crea un descalce en sus flujos. También se ve enfrentada a riesgos propios del negocio, que incluyen las condiciones macroeconómicas y por ende la situación de la inflación.
 - La empresa utiliza IFD para tratar los diferenciales por monedas (peso/UF), no así las variaciones de tasas de interés (éstos se tratan mediante la administración de pasivos y como un riesgo) ni las variaciones del dólares (esto sustentado en que no hay relación con la banca internacional que genere una necesidad de cobertura). Los fines con los cuales se suscriben los contratos derivados, son tanto de cobertura como negociación, no hay que olvidar que éste último es parte de la naturaleza de la operación de un Banco.
 - Los contratos derivados utilizados son forwards de unidad de fomento, esto se sustenta debido a que la cobertura por inflación que realiza la empresa se basa en seguro sobre UF, por lo mismo se contratan éstos instrumentos para asegurar el valor de UF por cierto periodo de tiempo y así poder pagar el seguro que les exige la Superintendencia de Valores y Seguros, para operar.
 - La empresa tiene conocimiento acerca de la normativa que aplica a las operaciones con derivados, como área de gestión de riesgos, se tienen los conocimientos acerca de la contabilización y reconocimientos de estos instrumentos de acuerdo a sus fines. A la vez también están al tanto de la evolución de la normativa en relación a su área comercial, la SBIF norma los instrumentos financieros derivados en el sentido de que si los autoriza o no, pero sobretodo realiza inspecciones a los precios, genera planes de acción y mejoras y califican al Banco, lo que les entrega un límite de exposición al riesgo, de tasa de interés, monedas y reajustabilidad, donde explican cómo organizar los derivados financieros además de entregar normas y requisitos para poder operar con estos instrumentos.

11. L'OREAL³⁵⁴

L'oreal, es una de las mayores empresas de fabricación de cosméticos en el mundo, actualmente tiene presencia en 150 países alrededor del mundo y da trabajo a más

³⁵⁴ Información Corporativa extraída de: www.loreal-paris.es
 Información entrevista extraída de Entrevista a Paula Parodi Ortiz de Zárate y complementada con Annual Report L'Oreal Paris <http://www.loreal-finance.com/eng/annual-report>

de 64.600 personas. Entre sus marcas se encuentra L'oreal Paris, Lancome, Maybelline, Garnier, Vichy, Ralph Lauren, Giorgio Armani, Biotherm, Redken, entre otros.

La empresa centra sus esfuerzos en la mercadotecnia e innovación científica, su objetivo es desarrollar productos exclusivos y seguros. L'oreal Chile, es una de las sucursales de empresa en el mundo, cuyo negocio es la importación de productos de las marcas pertenecientes el grupo.

Información Entrevista

- Nombre Entrevistado: Paula Parodi Ortiz de Zárate
- Cargo: Controller de Gestión en L'Oreal Chile S.A
- Detalle entrevista:
 - La empresa al basar todo su negocio en la importación de productos de la marca (sólo bienes finales), se enfrenta al riesgo de tipo de cambio. Así también se ve expuesta al riesgo de tasa de interés por deuda que se pueda contraer en tasa flotante.
 - Para gestionar la exposición a los riesgos cambiarios y de tasas de interés que surjan en el curso de las operaciones de la empresa, el grupo utiliza derivados negociados sólo con entidades de contrapartida que cuenten con la clasificación "Grado de Inversión", además de acuerdo a las política del grupo, los fines de los instrumentos pueden ser sólo de cobertura, nunca de especulación. El objetivo de la gestión de riesgos es cuidar la rentabilidad de la empresa, y no traspasar la volatilidad del tipo de cambio a los precios de los consumidores finales.
 - La política del grupo con respecto a su exposición al riesgo de cambio en transacciones comerciales futuras, es cubrir al final de cada año, una gran parte del riesgo cambiario para el año siguiente, usando derivados sobre la base de los presupuestos de cada subsidiaria, en base a esto, se contratan IFD para los riesgos que sea necesario cubrir en cualquier moneda, esto se realiza mediante contratos a plazo u opciones, en el caso de riesgo de tasa de interés el grupo no realiza cobertura desde el 2011, puesto que no resulta significativo para sus resultados.
 - Los tipos de contratos que suscribe L'Oreal Chile, son forwards y opciones con subyacente moneda, el volumen de los primeros ascienden a 7 millones de euros el 2013, cifra que aumentó 9% con respecto al año anterior y se ha mantenido con tendencia creciente a lo largo del tiempo.
 - En cuanto a la contraparte, ésta es extranjera por disposiciones de la casa matriz, el Banco corresponde a REGEFI (Banco del grupo), sólo en casos que

las regulaciones locales del país lo prohíban se negocia con bancos locales, no obstante éste no es el caso chileno. Dado que el banco es de origen europeo está sujeto al EMIR por lo tanto a finales del 2014, ya para el ejercicio del 2015, la empresa que actualmente trabaja estos instrumentos derivados en el mercado OTC, lo hará en mercados de contraparte central.

- Se considera que el uso de IFD es un método efectivo y confiable para la empresa, no obstante falta de información en el mercado chileno acerca de su uso y funcionamiento, en el caso de la empresa éste no es un factor que limite su utilización, puesto que al tratarse de una multinacional no hay dudas respecto del funcionamiento, además este tipo de decisiones se toman en conjunto con la casa matriz.
- En cuanto a la normativa que aplica a estos instrumentos, la empresa tiene conocimiento acerca de las regulaciones que aplican sobre todo en el ámbito contable, no obstante se desconocen las normativas y procedimientos aplicados en otros países. Si bien creen que la normativa chilena no ha coartado el uso de estos instrumentos tampoco lo ha incentivado.
- El escenario chileno en comparación con otros países muestra un mayor desarrollo, no obstante si se incentivara sobre todo en el mercado exportador se podría aumentar mucho el volumen de transacciones sobre estos instrumentos. Actualmente la normativa limita mucho los contratos con fines distintos a la cobertura, esto para no caer en el abuso de estos instrumentos y prevenir el riesgo de lavado de dinero.
- Recomendaciones del entrevistado: Mayor flexibilidad para que sobre todo las exportadoras PYMES puedan tener mayor incentivo a la hora de usar estos instrumentos, apoyado de una buena capacitación sobre el tema.

12. INCOBEL LTDA

Incobel Ltda, es una empresa constructora, cuyas principal actividad es la construcción de inmuebles tanto habitacionales como de uso público (oficinas, hospitales, etc.), así como también reparaciones, mantenciones e instalaciones de bienes corporales inmuebles.

La empresa se creó en 1987, con el giro de explotación de construcciones, reparaciones, mantenciones e instalaciones de bienes corporales inmuebles, desde el año 2005 se vive en un proceso de crecimiento, lo que le ha permitido participar en proyectos en diferentes regiones del país. Actualmente tiene como clientes a la Armada de Chile, Instituto de Seguridad del Trabajo, Melón S.A, Servicio de Salud Valparaíso-San Antonio, Universidad de Valparaíso, entre otros.

Información Entrevista

- Nombre Entrevistado: Rodrigo Henríquez Cooper
- Cargo: Administrador de Obra en INCOBEL LTDA
- Detalle entrevista:
 - La empresa no está afecta ni a riesgo de tipo de cambio, ni de commodities, dado que no realizan importaciones y sus proveedores son todos nacionales. Tampoco están afecto a riesgo de tasa de interés puesto que la forma de financiamiento de sus proyectos son a corto plazo, por lo mismo asumen la tasa de interés vigente al día de la contratación de deuda (deudas todas de corto plazo 6 meses -12 meses)
 - La empresa no realiza cobertura de riesgo, ni de tipo de cambio puesto que no están afectados a esto, ni de tasa de interés, dado que sus deudas son a corto plazo, por lo mismo no necesitan renegociarla. Argumentan que de acuerdo a las características de la empresa no es necesario utilizar instrumentos de cobertura mediante instrumentos formales; “La empresa participa en licitaciones durante el año, las que varían dependiendo de cada ejercicio, no hay un presupuesto anual que les permita planificar sus flujos futuros y tener que ocupar instrumentos de cobertura”.
 - En cuanto a IFD, no tienen conocimiento ni de su uso ni funcionamiento, ni de la evolución que han tenido éstos en el mercado ni en normativa ni en volumen de transacción, los han escuchado, no obstante los relacionan con instrumentos de inversión de excedentes de flujo de caja, y no los han investigado precisamente porque no los necesitan, no obstante, una vez que empiecen a desarrollar proyectos propios creen que serán necesarios.
 - Según la opinión del entrevistado, si bien hay información acerca de estos instrumentos, ésta no está clara y es difícil de encontrar, el banco como mayor contraparte nunca se los ha ofrecido, creen que se debe a la naturaleza de su negocio y el perfil de clientes que tienen. Sin embargo no les tienen mucha confianza, precisamente porque los encuentran complicados, tienen un alto riesgo y hay que dedicarles mucho tiempo al momento de contratarlos, al monitorear su efectividad. El fomento de estos instrumentos es tarea de sector privado y no gubernamental, por lo tanto éste no han coartado su uso.
 - Recomendaciones del Entrevistado: Creen que al mercado de valores chileno le falta desarrollo, no llega a todas las capas de distintas empresa, se limita mucho a grandes empresas y no ha permeado a toda la sociedad, es el primer paso para después empezar a promover este tipo de instrumentos.

13. WIENECKE CAMPING

Wienecke, posee una moderna planta industrial ubicada Viña del Mar, cuenta con dos divisiones, la división marina, dedicada a la fabricación de velas para buques y productos y servicios para buques escuela, actualmente es la mayor velería de Latinoamérica, a la fecha tiene como clientes a la armada de Chile, Ucrania, Colombia, Ecuador, Argentina, México y Venezuela. También cuenta con una división militar que ofrece soluciones en equipamiento, siendo proveedor de equipos y vestuario especializado para diferentes fuerzas militares del mundo. A la vez también tiene dentro de sus líneas de productos, la división de diseño de estructura, dedicada a la instalación de estructuras de emergencia, construcción de tecnoestructuras en el mundo y productos para veleros de regata y cruceros.

Información Entrevista

- Nombre Entrevistado: Francisco Bastias
- Cargo: Jefe de Administración y Finanzas
- Detalle entrevista:
 - La empresa está afecta a riesgo de tipo de cambio, por la importación de materias primas, en este caso tela, para las velas que fabrica, el entrevistado declara que el riesgo de tasa de interés es muy bajo dado que la empresa tiene acceso a muy buenas tasas, respaldados en la relación de largo plazo con el Banco Santander (120 años aproximadamente). El mayor riesgo de la empresa es no entregar productos en los plazos establecidos por las multas y pérdida de clientes que genera.
 - Wienecke no realiza cobertura de riesgos, no utiliza ningún instrumentos para este fin, es prescindible su utilización, es por lo mismo que pese a conocer el concepto de derivados mediante la figura de forwards, nunca los han ocupado, debido a que la única vez que intentaron utilizarlo, decidieron no hacerlo por las proyecciones que el tipo de cambio tendría en ese momento.
 - En la actualidad no utilizan IFD, dado que su funcionamiento es complejo y hay que dedicar muchos recursos para poder optar a una buena estimación, además no hay información clara que facilite su uso, situación que involucra directamente a la banca, por no darlos a conocer.
 - No tiene conocimiento si los IFD son instrumentos confiables puesto que nunca los han utilizados y por lo mismo cuesta dar el primer paso para comenzar a ocuparlos dado que impactan en los resultados.
 - En cuanto a la normativa, desconoce la forma en que se tratan tanto contablemente como de cualquier otra forma, no está al tanto de la evolución tanto en materia legal como en volumen de transacción, por lo

mismo no sabe si la normativa ha estimulado o coartado el uso de estos instrumentos.

- Recomendaciones del Entrevistado: Incentivar mediante buenas tasas el uso de derivados, que no sólo se vea beneficiado el Banco sino que fuera más parejo, además de aumentar la cantidad de información y orientarla a las empresas.

14. GESTION AITUE

Gestión Aitue, es una compañía inmobiliaria que opera líneas de negocio habitacional, centros de negocios y segunda vivienda, tiene presencia en las provincias de Concepción, Ñuble, Bio Bio y Santiago. La empresa promueve la generación de barrios, el desarrollo urbano potenciando lo natural y los espacios para disfrutar del deporte, el tiempo libre y la familia.

La empresa fue fundada el año 1996, a manos de un empresario penquista y se orientan a la sustentabilidad, la cual resulta fundamental de integrar en la industria inmobiliaria.

