

## Información Importante

La Universidad de La Sabana informa que el(los) autor(es) ha(n) autorizado a usuarios internos y externos de la institución a consultar el contenido de este documento a través del Catálogo en línea de la Biblioteca y el Repositorio Institucional en la página Web de la Biblioteca, así como en las redes de información del país y del exterior, con las cuales tenga convenio la Universidad de La Sabana.

Se permite la consulta a los usuarios interesados en el contenido de este documento, para todos los usos que tengan finalidad académica, nunca para usos comerciales, siempre y cuando mediante la correspondiente cita bibliográfica se le dé crédito al trabajo de grado y a su autor.

De conformidad con lo establecido en el artículo 30 de la Ley 23 de 1982 y el artículo 11 de la Decisión Andina 351 de 1993, La Universidad de La Sabana informa que los derechos sobre los documentos son propiedad de los autores y tienen sobre su obra, entre otros, los derechos morales a que hacen referencia los mencionados artículos.

**BIBLIOTECA OCTAVIO ARIZMENDI POSADA**  
UNIVERSIDAD DE LA SABANA  
Chía - Cundinamarca



El presente formulario debe ser diligenciado en su totalidad como constancia de entrega del documento para ingreso al Repositorio Digital (Dspace).

<b>TITULO</b>	VIABILIDAD DEL USO DE CONTRATOS FUTUROS PARA LA COBERTURA DE RIESGOS EN LAS EXPORTACIONES DE CALZADO POR PARTE DE LOS EMPRESARIOS DE LA CIUDAD DE BUCARAMANGA		
<b>SUBTITULO</b>			
<b>AUTOR(ES)</b> Apellidos, Nombres (Completo) del autor(es) del trabajo	Florez Carreño Viviana Andrea		
	Orduz Mendoza Maritza Janneth		
<b>PALABRAS CLAVE</b> (Mínimo 3 y máximo 6)	Contratos futuros		Exportadores
	Derivados		Calzado
	Forward		Riesgo Cambiario
<b>RESUMEN DEL CONTENIDO</b> (Mínimo 80 máximo 120 palabras)	<p>La presente investigación constituye un análisis que permitió identificar la posibilidad de implementar un sistema de contratos futuros para dominio de inseguridades respecto a las exportaciones de calzado que se llevan a cabo en la Capital Santandereana. Inicia con un diagnóstico sobre las actuales circunstancias del proceso de exportación de calzado, riesgos que se originan a partir del intercambio de divisas y elementos financieros que se usan en la actualidad. A través de revisión de normas, bases de datos de información, aplicación de instrumentos y diseño de un modelo sobre el uso de forwards, fue posible establecer la viabilidad de masificar en Bucaramanga inicialmente, el uso de contratos futuros como la herramienta financiera adecuada para reducir los riesgos propios de la exportación de calzado de la ciudad.</p>		

Autorizo (amos) a la Biblioteca Octavio Arizmendi Posada de la Universidad de La Sabana, para que con fines académicos, los usuarios puedan consultar el contenido de este documento en las plataformas virtuales de la Biblioteca, así como en las redes de información del país y del exterior, con las cuales tenga convenio la Universidad.

De conformidad con lo establecido en el artículo 30 de la Ley 23 de 1982 y el artículo 11 de la Decisión Andina 351 de 1993, "Los derechos morales sobre el trabajo son propiedad de los autores", los cuales son irrenunciables, imprescriptibles, inembargables e inalienables.

VIABILIDAD DEL USO DE CONTRATOS FUTUROS PARA LA COBERTURA  
DE RIESGOS EN LAS EXPORTACIONES DE CALZADO POR PARTE DE LOS  
EMPRESARIOS DE LA CIUDAD DE BUCARAMANGA



MARITZA JANNETH ORDUZ MENDOZA  
VIVIANA ANDREA FLOREZ CARREÑO

FINANZAS Y NEGOCIOS INTERNACIONALES  
INSTITUTO DE POSTGRADOS  
UNIVERSIDAD DE LA SABANA  
ABRIL 2013

## **RESUMEN**

La presente investigación constituye un análisis que permitió identificar la posibilidad de implementar un sistema de contratos futuros para dominio de inseguridades respecto a las exportaciones de calzado que se llevan a cabo en la Capital Santandereana. Inicia con un diagnóstico sobre las actuales circunstancias del proceso de exportación de calzado, riesgos que se originan a partir del intercambio de divisas y elementos financieros que se usan en la actualidad. A través de revisión de normas, bases de datos de información, aplicación de instrumentos y diseño de un modelo sobre el uso de forwards, fue posible establecer la viabilidad de masificar en Bucaramanga inicialmente, el uso de contratos futuros como la herramienta financiera adecuada para reducir los riesgos propios de la exportación de calzado de la ciudad.

**PALABRAS CLAVE:** Contratos futuros, derivados, forward, financiero, exportadores, calzado, riesgo cambiario.

## **ABSTRAC**

This research is an analysis that allowed to identify the possibility of implementing a future contract system to control the risk of exchange type and cash flow regarding footwear exports to be held in Bucaramanga, Santander. It starts with a diagnosis of the current situation of footwear export process, risks arising from foreign exchange and financial elements that are used today. Through the revision of standards, information databases, design tools and application of a model on the use of forwards, it was possible to establish the feasibility of expanding in Bucaramanga initially, the use of futures contracts as appropriate financial tool to reduce the risks inherent in the export of footwear in town.

## TABLA DE CONTENIDO

INTRODUCCION.....	8
1. EL PROBLEMA. ....	10
1.1 EL TITULO.....	10
1.2 PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA. ....	10
1.3 OBJETIVOS DE LA INVESTIGACIÓN.....	13
1.3.1 <i>Objetivo General</i> .....	13
1.3.2 <i>Objetivos Específicos</i> .....	13
1.4 JUSTIFICACIÓN .....	15
2. MARCO DE REFERENCIA .....	17
2.1. LA ESTRUCTURA ECONÓMICA ACTUAL Y PERSPECTIVAS EN COLOMBIA .....	17
2.1.5. Sector financiero.....	23
2.2. EL SECTOR FINANCIERO COLOMBIANO .....	24
2.2.1. Establecimientos de crédito.....	24
2.2.2. Sociedades de servicios financieros.....	26
2.2.3. Sociedades de capitalización .....	26
2.2.4. Entidades aseguradoras e intermediarios.....	27
2.3. EL SECTOR DE LAS PYMES DE CALZADO EN COLOMBIA.....	27
2.4. ANTECEDENTES, PRESENTE Y PERSPECTIVAS DE LAS OPERACIONES DE COBERTURA Y LOS DERIVADOS EN EL MUNDO Y EN COLOMBIA.....	31
3. MARCO CONCEPTUAL.....	38

3.1.	DEFINICIÓN DE FORWARDS CONCEPTOS TÉCNICOS.....	39
3.1.1	<i>Elementos</i> .....	39
3.1.2	<i>Características</i> .....	40
3.2.	DELIVERY FORWARD AND NON DELIVERY FORWARD .....	41
3.2.1	<i>Delivery Forward</i> .....	41
3.2.2	<i>Non Delivery Forward</i> .....	41
3.3.	DEFINICIÓN DE UN FUTURO CONCEPTOS TÉCNICOS .....	42
3.4.	DEFINICIÓN FORWARD SOBRE UNA DIVISA .....	44
3.5.	CONCEPTO FRA (ACUERDO SOBRE TIPOS DE INTERÉS).....	45
3.5.1.	Forward Sobre Bonos.....	46
3.5.2.	Forward Sobre Acciones O Instrumentos De Capital .....	48
3.5.3.	Concepto Valoración Del Contrato Forward Sobre Una Divisa.....	49
3.5.4.	Definición De Una Cobertura Sintética .....	50
3.5.5.	Riesgos De Los Instrumentos Forward.....	51
4.	MARCO LEGAL.....	53
4.1	Marco Político Nacional.....	53
5.	DISEÑO METODOLGICO .....	63
5.1.	TIPO DE INVESTIGACION .....	63
5.2.	DISEÑO DE LA INVESTIGACION.....	63
5.3.	POBLACIÓN Y MUESTRA.....	63
5.4.	TÉCNICAS E INSTRUMENTOS DE RECOLECCIÓN .....	67
5.5.	ANÁLISIS DE LA INFORMACIÓN .....	68
5.6.	ANÁLISIS APLICATIVO.....	73

6.	CONCLUSIONES .....	78
7.	RECOMENDACIONES .....	79
8.	BIBLIOGRAFIA .....	80
9.	ANEXOS .....	87

## TABLA DE GRÁFICAS

GRÁFICA 1. LA EMPRESA HA SUFRIDO PÉRDIDAS POR TRANSACCIONES CON MODENA EXTRANJERA.....	71
GRÁFICA 2. LA EMPRESA TOMA MEDIDAS PARA EVITAR RIESGOS.....	71
GRÁFICA 3. MEDIDAS PARA EVITAR RIESGOS. ....	72
GRÁFICA 4. CONOCIMIENTO SOBRE DERIVADOS FINANCIEROS.....	73



## TABLA DE CUADROS

CUADRO 1. DIFERENCIAS ENTRE FUTUROS Y FORWARDS .....	43
CUADRO 2. POBLACIÓN Y MUESTRA .....	63
CUADRO 3. FICHA TECNICA ENCUESTA.....	68
CUADRO 4. FICHA GENERAL ENCUESTA. ....	69
CUADRO 5 FORWARD EXPORTACIÓN BANCOS.....	75
CUADRO 6 FUTURO DE TRM.....	77

## INTRODUCCION

El sector financiero y la Bolsa de Valores de Colombia han introducido en el mercado la figura de los derivados financieros, los cuales no sólo representan una serie de productos adicionales disponibles, sino que, puestos a disposición de los comerciantes y de lograr un uso apropiado, pueden resultar benéficos en las actividades mercantiles, especialmente las de carácter trasnacional, ya que una de sus características esenciales está relacionada con el control de otro activo subyacente, como lo es precio de las divisas, a cuyos cambios está sometido el éxito o el fracaso de operaciones comerciales que se realicen a nivel internacional; por ello, el uso de derivados financieros representa, en cierta medida, un control de los riesgos que se suscitan en la ejecución de dichas actividades.

Y ¿cuán ventajoso puede resultar la implementación de dichos instrumentos en las labores de exportación de determinados productos?, es este el interrogante planteado en la presente investigación, lo que conlleva a proponer un estudio sobre la “VIABILIDAD DEL USO DE CONTRATOS FUTUROS PARA LA COBERTURA DE RIESGOS EN LAS EXPORTACIONES DE CALZADO POR PARTE DE LOS EMPRESARIOS DE LA CIUDAD DE BUCARAMANGA”

El enfoque teórico principal, que se utiliza en la presente investigación, es la teoría clásica sobre contratos futuros, la cual se ha utilizado para analizar mediante una relación funcional el uso, disposición legal, los factores de la producción y los condicionantes socioeconómicos que actúan como variables independientes en la actividad de exportación de calzado desde la ciudad de Bucaramanga y modelar, así, un resultado comparativo de ventajas y desventajas.

La parte empírica de la investigación se apoya en un conjunto de datos generados por una encuesta probabilística realizada a los gerentes de las empresas seleccionadas en

el muestro que permite identificar un panorama del uso de la figura y las características de su aplicación. El área de estudio comprende la ciudad de Bucaramanga.

El desarrollo de la presente investigación comprende 5 capítulos que se describen a continuación:

El capítulo I, constituye la descripción de la problemática central de la investigación y los objetivos a desarrollar. El capítulo II, desarrolla la descripción del modelo de operación de los contratos futuros en Colombia y en Bucaramanga ciudad seleccionada para el diagnóstico.

El capítulo III, es una correlación de los beneficios del uso de contratos futuros para la cobertura de riesgos. El capítulo IV, es un despliegue normativo sobre derivados financieros en Colombia y la regulación que le corresponde. Y finalmente el capítulo V es un avance estadístico del uso de contratos futuros por parte de los exportadores de calzado en la ciudad y un análisis aplicativo de lo desarrollado en el transcurso de la investigación.

Posteriormente se presentarán las conclusiones y recomendaciones. Para finalizar señalando las referencias bibliográficas revisadas y los anexos, tales como cuadros estadísticos, cuestionario y guía de entrevista.

Así las cosas, lo que se pretende con esta investigación es propiciar un análisis que sirva como argumento a los exportadores de la industria del calzado bumanguesa, para que aprovechen la existencia de los productos derivados financieros en la cobertura de los riesgos propios a los que se exponen por la realización de su actividad comercial.

## 1. EL PROBLEMA.

### 1.1 EL TITULO.

“VIABILIDAD DEL USO DE CONTRATOS FUTUROS PARA LA COBERTURA DE RIESGOS EN LAS EXPORTACIONES DE CALZADO POR PARTE DE LOS EMPRESARIOS DE LA CIUDAD DE BUCARAMANGA”.

### 1.2 PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA.

En cuanto a la producción de pieles bovinas en Latinoamérica, Colombia ocupa el cuarto lugar con 3.500.000 de cabezas, después de Brasil con 24.000.000 de cabezas y Argentina con 12.000.000 de cabezas. México, país que según estimaciones sobre el sector se considera que la producción mundial de calzado se ubica en alrededor de 10 mil millones de pares anuales, participando con cerca del 2.4% de la producción mundial, en este mismo sector, nuestro país se encuentra ubicado en el puesto dieciséis, participando además con un 2% de la producción de pieles bovinas, mientras que Brasil y Argentina ocupan los puestos 3 y 4 con un 30% de la producción (IMEBU: 2010).

Por ello, la industria del calzado ha cobrado gran importancia en la economía del país, siendo Santander el cuarto departamento a nivel nacional que realiza exportaciones de dicho producto. Adicionalmente ha demostrado crecimiento en los mercados nacionales e internacionales, registrando en el primer semestre del 2009 exportaciones de 81.8 millones de dólares, con un incremento del 16% en comparación con el año anterior, según expone Quirós M., (2010).

Con los nacientes incentivos que realizan diferentes entidades públicas y privadas para motivar el aumento de exportaciones de calzado en Santander, se ha buscado

proyectarlo como fuente de empleo y estabilidad económica, analizando a los diferentes competidores, mercados objetivos, aprovechando convenios comerciales y generando la realización de transacciones con diferentes países.

Si bien la apertura de mercados a nivel internacional es una plataforma muy atractiva y que genera grandes beneficios para la industria y para la zona territorial, también expone a los empresarios a tener que asumir los diferentes riesgos que esta situación conlleva, como tener la capacidad suficiente para cumplir con los requerimientos y cantidades solicitadas por el cliente, los conflictos diplomáticos generados con los países comerciantes, cambios en las leyes y reglamentaciones internas o de los países a los que se exporta, volatilidad en el cambio de divisas, entre muchos otros.

Este último riesgo es uno de los que más preocupa a los exportadores, pues las transacciones por este tipo de negocios se realizan siempre en una moneda diferente a la del país de origen de la mercancía, entonces el aumento o la baja en el precio de otras monedas, especialmente del dólar, puede llegar a perjudicar gravemente la estabilidad de las compañías, pudiendo llegar a generar el cierre de las mismas, en los peores casos.

Ante dicha situación, el sector financiero ha generado una serie de instrumentos que, de usarse adecuadamente, pueden llegar a minimizar enormemente los riesgos de las exportaciones, sobre todo en lo concerniente a la volatilidad en el cambio del precio de las divisas en las que se realizan las negociaciones, estos instrumentos son conocidos como derivados financieros.

Los derivados son activos financieros cuyo precio depende del comportamiento del precio de otro activo subyacente. *“En términos generales, un derivado es un acuerdo de compra o venta de un activo determinado, en una fecha futura específica y a un precio definido. Los activos subyacentes, sobre los que se crea el derivado, pueden*

*ser acciones, títulos de renta fija, divisas, tasas de interés, índices bursátiles y materias primas, entre otros.”(Bolsa de Valores de Colombia 2012).*

Se entiende entonces que con el uso de los derivados financieros se puede evitar la pérdida por el cambio inesperado en los precios de los activos, ya sean divisas, acciones, etc., pactando un precio fijo a futuro. Aun así, no se debe desconocer que este tipo de negocios también tiene sus riesgos, pero son grandes los beneficios que se pueden llegar a conseguir si se usan adecuadamente, teniendo en cuenta que lo que se busca con ello es respaldar al exportador protegiéndolo de los riesgos mencionados.

La Bolsa de Valores de Colombia (BVC) ha procurado ofrecer mayor cantidad de derivados financieros estandarizados con el objetivo de establecer un mercado regulatorio y poner al servicio de los intervinientes Cámara de Riesgo Central de Contraparte (CRCC), a través de la cual se liquida y compensa todo contrato derivado en Colombia. Procurando así generar mayor respaldo y credibilidad para que los empresarios colombianos se interesen en el uso de dichos productos financieros.

A pesar de las ventajas que ofrecen los derivados financieros, muchos de los empresarios santandereanos que están exportando sus productos actualmente, desconocen la existencia de los mismos y, por ende, están ajenos a los beneficios que representan o temen involucrarse en tales negociaciones.

Según Bedoya S., (2007), tal desconocimiento resulta ser en cierta medida alarmante, *“especialmente cuando se tiene que muchas de las compañías nacionales dedicadas a la exportación de diferentes productos como flores, textiles, entre otros, reciben ingresos en dólares, teniéndose que enfrentar a la variación de esta divisa, pues en Colombia los dólares se pagan en pesos y las demás monedas en dólares (para los intermediarios bancarios).”*

Como empresarios, es normal que exista cierto temor y recelo en cuanto a la inversión en los productos financieros que ofrece la bolsa de valores, pero si estos, a pesar de los beneficios, por desconocimiento del funcionamiento de los mismos o falta de una adecuada asesoría, no son aprovechados, los riesgos en las exportaciones, generados por la variación en el precio del dólar, pueden llegar a ser devastadores para los empresarios nacionales.

### **1.3 OBJETIVOS DE LA INVESTIGACIÓN**

#### *1.3.1 Objetivo General*

Diagnosticar la viabilidad del uso de contratos futuros para la cobertura de riesgos en las exportaciones de calzado por parte de los empresarios de la ciudad de Bucaramanga.

#### *1.3.2 Objetivos Específicos*

- Identificar el desarrollo normativo sobre derivados financieros en Colombia.
- Determinar el modelo de operación de los contratos futuros en Colombia
- Establecer la estadística del uso de contratos futuros por parte de los exportadores de calzado en la ciudad de Bucaramanga.

- Identificar los beneficios del uso de contratos futuros para la cobertura de riesgos a los que se exponen los exportadores de calzado en Bucaramanga.



## 1.4 JUSTIFICACIÓN

La industria del calzado es una de las más importantes en el departamento de Santander y muy especialmente su capital, la ciudad de Bucaramanga, tal como lo indica el Banco de la República (2006), en su boletín económico regional:

*“El subsector de cuero, calzado y sus manufacturas es líder en Santander, con una imagen consolidada en el exterior, especialmente en Ecuador, Estados Unidos, Puerto Rico y Panamá. El clúster en Santander cuenta con 1.147 empresas dedicadas a la producción de cuero, calzado y sus manufacturas, de las cuales 1.014 están dedicadas a la producción de calzado, 116 a la marroquinería y 17 empresas están relacionadas con la curtición. A su vez, Bucaramanga presenta altas proyecciones de crecimiento, especialmente del calzado, por tratarse de una industria con conceptos de elaboración de productos artesanales con alto valor agregado.”*

Motivo por el cual ha sido objeto de variados incentivos por parte del Estado con el fin de proyectar sus productos a nivel internacional y, así, convertirse en una excelente fuente generadora de empleo. El tema de las exportaciones en los empresarios del departamento no es nuevo, pero sí ha tomado mucha fuerza en los últimos años. Sin embargo, ante ello, existen muchos riesgos que deben asumirse cuando se espera realizar este tipo de transacciones, los cuales deben ser prevenidos y buscar alternativas que minimicen los efectos nocivos que puedan llegar a generar.

Uno de los riesgos más comunes es la variación en el precio del dólar, pues los ingresos que reciben los empresarios por sus exportaciones son en esta divisa, así, si el dólar llega a tener un precio mayor al esperado, al momento de efectuarse el pago, el exportador habría generado una ganancia mucho más importante de la que se había previsto; por el contrario, si la divisa tuviese en ese momento un precio menor, podría llegar a tener una pérdida de gran magnitud, tanto que cause el cierre de su compañía.

Los productos derivados, en el sector financiero, son instrumentos a través de los cuales se puede llegar a reducir considerablemente el riesgo mencionado. Uno de dichos productos es el contrato futuro, el cual *“es una obligación de comprar o vender cierto activo subyacente, en una fecha futura previamente especificada por la bolsa, y a un precio fijado el día de la negociación.”*(BVC, 2012).

Ahora, teniendo en cuenta que lo que se busca es evitar o evadir la fluctuación en el precio de la divisa, lo que se hace básicamente con el contrato futuro es mantener el precio del activo subyacente hasta el vencimiento de aquel. Sin embargo, el desconocimiento de este tipo de productos financieros por parte de los exportadores hace que no sean usados con la frecuencia que se podría hacer.

Claramente, un exportador que no conoce estos productos y que no tiene la asesoría adecuada al respecto, no estará interesado en invertir en ellos. Por ello, se ha evidenciado la necesidad de hacer un análisis sobre los beneficios reales que tiene el uso de este tipo de instrumentos financieros en cuanto a la cobertura de los riesgos a los que se exponen los exportadores locales, sobre todo, en lo que respecta a la variación del dólar; así mismo, es necesario analizar cuáles son las posibles desventajas al invertir en contratos futuros y, teniendo en cuenta beneficios y desventajas, llegar a determinar la viabilidad de la negociación respecto a las exportaciones en la industria del calzado en Santander.

## 2. MARCO DE REFERENCIA

### 2.1. LA ESTRUCTURA ECONÓMICA ACTUAL Y PERSPECTIVAS EN COLOMBIA

En las dos últimas décadas, el gobierno colombiano de la mano con las autoridades económicas ha emprendido una reforma estructural que implica la transformación del modelo de desarrollo que se venía siguiendo en el país, es así como a partir de la apertura económica de 1991, se crea en Colombia una nueva estructura económica que propende por un desarrollo sostenido; como ha indicado el Banco de la República:

*“El objetivo del nuevo modelo es modernizar el aparato productivo, así como internacionalizar la economía mediante un programa de apertura del comercio exterior. Con ello se eliminan las distorsiones originadas anteriormente por el mantenimiento de un elevado proteccionismo y, en general, de una excesiva intervención estatal.”(Banco de la República 2012).*

La finalidad del gobierno colombiano fue generar transformaciones en materia financiera, reformando el campo comercial, laboral y económico que se había desarrollado en los últimos años, siendo este el motivo por el cual se originó un proceso de cambios y mejoras en la infraestructura física, inversión en nuevas tecnologías y un impulso contundente a la industria del país. Es a partir de esta situación que surge una estructura económica diversificada que propende por una composición sectorial en la que los bienes intermedios y de capital tengan mayor importancia.

La nueva clasificación de las actividades económicas que hasta el día se establecen como el pilar del producto interno del país son las descritas y reiteradas por la DIAN (2008), entre ellas se encuentran agricultura, minería, construcción, industrias

manufactureras, intermediación financiera, entre otras, las cuales han tenido gran movilidad en los últimos años y un papel fundamental como se verá a continuación:

### 2.1.1. Sector agropecuario

Como en la gran mayoría de los países latinoamericanos, el sector agropecuario ha sido durante años el pilar primario de la economía de los colombianos, como lo ha expuesto el Banco de la República (2012) *“El sector agropecuario contribuye al proceso de acumulación no sólo como productor de bienes para el consumo, sino también, como uno de los sectores generadores de divisas para importar bienes de capital y materias primas para los otros sectores de la economía.”*

En cifras oficiales del DANE, citado por PROEXPORT (2011), se ha expuesto que el sector agropecuario aporta el 9% del PIB, sus ventas al exterior representan el 21% del valor de las exportaciones totales y genera el 19% del empleo a nivel nacional y el 66% en las zonas rurales. Para el periodo 2004-2009 el PIB sectorial creció 2.3% promedio real anual, alcanzando niveles de 3.9% en los años 2006 y 2007. El comportamiento favorable se explica, no sólo por el incremento de las ventas externas agrícolas (de US\$3 mil millones en 2004 a US\$6 mil millones en 2009), sino por la ampliación del mercado interno.

Aún con estos notables resultados y el proceso de liberación comercial que se vivió en los años noventa y que ocasionó inversiones en el sector agropecuario, tan sólo el 3% del territorio nacional es usado con fines agrícolas, siendo Colombia uno de los países con mayor potencial de expansión de tierras para uso agrícola. De acuerdo a datos entregados por la SAC (2011) el 69% de las exportaciones corresponden a café, flores, banano y azúcar, productos que por su amplia tradición productiva cuentan con mercados consolidados en Europa y Estados Unidos. Sin embargo se ha dado el

posicionamiento de otros productos como el aceite de palma, la carne de bovino, algunas frutas y hortalizas, la confitería a base de azúcar y cacao entre otros.

Según la FAO (2012) Colombia se ubica en el puesto 25 entre 223 países en donde se evalúa el potencial de expansión del área agrícola. Nuevamente cifras oficiales del DANE (2012), indican que entre 2004 y 2008, el valor de las exportaciones y de las importaciones creció 13% y 12% promedio anual respectivamente. Colombia pasó de exportar cerca de US\$ 3.000 millones en 2004 a casi US\$ 6.000 millones en 2008, convirtiéndose junto con minería en una fuente importante de divisas para el país.

### 2.1.2. Sector Minero

El sector minero se ha destacado como la actividad que promueve el crecimiento económico y la inversión extranjera directa, jalonando importantes inversiones en conocimiento técnico e investigación permanente, así como cuantiosas inversiones económicas cuyos retornos generalmente se tardan hasta que se llevan a cabo los procesos de prospección, exploración, explotación, extracción, refinación, comercialización y beneficio de la actividad.

En cifras exactas sobre la actividad, el Ministerio de Minas (2012) ha informado que: *“Colombia se destaca como el primer productor de carbón de América Latina, décimo en el mundo y el cuarto exportador a nivel mundial. Sus reservas totales están estimadas en cerca de 17.000 millones de toneladas, de las cuales se han comprobado 7.000 millones.”* Lo cual representa que el producto principal del sector minero es el carbón, la producción de carbón pasó de 39.4 millones de toneladas en 2002 a 72.3 millones de toneladas en el 2009, lo cual representa un incremento del 83%. en seis años.

En cuanto al petróleo y gas, estos recursos que también son pilares de la economía colombiana ya que tienen como finalidad el autoabastecimiento energético del país; y representa alto niveles de inversión, y pago de impuestos por las exportaciones que realizan, lo cual representa un positivo resultado en la balanza comercial y cambiaria del país. La producción de crudo pasó de 578 KBPD (Kilos de Barriles Por Día) en 2002 a 671 KBPD en el 2009, lo cual representa un incremento del 16%. La producción de gas pasó de 603 MPCD en 2002 a 1016 MPCD en el 2009, lo cual representa un incremento del 69%.