Información Entrevista

- Nombre Entrevistado: Sergio Meier Pucheu
- Cargo: Gerente de Administración y Finanzas
- Detalle entrevista:
 - La empresa se ve enfrentada a diversos riesgos, entre éstos, riesgos comerciales, basado en la “no venta”, riesgos técnicos que se asocian al proceso constructivo ya que afectan directamente al rubro inmobiliario, y riesgos financieros fundamentados mayoritariamente en los montos de financiamiento, no así la tasa de interés. En cuando al riesgo de tipo de cambio, no están expuestos a éste, puesto que tanto sus ingresos como sus egresos están en unidades de fomento, por lo tanto no se crean descalces, necesarios de cubrir.
 - La empresa no utiliza instrumentos financieros derivados para la cobertura de riesgos, éstos los trata mediante la contratación de seguros, sobre todo en el caso de riesgos técnicos, el seguro se denomina todo riesgo construcción, de esta forma se protegen. Si bien, no necesitan cubrir los otros riesgos, están abiertos a la utilización de IFD en caso de requerirlos, ya sea que se quiera fijar la inflación para créditos en UF o bien fijar las tasas de

interés, cree que estos son confiables y que funcionan bien como instrumentos de cobertura.

- El entrevistado tiene conocimiento acerca del uso y funcionamiento de los instrumentos derivados, sin embargo cree que hay falta de información en el mercado que explique su forma de funcionamiento y de contabilización, generalmente los derivados tienen implicancias contables y financieras que son complejas de explicar a los directivos ya que normalmente funcionan por la vía de la compensación. Además algunos de estos instrumentos se deben reflejar a valor justo a la fecha de los Balances, lo que no necesariamente coincide con el cierre del instrumento y puede generar distorsiones.
- En cuanto a la normativa, no cree que ésta haya coartado el uso de IFD, si bien el mercado es poco profundo en Chile, dado que no siempre hay información disponible, cree que con el tiempo ha habido mayor difusión acerca de los beneficios de estos instrumentos para cubrir riesgos y manejar opciones, por lo mismo no ve necesario que la autoridad respectiva incentive el uso de IFD.
- Recomendaciones Entrevistado: Hacer más difusión de los IFD, al parecer el mercado es poco profundo ya que hay días que no hay puntas para determinados productos.

15. BANCO PENTA

Banco Penta, es un banco de inversiones que tiene como objetivo entregar soluciones integrales a las necesidades de administración de dinero de sus clientes, buscando entregar una mayor rentabilidad, a través de una amplia gama de productos y asesoría personalizada, de acuerdo al perfil de riesgo de cada cliente, que obedece a los estándares de instituciones de nivel mundial.

El Banco Penta es parte del grupo Penta, y entrega productos sofisticados para entregar a sus clientes y además entrega asesoría en mercados extranjeros, está sujeta a una sólida regularización por parte de Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

Información Entrevista

- Nombre Entrevistado: Matías Madrid
- Cargo: Gerente de Tesorería Banco Penta
- Detalle entrevista:
 - El banco utiliza IFD con fines de cobertura e inversión, tanto para su propia administración de riesgos, como para ofrecérselos a sus clientes.

- Los derivados que ocupan son forwards de monedas, por inversiones en el extranjero y swap de tasas de interés, por deuda en tasa flotante, no utilizan otros instrumentos derivados como opciones, dado que la Superintendencia exige ciertos requisitos para poder suscribir estos contratos ya que sus formas de valorización son más complejas que un swap por ejemplo. Además, de igual forma sólo podrían suscribir opciones sobre instrumentos de renta fija, no acciones. En cuanto a la contraparte de los contratos éstos son mayoritariamente bancos nacionales, no obstante, acaban negociarlo por primera vez con un banco extranjero.
- En cuanto a la información, cree que más que información en el mercado, falta capacitación del personal y de las empresas en relación a estos instrumentos, en general el foco del banco es con clientes del segundo sector, razón por la que se puede notar un mayor desconocimiento sobre estos instrumentos, si bien es responsabilidad de cada encargado de finanzas, es un trabajo conjunto con los ejecutivos de los bancos puesto que es tarea de éstos últimos entregar un servicio de orientación, actualmente ésto se realiza. No obstante, en general en el banco no hay falta de información, al contrario al ser parte de su negocio, son bastante sofisticados los productos que utiliza.
- Al evaluar el escenario chileno con otras economías desarrolladas, se ve que no es tan líquido, no obstante si se compara con países Latinoamericanos, está mucho más avanzado y es mucho más profundo, tanto en volumen de transacción como en normativa. En relación a Colombia, Chile debiese estar más avanzado no obstante no mucho más, éste igual tiene un mercado desarrollado.
- Los instrumentos derivados son instrumentos confiables y muy útiles, pero sobre todo necesarios, si se miran como una especie de seguro, no para especular. Les permite a las empresas centrarse en sus negocios al no tener que preocuparse de riesgos financieros que quizás no son su fuerte, no obstante, utilizarlos de manera errónea puede repercutir fuertemente en los resultados, se requieren técnicas de valorización, curvas de interés, lo cual no es trivial en la realidad de las empresas y resulta un tanto complejo, además la situación de cada empresa es particular, por lo mismo también deben saber seleccionar el tipo de instrumento que mejor se adecua a sus características, para que de esta forma puedan optimizar la cobertura.
- En cuanto al tema bursátil de los derivados, su transacción en bolsa no es importante, se transan tipos de contratos que no resultan muy interesantes si se comparan con las alternativas que ofrece el mercado OTC, en Chile no se tiene nada, que se asimile a Chicago Mercantile Exchange, que tiene todo

tipo de futuros y además permite el netting. Sin embargo se está partiendo con alternativas como la Comder, que si bien no es bursátil, si le agrega formalidad al mercado, esta va permitir netear los derivados, lo que va a quitar bastante riesgo sistémico, y debiese salir para forwards de toda las monedas y el próximo año van swap estándar.

- La imagen pública de los derivados no es necesariamente la mejor, pero es más que todo desconocimiento, la crisis Subprime afectó sin duda estos instrumentos, no obstante, los instrumentos que se utilizan en Estados Unidos y que amplificaron la crisis son derivados más complejos que no están presentes en Chile.
- En cuanto a la normativa actualmente la Superintendencia de Bancos, limita a los bancos que pueden emitir opciones, por lo mismo para operar con éstos es necesario una aprobación que entrega la Superintendencia (SBIF), para de que ésta forma se asegure que la empresa cuenta tanto con el respaldo como con el conocimiento para tratar dichos instrumentos, no obstante, ésto no es una desventaja, puesto que al ser instrumentos más sofisticados, está bien que los regulen más, además el mercado de las opciones tampoco está tan desarrollado en Chile como para que les interese solicitar la aprobación. Adicionalmente existen límites normativos en relación a la exposición potencial máxima que pueden tener las empresas (porcentaje de su capital) y a estos se suman límites internos que permite el banco.
- El Banco está al tanto de la normativa y sus modificaciones, actualmente opina que ésta si ha apoyado el mercado de los derivados, lo que se refleja por ejemplo, en la aprobación de la Comder, el Banco Central tuvo que pronunciarse en cuanto el netting sobre todo en caso de quiebra, y afirmó que si los derivados están en una cámara de compensación y están siendo novados ahí, si aplica el netting, por lo tanto si se puede apreciar un apoyo por parte de los reguladores en este sentido, el tema regulatorio en Chile es bastante sólido. En cuanto a las opciones no es que no exista apoyo, simplemente es un tema de usos y conocimiento por parte de las empresas.
- En cuanto a las proyecciones de este mercado, se espera que siga creciendo y profundizándose de manera exponencial, si bien al mercado chileno le falta masa, de igual forma crece a buen ritmo, actualmente las grandes empresas hacen todo tipo de derivados.
- Recomendaciones del Entrevistado: Es tarea del sector real, entender el uso de los derivados y dejar el miedo que les genera, deben verlo como un seguro de riesgos que no les corresponde administrar.

16. SOCOVESA

Empresas Socovesa, es una compañía inmobiliaria y constructora integrada verticalmente, cuya cadena valor abarca desde la decisión de llevar a cabo un proyecto hasta el servicio de post venta.

La sociedad realiza sus actividades en dos áreas a través de sus filiales, el área de desarrollo inmobiliario, caracterizado por el desarrollo de proyectos de vivienda, oficina, loteos industriales y proyectos comerciales, los que llevan a cabo por medio de etapas. Además opera en el área de ingeniería y construcción, centrándose desde la ejecución de proyectos civiles, servicios de ensamblaje industrial, contratos gubernamentales hasta reparaciones y demoliciones. Socovesa participa en este negocio a través de su subsidiaria Socoicsa.

Información Entrevista

- Nombre: Francisco Lagos
- Cargo: Gerente de Finanzas y Control de Gestión, Socovesa S.A.
- Detalle Entrevista:
 - La empresa está afectada a distintos riesgos, riesgos de tasa de interés, tipo de cambio (muy baja exposición a este riesgo), riesgo de estacionalidad de escrituraciones, de crédito, de financiamiento, entre otros.
 - La empresa utiliza IFD, más que para la cobertura misma, para el arbitraje de tasas de interés, sin duda hay fines de cobertura por atrás, pero no es necesariamente el foco, nunca se ocupan con fines de especulación. En cuanto a la cobertura de tipo de cambio, sí la realizan pero en menor medida.
 - Los instrumentos derivados que utilizan son forwards de moneda y swap (cross currency swap), en más de una ocasión utilizaron opciones, no obstante, no les acomodaron tanto. Actualmente seleccionan sus instrumentos de acuerdo a las características de la empresa, los que mejor se acomodan a su realidad. Cuando comenzaron a utilizar derivados, lo hicieron por cuenta propia por su experiencia y no fueron influenciados por ningún asesor externo, ni por el banco, de hecho actualmente el banco tampoco los orienta en sus decisiones, sólo les ofrece nuevos productos.
 - Las contrapartes de los contratos son bancos nacionales, nunca han contratado con bancos extranjeros, tampoco lo han hecho en el sistema bursátil, sólo los realizan por intermedio de bancos nacionales, dado que es más fácil de operar, estos no cobran ningún tipo de garantía, por lo tanto no tiene ningún costo asociado, los bancos les dan líneas de crédito con las

cuales apalancan las comisiones que tienen que pagar en diferencias en contra de los estimado.

- En cuanto a la confiabilidad de estos instrumentos, cree que son instrumentos confiables, si bien tienen ciertos riesgos asociados, éstos son menores, es por esto mismo que el volumen de transacción en la empresa ha aumentado, más aún luego de la fusión. A veces parecen poco confiables, pero más por un tema de conocimiento de las personas, cuando se estudian son instrumentos simples y muy similares unos de otros.
- El entrevistado está al tanto de la evolución que han tenido estos instrumentos, tanto en el mercado chileno como extranjero, si bien el mercado chileno está muy alejado del mercado estadounidense, tanto en volumen de transacción como en variedad de productos, si hay una evolución considerable, por ejemplo cuando contrata instrumentos en UF,, antes se cotizaban sólo los días 9 de cada mes y no existían estos instrumentos para plazos intermedios, hoy en día, sin embargo, se puede cotizar cualquier día del mes y hay muchos más actores en el mercado (nuevas mesas de dinero), lo que permite tener una mejor negociación de precios. Chile en relación a economías Latinoamericanas presenta un desarrollo similar, ésto en parte porque los Bancos que operan en Chile, operan en gran parte de los países, tal es el caso de Santander, que es el que tiene mayor diversidad y experiencia en estos productos.
- En cuanto a la normativa, cree que esta nunca ha coartado el uso de los instrumentos derivados en la empresa, no obstante les afecta en el ámbito contable, puesto que muchas veces su contabilización puede alterar los resultados de un periodo, lo que da lugar a que personas que no están tan interiorizadas en el tema (directivos) no entiendan su funcionamiento y creen que se está especulando más que realizando una cobertura, no son muy bien vistas las comisiones que pagan por compensación, sobre todo para directivos, no obstante en los resultados finales de la empresa no afectan.
- Recomendaciones del Entrevistado: La normativa no ha coartado el uso de los derivados al contrario, cree que el mercado está bien como está actualmente, siempre y cuando se utilicen con fines de cobertura, si se usan con fines de especulación se puede caer en imprudencias y alterar la estabilidad del mercado financiero, razón por la que en parte se piden garantías a personas naturales para operar con estos instrumentos.

17. INSTITUTO DE SEGURIDAD DEL TRABAJO (IST)

IST, es una organización técnica especializada en la prevención de accidentes del trabajo, la recuperación del empleado y obrero lisiado, proporcionan servicios de previsión y atención médica que tienden a un mayor beneficio de los empleados, obreros y sus familias.

Desde la década de los 80' comenzó una fuerte expansión a lo largo de Chile, con la construcción de hospitales clínicos en Santiago y Talcahuano, y clínicas en Puerto Montt, Los Andes, San Felipe y Punta Arenas, y policlínicos en Antofagasta, Iquique, La Calera, Arica y Quillota.