La Asociación Colombiana del Petróleo (2008) ha señalado que durante el periodo 2010–2015 continuarán registrándose importantes inversiones en producción de hidrocarburos, de manera tal para el 2015 se espera alcanzar una producción cercana a 1,3 millones de barriles diarios equivalentes, incorporando aproximadamente 1,400 millones de barriles de nuevas reservas.

Es claro como este sector representa importantes aportes en generación y mantenimiento de empleo, para la nación así como recursos para las regiones por concepto de regalías y encadenamientos productivos que jalonan el agregado económico nacional.

### 2.1.3. Sector manufacturero

En las últimas dos décadas el sector manufacturero ha representado el 3° lugar en aportes anuales al PIB del país, consolidándose después del sector minero y agropecuario.

De acuerdo a la encuesta anual manufacturera (EAM, 2001), los sectores más grandes, textiles y alimentos, representan en conjunto 45% de los establecimientos y del empleo de la industria manufacturera. Entre 1977 y 2001, el sector manufacturero

dobló el valor real de su producción; sin embargo, medido en términos del número de establecimientos productivos o del empleo, ha crecido 15% y 8%, respectivamente, lo que implica un aumento significativo de la productividad laboral.

Datos del DANE citado por PROEXPORT (2012), indican que el PIB de la industria manufacturera en Colombia creció 11,4% en el 2011, alcanzando los US\$ 41.035 millones; La industria manufacturera es la tercera más importante del país, representando en el 2011 el 14% del valor agregado nacional y el 13% del PIB.

El sector manufacturero ha evolucionado y especializado en las últimas dos décadas desde la apertura económica, lo que ha significado un fortalecimiento del mercado accionario de las sociedades de capital, con el consiguiente impulso de capitalización y en la legislación sobre inversión extranjera. Según balances del Banco de la República: *“el avance en el sector manufacturero se ha manifestado en el incremento en las ventas, mayores utilidades, mejoramiento de los indicadores financieros, reducción en los niveles de endeudamiento y una mayor utilización de la capacidad instalada.”*(2012).

#### 2.1.4. Sector de la Construcción

Uno de los sectores que mayor fuente de empleo representa para el país es el de la construcción, siendo este el motivo por el cual los planes de desarrollo del gobierno en turno, siempre se encaminan hacia la creación de programas que incentive su producción, desde la creación de las unidades de poder adquisitivo constante hasta la canalización específica de los recursos a la construcción de vivienda.

Según informes del Centro de Estudios de la Construcción y el Desarrollo Urbano y Regional, (CENAC: 2011) tomando cifras del DANE, se determinó que el menor crecimiento en el sector de la construcción se presentó en el año 2010: después de crecer a tasas superiores al 7% desde el año 2002, el sector de la construcción registró

una variación de tan sólo 1.9% en el 2010. Las proyecciones macroeconómicas y sectoriales realizadas por Fedesarrollo, revelan la expectativa de mayores tasas de crecimiento en los años 2011 y 2012, especialmente en el año en curso, donde se proyecta un crecimiento del 5.7% del PIB total y del 9.9% del sector construcción.

Cifras del DANE (2012), en los indicadores económicos del 2012, alrededor de la construcción muestran como el PIB, registró una disminución en el primer trimestre de 2012 de 0,6% respecto al primer trimestre de 2011. Este comportamiento obedeció en gran parte al subsector de obras civiles que registró un decrecimiento de 8,1%. Las licencias de construcción aprobadas disminuyeron 27,4%, y el área nueva o iniciada obtenida a partir del Censo de Edificaciones registró un aumento de 35,9%. La Vivienda diferente de Interés Social en el trimestre de análisis, registró una disminución de 26,0% en su área licenciada respecto al primer trimestre de 2011.

Por su parte, la financiación de vivienda diferente de interés social aumentó 2,1% respecto al primer trimestre de 2011. El Indicador de Inversión en Obras Civiles disminuyó 8,1%, resultado que estuvo determinado principalmente por el grupo carreteras, calles, caminos y puentes, que registró una disminución de 13,7%.

De lo anterior también es posible destacar que el sector de la construcción realiza un significativo aporte a la producción laboral del país. Como se ha expuesto anteriormente por CAMACOL (2008):

*“En la actualidad, el sector de la construcción representa alrededor de 6,3% del PIB y 4,9% del empleo total del país. Existe evidencia para afirmar que hay una importante dinámica interna de la demanda por construcción y a pesar de las medidas del Banco de la República para frenar las presiones inflacionarias, la disponibilidad de crédito para inversión y consumo aún se mantiene en niveles elevados.”*



### 2.1.5. Sector financiero

El sistema financiero es de suma importancia, pues en él, se manejan y orientan importantes cantidades de recursos, y se constituye como un factor esencial en el desarrollo económico del país. La Ley de Reforma Financiera, llevó a cabo una acción de fundamental importancia para cambiar la estructura del sistema financiero, con el objeto de que este pueda desarrollarse en un ambiente más libre, competitivo y transparente. Este sector se compone principalmente por la autoridad monetaria, los bancos comerciales, las corporaciones financieras, las corporaciones de ahorro y vivienda y las compañías de financiamiento comercial; Dada la importancia temática para el presente proyecto el Sector financiero será expuesto, analizado y desarrollado con mayor profundidad en el siguiente capítulo.

Ahora bien las perspectivas económicas nacionales para el segundo semestre del 2012 y el primer trimestre del 2013 sigue siendo moderado, ya se estima una desaceleración hasta del 4,4 % después de tener un nivel de crecimiento del 5,6 % que se dio en el año 2011, esta situación es producto de un contexto internacional muy complicado con una latente crisis en la zona del EURO y con una recuperación moderada del economía estadounidenses; aunque las economías Latinoamericanas se encuentran en buena forma para enfrentar los retos en el entorno económico global el reto sigue siendo grande. El sector minero y energético continuará representando el crecimiento en Colombia, la demanda doméstica será la base para ser de ese crecimiento un comportamiento sostenible. Así lo afirma también el Consultor Financiero Stengl (2011):

*“En contraste con el complejo y poco prometedor panorama económico internacional, Colombia cuenta actualmente con un crecimiento positivo de su balanza comercial. Pero contará también para el 2012 con variables internas desfavorables, como por ejemplo el incremento de la inflación y de*

*la tasa de interés, un elevado déficit fiscal, una tendencia revaluacionista del peso y un importante retroceso en materia de seguridad.”*

## 2.2. EL SECTOR FINANCIERO COLOMBIANO

El sector financiero es una fuente de inagotable importancia para la economía de la nación, ya que permite que los recursos fluyan y que la actividad económica del país genere mayor empleo e inversiones. Este sector se halla integrado por establecimientos de crédito, sociedades de servicios financieros, sociedades de capitalización, Entidades aseguradoras e Intermediarios de seguros y reaseguros

El crecimiento y posicionamiento de esta actividad económica ha motivado que los más recientes gobiernos incentiven nuevas directrices normativas encaminadas a la regulación propia del sector como es el caso del “Estatuto Orgánico del Sistema Financiero” (Colombia, Decreto 663 Abril 2 de 1993).

Las clasificaciones y disposiciones normativas esenciales que se han dispuesto en el Estatuto sobre el sistema financiero y asegurador son las siguientes:

1. Establecimientos de crédito.
2. Sociedades de servicios financieros.
3. Sociedades de capitalización.
4. Entidades aseguradoras.
5. Intermediarios de seguros y reaseguros

### 2.2.1. Establecimientos de crédito.

- a) Los establecimientos de crédito comprenden las siguientes clases de instituciones financieras: establecimientos bancarios, corporaciones

financieras, corporaciones de ahorro y vivienda, compañías de financiamiento comercial y cooperativas financieras.

Se consideran establecimientos de crédito las instituciones financieras cuya función principal consista en captar en moneda legal recursos del público en depósitos, a la vista o a término, para colocarlos nuevamente a través de préstamos, descuentos, anticipos u otras operaciones activas de crédito.

- b) Son establecimientos bancarios las instituciones financieras que tienen por función principal la captación de recursos en cuenta corriente bancaria, así como también la captación de otros depósitos a la vista o a término, con el objeto primordial de realizar operaciones activas de crédito.
- c) Son corporaciones financieras aquellas instituciones que tienen por función principal la captación de recursos a término, a través de depósitos o de instrumentos de deuda a plazo, con el fin de realizar operaciones activas de crédito y efectuar inversiones, con el objeto primordial de fomentar o promover la creación, reorganización, fusión, transformación y expansión de empresas en los sectores que establezcan las normas que regulan su actividad.
- d) Son corporaciones de ahorro y vivienda aquellas instituciones que tienen por función principal la captación de recursos para realizar primordialmente operaciones activas de crédito hipotecario de largo plazo.
- e) Son compañías de financiamiento comercial las instituciones que tienen por función principal captar recursos a término, con el objeto primordial de realizar operaciones activas de crédito para facilitar la comercialización de bienes y servicios, y realizar operaciones de arrendamiento financiero o leasing.

- f) Son cooperativas financieras los organismos cooperativos especializados cuya función principal consiste en adelantar actividad financiera, su naturaleza jurídica se rige por las disposiciones de la Ley 79 de 1988; las operaciones que las mismas realicen se regirán por lo previsto en la presente ley, en el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero y demás normas que les sean aplicables.

Las cooperativas financieras se encuentran sometidas al control, inspección y vigilancia de la Superintendencia Bancaria y para todos los efectos son establecimientos de crédito.

#### 2.2.2. Sociedades de servicios financieros.

Son sociedades de servicios financieros las sociedades fiduciarias, los almacenes generales de depósito, las sociedades administradoras de Fondos de Pensiones y de cesantías y las sociedades de intermediación cambiaria y de servicios financieros especiales, las cuales tienen por función la realización de las operaciones previstas en el régimen que regula su actividad. Las sociedades de servicios financieros tienen el carácter de instituciones financieras.

#### 2.2.3. Sociedades de capitalización

Las sociedades de capitalización, son instituciones financieras cuyo objeto consiste en estimular el ahorro mediante la constitución, en cualquier forma, de capitales determinados, a cambio de desembolsos únicos o periódicos, con posibilidad o sin ella de reembolsos anticipados por medio de sorteos.

#### 2.2.4. Entidades aseguradoras e intermediarios.

- a) Son entidades aseguradoras las compañías y cooperativas de seguros y las de reaseguros.
- b) Son intermediarios de seguros los corredores, las agencias y los agentes, cuya función consiste en la realización de las actividades contempladas en el presente Estatuto.
- c) Son intermediarios de reaseguros los corredores de reaseguros.

Los mercados financieros son esenciales para la movilidad de la economía. Los sistemas bancarios y los mercados accionarios estimulan el crecimiento, siendo este el factor que más incide en la reducción de la pobreza. Si los sistemas financieros son sólidos, se cuenta con información confiable y accesible que reduce los costos de transacción. Esto a la vez mejora la asignación de recursos y el crecimiento económico.

### 2.3. EL SECTOR DE LAS PYMES DE CALZADO EN COLOMBIA.

En Colombia, según la Ley 590 de 2000, para el Fomento de la Micro, Pequeña y Mediana Empresa: PYMES se clasifican así:

- a) Microempresa: Personal no superior a 10 trabajadores. Activos totales inferiores a 501 salarios mínimos mensuales legales vigentes
- b) Pequeña Empresa: Personal entre 11 y 50 trabajadores. Activos totales mayores a 501 y menores a 5.001 salarios mínimos mensuales legales vigentes.

- c) Mediana: Personal entre 51 y 200 trabajadores. Activos totales entre 5.001 y 15.000 salarios mínimos mensuales legales vigentes.

Ha sido una labor constante de las políticas internas del país promover el desarrollo integral de las micro, pequeñas y medianas empresas (PYMES) considerando que ellas son la base para la generación de empleo, el desarrollo regional, la integración entre sectores económicos, el aprovechamiento productivo de pequeños capitales y el aumento de la capacidad empresarial de los colombianos.

El impulso a las PYMES, se ha llevado a cabo facilitando el acceso a mercados de bienes y servicios, tanto para la adquisición de materias primas, insumos, bienes de capital y equipos, como para la realización de sus productos y servicios a nivel nacional e internacional, la formación de capital humano, la asistencia para el desarrollo tecnológico y el acceso a los mercados financieros institucionales, el subsector del calzado en Colombia, no ha sido ajeno a esta realidad.

La PYMES del calzado es un subsector correspondiente a la cadena productiva del cuero, se puede organizar en cuatro grandes actividades, las cuales son: producción de cuero crudo, curtiembre, marroquinería y calzado; el proceso de la producción es el siguiente:

*“El subsector marroquinería y su gestión, empiezan desde el punto mismo en el cual los productores de ganado reciben las crías en sus hatos provenientes de los diferentes vientres. La calidad de la piel de dichas crías, depende en gran medida de las buenas prácticas ganaderas. Beneficiado el cuero, proveniente de los centros de acopio o mataderos municipales, comienza el proceso de curtiembre, el cual se hace de dos tipos, por medio de insumos vegetales o minerales, dependiendo el tipo de producto final y el uso que se vaya a dar. La clasificación de las pieles se basa en criterios zootecnistas, como son: peso de la piel, tamaño de la piel, presencia o no de marcas de fuego y su localización, condición sexual del animal, nivel de engrasamiento, presencia o no de defectos como rayones y cortaduras, diseño de la piel. El*

*siguiente paso en la cadena es el de marroquinería y talabartería o fabricación de los productos finales. Consta de cinco movimientos a saber diseño, modelo, cortado, guarnecido, terminado y empaque y en cada uno de ellos es de suma importancia la tecnología y el capital humano invertido. Por último se llega a la producción de calzado como producto final, en éste paso o proceso, intervienen materias primas diferentes al cuero como son textiles, caucho y plástico.(Departamento Nacional de Planeación: 2004).”*

Según el IMEBU (2010), La industria del calzado en Colombia se encuentra en un período de transición a medio camino entre la consolidación de un nuevo tipo de economía, que basa su funcionamiento en el uso de dotaciones crecientes de tecnologías digitales y de conocimiento en un contexto de producción global, y el mantenimiento de las estructuras organizativas y productivas tradicionales de la economía industrial y de servicios.