Información Entrevista

- Nombre: Ignacio Beláustegui Contreras.
- Cargo: Gerente de Administración y Finanzas.
- Detalle Entrevista:
 - La empresa se ve enfrentada a dos grandes riesgos, riesgos de tasa de interés, por inversiones en instrumentos financieros más que endeudamiento, y riesgo de tipo de cambio, por importación de algunos insumos.
 - IST, no utiliza cobertura mediante IFD para cubrir el riesgo cambiario, éste lo tratan con medidas internas que actúan como cobertura, es decir hacen calzar las operaciones, los ingresos con los precios, dado que por disposiciones normativas de la Superintendencia de Seguridad Social, se prohíbe la utilización de algunos instrumentos financieros, entre éstos los derivados, el entrevistado declara que si pudiesen ocuparlos lo harían.
 - En cuanto a su confiabilidad, cree que éstos son muy confiables para la administración de riesgos, en la medida que se tenga conocimiento acerca de su funcionamiento. En general no hay mucho entendimiento acerca de su operatoria en el mercado, en Grandes Empresas, todas los operan y los conocen, y los Bancos les ofrecen constantemente sus nuevos productos, no obstante, en Empresas Pequeñas no cuentan con este conocimiento y muchas veces tampoco con los recursos necesarios para contratarlos, por lo mismo prefieren sus propias coberturas, si bien los bancos podrían incentivar su uso mediante mayor difusión, cree que este tipo de empresas no es el target por el riesgo que conllevan sus estados financieros.
 - Cree que en el mercado hay falta de información.
 - En cuanto al desarrollo de estos instrumentos en Chile, si tiene conocimiento, tanto en temas de volumen de transacción como en normativa. La normativa chilena si bien no ha estimulado el uso de derivados, tampoco lo ha coartado, antes el tema no se entendía mucho, había mucha letra chica en los contratos, las nuevas regulaciones han

ayudado a dar a conocer este mercado, no obstante, aún falta mucho en este tema, para intensificar su uso en empresas más pequeñas, hay muchas de éstas que no los operan, incluso ni los conocen.

- Recomendaciones del Entrevistado: Si bien ha aumentado el uso de estos instrumentos en Chile, aún no se ha masificado a todos los tipos de empresas, hay mucho desconocimiento, por lo mismo sería bueno trabajar en formas de difusión de estos instrumentos, tal como se realizó en su momento con los factoring y que ha permitido que hoy en día sean una opción para muchas empresas. Cree que para masificar estos instrumentos en empresas más pequeñas, es necesario, más que entregar información propiamente tal, demostrar sus beneficios, actividad que debe ser realizada en conjunto con las autoridades y las principales contrapartes de estos contratos.

18. ASMAR

Asmar, Astilleros y Maestranzas de la Armada, es una empresa autónoma del Estado de Chile, se orienta a satisfacer los requerimientos de mantención, reparación, recuperación, conversión, modernización y construcción de naves. El principal cliente de la empresa es por ley la Armada de Chile, así como también la comunidad naviera nacional e internacional. A la vez también cuentan con otros frentes de negocio, tal es el caso del negocio terrestre, en los cuales cumplen funciones similares, pero para otros sectores del mercado, así como también la representación de importantes marcas internacionales tales como, Hamilton Jet (Estados Unidos), Blohm and Voss AG (Alemania) y Detroit Chile S.A. (Chile).

En el sector donde opera la empresa, no tienen casi competencia en Chile y tampoco dentro de toda la costa Pacífica hasta Centroamérica, esto sustentado en la capacidad de diques que posee la empresa.

Información Entrevista:

- Nombre Entrevistado: Francisco Gómez
- Cargo Entrevistado: Tesorero Corporativo Asmar
- Detalles Entrevista:
 - La empresa se ve enfrentada a todos los riesgos a los cuales se pueda ver enfrentada una empresa importadora y exportadora de productos, esto sustentado en que tanto proveedores como clientes pueden ser tanto nacionales como extranjeros. La empresa tienen variados frentes de negocios por lo tanto hay distintos riesgos en cada uno de ellos. No obstante en el ámbito financiero, el gran riesgo es el riesgo cambiario, sustentado en

la volatilidad del dólar, puesto que la mayoría de sus ingresos son en dólares y sus egresos mayoritariamente en pesos, razón por la que se genera el descalce. La empresa actualmente no tiene deuda a largo plazo, sus deudas son de corto plazo (vencimiento menor a 1 año), por lo tanto no está afectada a riesgo de tasa de interés. En cuanto al riesgo que pudiesen generar los commodities si bien éstos representan un riesgo, su volatilidad casi no afecta a los costos de la empresa.

- Asmar, en cuanto al riesgo cambiario, realiza cobertura de manera agresiva, hay una estrategia que sustenta las decisiones en este ámbito, en general la cobertura está enfocada a la estructura peso-dólar, no obstante, igual cuentan con coberturas para otras monedas. La empresa funciona mediante un presupuesto anual, que es exigido por el ministerio de hacienda, por lo tanto conoce los descalces tanto en cuantía aproximada como en tiempo. En cuanto al riesgo de commodities (acero) la empresa no realiza cobertura puesto que las características del subyacente son muy específicas y sus principales clearing, están a mucha distancia como para trasladar el commodity, además este no es tan relevante dentro de la estructura de costos de la empresa.
- La forma de cobertura que utiliza es mediante IFD, el tipo de derivado que seleccionan depende de las características de la empresa y de las expectativas de tendencias que tengan los expertos de la empresa. Si la tendencia es a la baja utilizan forwards de moneda (estos son los derivados más utilizados con un 96,15% de utilización, 12% en dólares, 50% en pesos chilenos, 23% euros, 15% coronas noruegas), si es al alza utilizan los collar, el zero cost collar y collar mejorado. Si bien han usado opciones, puesto que resultan muy atractivas para la administración, no las contratan actualmente por el costo que conllevan. El entrevistado cree que éstos contratos recién mencionados, más algún híbrido que mezcle los derivados básicos, son las tres formas básicas de cubrir el riesgo cambiario.
- Los fines de los derivados son sólo de cobertura, nunca se utilizan con fines de especulación, esto porque no está dentro del negocio de la empresa y el riesgo de utilizarlos con este fin es muy alto, tal es el caso de Codelco, la Sudamericana de Vapores, entre otros. Además la normativa chilena para empresas del estado, les prohíbe utilizar IFD con fines distintos a los de cobertura, no se puede especular, ni de manera pasiva ni activa.
- En cuanto a la contraparte del contrato derivado, esto son bancos nacionales, debido a que conocen su trayectoria, saben que son una empresa sólida y no les exigen garantías, si bien pueden contratar con bancos en el extranjero actualmente no lo hacen.

- En cuanto a la información que se maneja en el mercado, hay mucho desconocimiento, ésto debido a que son instrumentos relativamente nuevos en Chile, la figura del forwards llegó a Chile en la década de los 80' y recién tomó fuerza entre el 2000-2005, las opciones hace 7 años atrás no existían en Chile, para contratarlas había que hacerlo por medio de Bancos con filiales en el extranjero o bien directamente con éstos, no obstante, actualmente si se pueden suscribir pero no con todos los Bancos, éstos deben contar con ciertos requisitos exigidos por la SBIF. En general los bancos han adoptado un rol fundamental en cuanto a la evangelización de sus clientes.
- En cuanto al desarrollo del mercado de derivados en Chile, éste ha tenido una tasa de crecimiento exponencial, si bien no se alcanzan volúmenes de transacción de grandes economías, en la medida que ha pasado el tiempo éstos han proliferado en Chile, influenciados principalmente por crisis Subprime que demostró las necesidades de una gestión de cobertura y por la difusión que han realizado los bancos y nuevos actores al mercado.
- En cuanto a la normativa, cree que esta si ha apoyado el desarrollo de los derivados en Chile. Estos instrumentos por naturaleza reúnen ciertos requisitos que los hacen más peligrosos, por ejemplo que son conocidos sólo por la gente del área de finanzas, por lo mismo explicárselos a los directivos es complejo, el riesgo de un mal uso de los derivados o que se utilicen con otros fines distintos a los de cobertura es altísimo, inclusive puede llegar a quebrar un empresa, razón por la cual en Chile la figura está bastante resguardada. Si bien cada cierto tiempo se descubre alguna fisura en el sistema, como por ejemplo el caso Inverlink, inmediatamente se regula y se norma al respecto. La normativa sobre instrumentos derivados ya existe, no hay que crear una nueva sólo adecuarla a la realidad del país.
- En cuanto al mercado bursátil, la empresa no lo utiliza por el riesgo de contraparte que conlleva, debido a los montos de transacción prefieren una contraparte que tenga más respaldo financiero que un corredor de bolsa, no obstante, cree que es bueno tener alternativas, y que éstas tiene potencial para crecer dentro en el mercado chileno, no obstante, hay que entender que estas alternativas conllevan distintos riesgos, teniendo en cuenta que estas no necesariamente están bien normadas.
- En cuanto a la confiabilidad de los instrumentos, la Banca en Chile está bastante normada razón por lo cual se puede operar de manera segura en el mercado.
- Recomendaciones del Entrevistado: No hay mucho que aportar al mercado, hemos copiado como país las normativa, estamos bien como estamos, se han

tomado las medidas suficientes y se han liberado las medida para operar con estos instrumentos pero se han liberado conservadoramente, ya que nuestra banca es bastante conservadora. La relación que hay Chile entre la normativa y la libertad para operar, está clara.

19. PORSCHE HOLDING SALZBURG

Porsche Holding Salzburg, es el mayor grupo de empresas de importación de automóviles de Europa y tiene empresas filiales en 21 países europeos, además de Sudamérica y China.

En la actualidad, la empresa representa a las marcas del Grupo Volkswagen en el negocio mayorista (en calidad de importador), minorista (a través de sus concesionarios) y en el negocio postventa (servicio). El grupo también cubre el negocio automovilístico mediante la distribución de piezas de recambios, servicios de financiamiento de automóviles, desarrollo de sistemas informáticos internos y actividades multimarca de los concesionarios.

En Chile, el holding opera a través de dos empresas relacionadas:

a).- **Importadora de Automóviles**: esta empresa se encarga de la importación y distribución de las marcas del grupo (Volkswagen Turismos, Volkswagen Vehículos Comerciales, Audi, SEAT, ŠKODA, Porsche, Bentley, Lamborghini, Bugatti y MAN), el servicio postventa y la distribución de recambios:

Información Entrevista

- Nombre Entrevistado: Carlos Muñoz
- Cargo Entrevistado: Coordinar Finanzas, Importadora Porsche
- Detalle entrevista:
 - En cuanto a los riesgos, la empresa se ve enfrentada a riesgos de tipo de cambio, ésto debido a las importaciones que realiza, no obstante no se ve afecta a riesgo de tasas de interés, puesto que el financiamiento lo obtiene directamente de empresas relacionadas al holding, es decir tienen financiamiento directo del controlador.
 - La empresa realiza cobertura de tipo de cambio, mediante la utilización de instrumentos derivados, utilizando la figura de forward de moneda, principalmente para tratar los descalces por dólares y euros, sus principales moneda de operación.

- La contraparte de los contratos, son Bancos nacionales, nunca lo han hecho por medio de Bancos extranjeros, no obstante, ellos sólo solicitan el contrato y es la casa matriz quien los contrata directamente con los Bancos locales. En cuanto a los fines de los contratos, éstos son sólo para cobertura.
- En cuanto al desarrollo del mercado chileno, dice que ha tenido una buena evolución, el mercado actualmente es bastante competitivo lo que permite pelear precios entre los actores del mercado. En el caso de los productos híbridos, si bien ha evolucionado, se ha realizado en menor medida, puesto que no hay profundidad en el mercado chileno como para que éstos sean baratos, por lo mismo no se ha desarrollado tanto. En cuanto al desarrollo de otras economías latinoamericanas tales como Perú y Colombia, plantea que junto con Chile son lo más avanzados.
- Cree que la información que hay en el mercado sobre los instrumentos derivados es clara y suficiente, las mesas de dinero de los bancos las entregan de manera oportuna.
- En cuanto a la normativa, cree que ésta no ha coartado el uso de los derivados en el país, es más es clara y suficiente sobre todo normando las operaciones con fines especulativos. La normativa le afecta la empresa sólo de manera contable, puesto que el derivado que utilizan es muy simple, es estándar, por lo mismo no genera problemas.
- En cuanto al tema bursátil la empresa no ha contratado por este medio, porque por su naturaleza no tiene sentido, los tipos de contratos que tiene la bolsa, tales como futuro IPSA o dólar, son para perfiles de empresas que se dediquen a las inversiones.
- Recomendaciones del Entrevistado: El problema de los derivados surge cuando se ve con fines especulativos, cuando en rigor son todo lo contrario, por lo tanto se debería potenciar la difusión con temas de cobertura, si bien actualmente se hace, muchas empresas prefieren no realizarlo para no complicarse. En cuanto a las proyecciones cree que este mercado tiene mucho potencial de crecimiento.

b).- Distribuidor Minorista de automóviles “Porsche Inter Auto (PIA): esta empresa actúa como un concesionario más de los vehículos de la marca, pero es propio del holding.