Las cifras del DANE, (2010), señalan que Colombia, con 3.500.000 de cabezas ocupa el cuarto lugar de producción de pieles bovinas en Latinoamérica, después de Brasil (24.000.000 de cabezas), Argentina (12.000.000 de cabezas) y México (10.000.000 de cabezas), Colombia ocupa el puesto número 16 a nivel mundial, participando además con un 2% de la producción de pieles bovinas (Brasil y Argentina ocupan los puestos 3 y 4 con un 30% de la producción).

Según la EAM (2010) en el primer semestre del 2010, se observa un crecimiento en producción y Ventas reales de 3.3% y 0.5% respectivamente en la industria del calzado en Colombia. El sector de calzado y sus partes en el primer semestre del año 2010, registró exportaciones por 21.4 millones de dólares, con una caída de -74% frente a las exportaciones registradas en el mismo periodo del 2009.

Situación anterior que se da a diversos factores como fallas en gestión administrativa, debilidades en tecnología de punta lo que ha traído como resultado sensibilidades muy altas ante variaciones de precio en el mercado, entrada de nuevos competidores,

como es el caso de los productos chinos y fragilidad en la conformación de asociaciones que los representen.

Ahora bien, sobre el sub-sector de calzado en Santander, el Banco de la República (2006) ha emitido el boletín económico regional:

*“El subsector de cuero, calzado y sus manufacturas es líder en Santander, con una imagen consolidada en el exterior, especialmente en Ecuador, Estados Unidos, Puerto Rico y Panamá. El clúster en Santander cuenta con 1.147 empresas dedicadas a la producción de cuero, calzado y sus manufacturas, de las cuales 1.014 están dedicadas a la producción de calzado, 116 a la marroquinería y 17 empresas están relacionadas con la curtición. A su vez, Bucaramanga presenta altas proyecciones de crecimiento, especialmente del calzado, por tratarse de una industria con conceptos de elaboración de productos artesanales con alto valor agregado.”*

La Cámara de Comercio (2012) también entrega cifras que el subsector del calzado genera en el Departamento de Santander, lo cual refleja un gran potencial de crecimiento y muestra claramente la importancia de dicho sector e indica con propiedad la incidencia de él en la economía santandereana:

*“El subsector calzado emplea aproximadamente 33.414 personas, con un porcentaje de error del 5%, el total de empleados, que dicen tener las empresas registradas ante la Cámara de Comercio de Bucaramanga, es de 122.456, lo cual indica que el subsector calzado en la ciudad emplea aproximadamente el 27,3 % de la población apta para laborar.”*

Todo lo anterior conlleva que las PYMES del calzado en Colombia, y en el Departamento de Santander en particular sean un aporte importante para la economía de la nación, gracias al jalonamiento en sectores como la generación de empleo, participación en el PIB nacional y regional y otros factores de tipo social.



## 2.4. ANTECEDENTES, PRESENTE Y PERSPECTIVAS DE LAS OPERACIONES DE COBERTURA Y LOS DERIVADOS EN EL MUNDO Y EN COLOMBIA

Los orígenes de los mercados de derivados financieros son comentados por diferentes fuentes de información coincidiendo en que nacieron en Chicago (Estados Unidos) y en Londres (Inglaterra), pero no existe un acuerdo sobre la época en la que comenzaron, pues unas dicen que nacieron simultáneamente, mientras en otras se afirma que Europa tuvo su desarrollo diez años después de su nacimiento en Estados Unidos.

Los orígenes más remotos de los derivados financieros datan desde principios del siglo XVII en Holanda, con el comercio de los bulbos de tulipanes, producto que constantemente tenía fluctuaciones en su precio y esto hacía que los cultivadores y comerciantes se vieran perjudicados, por lo que se empezaron a hacer tratos sobre el precio de los mismos; también en Amsterdam y en Inglaterra se hacían contratos a plazo en el Royal Exchange hacia el 1630.

Para el siglo XVIII en Osaka, Japón, se intercambiaba arroz por el alquiler de los campos de los terratenientes, sin embargo, estas cosechas estaban expuestas a factores impredecibles. (Nota técnica 1996), Al no contar con dinero en efectivo, los cultivadores entregaban los bultos de arroz a almacenes en la ciudad y posteriormente, vendían los recibos de los almacenes (tickets de arroz), otorgando a quien los tuviese el derecho a recibir una cierta cantidad de arroz de una determinada calidad en una fecha futura a un precio acordado desde el momento de la negociación del ticket. De esta forma los comerciantes aseguraban provisiones constantes de arroz y los cultivadores ingresos continuos.

De esta forma se puede decir que se mantuvo el uso informal de lo que hoy se conoce como derivados financieros, durante varios siglos hasta formalizarse en la ciudad de Chicago a mediados del siglo XX, que puede considerarse el centro financiero más importante en lo que a productos derivados se refiere. Según Linares (2012): *“El subsector de productos derivados da empleo directo a 150.000 personas de la ciudad de Chicago, ya que es en dicha ciudad donde se ubican los tres mercados más importantes en cuanto a volumen de contratación, dichos mercados son: Chicago Board of Trade (CBOE), Chicago Mercantile Exchange (CME), Chicago BoardOptions Exchange (CBOE).”*

En cuanto al Chicago Board Of Trade (CBOT), cobra su importancia histórica por haber sido el primero, establecido en 1948, fue el mercado pionero en la negociación de derivados financieros. En sus comienzos, listaba solamente instrumentos agrícolas para su operatoria en el mercado tales como trigo, maíz y avena. Según la investigación de Biollato, en 1975, se inició con la inclusión de contratos de futuro sobre bonos de la tesorería de Estados Unidos en sus ofertas. Hacia el año 1982, se innovó incluyendo en esta bolsa las opciones sobre contratos de futuros, y en 1997, se lanzaron los contratos de futuros y futuros-opciones sobre el índice industrial Dow Jones con un rotundo éxito. Al respecto Biollato (2001) expone:

*“Por más de 145 años, el método primario de operación en el CBOT ha sido el open outcry. Durante las operaciones se encontraban cara a cara en el pido de las operaciones para comprar y vender contratos de futuro. El 20 de octubre de 1994, el CBOT lanzó el Proyecto A, un sistema de operaciones electrónico; y más recientemente, el 27 de agosto del 2000, el CBOT, sustituyó el Proyecto A con la plataforma de operaciones electrónicas A/C/E (Aliance/CBOT/EUREX). En la primera semana, A/C/E tuvo un volumen de operaciones de más de 280.000 contratos.”*

En Europa, los mercados de derivados empiezan a conformarse 10 años después de su nacimiento en Estados Unidos, principalmente en: Holanda EOE

(EuropeanOptionsExchange) 1978, Reino Unido LIFFE (London International FinancialFutures Exchange) 1978, Francia MATIF (Marché a Terme International de France) 1985, Suiza SOFFEX (SwissFinancialFutures Exchange) 1988, Alemania DTB (Deutsche Terminbourse) 1990, Italia MIF (Mercato Italiano Futures) 1993, Suecia, Bélgica, Noruega, Irlanda, Dinamarca, Finlandia, Austria y Portugal también disponen de mercados organizados de productos derivados. Otros países que disponen de mercados de futuros y opciones son Japón, Canadá, Brasil, Singapur, Hong Kong y Australia.

Entrando ya, al mundo latino y teniendo en cuenta la expansión de los mercados de valores desde Londres al resto de Europa, comenta Linares (2012):

*“En España la negociación de instrumentos financieros derivados en un mercado organizado data de finales de los años ochenta, cuando simultáneamente y por iniciativa privada, dos compañías, OM Ibérica y MEFF SA se constituyen con el objeto de gestionar los mercados de opciones y futuros, respectivamente, y deciden el lanzamiento de sendos contratos sobre un Bono del Estado. La resolución de la Dirección General de Tesoro, de 21 de marzo de 1989, por la que se autorizaba las operaciones a plazo, opciones y futuros sobre deuda anotada del Estado, amparaba dicha acción.”*

Ahora bien, en América Latina se ha observado un lento desarrollo de los mercados financieros y propiamente en lo relacionado con derivados. Obviamente existen excepciones, pues aquellos países que han logrado avanzar más en los mercados financieros también han tenido economías más exitosas que otras en su continente. En un estudio realizado por el Fondo Monetario Internacional (FMI), citado por Rodrigo de Rato (2007), en el discurso pronunciado en el marco del Tercer Congreso Internacional de Derivados y Mercado Financiero, se tiene que:

*“Observamos que los países en que el sector financiero es más desarrollado, las instituciones son más sólidas, las políticas macroeconómicas son*

*acertadas y el régimen comercial es más abierto están en mejores condiciones de beneficiarse de la globalización financiera y es mucho menos probable que se vean afectados por la inestabilidad que podría derivarse de la mayor apertura a los flujos internacionales de capital”.*

Al respecto, se enfatiza en la importancia de los mercados de derivados sobre el manejo y gestión de riesgos, teniendo en cuenta que algunos países de Latinoamérica carecen de este tipo de mercados y no existe mayor profundidad y son pocos los instrumentos financieros de este tipo que se encuentran en constante uso en los mercados. Todo ello a causa, en gran medida del desinterés por parte de los inversionistas, quienes ante la inexistencia de regulaciones normativas claras y fuertes y la carencia de información y adecuado asesoramiento, albergan una gran desconfianza respecto al uso de derivados financieros. En relación a ello De Rato (2012), ilustra:

*“Por ejemplo, Brasil tiene los mercados de derivados más importantes de América Latina, y es posible que su éxito se deba en parte a la transparencia y a la administración eficaz de este mercado. Entre las economías emergentes y las de mercados maduros, Brasil es la única que ha establecido la obligación de informar sobre los mercados extrabursátiles de derivados. Por lo tanto, la información que está a disposición de los supervisores es más amplia que en otros mercados. La experiencia de Brasil muestra que la declaración de datos y la transparencia no son imposibles ni excesivamente costosas en los mercados de derivados”.*

Un avance en cuanto a este tema a nivel latinoamericano, ha sido la permanencia del mercado de derivados gestionado por ROFEX, quien en el año 2001 en Argentina creó la División Derivados Financieros (DDF), constituyendo el primer mercado de derivados estandarizados sobre productos financieros de Argentina, registrándose un alto crecimiento en los volúmenes de futuros de dólar y se amplió la oferta de productos (futuros de Euro, Real, Tasa Badlar, entre otros).

Ahora bien, pasando al caso colombiano, los productos derivados más utilizados son los Contratos forward y las operaciones a plazo de cumplimiento financiero (OPCF) sobre tasa de cambio Tasa Representativa del Mercado-Peso/Dólar (TRM) y tasa de interés D.T.F (Tasa de Interés del promedio de Captaciones de las Entidades financieras), sin embargo su desarrollo es incipiente si se le compara con los demás países de América Latina. Estos instrumentos financieros son la base de los productos derivados, la combinación de estos lleva a construir instrumentos financieros que se adecuan a la solución de problemas de inversión y financiación de las empresas. Al respecto comenta Ruiz R., (2003):

*“El caso colombiano resulta excepcional en el contexto latinoamericano puesto que a pesar de que en el país se vienen registrando negociaciones en el mercado derivados desde 1996 (forwards) e implementación de los OPCF en 1998, no se ha presentado un desarrollo adecuado del mismo, por lo que el mecanismo se encuentra subutilizado a pesar del crecimiento vertiginoso que ha experimentado dicho mercado.”*

En relación al mercado de derivados financieros en Colombia se han realizado diversos estudios como el de Jimenez y Zaballa (2012) quienes realizan un primer acercamiento a la realidad colombiana sobre el cubrimiento del riesgo teniendo como finalidad comprender el papel de los instrumentos derivados como mecanismos de gestión del riesgo en las empresas manufactureras en Colombia. Dicho trabajo involucra en primer lugar un análisis teórico del proceso de gestión de riesgos en las empresas y del uso de coberturas como mecanismos para gestionar el riesgo de mercado, en segundo lugar una descripción de los mercados de derivados organizados en el mundo y la situación colombiana, y en tercer lugar la presentación y análisis de los resultados obtenidos en la encuesta: *“Encuesta sobre el uso de instrumentos derivados en las empresas colombianas”*, aplicada durante el segundo semestre del 2008.

Al respecto, Gomez, Vasquez y Sea, (2004) efectúan un estudio más especializado relacionado con la implementación y uso de cada clase de derivado financiero, afirmando:

*“El mercado menos desarrollado es el de tasa de interés local, el cual cuenta con pocos instrumentos. No existen, por ejemplo, los llamados "forward rateagreements", ni una gran cantidad de operaciones a futuro con títulos. Por otra parte, el mercado dispone de operaciones "simultáneas", o "buy-sell backs" que consisten en la venta "spot" de un título y su respectiva compra "forward", la cual, financieramente, equivale a una operación con pacto de recompra (repo). El mercado de ese instrumento se ha venido desarrollando en los últimos años de la mano con el desarrollo del mercado de TES, los cuales son los principales subyacentes. Tomando el promedio mensual de negociaciones a través del Sistema Electrónico de Negociación del Banco de la República, este pasó de \$3;3 billones en 2002 a \$6;5 billones en lo que va de 2004. Ahora bien, esta operación permite mantener posiciones a futuro en los títulos, pero también puede ser generada por las necesidades de liquidez de los agentes y no para generar una cierta exposición en el mercado de títulos”.*

Estos mismo autores comentan sobre los diferentes motivos por los cuales el mercado de derivados financieros en Colombia no es muy amplio, coincidiendo con otros en que la falta de una regulación normativa adecuada, la carencia de índices de referencia y la falta de liquidez, son factores que resultan poco atractivos para los inversionistas. Aun así, reconocen que el uso de derivados financieros sobre tasas de cambio o divisas es uno de los que ha mostrado mayor avance con relación a los demás, reconociendo en los contratos de forward sobre divisas un notable crecimiento, sobre todo a finales del siglo XX a causa de la especulación que hubo en su momento respecto al cambio de moneda.

De esta forma presentan ciertos datos sobre la evolución de los contratos de forward sobre divisas, teniendo en cuenta que *“el monto promedio mensual transado en este mercado pasó de alrededor de US\$450 millones en 1997 a US\$2; 770 millones en*

*2003. Así mismo, el plazo promedio ha aumentado, en ese mismo período, de 39 a 71 días.” (Gómez et al. 2004).*

En consecuencia de lo anterior, se tiene que el mercado de derivados en Colombia, si bien existe y funciona, no es muy amplio y es menor aún el uso que hacen los exportadores nacionales de este tipo de productos financieros, por causas en las que coinciden muchos de los autores consultados en el desarrollo de la presente investigación.

Uno de los factores determinantes, en definitiva es el desconocimiento, la falta de regulación de los agentes del sistema financiero y la carencia de un índice que genere mayor confianza en los inversionistas en general y, para el caso específico, que ofrezca mayor seguridad en cuanto a la cobertura del riesgo cambiario por la realización de negociaciones de exportación.

### 3. MARCO CONCEPTUAL

En el país, existe la Bolsa de Valores de Colombia (2012), donde se realizan operaciones de compra y venta de activos financieros negociables, según criterio y normas fijados por la ley; mientras que el mercado de valores *“es aquel mercado donde los ahorradores intercambian con los inversores sus recursos monetarios a cambio determinados activos financieros”*. Es un mercado secundario al que acuden los inversores con el fin de obtener una rentabilidad sobre su capital. No todos los valores tienen capacidad para cotizar en Bolsa, por lo que aquellos que están autorizados han de cumplir una serie de requisitos. Esto supone una garantía para el buen funcionamiento del mercado, así como un afianzamiento de la confianza de los ahorradores que invierten su capital en activos cotizados en dicho mercado.

Así pues, la bolsa de valores ejerce funciones como de administradora de los mercados que se adhieren, estipulando criterios estandarizados en cuanto a las negociaciones que se llevan a cabo allí, como plazos, topes mínimos y máximos de negociación, entre otros, y regulando la actividad de quienes intervienen en las mismas.

Dentro del concepto de mercado, existen infinidad de clases, según el tipo de producto que se negocie, pero principalmente hay tres, a saber: mercado de deuda, mercado de acciones y el mercado de derivados. En el primero se negocian bonos, pagarés, títulos; en el segundo, como su nombre lo indica, se negocian acciones, y en el tercero se tiene que los títulos que se negocian, derivan su ganancia de otros activos, llamados subyacentes, como divisas, materias primas, tasas de interés, entre otros.

Los derivados son productos financieros usados, en muchos de los casos, para transferir los riesgos de las actividades propias de los negociantes, propiciando la



cobertura de los mismos. Dentro de los cuales están los Forwards y los Contratos Futuros.

### 3.1. DEFINICIÓN DE FORWARDS CONCEPTOS TÉCNICOS

Durante el desarrollo de la investigación se encontró que el concepto de Forwards, salvo pequeñas diferencias de redacción, es el mismo y ha sido generalizado. De tal manera, se puede decir que los forwards son contratos no estandarizados de compra venta, en los cuales las partes se comprometen a comprar o vender cierta cantidad de determinado bien en una fecha futura al precio pactado.

La Circular Básica Contable y Financiera define un forward como un derivado que se formaliza mediante un contrato celebrado entre dos partes, hecho a la medida de las necesidades de éstas, con el fin de comprar o vender una cantidad específica de cierto activo subyacente en una fecha futura, y de acuerdo con las condiciones básicas fijadas por ellas en la fecha de celebración.

Por otro lado, los autores norteamericanos, M. Chance y Brooks (2010), realizan la siguiente definición: *“Un contrato de forward es un acuerdo entre dos partes, para comprar y vender, lo que exige la entrega de un activo en un tiempo y punto determinados con un precio pactado hoy.”*

#### 3.1.1 Elementos

En general, la negociación de forwards implica el uso de unos elementos básicos, cuya variación o movimiento debe tenerse en cuenta. Dichos elementos son:

- Spot: se refiere a la tasa actual del día en el que se realiza la negociación.

- Devaluación: Existen diferentes nociones sobre este concepto, según Zorrilla (2004) *“Es el reflejo del desorden monetario y económico que han producido las políticas económicas de un gobierno, debido al enorme aumento del gasto público. Usando otras palabras, la devaluación consiste en corregir un desequilibrio en el intercambio de bienes y capital, siendo que una balanza desfavorable termina por agotar la reserva de divisas.”*

Para el caso específico de la negociación de Forwards, se toma como la diferencia que se haya entre el valor de las monedas de los países de origen de los negociantes, este elemento se encuentra condicionado a los movimientos del mercado.

- Plazo: Se refiere al tiempo o término de vencimiento de la negociación.
- Tasa Forward: Es la tasa que se pacta a futuro, bajo la cual se han obligado a comprar o vender, con la cual debe cumplirse a la terminación del plazo.

### 3.1.2 Características

Este tipo de derivado financiero tiene como característica principal que es un producto hecho a la medida, es decir, son las partes quienes acuerdan cada uno de los ítems de la negociación los cuales se van a obligar a cumplir.

También exige mayor responsabilidad de las partes, pues, cada una de las operaciones pactadas es de obligatorio cumplimiento para ambas; así mismo, los contratos de forwards no son transferibles ni negociables una vez realizado y aprobado el acuerdo.

## 3.2. DELIVERY FORWARD AND NON DELIVERY FORWARD

Existen principalmente, dos clases de contratos de forwards: *delivery* y *nondelivery*. La diferencia entre estas dos clases, básicamente consiste en la entrega física de moneda según la tasa pactada.

### 3.2.1 *Delivery Forward*

Esta clase de acuerdo también es conocido como Forward por Entrega Física y, como su mismo nombre lo indica, en esta negociación, una vez vencido el plazo y llegada la fecha de cumplimiento, se debe efectuar un intercambio físico de monedas, según el tipo de cambio pactado.

Es decir, si las divisas sobre las cuales se realizó la negociación fueron dólares y pesos, una parte debe entregar los dólares acordados y la otra debe pagar los pesos de conformidad con la tasa forward, o sea, la tasa fijada al inicio del acuerdo.

### 3.2.2 *Non Delivery Forward*

Los contratos Non Delivery Forward o Forward Por Compensación, se diferencian de los anteriores porque en estos no existe un intercambio sino una compensación. Es decir, llegada la fecha de cumplimiento acordada una parte debe compensar a la otra el diferencial entre la tasa de forward y el spot.

Por ejemplo, partiendo de la fecha de cumplimiento se toma como referencia la Tasa Representativa del Mercado (TRM) que se publica el día hábil siguiente de la misma. Así las cosas el comprador será compensado por el vendedor, si la TRM es menor que la Tasa Forward; y si la TRM es mayor a la Tasa Forward el comprador deberá compensar al vendedor.

### 3.3. DEFINICIÓN DE UN FUTURO CONCEPTOS TÉCNICOS

Según la Bolsa de Valores de Colombia, un futuro es una obligación de comprar o vender cierto activo subyacente, en una fecha futura previamente especificada por la bolsa, y a un precio fijado el día de la negociación.

Esta clase de contratos también se pueden formular para vender, y sucede cuando un vendedor ‘vende a futuro’ los activos. Por supuesto, todo contrato de futuros tiene tanto un ‘comprador de futuros’ como un ‘vendedor de futuros’. Los contratos de futuros, al igual que todos los derivados, son contratos bilaterales: un acuerdo único entre partes contratantes. Para cada comprador/comprador de futuros debe existir un vendedor/vendedor de futuros.

Los contratos de futuros pueden utilizarse para comprar y para vender numerosos ‘activos subyacentes’, incluyendo tanto las mercaderías físicas y los activos financieros como, por ejemplo, divisas extranjeras o bonos. Además, los contratos de futuros pueden liquidarse al contado, cuando al vencimiento un flujo de caja se cambia por un activo. El importe del flujo de caja se basa en el valor de un índice o de una tasa de referencia (por ejemplo, la tasa interbancaria que ofrece Londres o el FTSE 100).Culp L., (2004).

Si bien los contratos de forward y los contratos de futuro son similares, existe una diferencia fundamental entre los dos, y es la forma en la que se realiza la negociación de estos productos financieros. En palabras de Hull, (1996) sería:

*“Los contratos a plazo (forward) son parecidos a los contratos de futuros en lo que ambos son acuerdos de compra o venta de un activo en un momento determinado en el futuro por un precio determinado. No obstante, a diferencia de los contratos a futuros, éstos no son negociados en un mercado. Son acuerdos privados entre*

*dos instituciones financieras o entre una institución financiera y una de sus clientes corporativos”.*

A continuación se presenta un cuadro comparativo entre los contratos de futuros y los contratos de forwards, para tener más claridad sobre las diferencias que particularizan a cada uno de estos productos derivados financieros.

**CUADRO 1. DIFERENCIAS ENTRE FUTUROS Y FORWARDS**

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

escape		
Confiabilidad	Dudoso	Es muy confiable
Acceso a información	Son contratos secretos	Compra – Venta “a viva voz”
Facilidad de negociación	Se negocia todo	Sólo se negocia el precio

Fuente: ZORRILLAJ., en base a: Fragoso (2002), Dubkovsky (2002), Díaz (1996), Bodie (1998) y, Rodríguez (1997). Tomado del artículo Contratos Forwards publicado el 24 de junio de 2010 en [www.gerencie.com](http://www.gerencie.com)

### 3.4. DEFINICIÓN FORWARD SOBRE UNA DIVISA

Un contrato forward sobre una divisa es un acuerdo entre dos partes, sobre la compra venta, a futuro, de moneda extranjera (divisa), como el dólar, en una fecha determinada y a un cambio específico fijado en el momento de realizarse la negociación.

La finalidad especial de este tipo de contrato, es brindar una cobertura o administración del riesgo en el que incurren las partes, sobre todo en cuanto a importadores y exportadores, en cuanto a la volatilidad del tipo de cambio en la realización de transacciones en moneda extranjera, afectando negativamente la expectativa en el flujo de ingresos de una empresa. En tal sentido, el mercado de forwards de monedas permite que los agentes económicos se cubran del riesgo cambiario, dando mayor certeza a sus flujos (Banco Central de Reserva Perú 2012).

Como ya se ha explicado con anterioridad, la volatilidad en el precio de una divisa constituye uno de los riesgos más significativos, sobretodo, tratándose de importaciones y exportaciones, tal como lo explica la autora Díaz (1998):

*“El precio de una divisa depende del costo del dinero que exista en los dos países a los que la cotización hace referencia. El costo financiero no depende solamente de dos países, sino también del*

*costo que presenten las instituciones financieras que cotizan la divisa. La diferencia que existe entre las cotizaciones por una misma divisa se utiliza para efectuar arbitrajes, que pueden ser de tipo geográfico o de cruce de tipos de cambio. Existe un arbitraje geográfico cuando una divisa se vende a dos precios distintos en mercados diferentes. Por lo general, en este tipo de arbitrajes la utilidad puede obtenerse al vencimiento de la negociación”.*

Los contratos de forward sobre divisas representan diferentes ventajas, entre ellas, que permite realizar el cubrimiento del riesgo cambiario y, en consecuencia, coadyuva a que la expectativa en el flujo de ingresos y presupuesto esté más acorde con la realidad.

### 3.5. CONCEPTO FRA (ACUERDO SOBRE TIPOS DE INTERÉS)

Forwards sobre tasas de interés o Forward Rate Agreements (FRAs), es un derivado por medio del cual se acuerda que una determinada tasa de interés será aplicada a un monto principal por un determinado periodo de tiempo en el futuro. Es decir, en este caso el activo subyacente sobre el cual se efectúa el contrato de forward es la tasa de interés.

Así mismo se explica en palabras de Perotti, (2012) “*Un FRA es un contrato en el que se fija la tasa de interés que se aplicará a un valor nominal en el futuro, durante un período determinado (tiempo al vencimiento del contrato). El valor nominal nunca cambia de manos, sólo se utiliza a fin de determinar el monto contra el que se liquida la transacción.*”

Además de los elementos mencionados anteriormente, para los contratos de forward sobre tasas de interés, se deben tener en cuenta los siguientes:

- Período de Ajuste: Es el lapso de tiempo comprendido la Fecha de Cumplimiento hasta la Fecha de Vencimiento.
- Fecha de Cumplimiento: Es la fecha pactada para efectuar la liquidación del contrato y su debida terminación.
- Fecha de Vencimiento: Es la fecha que se debe tener en cuenta para realizar la liquidación de los flujos de interés, es decir, constituye la terminación del periodo de ajuste.
- Tasa FRA: Consiste en la tasa de interés fija que acuerdan las partes, sobre la cual se liquidará la respectiva operación hasta la fecha de vencimiento.