Información Entrevista

- Nombre Entrevistado: Gloria Moreno.
- Cargo Entrevistado: Jefe de Control de Gestión Porsche Inter Auto.
- Detalle entrevista:

- En cuanto a los riesgos la empresa, ésta no se ve enfrentada a riesgos financieros tales como tipo de cambio, ésto debido a que sus flujos están en pesos, tanto sus ingresos como egresos, por lo tanto no hay descalce de moneda, tampoco se ve afecta a riesgo de tasas de interés puesto que el financiamiento lo obtiene directamente de empresas relacionadas, y sus pagos son todos al contado o mediante tarjetas de crédito, además sus compras son el 90% al mismo holding.
- Dado que la empresa no está afecta a ninguno de estos riesgos, no cuentan con instrumentos de cobertura tales como los derivados, no obstante conoce sus usos no así su funcionamiento, sin embargo entiende la importancia de éstos para empresas en que la volatilidad de moneda extranjera, es un factor importante, los cree necesarios para la operación y no tiene dudas respecto a su buen funcionamiento y confiabilidad.
- En cuanto a la falta de información en el mercado, cree que es una responsabilidad compartida entre las principales contrapartes (Bancos) y los administradores de empresas.
- Recomendaciones del Entrevistado: Hay que potenciar la difusión de estos instrumentos a los administradores, esa es la clave, puesto que existe mucha variedad de estos instrumentos.

20. CUPRUM

Cuprum, es una administradora de fondos de pensiones privadas, controlada por Principal Financial Group, fue fundada en 1981 y tiene su sede en Santiago, Chile.

La compañía administra fondos de pensiones e invierte en los mercados de capital privado y renta fija. La entidad pone a disposición de sus clientes el servicio de carteras de inversiones, las que consisten en un conjunto de activos financieros en los que la AFP invierte el dinero que está depositado en los fondos de pensiones constituidos en rentas fijas o rentas variables. Por otra parte, AFP Cuprum ofrece multi-fondos conformados por cinco fondos de pensiones (que están operando desde agosto de 2002), con la finalidad de invertir la cotización obligatoria, APV y el ahorro voluntario.

Información Entrevista

- Nombre Entrevistado: Eduardo Steffens Vidal.
- Cargo Entrevistado: Gerente de Inversiones Cuprum.
- Detalle entrevista:
 - La empresa se ve enfrentada a riesgos que están relacionados con la gestión de sus carteras.

- Utiliza IFD tanto con fines de cobertura como de inversión. Entre los instrumentos utilizados, están los forwards de moneda y swaps, las opciones no les hace mucho sentido puesto que sólo las pueden utilizar con fines de cobertura y deben pagar la volatilidad es decir sólo pueden suscribir opciones no pueden vender dichas opciones, esto debido a que esta alternativa constituye una estrategia de inversión, cosa que está bien, no obstante por lo mismo no es atractivo utilizarlas, puesto que para cobertura se tienen otros instrumentos que resultan bien y sin mayores restricciones.
- La contraparte de los contratos son tanto bancos nacionales como extranjeros, se prefiere el mercado OTC puesto que da la posibilidad de tickets de mayor volumen, mejores precios y además mantienen contratos para cubrir el riesgo de contraparte con bancos estos se denominan “mitigantes de créditos” , son contratos bilaterales para cubrir el riesgo de contraparte, en el cual se realiza un mark to market, es decir se establece un tope de volumen de transacción y cuando se llega a ese volumen se renegocia el contrato derivado, y la parte que corresponda paga las compensaciones a su contraparte por el diferencial de precio en relación a lo pactado y el precio spot y se suscribe otro contratos, con las condiciones de mercado vigentes.
- En cuanto al mercado bursátil de los instrumentos derivados, este aún no logra partir, no obstante la empresa no lo utilizaría, prefiere realizar los contratos por medio del mercado OTC
- En relación al desarrollo de los derivados en Chile, éstos se pueden agrupar en cuatro categorías, forwards de moneda, derivados de tasa principalmente interest swap, opciones del plain vanilla (call y put) sobre tipo de cambio y los híbridos. En general en Chile se tiende a ser muy conservador, no por un tema normativo que lo prohíba sino que por el desconocimiento que hay en el mercado, es por ésto que los productos que se utilizan son los más sencillos, tanto en funcionamiento como en concepto, los instrumentos que se utilizan en las distintas empresas varían de acuerdo al tipo de empresa, en cuanto a la cobertura de moneda el derivado más utilizado es el forward, éstos se utilizan mayoritariamente a nivel de inversionistas institucionales e inversionistas corporativos, y en menor medida por pymes. En cuanto a cobertura de tasas, ésta se concentra sólo en los inversionistas institucionales y corporativos básicamente mediante Cross Currency Swaps, que se les ofrece junto con financiamiento, para las pymes este mercado de tasas no está muy desarrollado, no obstante, hay hartos jugadores que están intentando hacer algo, tal es el caso del BBVA y BCI que cuentan con áreas dedicadas a pymes donde les ofrecen contratos, que tienen implícitas las

figuras de derivados en la forma de estructurarlos pero que no son derivados propiamente tal, por ejemplo, se les ofrece algún préstamo con piso o techo de cuotas y se les cobra una prima. Si bien a la fecha no hay mucha sofisticación del mercado en Chile, sí se ha avanzado y mejorado el mercado en cuanto a derivados, hace 15 años atrás se operan los swap contra la TAB, indicador que no resultaba bueno, por la forma en que se fijaba su precio, hoy en día se creó un indicador que se denomina índice de cámara promedio que funciona bien y que potencia y aumenta el volumen de transacciones en cuanto a ese tipo de derivados.

- Si se compara el mercado chileno con otras economías Latinoamericanas, tal es el caso de Colombia y Perú, hace dos años atrás Chile estaba mucho más desarrollado, no obstante hoy en día esos mercados han crecido mucho, tanto en volumen como en liquidez y Chile ha ido bajando. En cuanto al desarrollo de productos no hay mucha diferencia. Pese a la evolución de estos países la AFP no mantiene contratos con ellos puesto que no les interesa su moneda.
- En cuanto a la información disponible, no cree que falte información, no así conocimiento, no hay claridad en la parte funcional de los instrumentos, tanto de reguladores como de directivos, razón por la no se estimula el uso de estos instrumentos, además, crisis como la Subprime o Enron, apoyaron una mala imagen, el problema es que asume para todos los fines y no sólo los de especulación que en el fondo son los que dañan al mercado.
- En cuanto a la normativa, ésta ha evolucionado conforme ha evolucionado el mercado, no obstante aún hay ciertas temas que no están claros o que restringen la operación para la empresa:
 - o Netting: uno de los riesgos a los cuales se ve enfrentado el mercado de derivados es el riesgo de contraparte, el netting. En Chile hay netting en teoría pero con los bancos, no está claro el funcionamiento. Para que se pueda cobrar el netting tiene que gatillarse algún evento, evento que está relacionada con la solvencia del banco si eso ocurre el Banco Central interviene y no se puede cobrar nada, ninguna de las posiciones que tienes con el banco se puede cobrar, pero éste si te puede cobrar a ti, entonces el netting no funciona o funciona mal, cosa que no ocurre en mercados extranjeros, razón por la que muchas veces inversionistas extranjeros no invierten en Chile, lo que restringe mucho la operación con bancos nacionales. Dada la situación anterior Cuprum prefiere salir a invertir con bancos extranjeros por el volumen de la

contraparte, o con algunos bancos nacionales que gestionan esta situación a través de sus filiales en el extranjero.

- Límites de Inversión: El uso de instrumentos derivados en las carteras de inversión de las AFP, están normados por la Superintendencia, existe un límite del 3% para derivados con fines de inversión, porcentaje muy bajo y que no les permite muchas veces realizar estrategias, por ejemplo estrategias de la curva porque la normativa no es del todo facilitadora, se ha solicitado a la Superintendencia que amplíe dicho límite, no obstante aún no se soluciona. En el caso de derivados de cobertura también hay límites (generalmente por contraparte), pero no son influyentes, y dan amplitud de operación.
- Límites de inversión en el extranjero: Muchas veces la empresa invierte dinero en vehículos de inversión tales como los fondos mutuos externos, éstos a veces toman derivados como movimiento natural de sus carteras, y la actual normativa chilena, les pide que incluyan también estos derivados como parte del límite del 3% de inversión, lo que restringe mucho más la operación, y los hace perder el control en cuanto a derivados. Si bien es una limitante al uso de derivados, éste no afecta al mercado chileno sino que al mercado extranjero.
- Recomendaciones del Entrevistado: El mercado chileno va bien encaminado, éste es un proceso gradual, aunque falta experiencia se está avanzando, pero este avance no tiene relación con la normativa propiamente tal, aunque si hay ciertas falencias es un tema de conocimiento, falta educación tanto en relación al uso y funcionamiento de los instrumentos, así como también de los riesgos que conllevan, hay que educar a las contrapartes. Lo que si le falta al mercado es mayor transparencia de precios, al igual que ocurre con mercados desarrollados, pero es cosa de tiempo. Hay que tener claro que los derivados son para cobertura y para tomar algunas exposiciones directas, si se comienza a bypasear a través de la normativa legal, impositivas, límites, etc., y a adentrarse en la estructuración de los productos se generan los escándalos y crisis, pero esto se debe a su mala utilización (Enron, Subprime, etc), no a ineficiencias de los productos mismos. Hay que manejar el riesgo operaciones, riesgo de contraparte, Leverage teniendo esto controlado no hay problema con los derivados del plain vanilla.
En el caso de las PYME y su poco conocimiento de los derivados, esto se debe en parte al poco incentivo de los bancos con este mercado, uno de los problemas de los derivados es el manejo de crédito, si le vendo productos

muy sofisticados a clientes y éste se ve perjudicado, incluso quiebra, por el uso de instrumentos derivados, el banco en este caso debe hacerse responsable de la pérdida del cliente por no haber previsto que el cliente no era para ese tipo de productos, situación que vuelve menos atractivo el mercado de derivados para pymes con los bancos, por el riesgo que involucran, en este caso modificar la normativa podría potenciar el uso de derivados en las distintas capas del mercado. Hacer un derivado no es barato menos para una pyme, por lo tanto hay que enfocar los productos a ellos, que sean masivos y fáciles de vender y que le sirvan a los clientes, el cree que lo más adecuado para pymes son estos productos estructurados, son fáciles para PYME y rentables para el banco y no es tanto el riesgo que involucran como un derivado directo.

21. GASCO S.A.

Gasco S.A, es una empresa subsidiaria de la de la Compañía General de Electricidad S.A., tiene como objeto principal, la producción, adquisición, almacenamiento, distribución y comercialización de gas y otros combustibles y sus derivados. La empresa posee presencia significativa en la industria del gas licuado y gas natural en Chile, y además participa en la distribución de gas licuado en Colombia y gas natural en cuatro provincias Argentinas. El 67% de su negocio se encuentra centrado en el gas natural y el 28% a gas licuado y resto de inversiones.

El grupo participa en los distintos mercados a través de sus empresas relacionadas, en el sector de gas licuado, lo hace a través de su subsidiaria Gasco GLP S.A., así mismo realiza las importaciones de éste por medio de Gasmar S.A. A partir del año 2010 la sociedad participa en el mercado colombiano del gas licuado a través de GLP S.A.S E.S.P., Unigas Colombia S.A.S E.S.P y Montagas S.A.S E.S.P. En el negocio de la distribución del gas natural participa a través de sus subsidiarias Metrogas S.A., Gas Sur, Innergy Holdings S.A y Gasco Magallanes en Chile, Gasnor S.A. en Argentina, en cuanto a la comercialización del mismo lo hace a través de Gasmarket S.A. y Gasco S.A., además también participa en el transporte de gas natural a través de Gasoducto de Pacifico S.A. Y Gasandes S.A.

Información Entrevista

- Nombre Entrevistado: Mauricio Balbontin O'ryan
- Cargo Entrevistado: Gerente de Finanzas Corporativas Gasco S.A.
- Detalle entrevista:

- La empresa se ve enfrentada a diversos riesgos asociados según la subsidiaria de la cual se trate, tanto a riesgo de tipo de cambio, tasas de interés como de commodities.
- Gasco S.A., tiene distintas políticas corporativas para administración del riesgo, tanto de los riesgos asociados a cada filial como a nivel consolidado. Tienen políticas para tratar tres tipos de riesgos, de moneda, de tasa de interés y de plazo. En cuanto el riesgo de moneda, éste lo tratan de calzar según las moneda de operación, si hay flujos en dólares hay que endeudarse en dólares (actualmente como consolidado tienen 85% en pesos y UF, 5% dólares y 10% pesos colombianos). En cuanto al riesgo de tasa de interés la empresa tiene como política que al menos el 70% de la deuda debe ser a tasa fija, el objetivo es tener menos riesgo y minimizar el costo esperado de los costos financieros. En cuanto al plazo, la empresa tiene como política que el endeudamiento de un proyecto, debe ser igual a la duración del mismo, es decir que el activo pague al pasivo. Dado que es imposible eliminar todos los riesgos, sin embargo, sí se pueden atenuar o transferir, razón por la que empresa utiliza IFD.
- El uso de IFD, es sólo con fines de cobertura y no de especulación, puesto que el negocio de la empresa es comprar y vender gas en todas sus formas, no especular sobre las variaciones de los subyacentes. Los objetivos del uso de estos instrumentos son, cubrir variaciones de tipo de cambio, tasas de interés, y variaciones en el precio del gas natural y licuado.
- Los tipos de instrumentos derivados que ocupa la empresa varían según la subsidiaria:
 - o Gasmar S.A.: al ser una importadora de gas licuado, su estrategia de cobertura se centra principalmente en cubrir la materia prima (Propano), ésto debido a que el tiempo que transcurre entre la compra y la venta de la materia prima a clientes mayoristas (Abastible, Lipigas, Gasco ,Etc.), pueden ser hasta 60 días. Dado el volumen de transacción de estos instrumentos, lo realizan por medio de los principales Bancos Internacionales (CitiBank, JP Morgan,etc), hay muchos brokers de hidrocarburos o de commodities en los mercados internacionales y hay mucha variedad de productos, además también hacen transacciones por medio de un Clearing de hidrocarburos que opera en Londres. La empresa también realiza cobertura de moneda, porque además de vender a clientes minoristas vende a clientes industriales los cuales pagan en dólares, razón por la que utiliza contratos forwards principalmente a 30 días.

- Metrogas S.A.: la empresa también es una importadora pero de gas natural, por ende realiza el mismo tipo de cobertura que Gasmar. La cobertura la realiza mediante contratos forwards de monedas y swaps, han utilizado opciones en el mercado internacional, mediante call, put y zero cost collar.
- GLP S.A. E.S.P. y Unigas Colombia S.A. E.S.P.: tienen contratos swap de tasa de interés con el Banco Corpbanca en el cual fijan la tasa variable que estaba sobre la LIBOR.
- En relación a las contrapartes de los contratos de cada una de las subsidiarias, éstas deben ser brokers de primera línea y estar bien rankeados en términos de riesgos, esto con el fin de salvaguardar el riesgo de contraparte. Actualmente tienen contratos tanto con Bancos nacionales como extranjeros.
- Cree que los instrumentos derivados son instrumentos confiables para el uso corporativo, no obstante hay que tener políticas para usarlos de manera adecuada, hay que administrar sobre todo el riesgo de contraparte, en el caso de realizar contratos en el extranjero es importante agregar al ISDA, anexos que especifiquen las características de la contraparte, esto para evitar el no pago de compensaciones a futuro. Son buenos instrumentos que a la vez vienen a completar y profundizar el mercado chileno.
- En cuanto al desarrollo del mercado chileno de derivados, éste tiene mucha profundidad, se pueden realizar contratos cada vez a mayores plazos. Si se compara otras economías Sudamericanas, Chile tiene mucha más profundidad, esto sustentado en la aparición de nuevos actores en el mercado, estos actores que administran pensiones, tales como las AFP y compañías de seguros, son nuevos demandantes que por la naturaleza de su negocio invierten a largo plazo y que por ende requieren una mayor oferta de productos que cumplan con estos requisitos, esta situación que propició un aumento de la profundidad del mercado de capitales chileno, una mayor liquidez, lo que apoya a un mayor desarrollo del mercado de derivados.
- En cuanto al desarrollo bursátil de instrumentos derivados, en general las empresas utilizan contratos a medida, no estandarizados como los que ofrecen las bolsas, en general el mercado chileno es pequeño y dentro de este tipo de mercado no todas las acciones son profundas o muy líquidas, lo que dificulta un rápido desarrollo de estos instrumentos, cree que si hay mercado para todos los gustos no obstante será un proceso de lento desarrollo.
- En cuanto a la información, cree que hay falta de información sobre todo que llegue a empresas más pequeñas, este trabajo debe ser desarrollado por los

diferentes actores del mercado, los mismos administradores que se informen, empresas del mercado financiero principalmente Bancos que difundan dicha información , y del estado mediante políticas que apoyen esta difusión.

- En cuanto a la normativa, cree que ésta si ha apoyado la evolución de los instrumentos en Chile, sin bien no la ha estimulado propiamente tal, no lo ha coartado, nunca ha existido algún impedimento para tomar estos productos.
- Recomendaciones del Entrevistado: En Chile falta un cultura financiera, más personas con cursos de finanzas y que estas participen activamente en las empresas, el sector financiero debe ser más activo en cuando a la difusión y formación de personas, hacer cursos, seminarios, que si bien actualmente existen pero no llegan a todos los sectores, hay invitar a clientes pyme para enseñarles cómo se cubre un riesgo de moneda de tasa de interés; en ésto el Estado debe tener un rol activo.

22. IMT Exploraciones

IMT Exploraciones, es parte de la corporación financiera IMTrust, empresa que provee servicios de finanzas corporativas, administración de activos y asesoría financiera a una amplia gama de clientes, incluyendo empresas, inversionistas institucionales, gobiernos instituciones y personas de alto patrimonio, opera tanto en Chile como en Perú y Colombia.

Parte de la operación de la empresa, incluye la administración de un fondo de inversión privado que tiene como objetivo la exploración minera en Chile. El fondo tiene un tamaño de US\$25 millones y está actualmente relacionado con los Fondos Fénix que administra CORFO, estos fondos tienen como objetivo apoyar el desarrollo de la industria de la exploración y prospección minera en Chile.

Información Entrevista

- Nombre Entrevistado: Julia Aspillaga.
- Cargo Entrevistado: Vicepresidente de Operaciones IMT Exploraciones, Gerente General de Vasco Profesionales.
- Detalle Entrevista
 - Las empresas de exploración minera se ven enfrentadas a distintos riesgos entre éstos, la concentración de áreas de exploración en zonas prospectivas cubiertas por grandes empresas. La relación con indígenas, el precio de los recursos como agua y energía, entre otros, los cuales han hecho subir significativamente los costos de la producción minera.

- En el financiamiento de la exploración minera, sólo en la fase de construcción del proyecto, utiliza como financiamiento, la figura de capital de riesgo³⁵⁵ (Venture capital), sólo en esta etapa se utilizan todos los instrumentos disponibles incluidos los “Gold Loans³⁵⁶” que están reglamentados en el Banco Central de Chile.
- El tipo de instrumentos derivados que se utilizan mediante la figura de capital de riesgo son los bonos convertibles (convertible debenture)³⁵⁷, es un tipo de derivado híbrido, es decir que combina un instrumento de renta fija como el bono con derivados sobre acciones.
- En relación a la contraparte de los contratos, en Chile en el caso de la industria minera, no existe un mercado, ni tampoco una bolsa, para transar acciones de venture capital minero y menos para la colocación de derivados de los mismos. En el caso de la empresa, ésta ha trabajado con el mercado internacional en Canadá (VSX y TSX) que es el mejor en el mundo y también en Londres (AIM)
- En relación al tipo de mercado, sólo los utiliza en el mercado OTC, en éste caso con Bancos canadienses, los cuales no sólo los orientan sino que también lideran la colocación de la empresa, esto debido a que ellos tienen el expertise y conocimiento, que en el caso de Chile es nulo. La empresa nunca ha realizado estos contratos pro medio del mercado formal o bursátil.
- Cree que estos instrumentos son confiables para el uso corporativo, no obstante en Chile hay muy poco conocimiento sobre todo de las necesidades de la industria minera. Cree que la crisis Subprime sí afectó el desarrollo de los instrumentos derivados en Chile.
- En relación al desarrollo chileno sobre instrumentos derivados, cree que hay muy poca competencia y muy poco desarrollo en cuanto al mercado financiero en general, sobre todo en el caso de la industria minera, no hay experiencia y no se ha hecho nada para llegar a este sector y ofrecer productos que les sean atractivos y convenientes.

³⁵⁵ **Capital de Riesgo o Venture Capital:** El capital riesgo a largo plazo, el capital social comprometido, para ayudar a las empresas no cotizadas crecer y tener éxito. Si un empresario está mirando a la puesta en marcha, ampliar, comprar-en un negocio, la compra de una empresa en la que trabaja, cambio o revitalizar una empresa, de capital de riesgo podría ayudar a hacer esto. La obtención de capital de riesgo es sustancialmente diferente de elevar la deuda o un préstamo de un prestamista. Los prestamistas tienen el derecho legal de interés de un préstamo y el reembolso del capital, cualquiera que sea el éxito o el fracaso de un negocio. El capital de riesgo se invierte a cambio de una participación accionaria en la empresa. Como accionista, la rentabilidad del capitalista de riesgo depende del crecimiento y la rentabilidad del negocio.

Página Web: http://tutor2u.net/business/finance/raising_finance_venture%20capital.htm.

³⁵⁶ **Gold Loans:** Como el nombre sugiere, es un préstamo concedido a cambio de oro, muchos bancos nacionales y otras instituciones financieras ofrecen este préstamo a tasas atractivas.

Página Web: <http://tips.thinkrupee.com/articles/what-is-gold-loan.php>

³⁵⁷ **Convertible Debenture ó Bonos convertibles:** Los bonos convertibles son bonos que al cumplirse una determinada contingencia (por ejemplo, que el capital básico de la entidad que los emite descienda de un valor fijo, o bien que la cotización bursátil alcance un determinado nivel, entre otros), o el supuesto al que están condicionados, se convierten en acciones, es decir, son un tipo de deuda que pasa a ser capital de máxima categoría al cumplirse la contingencia, esto es debido a que las acciones resultantes incrementan el capital básico de la empresa, aumentando así su solvencia.

- En cuanto a la normativa si está al tanto de los aspectos de ésta que les afectan, tal es el caso del tratamiento contable, no obstante no tiene conocimiento acerca de la evolución del mercado, no está al tanto del desarrollo de la Comder.
- Recomendaciones del Entrevistado: En mi caso, yo que trabajo en la industria minera, propondría desarrollar el financiamiento de la exploración minera y que el mundo financiero entienda que sino trabajan con profesionales expertos en la industrial tales como geólogos, ingenieros en minas, etc. no van a llegar muy lejos.

23. PRICE WATERHOUSE COOPER CHILE

PWC Chile, es parte de una red global de firmas separadas e independientes que actualmente reúnen a más de 180.000 personas en 158 países en el mundo, que trabajan en equipo conectando sus pensamientos, capacidades y experiencia, para desarrollar nuevas perspectivas y brindar asesoramiento práctico, ofreciendo servicios de alta calidad de manera uniforme en todo el mundo. La empresa presta servicios de auditoría, consultoría y asesoramiento legal y fiscal a las principales compañías e instituciones. Hace 100 años que operan en Chile y actualmente cuenta con 5 oficinas en Santiago, Puerto Montt, Concepción, Viña del Mar y Antofagasta.

Información Entrevista

- Nombre Entrevistado: Juan Aguayo Bahamondes.
- Cargo Entrevistado: Socio de Auditoría.
- Detalle Entrevista:
 - En relación a la confiabilidad de los instrumentos financieros derivados, estos son un mero instrumento dentro del mercado financiero local, en este sentido su confiabilidad está indexada a dicho marco. En general el mercado financiero chileno goza de un gran prestigio a nivel internacional, razón por la cual sus productos se apalancan en este escenario. Estos instrumentos son la herramienta por excelencia para la cobertura de riesgos de tipo de cambios y flujos de caja.
 - En relación al desarrollo del mercado chileno en cuanto al uso de derivados, Chile posee uno de los mercados más maduros e intensivos en uso de instrumentos derivados, éste ha evolucionado con el tiempo y hoy en día es un mayor número de empresas las que los utilizan, los conocen y los

entienden, tanto empresas públicas como privadas han ido intensificando el uso de estos instrumentos.

- En relación al desarrollo del mercado chileno en comparación con otros países como por ejemplo, Perú, Colombia, Argentina, entre otros, Chile posee un mercado mucho más profundo que sus pares en Sudamérica, no obstante si se compara con los mercados financieros de derivados en economías de países desarrollados, el mercado chileno aún tiene un camino que no es menor, por recorrer, ésto relacionado principalmente a la gama de instrumentos que esos mercados ofrecen para cubrir riesgos muy específicos en cada industria en particular.
- En cuanto a la disponibilidad de información, cree que no hay falta de información en el mercado que clarifique el uso o funcionamiento de instrumentos derivados, los Bancos tienen a disposición de sus clientes todo el contenido relevante y asesores que los pueden guiar para tomar una decisión, si bien la información no siempre es comprensible y les llega efectivamente a todas las capas del mercado chileno, y sí hay mucho desconocimiento al respecto sobre todo en empresas más pequeñas, ésto no se sustenta en la falta de información, sino que en la falta de difusión.
- En cuanto al incentivo para potenciar el uso de estos instrumentos no es deber de la autoridad misma, sino que es responsabilidad de dos actores fundamentales, administradores interesados en realizar gestión de riesgos, que no es necesario que asuman, y actores del mercado que los emiten, tal es el caso de bancos, corredores de bolsa, etc., ellos son los encargados de promocionar los mencionados instrumentos.
- En relación a la normativa vigente, si bien esta no ha estimulado el mercado tampoco lo ha coartado, el entrevistado reconoce dos grandes hitos en relación a la normativa. Primero en lo tributario, la Ley N°20.544 zanjó el tratamiento tributario de dichos instrumentos, esta establece que los derivados serán valorizados a Fair Value, es decir, en la misma forma en que se hace para efectos financieros. Lo anterior, no implica que la contabilización de cobertura que se lleva a cabo para efectos financieros sea aplicable para efectos tributarios, no se debe olvidar que las reservas de cobertura creadas para efectos financieros, deben ser reconocidas en resultados para efectos tributarios. Y lo segundo es la implementación de IFRS y sus subsecuentes enmiendas y reformas que han modificado la forma en que estos instrumentos se deben registrar y rebelar. Adicionalmente, dependiendo del fin que las entidades persigan con sus instrumentos derivados (especulación, cobertura de Fair Value o cobertura de flujo de caja) también han impactado a las correspondientes partidas subyacentes.