### 3.5.1. Forward Sobre Bonos

Los forward sobre bonos son contratos cuyo activo subyacente son unos instrumentos de renta fija denominados bonos.

Los bonos constituyen la representación de una deuda que tiene el emisor del mismo con el adquirente, durante un determinado tiempo pactado, transcurrido el cual, el emisor debe hacer la devolución de la inversión al adquirente o titular más el valor correspondientes que se comprometió a pagar. Existen bonos de deuda pública y bonos de deuda privada.

En el caso de los bonos de deuda pública el deudor es el estado y los acreedores son los particulares, al respecto Vignolo (2001) dice:

*“La parte acreedora de la relación (particulares), exigirá como ya dijimos, un rendimiento por el lapso de tiempo en que fueron*



*privados del uso de ese dinero que prestaron. Toda tasa de rendimiento se compone de dos partes: una tasa libre de riesgo y una prima de riesgo. Como ya sabemos, un peso hoy vale más que un peso mañana, pues al prestarlo hoy me estoy privando de un consumo presente. Además que por una cuestión de oportunidad, al tener el dinero hoy, puedo colocarlo o invertirlo en algún proyecto que me devengue renta. Esta postergación de un consumo presente por un futuro está contemplado en la tasa libre de riesgo.”*

Estos instrumentos son considerados de renta fija pues se pacta desde un inicio el interés que recibirá el titular; sin embargo, la rentabilidad de los bonos depende muchas veces de índices como IPC, UVR, DTF, entre otros, que son variables. Es allí donde existe un riesgo para el inversionista, pues está expuesto a la política monetaria interna y a las variantes de la inflación.

Los contratos de forward sobre bonos llevan implícito un riesgo que es de suma importancia tener en cuenta, el de incumplimiento, es decir, la posibilidad de que el valor del bono sea devuelto o no; por lo que al realizar la negociación se debe procurar que los valores pactados cubran dicho riesgo. Por eso en el momento de realizar el cálculo del precio del contrato, o más conocido como la valoración, se debe tener en cuenta este aspecto, así como lo explican Llacay y Peffer (2003):

*“El precio de un bono comprado a plazo guarda relación con el precio del bono comprado al contado. La expresión de esta relación tiene que ver con la ganancia o coste que supone tener el bono durante el periodo comprendido entre las fechas spot y forward. Si un inversor compra un bono a plazo, y el bono paga cupones, el inversor debe pedir una compensación por los pagos que no recibe, pero debe pagar a su vez una prima porque se ahorra el coste de financiar el bono hasta la fecha forward. La siguiente proposición proporciona el precio forward de un bono.”*

Los bonos son títulos en los cuales se certifica una deuda a favor del acreedor y a cargo del emisor, es decir, cuando una entidad privada o el Estado, requiere dinero

por lo que emite bonos que serían una especie de préstamo que los particulares (acreedores) realizan al emisor mediante la compra de dicho bono. Precisamente, por tratarse de una deuda existe el riesgo de incumplimiento en el pago de la misma.

Por lo anterior, en este tipo de contratos se debe tener en cuenta un nuevo elemento, además de los que ya han sido descritos, sobre todo, tratándose de la estimación del precio o valoración de un forward sobre bonos, el cual está relacionado con la cobertura del riesgo mencionado. Dicho elemento se denomina Prima de Riesgo y constituye el atractivo principal de los forwards sobre bonos a largo plazo, definida por Julio J., Mera S., Revéz A., (2002):

*“Con el fin de atraer a los inversionistas, los bonos de largo plazo deben incluir un premio sobre los títulos de menor plazo. Así, al contrario de la teoría de expectativas, la observación empírica ha confirmado que los retornos no son constantes sino que presentan variaciones a lo largo de la duración, las cuales tienen que ver como una prima Departamento de Investigaciones, Subgerencia Monetaria y de Reservas de riesgo. Se define entonces la prima de riesgo de los bonos como la diferencia entre los retornos esperados en un periodo de un bono con la máxima duración observada y un bono libre de riesgo.”*

### 3.5.2. Forward Sobre Acciones O Instrumentos De Capital

El funcionamiento de los forwards sobre acciones resulta ser similar a los que se realizan sobre *commodities* o materias primas, es decir, se suele realizar la entrega de la acción a la fecha de vencimiento de la operación.

También pueden realizarse sobre portafolios, carteras colectivas o índices accionarios. Los forwards sobre portafolios y sobre índices accionarios son más difíciles de “entregar” que los forwards sobre una acción individual. Es por esta razón

que los forwards pueden ser cancelados por diferencia de precio (cash settlement). Perotti (2012).

Un índice accionario es un instrumento de estadística que se usa para estudiar el comportamiento del valor de las acciones durante un periodo determinado de tiempo, al respecto la Bolsa de Valores de Costa Rica describe:

*“En general, cuando hablamos de un índice nos referimos a un instrumento estadístico que representa un número promedio, que resume un fenómeno de variaciones múltiples con características homogéneas, durante un período de tiempo determinado. Para el caso del mercado accionario, es un indicador de las variaciones agregadas en los precios de un grupo de acciones, constituyéndose en el instrumento más ágil y simple para reflejar la evolución y tendencia de los precios de las acciones.”*

### 3.5.3. Concepto Valoración Del Contrato Forward Sobre Una Divisa

La valoración de un contrato forward consiste en las operaciones matemáticas que deben realizarse para calcular el precio o valor que se le dará al producto financiero. Para dicho cálculo se deben tener en cuenta todos los elementos que han sido mencionados y descritos en el desarrollo del presente capítulo.

En cuanto a la valoración de un contrato forward sobre una divisa, Perotti (2012) dice que “es importante distinguir la diferencia entre precio forward (*forward Price*) y precio de entrega (*delivery Price*). Los dos son lo mismo en el momento en que el contrato se cierra, pero es muy probable que sean diferentes tiempo después.”

Se entiende entonces que lo más importante en la valoración de un contrato de forward es tener en cuenta los riesgos propios de la operación para poder llevar a

cabo un cálculo cuyo resultado permita el cubrimiento de los mismos. Al respecto De Lara (2005) explica:

*“Para determinar el valor de un producto derivado se necesita construir un portafolio (portafolios de cobertura) que elimine los riesgos que presenta el producto derivado en cuestión. En particular, se requiere que el portafolios de cobertura replique el mismo patrón de rendimiento del producto derivado, de tal suerte que desde el punto de vista del inversionista, las dos alternativas (el portafolios de cobertura y el producto derivado) sean exactamente el mismo.”*

La definición de valoración de un contrato de forward, está estrechamente relacionada con la definición de cobertura.

#### 3.5.4. Definición De Una Cobertura Sintética

La cobertura se refiere a la minimización de las posibilidades de pérdida en una negociación respecto a los riesgos a los que ésta se haya expuesta.

El Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, en su Boletín de Noviembre/Diciembre de 2000, explica respecto al tema:

*“En una cobertura sintética, los intermediarios aspiran a contrarrestar, con un signo opuesto, los movimientos de capital que emergen de las transacciones de instrumentos financieros derivados con las cuales se han comprometido. Hay dos flujos de efectivo que hay que cubrir: i) una posición larga en la moneda débil igual a la suma total de sus compromisos a plazo más sus compromisos de opciones por la probabilidad de que las opciones sean ejercitadas (coeficiente de cobertura); y ii) una posición corta en la moneda fuerte. Como puede verse fácilmente, estos dos flujos o movimientos de efectivo, con un signo opuesto, pueden ser fácilmente contrarrestados en el mercado al contado, por ejemplo, tomar un préstamo en la moneda débil y abrir un depósito en la moneda fuerte.”*

### 3.5.5. Riesgos De Los Instrumentos Forward

En cuanto a la definición de riesgo, se dice que *“El riesgo es la incertidumbre acerca de un evento futuro. Está asociado tanto a un resultado favorable como desfavorable. La correcta identificación, medición, monitoreo y control de riesgos permite a las instituciones: optimizar el rendimiento sobre el capital, ajustado por el nivel de riesgo, optimizar las decisiones relativas a su operación, prevenir pérdidas y proteger el capital”* (De Lara, 2005).

Los riesgos comerciales se pueden dividir en tres, a saber:

- *Riesgo de resolución del contrato.*

Este riesgo ocurre cuando en el transcurso de la ejecución de un negocio de exportación, el comprador requiera terminar unilateralmente el contrato, ya sea que se esté en la etapa de fabricación, transporte o envío de la mercancía.

- *Riesgo de crédito o impago.*

Básicamente consiste en el no pago de la mercancía negociada, ya sea por insolvencia o iliquidez del comprador o de sus garantes en la negociación.

- *Riesgo de país.*

Sucede a causa de las políticas económicas gubernamentales de los países originarios de los comerciantes en el negocio. Puede darse como riesgo político, riesgo de transferencia o riesgo de cambio.

Cuando dicho cobro y/o pago debe realizarse en una moneda diferente a la propia, se está contrayendo un riesgo adicional al de la propia operación, es decir, lo que se denomina un riesgo de cambio, el cual consiste en que se desconoce el importe exacto

que representará en moneda propia, el importe a cobrar y/o pagar en divisa en su momento.

Aunque el riesgo de cambio se puede dar en las importaciones o exportaciones y, en las operaciones financieras, se manifestará de forma diferente según el cuál se trate. Para el caso de las exportaciones, este riesgo está representado en la revalorización de la moneda interna con relación a la divisa en la que se efectuará el pago. (Chabert:2005).

El riesgo es el concepto que resume la posibilidad de ocurrencia o no de un hecho. A nivel del mercado, el riesgo constituye la posibilidad de éxito o pérdida en una negociación u operación y está determinado según los diferentes factores que influyen en la dinámica de la misma.

En cuanto a la noción de riesgo de mercado, Jaramillo A., (2009) explica al respecto:

*“Riesgo de mercado está asociado a las fluctuaciones de los mercados financieros, y en el que se distinguen el riesgo de cambio, como consecuencia de la volatilidad del mercado de divisas, el riesgo de tipo de interés, consecuencia de la volatilidad de los tipos de interés y otros riesgos de mercado que se refieren específicamente a la volatilidad de los mercados de instrumentos financieros tales como acciones, deuda y derivados, entre otros.”*

## 4. MARCO LEGAL

### 4.1 Marco Político Nacional.

- LEY 9 DE 1991.

Una de las primeras disposiciones normativas que deben analizarse es la Ley 9 de 1991, en la que, si bien no trata directamente el asunto de los derivados financieros, su importancia en el estudio de dicho tema radica en que se trata del Estatuto Cambiario, es decir, regula todo lo referente a los cambios internacionales de la moneda.

Esta norma, establece el régimen cambiario con el fin de incentivar el desarrollo económico y social y generar el equilibrio en las actividades relacionadas con el mismo. En el artículo 2 se estipulan los propósitos del régimen cambiario, los cuales se mencionan a continuación:

- a) Propiciar la internacionalización de la economía colombiana con el fin de aumentar su competitividad en los mercados externos.
- b) Promover, fomentar y estimular el comercio exterior de bienes y servicios, en particular las exportaciones, y la mayor libertad en la actuación de los agentes económicos en esas transacciones.
- c) Facilitar el desarrollo de las transacciones corrientes con el exterior y establecer los mecanismos de control y supervisión adecuados.
- d) Estimular la inversión de capitales del exterior en el país.

- e) Aplicar controles adecuados a los movimientos de capital.
- f) Propender por un nivel de reservas internacionales suficiente para permitir el curso normal de las transacciones con el exterior.
- g) Coordinar las políticas y regulaciones cambiarias con las demás políticas macroeconómicas.

De los anteriores, debe resaltarse el mencionado en el literal b), pues, como ya se ha mencionado, las transacciones realizadas en moneda diferente a la nacional, traen consigo ciertos riesgos que deben asumir los participantes en el negocio, como es el caso de los exportadores.

Así se puede ver el interés del legislador por incentivar las actividades comerciales en el exterior, brindando medidas de protección financiera en las exportaciones.

Más adelante, en el artículo 27, se hace referencia directa al mercado de futuros y opciones, de la siguiente manera: *“Las personas naturales y jurídicas domiciliadas en el país podrán efectuar operaciones de cobertura en los mercados internacionales de futuros y de opciones del exterior siempre y cuando cumplan con el reglamento que para tal efecto expida la Junta Monetaria. Podrá establecerse en Colombia un mercado paralelo de futuros para determinar el precio de los productos agropecuarios, de acuerdo con reglamentaciones que expida el Gobierno.”*

Además de lo mencionado, esta norma esgrime las operaciones sujetas al régimen cambiario, los intermediarios del mismo, define lo que es el mercado cambiario, regula los ingresos y egresos de divisas; le impone al Gobierno Nacional fijar el régimen general de la inversión de capital extranjero en el país y de capital nacional



en el exterior, se autoriza a los residentes del país la libre tenencia y posesión de activos en el exterior bajo ciertas condiciones (Artículo 17 Ley 9 de 1991); establece que no se podrán establecer gravámenes sobre la exportación ni sobre el tránsito de productos destinados a la exportación, pero fija una contribución a cargo de los productores de café destinado al Fondo Nacional del Café, entre otras medidas relacionadas con la exportación de café.