- Recomendaciones del Entrevistado: Creo que Chile seguirá intensificando el uso de este tipo de instrumentos, lo que conllevará una creciente incorporación de nuevos tipos de arquitecturas de los mismos para satisfacer la demanda.

24. SANTANDER

Banco Santander Chile, es una empresa bancaria chilena presente desde el año 1978, la institución es filial del grupo Santander, y líder tanto en participación de mercado como en solidez patrimonial y rentabilidad, actualmente posee 503 sucursales en todo el territorio. Las razones de este liderazgo pueden explicarse por la estrategia, basada en la especialización del negocio financiero, innovación de productos, cuidado de riesgos, calidad de servicio y activa participación en el mercado local.

La empresa se concentra en tres áreas de negocios, el área de banca comercial, dedicada a segmentos de personas y PYME, área de banca empresas e instituciones, que se dedica al segmento de empresas medianas grandes e inmobiliarias, y el área “Santander global banking & markets”, que es una unidad de negocios global encargada de los clientes corporativos e instituciones que por su tamaño o sofisticación requieren servicios a medida y productos de alto valor añadido.

Información entrevista

- Nombre entrevistado: Enrique Pereira.
- Cargo del entrevistado: Jefe de Mesa de Dinero Santander.
- Detalle de la entrevista:
 - La empresa está afecta a distintos riesgos entre los que encontramos, riesgo crediticio a sus clientes, riesgo de liquidez, riesgo de mercado (riesgo por variaciones del tipo de cambio y tasas de interés entre otros) y riesgo operacional. El riesgo de tipo de cambio, se debe a que su fuente de financiamiento la extrae de bancos extranjeros (dólares) y entrega créditos a sus clientes (mayoritariamente en pesos y UF). A la vez la moneda funcional de la empresa es el euros, por lo tanto las distintas subsidiarias de la empresa en todo el mundo deben convertir sus flujos de sus respectivas monedas a euros para crear los estados consolidados del grupo. El riesgo de tasa de interés, está relacionado principalmente con bonos de corto y largo plazo emitidos a tasa flotante (LIBOR). El riesgo de liquidez se relaciona con la posible incapacidad de obtener financiamiento.
 - El Banco utiliza IFD puesto que gestiona todos los riesgos recién mencionados de manera activa a través de suscripción de instrumentos y

toma de posiciones en el mercado. Esta gestión la realiza mediante el uso de instrumentos derivados. Los fines con los cuales se suscriben los contratos sólo son de cobertura (tanto para gestión de los riesgos de las posiciones propias de las entidades del banco y para facilitar dichos instrumentos a sus clientes que los solicitan en la gestión de sus riesgos), nunca con fines de especulación dado que a la empresa le interesa cubrir la volatilidad que se les puede generar en resultados no aumentarla (entiéndase que la entrevista se realizó al área de gestión de riesgos de la empresa y no al área comercial por lo tanto los fines son de cobertura y no de inversión como se esperaría), además existen ciertas restricciones acerca del uso de derivados con fines de especulación, distinto es el caso del área comercial del banco (global markets) donde se venden estos instrumentos y se negocian.

- En cuanto al tipo de contratos derivados, la empresa suscribe mayoritariamente forwards de moneda, para cubrir el riesgo cambiario de flujos de corto plazo, fijando una tasa de cambio en los flujos de inversión, y swaps, mediante la figura de cross currency swaps, se usa porque permite cubrir el riesgo cambiario intercambiando flujos de una moneda a otra, como pueden ser por ejemplo créditos en dólares a pesos o viceversa, también se ocupa interest rest, con el fin de cubrir el riesgo de tasa de interés flotante en el mediano y largo plazo. Al bien al cierre del 2013 no tenían contratos forwards, éstos los utilizan constantemente para la cobertura, no así las opciones dado que son difíciles de estructurar, lo han intentado pero es complicado utilizarlas, no obstante de igual forma hay conocimiento acerca de su utilización, sobre todo en relación al tratamiento matemático de éstas.
- La contraparte de estos contratos derivados son en un 93% en el mercado OTC mediante empresas bancarias, nunca se han utilizado con mecanismos de contraparte central ni en bolsa, puesto que estos mercados no están desarrollados en Chile, además por el volumen de sus coberturas, necesita contratos a la medida, es por lo mismo que centran sus operaciones en el mercado OTC.
- El mismo banco impone ciertos límites al área de gestión de riesgos, en relación al uso de derivados, hay límites tanto por sensibilidad de tasa por distintos instrumentos y límites por contraparte. No están afectos a límites externos de uso de derivados.
- En cuanto a la confiabilidad de estos instrumentos, cree que si son confiables para el uso corporativo, estos vienen a profundizar el mercado, son fundamentales para gestión del riesgo de la empresa, puesto que no involucra otras decisiones, por ejemplo otra forma de gestionar el riesgo por

descalce de UF que no es por derivados (riesgo al que se ven enfrentados muchos bancos puesto que tiene más activos que pasivos en UF) es emitir bonos en UF, pero esto involucra además la decisión si aumentar o no la deuda, si es que no es necesario, por lo mismo es que los derivados resultan una herramienta interesante, puesto que no ensucian otras decisiones. No obstante hay que tener conocimiento acerca de su funcionamiento y características, puesto que una mala decisión puede impactar mucho en los resultados de una empresa, hay que saber que se está contratando.

- En relación al desarrollo chileno respecto del mercado, cree que éste ha ido evolucionando con el tiempo, y lo va a seguir haciendo, si bien aún es un mercado incipiente en cuanto a variedad de productos, si se ha ido perfeccionando en el tiempo tanto en normativa como en número de actores, tal es el caso de bancos internacionales, que vienen a ofrecer sus productos al país, AFP que con el tiempo han tenido menos restricciones sobre el tipo de productos que puede contratar, fracturas en el sistemas de deudas provocadas por disminuciones del tipo de cambio, provocó que muchas empresas salieran al mercado extranjero a contraer deuda, al abrir el mercado de deuda se requiere mayor cobertura, razón por la que el mercado de instrumentos derivados se profundizó. No hay dudas que el mercado chileno ha evolucionado en cuanto a este tipo de instrumentos, tanto en volúmenes de transacción como en tipos de coberturas que se pueden realizar, no obstante su boom comienza pasado el 2008.
- En relación al desarrollo del mercado chileno en comparación con otras economías, Latinoamericanas, Chile está mucho más avanzado, incluso si se compara con Brasil que posee mayoritariamente forwards de moneda, lo cual resulta llamativo al ser un país tan grande. No obstante aún le queda mucho camino por recorrer si se compara con Estados Unidos o Europa
- En cuanto al nivel de información que hay en el mercado, cree que no hay falta de información, hay mucho conocimiento sobre todo a nivel de banca y corporativo, se conoce lo que se puede o no hacer por normativa, no obstante en el caso de las PYME, si falta mucho, es por lo mismo que el banco tiene que tener especial cuidado puesto que éstos no siempre entienden del todo los productos que contratan. En éste escenario la responsabilidad de difundir esta información es una responsabilidad compartida entre administradores de estas empresas y entidades interesadas en vender estos productos, no así del ente regulador, de realizar cursos de capacitación en administración y finanzas para que pequeñas empresas conozcan estos productos más sofisticados.

- En relación a la normativa, en Chile hace mucho tiempo que ya se implementó las normas internacionales de contabilidad, esto ha permitido estar al día de prácticas en el extranjero, si bien en nuevas modificaciones tal es el caso de la Ley Dodd Frank,, Basilea 3, IFRS 9, el regulador aún no se pronuncia, la empresa si está al tanto, si bien en Chile falta desarrollo normativo en cuanto a temas nuevos, y si bien ha ido un poco más lento, si ha evolucionado la normativa y se ha adecuando a las necesidades del mercado. En este sentido cree que la normativa no ha coartado el uso de estos instrumentos, cree que es un tema de tamaño, madurez, experiencia y tiempo.
- Recomendaciones del Entrevistado: Hay que seguir ejemplos y estándares internacionales, hay que tener cuidado sobre el uso excesivo y el poco conocimiento sobre el mercado, hay ejemplos de sobra en el mercado que advierten que un mal uso puede tener muchas complicaciones, por lo mismo actualmente hay un boom por exceso de regulación, cree que el adecuarse a lo que se está haciendo afuera, y preocuparse de integrar y educar a las empresas más pequeñas que tal vez no tienen tanto conocimiento de ésto, es la clave para seguir avanzado.

25. MAR DEL SUR

Mar del Sur, fundada en 1974, es una empresa dedicada a la importación y comercialización de productos orientados a mejorar la calidad de vida de los chilenos. Durante estos 40 años se han ido incorporando distintas líneas de productos teniendo siempre como premisa el ofrecer productos de alta calidad a precios competitivos con un gran soporte profesional y técnico. Hoy la línea de productos se divide en dos grandes áreas, Área Retail que incluye calefacción textil, calefacción eléctrica, cuidado y belleza personal, ventiladores, pesas de baño, repelentes, entre otros., y con el área industrial, que concentra productos como aires acondicionados, proyectos de aire acondicionado, bombas de condensado, ductos textiles, entre otros.

Mar del sur, es parte de un grupo de empresas, tales como Search, empresa dedicada a proveer productos de decohogar para clientes retail, y Soluciones Mar del Sur, empresa dedicada a la importación, fabricación y comercialización de persianas de Aluminio de exterior y toldos retráctiles para el hogar y comercio.

Información Entrevista

- Nombre Entrevistado: Rodrigo López Concha
- Cargo entrevistado: Gerente de administración y finanzas Mar del Sur.

- Detalle de Entrevista:
 - La empresa se ve enfrentada principalmente al riesgo de tipo cambio puesto que se trata de una empresa importadora y comercializadora. Normalmente trabajan con dos tipos de pasivos, uno es directamente un pasivo con el proveedor, con el cual tienen acordado 120 días plazo y mediante carta de crédito del banco. Las cuales también toma a 120-150 días.
 - La empresa utiliza IFD, para asegurar el tipo de cambio para pagar a sus proveedores, estos instrumentos se utilizan sólo con fines de cobertura nunca con fines de especulación, en más una ocasión se han utilizado como arbitraje en el caso de haber contratado instrumento con subyacente tasas.
 - El tipo de instrumento más utilizado son forwards de subyacente moneda (dólar y euro), con el fin de cubrir el riesgo de tipo de cambio, en general se utilizan distintos tipo de forwards, forwards americano, forwards acotado, etc., no obstante la actual figura es forward de compra de dólares (dada la naturaleza de la empresa) y que se liquidan mediante entrega física, se han cerrado contratos por compensación pero actualmente necesitan el dinero de forma física para pagar a proveedores. Se han ocupado otras alternativas tales como seguros de tipo de cambio pero a la fecha solo se ocupan derivados
 - En relación a la contraparte de los contratos, estos son Bancos nacionales, nunca se han realizado por medio de Bancos extranjeros. Con los bancos nacionales ya hay una experiencia, dada la magnitud de la empresa tienen acceso a buena negociación de instrumentos, tiene un perfil de riesgo ya asociado.
 - En cuanto a la confiabilidad del mercado en Chile, cree que este si es confiable, por lo menos para forwards, el mercado está bastante desarrollado, en cuanto a otros derivados no tienen mucho conocimiento, tal es el caso de swap y opciones puesto que nunca lo han tenido que utilizar y dado que los forward se adecuan bien a la realidad de la empresa. A la vez esta confiabilidad en el mercado, también se asocia a la contraparte, hay que saber administrarla y conocer que contrato se adecua a mis necesidades como empresa, sus características, etc., de lo contrario el banco me puede cobrar mucho y perjudicar en la negociación.
 - En relación al desarrollo el mercado chileno cree que éste, está bastante bien desarrollado, hay una competencia muy fuerte, lo que ha permitido que los precios sean menores, antiguamente cuando recién partieron los forwards, eran muy pocos los bancos que los suscribían, y existían muchos límites para hacerlo, hoy en día esos límites han ido disminuyendo, incluso han desaparecido en muchos casos. No obstante en cuanto a las proyecciones del

mercado, no tiene muchas esperanzas, no creen que hayan cambios importantes, en general van a seguir siendo una alternativa muy utilizada por exportadores e importadores, cree que a nivel de plazos, éstos van a seguir aumentando dado que actualmente el plazo de los contratos forwards no excede a los 360 días, y para conseguir plazos mayores se requiere de una negociación previa, no están disponibles dentro la gama de productos. Por lo mismo cree que si van a existir ciertos matices, cierto desarrollo, en cuanto a plazos y especializaciones de los derivados, es decir derivados un poco más sofisticados. En relación al escenario chileno en comparación con otros países no tiene conocimiento