- DECRETO 1735 DE 1993

Esta norma contiene sólo seis artículos, dentro de los cuales se define el concepto de residente, se enuncian cuáles son las operaciones y la negociación de divisas, así:

Además de las contempladas en el artículo 4 de la Ley 9 de 1991, se tienen como operaciones de cambio las siguientes:

- 1) Importaciones y exportaciones de bienes y servicios;
- 2) Inversiones de capitales del exterior en el país;
- 3) Inversiones colombianas en el exterior;
- 4) Operaciones de endeudamiento externo celebradas por residentes en el país;
- 5) Todas aquellas, que impliquen o puedan implicar pagos o transferencias de moneda extranjera entre residentes y no residentes en el país;

- 6) Todas las operaciones que efectúen residentes en el país con residentes en el exterior que impliquen la utilización de divisas, tales como depósitos y demás operaciones de carácter financiero en moneda extranjera;
- 7) Las entradas o salidas del país de moneda legal colombiana y de títulos representativos de la misma y la compra en el exterior de moneda extranjera con moneda legal colombiana o títulos representativos de la misma;
- 8) Las operaciones en divisas o títulos representativos de las mismas que realicen el Banco de la República, los intermediarios del mercado cambiario y los demás agentes autorizados, con otros residentes en el país.

En cuanto a la negociación de divisas, en el artículo 4, se estipula que únicamente las operaciones a enunciarse, se llevarán en el mercado cambiario:

- 1) Importaciones y exportaciones de bienes;
- 2) Operaciones de endeudamiento celebradas por residentes en el país, así como los costos financieros inherentes a las mismas;
- 3) Inversiones de capital del exterior en el país, así como los rendimientos asociados a las mismas;
- 4) Inversiones de capital colombiano en el exterior, así como los rendimientos asociados a las mismas;
- 5) Inversiones financieras en títulos emitidos o en activos radicados en el exterior así como los rendimientos asociados a las mismas, salvo cuando las

inversiones se efectúen con divisas provenientes de operaciones que no deban canalizarse a través del mercado cambiario;

- 6) Avales y garantías en moneda extranjera;
  - 7) Operaciones de derivados y operaciones pesos - divisas.
- RESOLUCIÓN EXTERNA N° 8 DE 2000

Esta disposición expedida por el Banco de la República reglamenta aspectos minuciosos sobre las operaciones de cambio que realicen los residentes en el país, define y traza los parámetros específicos sobre el mercado cambiario en el país, la canalización y pago de importaciones y de las exportaciones, establece la forma de canalización en el mercado cambiario, los topes sobre los cuales se debe rendir informe al Banco de la República según la forma de pago que se haya pactado; venta de instrumentos de pago a entidades financieras, devoluciones de divisa, precio mínimo de reintegro en las exportaciones de café, regula el endeudamiento externo, las inversiones de capital exterior en el país y de capital nacional en el exterior.

El capítulo VIII, Sección II, de esta Resolución, está dedicado a los derivados financieros. Al respecto, su artículo 42, reza: *“Los intermediarios del mercado cambiario y demás residentes podrán celebrar operaciones de derivados financieros sobre tasa de interés y tasa de cambio transados con los intermediarios del mercado cambiario o con agentes del exterior que realicen este tipo de operaciones de manera profesional.”*

Los contratos de futuros, los forwards, swaps, los contratos de opciones, cualquier combinación de las anteriores, y los productos denominados techos (caps),

pisos(*floors*) y collares (*collars*), son entre otros los contratos autorizados por esta regulación normativa.

Un punto importante a resaltar aquí, es la demanda de nulidad interpuesta contra el inciso tercero del artículo 43, de la disposición en estudio, la cual fue resuelta por la Sección Cuarta de la Sala de lo Contencioso-Administrativo del Consejo de Estado, argumentando:

*“Al respecto debe señalarse que cualquier operación que involucre moneda extranjera, así tenga lugar entre residentes está sujeta al control de cambios. Las operaciones con derivados y operaciones peso-divisas, están expresamente señaladas como operaciones de cambio, obligatoriamente canalizables a través del mercado cambiario. Los contratos entre residentes no se consideran operación de cambio, pero se posibilita que existan convenios u operaciones celebrados entre residentes que, por autorización expresa, se consideren operaciones de cambio, como ocurre con las operaciones de derivados.”(Sentencia del 24 de mayo de 2007.Expediente 15397. C. P. Ligia López Díaz).*

- CIRCULAR ÚNICA DEL MERCADO DE DERIVADOS

Esta Circular fue expedida por la Junta Directiva de la Bolsa de Valores de Colombia y es actualizada periódicamente. Su última actualización se realizó en el primer trimestre del 2012.

Esta circular define los términos y conceptos básicos a usarse cuando se trata de la negociación y uso de los derivados financieros a nivel nacional. Establece los requisitos de la admisión como miembros de mercado, acceso al sistema y los requisitos de los usuarios, los límites de la actuación de los miembros del mercados sobre los instrumentos, las condiciones mínimas de los contratos entre estos y terceros, el contenido mínimo de las autorizaciones de los últimos y los principios

que regulan dichas relaciones; los niveles de acceso al sistema, los tipos, requisitos, deberes y obligaciones de usuarios, el manejo de los códigos de acceso, asignación de cuentas, control de operadores, registro de los funcionarios de los miembros; establece los criterios para la celebración y el registro de operaciones, tasas de los honorarios, los cronogramas, las sesiones de negociación de futuros, mercado abierto, subastas, contratos, sesiones de registro.

En la Parte IV de esta disposición, se encuentran los parámetros que regulan los contratos con derivados financieros, todo lo referente a los procedimientos para rendir información a la superintendencia, los precios de cierre, los parámetros de negociación, entre otras.

- **REGLAMENTO GENERAL DEL MERCADO DE DERIVADOS DE LA BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA S.A**

Además de la disposición anterior, la Bolsa de Valores de Colombia, expidió el reglamento general del mercado de derivados, el cual es definido como un conjunto de actividades, acuerdos, miembros, normas, procedimientos, sistemas de negociación y de registro, y mecanismos que tiene por objeto la inscripción de Contratos de Derivados y la celebración o registro de Operaciones sobre los mismos por parte de los Miembros del Mercado de Derivados, de conformidad con lo dispuesto en el presente Reglamento. (Art. 1.11)

Establece los derechos, facultades y obligaciones de la bolsa como administradora del mercado de derivados, las funciones del consejo directivo de la bolsa al respecto, conformación, requisitos y funciones del Comité Técnico del Mercado de Derivados; establece los procedimientos, medios y alcances para expedir de los reglamentos, circulares e instructivos operativos; los requisitos y obligaciones de los miembros y

funcionarios de la bolsa; los parámetros de interconexión del sistema con otros sistemas de la bolsa, auditorías y aspectos técnicos sobre el mismo; los mecanismos de solución de conflictos; reglas aplicables a los contratos de derivados y a la celebración y registro de operaciones en el sistema; el desarrollo y gestión del mercado, disposiciones sobre interacción entre la bolsa y la cámara y los mecanismos de contingencia a las fallas que pueda presentar el centro de cómputo principal y/o el sistema en general.

- LEY 964 DE 2005

Por la cual se dictan normas generales y se señalan en ellas los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el Gobierno Nacional para regular las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores y se dictan otras disposiciones.

En esta norma, si bien se establecen reglas generales sobre la actividad del mercado de valores, expresamente se dispone que las regulaciones allí contenidas sean aplicables también a los productos derivados financieros.

Autoriza al Gobierno Nacional para reconocer la calidad de valor a los contratos y derivados financieros, siempre y cuando tengan como subyacente la energía eléctrica o gas combustible. (Ley 964 de 2005, Artículo 2)

Establece como actividades del mercado de valores, la de administrar los sistemas de negociación o de registro de valores, futuros, opciones y demás derivados y establece las contribuciones sobre la negociación de los mismos.

Autoriza para que los fondos de pensiones y cesantías sociedades fiduciarias, sociedades comisionistas de bolsa, sociedades administradoras de inversión y los de las reservas técnicas de las compañías de seguros, puedan ser utilizados para celebrar operaciones con derivados. (Art. 65).

- DECRETO 2893 DE 2007

En esta norma se establecen los parámetros para la constitución, desempeño y funciones de las cámaras de riesgo central de contraparte, con lo que se permitió la consolidación del mercado de valores y del mercado estandarizado de derivados.

- DECRETO 1797 DE 2008

Por el cual se regula, para efectos tributarios, el régimen de las Cámaras de Riesgo Central de Contraparte y de algunas operaciones sobre derivados.

Entre otras cosas establece que las bolsas de valores no obrarán como agentes de retención por cualquier concepto en relación con las operaciones que se compensen y liquiden en sistemas de compensación y liquidación de valores o derivados administrados por otras entidades y que en las operaciones sobre derivados, los ingresos respectivos se entienden percibidos en el momento del vencimiento de cada contrato. (Decreto 1797 de 2008, Artículos 5 y 6).

Base de autorregulación mensual, la retención en la fuente y el IVA sobre las comisiones en los contratos forward, futuros, operaciones a plazo de cumplimiento financiero y demás operaciones sobre derivados.

- DECRETO 2555 DE 2010.

En su momento, este decreto recopiló la normatividad existente sobre el sector financiero unificando en una sola disposición todos los decretos, resoluciones y circulares existentes. Se debe tener en cuenta que esta norma fue modificada y adicionada por el Decreto 3594 de 2010 y el Decreto 4809 de 2011, respectivamente.



## 5. DISEÑO METODOLGICO

### 5.1. TIPO DE INVESTIGACION

La investigación es de tipo descriptiva-correlacional-explicativa, se establecieron las variables de riesgo de los contratos futuros y así el uso de la estadística paramétrica.

### 5.2. DISEÑO DE LA INVESTIGACION

Método cualitativo por cuanto se hizo uso del material bibliográfico para el desarrollo del marco teórico y cuantitativo en el planteamiento estadístico, el cruce de variables y el coeficiente de correlación de riesgos.

### 5.3. POBLACIÓN Y MUESTRA

Se seleccionaron treinta empresas de calzado, ubicadas en Bucaramanga y su área metropolitana, las cuales realizan actualmente exportaciones de sus productos, cuya información se relaciona en el cuadro que se muestra a continuación.

CUADRO 2. POBLACIÓN Y MUESTRA

LISTA DE EMPRESAS DE EXPORTADORAS DE CALZADO			RESPONDIO	
1	Nombre:	CALZADO ALEXANDER	SI <u>X</u> , NO ___	
	Dirección:	CL 41 12 75, Bucaramanga, Santander, Colombia		
	Teléfono:	6424261		
			RESPONDIO	
2	Nombre:	CALZADO BLUKILLOS	SI <u>X</u> , NO ___	
	Dirección:	CI 51 14-113, Bucaramanga, Santander, Colombia		
	Teléfono:	(57) (7) 6523997		

			<b>RESPONDIO</b>	
3	Nombre:	CALZADO BONELLY	SI <u>X</u> , NO ___	
	Dirección:	Cr26 33-51, Bucaramanga, Santander, Colombia		
	Teléfono:	(57) (7) 6348390		
			<b>RESPONDIO</b>	
4	Nombre:	CALZADO BRONCO	SI <u>X</u> , NO ___	
	Dirección:	CI 12 28-36 Molinos Bajos, Bucaramanga, Santander		
	Teléfono:	(57) (7) 6398473		
			<b>RESPONDIO</b>	
5	Nombre:	CALZADO CALICHE	SI <u>X</u> , NO ___	
	Dirección:	CI 43 7-34, Bucaramanga, Santander, Colombia		
	Teléfono:	(57) (7) 702595		
			<b>RESPONDIO</b>	
6	Nombre:	CALZADO CAROTTA_S	SI <u>X</u> , NO ___	
	Dirección:	CI 20 21-26, Bucaramanga, Santander, Colombia		
	Teléfono:	(57) (7) 6328559		
			<b>RESPONDIO</b>	
7	Nombre:	CALZADO D' ROSAURINY	SI <u>X</u> , NO ___	
	Dirección:	CR 17 22 -40 LAS OLAS BAJAS, Bucaramanga, Santander		
	Teléfono:	6401187		
			<b>RESPONDIO</b>	
8	Nombre:	CALZADO D_PIEL e PIEL	SI <u>X</u> , NO ___	
	Dirección:	Cr.9 13-14, Bucaramanga, Santander, Colombia		
	Teléfono:	(57) (7) 6339541		
			<b>RESPONDIO</b>	
9	Nombre:	CALZADO DAVINCI	SI <u>X</u> , NO ___	
	Dirección:	CR 22 21 23, Bucaramanga, Santander, Colombia		
	Teléfono:	6322837		
			<b>RESPONDIO</b>	
10	Nombre:	CALZADO EDUALEXIS	SI <u>X</u> , NO ___	
	Dirección:	Cr9 43-30, Bucaramanga, Santander, Colombia		
	Teléfono:	(57) (7) 6335364		
			<b>RESPONDIO</b>	
11	Nombre:	CALZADO GALAXIA	SI <u>X</u> , NO ___	
	Dirección:	CI 20 21-06, Bucaramanga, Santander, Colombia		
	Teléfono:	(57) (7) 6454431		