- En cuanto a la disponibilidad Información, cree que la información si está disponible, no obstante, es responsabilidad de cada empresa informarse, hay un tema de fondo que tiene que ver con la economía chilena en general, los términos que se utilizan para determinar ciertos productos están muy americanizados, por lo mismo, muchas veces son difíciles de entender para las personas que no están insertas en esa realidad, los que sí están adentro, tienen pleno conocimiento, no obstante, no logran llegar a todas las capas de la economía. En relación a los responsables de la difusión de la información, estos entes no son los reguladores, no es un problema de la autoridad vigente sino que de las prácticas comerciales en general.
- En relación a la normativa, cree que no ha coartado el uso, ésta permite el uso de estos instrumentos, si bien no tiene experiencia sobre la normativa extranjera, la normativa chilena nunca les ha jugado en contra, ésta deja operar, más que una evolución en normativa, ha habido una evolución en relación a la competencia y la estandarización de precios.
- En cuanto a la pymes, cree que estos sí son productos adecuados para estas empresas, no obstante, deben tomar estas decisiones muy informados, dado que el negocio del banco, es ganar lo más que se pueda por cliente, por lo tanto si no sabe cómo negociar los contratos, puede que no les resulten ventajosos, por lo mismo es que se recomienda que utilicen plataformas tecnológicas que les permitan tener acceso a la evolución de los mercados de monedas y/o tasas dependiendo del subyacente que requieren. En este caso, Mar del Sur utiliza la plataforma Netgociando, si bien se paga anualmente, las variaciones del tipo de cambio pueden ser mucho mayores al costo de esta (\$1.000.000 anual).
- Recomendaciones del Entrevistado: Los Bancos más que el sistema mismo, es poco transparente en relación a los precios de estos instrumentos, no son precios estándares por clientes, son precios individuales dependiendo del tipo de cliente que sea, porque es obvio que hay un riesgo por clientes, por

lo mismo el que no sabe bien o es muy riesgoso para el banco, le cobran más. Hay poca transparencia en la información pero tampoco puede haber mucha, pero sería atractivo saber los precios de los bancos fueran más fáciles de conocer y así no tener que estar cotizando con cada uno de estos. Además difundir información y sobre todo cursos de capacitación para empresas como las pymes que desconocen mucho estos productos.

26. RAFAEL BURGOS S.A

Rafael Burgos S.A, empresa fundada en 1970, está dedica a la importación de partes y piezas de bicicletas, cuenta con la representación de distintas marcas de todo el mundo, la empresa está en constante negociación y búsqueda de nuevos productos con el fin de satisfacer las exigencias del mercado en Chile y proveer de buenos productos.

Información Entrevista

- Nombre Entrevistado: Rafael Burgos Fuster
- Cargo Entrevistado: Presidente Fundador Rafael Burgos S.A.
- Detalle Entrevista:
 - La empresa se ve enfrentada a distintos riesgos, no obstante el principal de estos es el riesgo provocado por la volatilidad del tipo de cambio, ésto debido a las importaciones que realiza como parte de la naturaleza de su negocio. La moneda funcional de la empresa es el peso, dado que sus clientes son chilenos, y su principales obligaciones con proveedores, están en dólares, razón por la se genera un descalce de moneda.
 - La empresa no utiliza instrumentos financieros derivados para cobertura de este riesgo, tampoco utilizan seguros de tipo de cambio, puesto que prefieren asumir la variación, si bien entienden la importancia de estos instrumentos para la gestión del riesgos, fundamentan que no se justifican para el volumen de transacción de la empresa. No obstante el concepto si lo conocen, pero el funcionamiento no, nunca han suscrito este tipo de contratos.
 - Si bien no utilizan derivados de cobertura, se cubren del riesgo de tipo de cambio mediante el uso de cartas de crédito con bancos nacionales, lo que les entrega un plazo mayor para cumplir con sus obligaciones con proveedores y como son representantes de la marcas tienen ciertas ventajas al momento de solicitar plazos.

- En cuanto a la confiabilidad de los instrumentos, no los conoce mucho por lo tanto no sabrían si resultan o no confiables, no obstante el hecho de hacerlos por medio de bancos si entrega un mayor apalancamiento al momento de pensar en utilizarlos.
- En cuanto a la información disponible en el mercado, no sabe si hay mucha información, sin embargo sí los ha escuchado.
- Cree que los actores dedicados difundir información son los emisores de estos contratos, en este caso los Bancos, es deber de ellos difundir esta información para que llegue a las distintas empresa, no obstante también es una responsabilidad conjunta de las empresas de informarse de las opciones que hay para cubrir sus riesgos, no cree que sea responsabilidad de la autoridad ni de la normativa fomentar el uso, sino que por el contrario sólo regular que no se generen abusos en este sentido.
- Recomendaciones Entrevistado: Cree que para fomentar el uso de estos instrumentos, sobre todo en empresas de nuestras características es necesario, difundir más la información, probar que estos instrumentos funcionan para las empresas, hacer cursos invitarnos a participar en distintos espacios para poder entender los productos su forma de operación, pero sobre asesorar sobre las implicancias que tienen sobre los resultados de una empresa.

27. ELECTROLUX - CTI S.A.

El Grupo Electrolux, es una corporación sueca que fabrica electrodomésticos, atendiendo a más de 150 mercados, si bien en Chile siempre ha tenido presencia por medio de importaciones, no es hasta el año 2011, cuando compra a CTI S.A. (Compañía Tecno Industrial) que su presencia se vuelve tangible en el mercado nacional, adquirió marcas de gran posicionamiento como: Fensa, Mademsa y Somela, quienes en conjunto poseen el liderazgo en el mercado de retail. La empresa posee además un elemento diferenciador al contar con la red de asistencia más grande de Chile (SAI, Servicio de Atención Integral, exclusivo de las marcas asociadas) y un continuo enfoque en el consumidor. Actualmente mantiene sus operaciones centralizadas en Santiago, al igual que su Centro de Distribución y Central de Servicio Técnico.

Información Entrevista

- Nombre Entrevistado: Cristian Santelices
- Cargo Entrevistado: Contralor Electrolux Chile (CTI S.A.)
- Detalle Entrevista:

- La empresa está afectada a distintos factores de riesgos, entre éstos, la economía regional. Dada la naturaleza del negocio de línea blanca, la empresa está altamente influenciada por el nivel de ingresos de los clientes, por lo que los afecta las fluctuaciones de actividad económica en cada país, principalmente el desempeño de Argentina, Perú, Ecuador, y Venezuela, Colombia y Uruguay, principales destinos de sus exportaciones. Otro factor es la fuerte competencia proveniente de países asiáticos. En relación a los riesgos de mercado, está afectada a riesgo de tipo de cambio principalmente dólar, puesto que su moneda funcional es el peso y gran parte de sus costos están indexados en moneda norteamericana, además dado que mantiene participación en su filial Frimetal S.A. Argentina, los ajustes en esta moneda también afectan su balances. En cuanto al riesgo de tasa de interés, la empresa mantiene principalmente deudas a corto plazo, las que se renuevan mensualmente, generalmente esta deuda es a tasa fija y en menor medida tasa flotante, no obstante a la fecha este no es un riesgo relevante
- La empresa mantiene políticas de cobertura de riesgos, en las que incluyen políticas de riesgo cambiario, éstas se centran en mantener calzados los activos y pasivos en moneda extranjera y por la vía de pre pagar deudas en dólares o bien tomar instrumentos derivados de tipo de cambio. En el caso de utilizar tasa de interés variable en su financiamiento, la política de cobertura está enfocada netamente en la utilización de instrumentos derivados para cubrir el riesgo.
- Actualmente la empresa utiliza instrumentos derivados para cubrir el tipo de cambio, los fines de estos contratos son sólo de cobertura, puesto que la especulación no es parte de su negocio, además es lo que permite la política corporativa.
- El tipo de instrumentos derivados utilizados actualmente por la empresa son forward de moneda, y eventualmente swaps con el fin de cubrir riesgos asociados a tasa de interés, no obstante a la fecha sólo tienen suscritos contratos forwards. No mantienen ningún tipo de derivado implícito. Dado que la empresa fue adquirida por el Grupo Electrolux, las decisiones sobre el tipo de instrumentos derivados se toma desde Brasil, sede del grupo en Latinoamérica.
- La contraparte de los contratos son entidades bancarias nacionales, nunca han realizado estas operaciones por medio del mercado extranjero, puesto que tienen acceso a buenos precios acá en Chile, además presentan un menor riesgo y mayor transparencia.
- En relación a la confiabilidad de estos instrumentos, cree que sí son confiables para el uso corporativo, son los instrumentos de cobertura por

excelencia, a ellos les han funcionado bien, no obstante hay que saber ocuparlos, puesto que hay saber negociar estos contratos en el mercado. En general no hay mucho entendimiento en el mercado sobre el uso de estos instrumentos salvo personas involucradas en el área por lo mismo, a veces se habla que no son confiables.

- En cuanto a la disponibilidad de información, cree que si hay harta información disponible, el mercado es muy abierto en cuanto a la forma de operar, no obstante, ante una gran variedad de estos instrumentos no siempre se conocen los usos y operatorias de todos, pero en general la información si está, eso sí, no siempre llega a todas las empresas del mercado.
- En relación al desarrollo del mercado chileno, cree que este ha evolucionado en el tiempo, es posible evidenciarlo en la cantidad de productos que hay en el mercado, sobre todo el mercado de forwards, en relación a otros contratos no hay mucha claridad, pero el tema de cobertura de tipo de cambio en general en Chile está bastante avanzado, desconoce la situación en otras economías.
- En cuanto a la normativa la empresa si tiene conocimiento, ésta no ha coartado el uso de instrumentos derivados, estos son instrumentos de libre utilización y normados contablemente por organismos internacionales (IASB), ellos nunca han tenido ningún problema para contratar cualquiera de estos productos, eso sí, la diferencia se ve en temas contables, que es de hecho la forma en que los afectan las regulaciones, no obstante éstas no están enfocadas a reducir el uso de derivados en Chile, por el contrario sólo aclarar ciertas situaciones al momento de reconocerlos en resultados o balances.
- Recomendaciones del Entrevistado: Cree que el mercado chileno, está bien en cuanto al uso de derivados, siempre que se utilicen con fines de cobertura, cuando se utilizan con otros fines como especulación pueden perjudicar a la empresa, cree que para las PYME dependiendo de su volumen de transacción y su exposición a riesgos, ya sea de tipo de cambio o tasa son instrumentos muy recomendables, eso si hay que tomar esta decisión de forma informada y respalda por datos de los subyacentes. Cree que difundir más estos instrumentos en empresas pequeñas es una opción para fomentar su uso en este mercado.

28. CRECER FACTORING

Creceer Factoring S.A., es una empresa que ofrece financiamiento a las pequeñas y medianas empresas, entrega una alternativa, que les permite obtener liquidez a

partir de la venta de sus propios activos, tales como facturas, cheques, letras, pagares, depósitos a plazo endosables, contratos u otros títulos de crédito con vencimiento en una fecha futura.

La empresa se creó con el objetivo de satisfacer las necesidades de financiamiento de capital de trabajo y entregar soluciones efectivas para anticipar flujos de cuentas por cobrar, además otorga servicios de cobranzas y evaluación permanente de clientes en el tiempo.

Información Entrevista

- Nombre Entrevistado: Eduardo Pérez Martínez
- Cargo Entrevistado: Director Ejecutivo Crecer Factoring S.A.
- Detalle Entrevista:
 - La empresa no está afecta ni riesgo de tasa de interés ni a riesgo de tipo de cambio, en general el riesgo de la empresa se enfoca en el desfase que se puede generar entre el plazo de captación y colación (60 días y 90 días promedio, respectivamente). La empresa se financia exclusivamente en tasas en pesos, razón por la que no está afecta riesgo de tasa de interés. En cuanto al tipo de cambio, generalmente los documentos que recibe y transa son en pesos, eventualmente están en otras monedas, tal es el caso de dólares y UF, pero estas veces son la menos. La empresa incorpora en sus flujos volatilidad de la moneda de modo que les altere flujos futuros negativamente, esto lo realizan castigando el valor del dólar u UF en la contabilidad.
 - Crecer factoring no utiliza IFD para cubrir riesgos, puesto que las operaciones en que hay diferencial de moneda son muy pocas y el costo de cubrirlas es mayor la beneficio que generan. En general las empresas de factoring que están enfocadas en el mercado internacional por medio de facturas de exportación, reciben muchas facturas en dólares y se financian también en dólares y por lo mismo utilizan este tipo de cobertura por medio de derivados financieros.
 - En cuanto a la confiabilidad de los instrumentos, cree que si son confiables para el uso corporativo, no obstante son necesarios para empresas que dentro de sus características de operación posean descalces o financiamiento en tasas flotantes.
 - En relación a la disponibilidad de información, cree que si hay información disponible no obstante no se conoce mucho, la empresa tiene noción de la utilidad de estos instrumentos, los ha escuchado no obstante no conoce bien

su funcionamiento, cree que falta información y difusión en el mercado que clarifique la utilidad de estos instrumentos. Esta falta de difusión cree que es deber de los bancos trabajarla como entes emisores de los contratos, no cree que sea deber de la autoridad respectiva incentivar el uso de estos instrumentos su deber es normarlos, regularlos.

- No tiene conocimiento acerca de evolución en relación a normativa o volumen de transacción, no obstante conceptualmente, cree que ha aumentado el conocimiento y uso, ésto debido a que es mucho más probable hablar de estos instrumentos que hace 10 años atrás.
- La empresa no está cerrada a utilizar derivados si es que aumentan los clientes con facturas en dólares o en otras monedas, de hacerlo suscribirían estos contratos con Bancos directamente, esto debido a que por las características de su negocio, tiene mucha relación con distintos Bancos.
- Cree que los productos son muy útiles a las pymes, generalmente se enfrentan a riesgos que podrían reducir en conocimiento de estos instrumentos, no obstante pedirles que busquen información cuando muchas veces no es posible que lleguen a fin de mes, es difícil, además estos productos requieren de una inversión grande en personas con conocimiento de su uso y plataformas que sustenten sus decisiones.
- Recomendaciones del Entrevistado: Cree que para fomentar el uso de estos instrumentos hay que aumentar los cursos de capacitación, mesas redondas donde se invite a las empresas a conocer estos instrumentos y que se demuestren su utilidad, que hayan buenos expositores que expliquen las bondades de estos instrumentos, que demuestren como ha funcionado y de eso cree que falta mucho, no lo ha visto en el tema de derivados, sí en otros instrumentos financieros.

29. MV SERVICIOS

MV Servicios, es una empresa dedicada a la cobranza y telemarketing, entrega soluciones integrales a través de sus call center, y ha desarrollado una exitosa operatoria de gestión y recupero de cuentas morosas, como también en la venta de productos financieros, en los que aseguran un servicio eficiente y de alta confiabilidad. La empresa cuenta con cuatro sucursales en, **Santiago**, La serna, Viña del Mar, y Concepción, las que cubren geográficamente desde Arica hasta tuerto Montt.

MV Servicios es parte de Empresas Nalac S.A. desde el 2011, éste es un conglomerado de empresas de distintos rubros, inmobiliario, construcción, ingeniería, financiero y seguros.

Información Entrevista

- Nombre Entrevistado: Gustavo Zamorano Alarcón
- Cargo Entrevistado: Director y Vicepresidente Ejecutivo Empresas NALAC, Gerente de Ventas MV Servicios.
- Detalle Entrevista:
 - La empresa al ser una empresa de servicios cuyo negocio es el call center no tienen ni importaciones ni exportaciones, principalmente su costo está dado por el recurso humano y algo de tecnología, por lo mismo no tienen ni ingresos ni costos habituales asociados a tipo de cambio. En ocasiones han administrado contratos de servicios en dólares o UF, en ese caso no se han anticipado a las fluctuaciones.
 - La empresa no ha utilizado instrumentos financieros derivados, ni para asegurar el precio del dólar ni el de la UF, para el primero, se cubrieron comprando dólares y para el segundo, dado que la volatilidad de la UF es considerada menor, no se utiliza cobertura alguna. En general la especulación no es negocio de la empresa por mismo no contratan instrumentos que requieran de evaluación futura, tal es el caso de los derivados.
 - Hay poco conocimiento acerca de los instrumentos conoce el concepto, no obstante no hay claridad de su funcionamiento, esto sustentado en que nunca los han necesitado, y generalmente los productos financieros se investigan en la medida que se requiere utilizarlos.
 - Cree que los instrumentos son confiables, los consideraría una opción al momento de tener clientes importantes que les generaran descalces por tipo de cambio, esto sustentado en que la política de riesgo de la empresa es conservadora. En general la imagen de estos instrumentos derivados, se ha visto dañada por malas decisiones de algunas empresas, tal es el caso de Codelco, que tratan de ganarle al mercado, y estos productos son más sofisticados por lo tanto una mala estimación se nota.
 - En relación a la disponibilidad de información, cree que falta información en el mercado que clarifique la utilidad y funcionamiento, no obstante la difusión de estos instrumentos viene por parte del banco, esta información debe ser mucho más dirigida según el tipo de empresa que se trate, en el caso de las PYME es importante apoyarlas y entregarle información, esta entrega debe ser responsabilidad tanto del banco, como de los entes reguladores y de su propia administración, no así el incentivo para el uso de estos instrumentos, esto es deber netamente de los emisores de estos contratos en este caso banco.

30. DELOITTE

Deloitte Chile, es miembro de Deloitte Touche Tohmatsu, organización dedicada a prestar servicios y asesorías profesionales de excelencia en más de 140 países y con más de 168.000 profesionales dedicados al fortalecimiento de la responsabilidad empresarial, construcción de confianza y logro de impactos en las empresas donde operan.

Deloitte Chile, es una entidad legal separada e independiente y por razones regulatorias u otras, no proveen necesariamente los mismos servicios que otros miembros del conglomerado. La empresa presta servicios profesionales en auditoría, impuestos, consultoría y asesoramiento financiero tanto a organizaciones públicas como privadas de diversas industrias.

Información Entrevista

- Nombre Entrevistado: Luis Urrutia
- Cargo Entrevistado: Consultor Tributario, Deloitte Chile.
- Detalle Entrevista:
 - Los IFD, son confiables, ésto se sustenta en que la economía chilena actualmente es estable, el derivado depende directamente del valor del activo, de una tasa de interés, de un tipo de cambio, los que se evidencian en la situación del país, razón por la que el mercado chileno es confiable para realizar estas operaciones.
 - Los derivados en general con fines de cobertura cuentan con muy buena reputación, son una muy buena herramienta de cobertura de riesgo, razón por la que cada vez se utilizan con mayor frecuencia en las empresas y por un número mayor de empresas.
 - En relación al mercado chileno de derivados, el volumen de transacciones es bajo en comparación con otros países, cada vez es más recurrente ver a empresas ocupando derivados y éstos han tenido un auge, no obstante, a nivel mundial sigue estando bajo. En relación a la normativa, lo que puede ser un incentivo a ocupar derivados es la inminente aprobación de la Reforma Tributaria, que hará eventualmente especular la economía.
 - El mercado chileno de derivados, es un mercado potencialmente competitivo si se compara con otros países de la región, el hecho de tener una economía estable lo beneficia mucho, no obstante si se compara con economías desarrolladas o con un mercado más avanzado de derivados, Chile aún está muy distante, esto sustentado en distintas variables, entre

estas la poca información hacia eventuales usuarios, lo que genera que este tipo de cobertura no sea tan conocida por ellos.

- En relación al tipo de mercado en el cual se desarrollan estas operaciones, predomina el mercado extrabursátil u OTC, casi la totalidad de las operaciones se realiza por este tipo de mercado con contraparte bancos, lo que presenta ciertos riesgos asociados tales como, debilidad en la información disponible al público y que la compensación y liquidación de la operaciones se mantienen en el ámbito bilateral.
- Hay información disponible sobre el uso de instrumentos derivados, no obstante no siempre es conocida por los tomadores de decisiones en las empresas, cree que más que información disponible, falta educar al mercado sobre los derivados, formas de uso, ya que es una muy buena herramienta de reducción de riesgos. En este sentido es importante e imprescindible que las autoridades den auge e incentiven el uso de estos instrumentos financieros.
- Respecto de la normativa chilena en cuanto el uso de derivados, esta no ha atraído a muchos usuarios, en general se requiere que esta apoye al proceso de dar a conocer estos instrumentos e incentive su uso. Si bien la actual normativa no incentiva el uso tampoco lo coarta, y en general esta ha avanzado en los últimos años, y ha sido un aporte al entendimiento de los profesionales sobre su funcionamiento y la correcta forma de realizar las transacciones. Por la naturaleza del negocio de Deloitte Chile, se tiene un espectro mayor en relación al mercado, en sus revisiones constatan si las sociedades manejan o no este tipo de instrumentos en su contabilidad. En los últimos años se han podido ver dos importantes avances en materia tributaria en relación a derivados, principalmente asociados a la Ley 20.544 de 2011, esta regula el tratamiento tributario de los instrumentos derivados, establece que:
 - o La Sociedad que tributa en Primera Categoría según contabilidad completa debe reconocer éstos instrumentos en la fecha de celebración del contrato a su valor razonable. El resultado de cada derivado se obtendrá de comparar dicho valor con el valor razonable que tengan al cierre del año comercial. La ley entró en vigencia a partir del 1 de enero del 2012, por lo tanto, la Sociedad deberá considerar el tratamiento impartido por dicha normativa sólo para las operaciones que se contraten o sean modificadas desde el año 2012, y respecto de los contratos celebrados antes de esa fecha que no sean modificados con posterioridad, deberá ser mantenido el mismo tratamiento tributario aplicado en años anteriores.

- La Sociedad que celebre contratos de derivados con entidades que no sean instituciones financieras, deben presentar anualmente la Declaración Jurada N° 1829, donde deben informar el tipo de instrumento suscrito, el resultado generado, y toda la información exigida por el Servicio de Impuestos Internos, que se encuentra detallada en el suplemento tributario de Declaraciones Juradas del año tributario 2014.

31. SAAM S.A.

SAAM, Sudamericana Agencias Áreas y Marítimas, es filial de CSAV, una importante naviera portacontenedores a nivel mundial. La compañía se dedica a la prestación de servicios integrados a las compañías navieras en todo el proceso de movilización de carga, opera a través de tres principales unidades de negocio, Terminales Portuarios (realizan operaciones de transferencia de carga), Remolcadores (apoyo al atraque y desatraque de naves, asistencia, salvataje remolcaje y otras en puertos) y Logística (Servicios otorgados a las naves, cargas y transporte terrestre y distribución). Estas unidades de negocios permiten entregar un servicio integral a través de las sinergias que se producen entre estas.

Información Entrevista

- Nombre Entrevistado: Roberto Bravo S.
- Cargo Entrevistado: Ex Jefe División Finanzas SAAM, Jefe actual de División de Seguros, SAAM S.A.
- Detalle Entrevista:
 - La empresa se ve enfrentada a distintos factores de riesgos, entre éstos el aumento de competencia en los diversos segmentos de negocios, los ciclos económicos, obsolescencia de flota de remolcadores, endurecimiento de la normativa medioambiental, accidentes y desastres naturales, la no renovación de concesiones y las fluctuaciones del tipo de cambio.
 - La empresa administra sus riesgos, en el caso del riesgo de tipo de cambio, se ve enfrentada a ésta, puesto que la moneda en las que se expresan sus estados financieros, es el dólar, razón por la que su debilitamiento afecta los resultados operacionales, además hay un descalce puesto que la mayor parte de sus ingresos están indexados en esta moneda y la mayoría de sus

costos están en moneda local, es por esta razón que la empresa gestiona este riesgo por medio de IFD.

- Los instrumentos derivados que utiliza la empresa son mayoritariamente forwards de moneda, interest rate swap, cross currency swap, Cap y Floor (bandas de tasas y/o monedas, ya sea sólo de techo o sólo de pisos o ambas.).
- Los derivados se utilizan sólo con fines de cobertura nunca de especulación, ésto debido a que el core de la empresa no es la especulación ni las inversiones, además del alto riesgo asociado a las operaciones de derivados con esos fines.
- En relación a la contraparte de los contratos, éstos son mayoritariamente bancos nacionales, no obstante en el pasado han tenido contratos con empresas bancarias extranjeras, los contratos siempre se realizan por medio del mercado extrabursátil OTC nunca se han realizado por el sistema formal o bursátil.
- En relación a la confiabilidad de los derivados, cree que son instrumentos confiables de lo contrario no los utilizarían, además el mercado chileno es estable, profundo y cuenta con contrapartes con gran espalda financiera.
- Hay disponibilidad de información, cuando se busca, hay libros y bibliografía importante sobre el tema, sin embargo, lo que no hay es la costumbre a usarlos, normalmente por administraciones conservadoras, éstas no se complican con estos productos “sofisticados”.
- En relación a la situación chilena, si bien no tiene conocimiento de la evolución tanto en normativa como en volumen de transacción, si conoce su situación actual, Chile tienen un mercado medianamente bien desarrollado, quizás dentro de los tres primeros de la región, aunque aún le falta profundidad para algunos productos y en ocasiones interés por ofrecerlos también.
- En cuanto a la normativa, ésta les afecta sólo de manera contable y tributaria, si bien no tiene conocimiento específico de las leyes que se aplican, cree que aún se puede hacer bastante más en relación a temas de regulación.
- Recomendaciones del entrevistado: Me parece que los Basilea algo han hecho y han perfeccionado el mercado de estos instrumentos. Lo que puedo indicar es que falta más desarrollo de productos, lo cual irá aparejado también del conocimiento de la contraparte, como relación simbiótica, me parece que las instituciones financieras deben informar y publicitar más.