			<b>RESPONDIO</b>	
1 2	Nombre:	CALZADO GUIYA	SI <u>X</u> , NO ___	
	Direcció n:	Cl 16 22-48, Bucaramanga, Santander, Colombia		
	Teléfono:	(57) (7) 6346929		
			<b>RESPONDIO</b>	
1 3	Nombre:	CALZADO HELGA LTDA	SI <u>X</u> , NO ___	
	Direcció n:	Cr.22 16-23, Bucaramanga, Santander, Colombia		
	Teléfono:	(57) (7) 6457650		
			<b>RESPONDIO</b>	
1 4	Nombre:	CALZADO JAMA	SI <u>X</u> , NO ___	
	Direcció n:	Cr3 38-24, Bucaramanga, Santander, Colombia		
	Teléfono:	(57) (7) 6330931		
			<b>RESPONDIO</b>	
1 5	Nombre:	CALZADO KIKES	SI <u>X</u> , NO ___	
	Direcció n:	CL 31 7 E 74 LA CUMBRE, Bucaramanga, Santander		
	Teléfono:	6582719		
			<b>RESPONDIO</b>	
1 6	Nombre:	CALZADO MONAMY CUEROS	SI <u>X</u> , NO ___	
	Direcció n:	Cl 21 25-29, Bucaramanga, Santander, Colombia		
	Teléfono:	(57) (7) 6342666		
			<b>RESPONDIO</b>	
1 7	Nombre:	CALZADO NARANJO	SI <u>X</u> , NO ___	
	Direcció n:	CL 51 B 12 38 CANDILES, Bucaramanga, Santander		
	Teléfono:	6424541		
			<b>RESPONDIO</b>	
1 8	Nombre:	CALZADO PACHO SPORT	SI <u>X</u> , NO ___	
	Direcció n:	CL 57 1 W-58 P-2, Bucaramanga, Santander, Colombia		
	Teléfono:	6411127		
			<b>RESPONDIO</b>	
1 9	Nombre:	CALZADO PATOS e PATAS	SI <u>X</u> , NO ___	
	Direcció n:	CL 35 29-20, Bucaramanga, Santander, Colombia		
	Teléfono:	6329042		

			<b>RESPONDIO</b>	
20	Nombre:	CALZADO SHOES BRONCO	SI <u>X</u> , NO ___	
	Direcció n:	CL 12 28-36 MOLINOS BAJOS, Bucaramanga, Santander		
	Teléfono:	6398473		
			<b>RESPONDIO</b>	
21	Nombre:	CALZADO UNIVERSO Y CIA LTDA	SI <u>X</u> , NO ___	
	Direcció n:	CR 14 42 44, Bucaramanga, Santander, Colombia		
	Teléfono:	6303849		
			<b>RESPONDIO</b>	
22	Nombre:	SAN BLASS	SI <u>X</u> , NO ___	
	Direcció n:	cra 16 # 50-51		
	Teléfono:	6520493		
			<b>RESPONDIO</b>	
23	Nombre:	CALZADO LUFFERY (ARDDRIZZA Y DIEGO VALENTE)	SI <u>X</u> , NO ___	
	Direcció n:	calle 14 # 12-40		
	Teléfono:	6713313-6713660		
			<b>RESPONDIO</b>	
24	Nombre:	CALZADO GAROLINI	SI <u>X</u> , NO ___	
	Direcció n:	cra 17 # 53-88		
	Teléfono:	6410332		
			<b>RESPONDIO</b>	
25	Nombre:	B&V STILOS	SI <u>X</u> , NO ___	
	Direcció n:	cra 25 # 17-55		
	Teléfono:	6349163		
			<b>RESPONDIO</b>	
26	Nombre:	ANACONDA SHOES	SI <u>X</u> , NO ___	
	Direcció n:	cra 22 # 21-36		
	Teléfono:	6343662		
			<b>RESPONDIO</b>	
27	Nombre:	CALZADO INFANTIL LAURA MILENA	SI <u>X</u> , NO ___	
	Direcció n:	calle 8 # 11-05 piedecuesta		
	Teléfono:	6562266-6561284		

			RESPONDIO
28	Nombre:	CALZADO MÍNIMO	SI <u>X</u> , NO ___
	Dirección:	CALLE 13 # 8-55	
	Teléfono:	6715110	
			RESPONDIO
29	Nombre:	KOKER SHOES	SI <u>X</u> , NO ___
	Dirección:	cra 8 # 42-61	
	Teléfono:	6423008	
			RESPONDIO
30	Nombre:	DAFOR	SI <u>X</u> , NO ___
	Dirección:	calle 110# 33-46 caldas	
	Teléfono:	6288040	

Fuente: Autoras del proyecto.

#### 5.4. TÉCNICAS E INSTRUMENTOS DE RECOLECCIÓN

El instrumento usado para la recolección de la muestra fue una encuesta aplicada a gerentes, propietarios y/o encargados del área financiera de cada una de las empresas que hacen parte de la población objetivo, relacionadas en el cuadro anterior. En algunos casos, la encuesta fue enviada vía correo electrónico y su respuesta se obtuvo de la misma manera debido a que no se pudo concertar una cita personal. (Ver anexos 1 y 2).

## 5.5. ANALISIS DE LA INFORMACIÓN

En este punto se muestra el análisis general y la ficha técnica como resultado de la aplicación del instrumento elegido para la toma de la muestra en el presente estudio.

CUADRO 3.FICHA TECNICA ENCUESTA

No Encuesta dos	PREGU NTA 1	PREGU NTA 2	PREGUN TA 3				PREGU NTA 4	PREGU NTA 5	PREGU NTA 6	PREGU NTA 7	PREGU NTA 8
	SI O NO	SI O NO	A	B	C	D	SI O NO	A, B, C, D	SI O NO	A, B, C	SI O NO
1	SI	SI	X				NO	NO APLICA	NO APLICA	NO APLICA	NO APLICA
2	NO	NO					NO	NO APLICA	NO APLICA	NO APLICA	NO APLICA
3	SI	SI		X			NO	NO APLICA	NO APLICA	NO APLICA	NO APLICA
4	SI	SI	X				NO	NO APLICA	NO APLICA	NO APLICA	NO APLICA
5	SI	NO					NO	NO APLICA	NO APLICA	NO APLICA	NO APLICA
6	SI	SI		X			NO	NO APLICA	NO APLICA	NO APLICA	NO APLICA
7	SI	NO					NO	NO APLICA	NO APLICA	NO APLICA	NO APLICA
8	NO	SI			X		NO	NO APLICA	NO APLICA	NO APLICA	NO APLICA
9	NO	NO					NO	NO APLICA	NO APLICA	NO APLICA	NO APLICA
10	SI	NO					NO	NO APLICA	NO APLICA	NO APLICA	NO APLICA
11	SI	SI	X				NO	NO APLICA	NO APLICA	NO APLICA	NO APLICA
12	SI	NO					NO	NO APLICA	NO APLICA	NO APLICA	NO APLICA
13	SI	NO					NO	NO APLICA	NO APLICA	NO APLICA	NO APLICA
14	NO	SI		X			NO	NO APLICA	NO APLICA	NO APLICA	NO APLICA
15	NO	NO					NO	NO APLICA	NO APLICA	NO APLICA	NO APLICA

16	SI	NO						NO	NO APLICA	NO APLICA	NO APLICA	NO APLICA
17	NO	NO						NO	NO APLICA	NO APLICA	NO APLICA	NO APLICA
18	SI	SI		X				NO	NO APLICA	NO APLICA	NO APLICA	NO APLICA
19	SI	SI		X				NO	NO APLICA	NO APLICA	NO APLICA	NO APLICA
20	NO	NO						NO	NO APLICA	NO APLICA	NO APLICA	NO APLICA
21	SI	NO						NO	NO APLICA	NO APLICA	NO APLICA	NO APLICA
22	NO	SI	X					NO	NO APLICA	NO APLICA	NO APLICA	NO APLICA
23	NO	NO						NO	NO APLICA	NO APLICA	NO APLICA	NO APLICA
24	SI	NO						NO	NO APLICA	NO APLICA	NO APLICA	NO APLICA
25	SI	SI			X			NO	NO APLICA	NO APLICA	NO APLICA	NO APLICA
26	NO	SI		X				NO	NO APLICA	NO APLICA	NO APLICA	NO APLICA
27	SI	SI	X					NO	NO APLICA	NO APLICA	NO APLICA	NO APLICA
28	SI	SI		X				NO	NO APLICA	NO APLICA	NO APLICA	NO APLICA
29	SI	SI		X				NO	NO APLICA	NO APLICA	NO APLICA	NO APLICA
30	SI	NO						NO	NO APLICA	NO APLICA	NO APLICA	NO APLICA

Fuente: Autoras del proyecto.

CUADRO 4.FICHA GENERAL ENCUESTA.

<b>FICHA GENERAL ENCUESTA</b>	
<b>PREGUNTA 1</b>	<b>% RESPUESTA</b>
SI	67%
NO	33%
<b>PREGUNTA 2</b>	<b>% RESPUESTA</b>
SI	50%
NO	50%

<b>PREGUNTA 3</b>	<b>% RESPUESTA</b>
<b>PORCENTAJE SOBRE 15 RESPUESTAS</b>	
A	33%
B	53%
C	13%
D	0%
<b>PREGUNTA 4</b>	<b>% RESPUESTA</b>
SI	0%
NO	100%
<b>PREGUNTA 5</b>	<b>% RESPUESTA</b>
NO APLICA	100%
<b>PREGUNTA 6</b>	<b>% RESPUESTA</b>
NO APLICA	100%
<b>PREGUNTA 7</b>	<b>% RESPUESTA</b>
NO APLICA	100%
<b>PREGUNTA 8</b>	<b>% RESPUESTA</b>
NO APLICA	100%

Fuente: Autoras del proyecto.

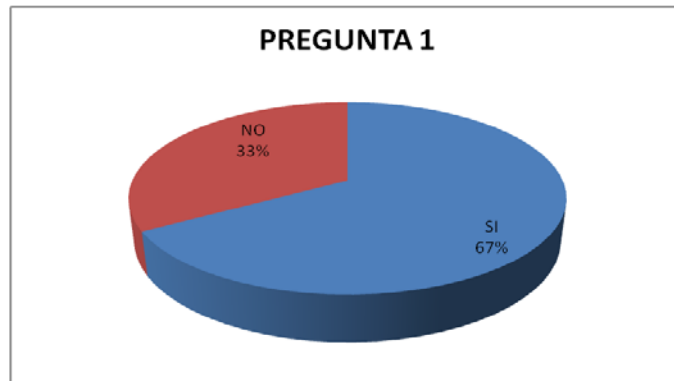
- Pregunta 1. ¿Al efectuar transacciones con clientes extranjeros, su empresa ha tenido pérdidas por el cambio de moneda?

Frente a la pregunta uno, se puede observar que de las Empresas encuestadas el 67% ha presentado en algún momento al efectuar transacciones con clientes extranjeros, algún tipo de pérdidas por el cambio de moneda, lo que significa que el 33% no ha sufrido ninguna pérdida.

Lo cual implica que una gran parte de la Empresas exportadoras de calzados se encuentran vulnerables al realizar transacciones con clientes extranjeros.



GRÁFICA 1. LA EMPRESA HA SUFRIDO PÉRDIDAS POR TRANSACCIONES CON MODENA EXTRANJERA.

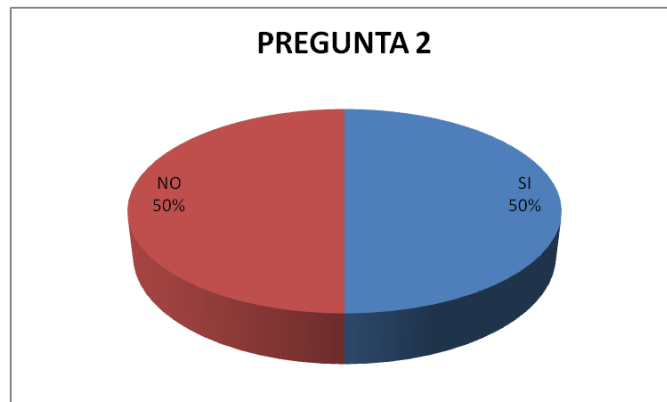


Fuente: Autoras del proyecto.

- Pregunta 2. ¿La empresa toma medidas financieras para evitar riesgos?

De la pregunta anterior se puede inferir que existe un equilibrio entre las empresas que toman medidas financieras y las que no, para evitar riesgos y pérdidas en el proceso de exportación de sus productos, como muestra la tabulación anterior ya que el 50% toman medidas y el 50% no.

GRÁFICA 2.LA EMPRESA TOMA MEDIDAS PARA EVITAR RIESGOS.

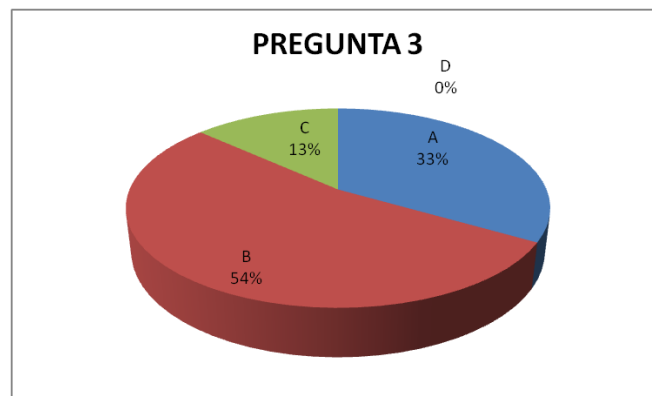


Fuente: Autoras del proyecto.

- Pregunta 3. Si la respuesta a la anterior pregunta es afirmativa, conteste cuáles de las medidas que se mencionan a continuación ha tenido en cuenta su empresa para evitar el riesgo cambiario:

De las Empresas entrevistadas el 33% señalaron que usan un “Colchón de Seguridad”, para mitigar los riesgos en las transacciones con monedas extranjeras, el 54% pide pago de contado, es decir, la cancelación de la mercancía en las siguientes 48 horas a haberse efectuado la venta y finalmente el 13% hace uso del contrato sobre divisas.

GRÁFICA 3. MEDIDAS PARA EVITAR RIESGOS.

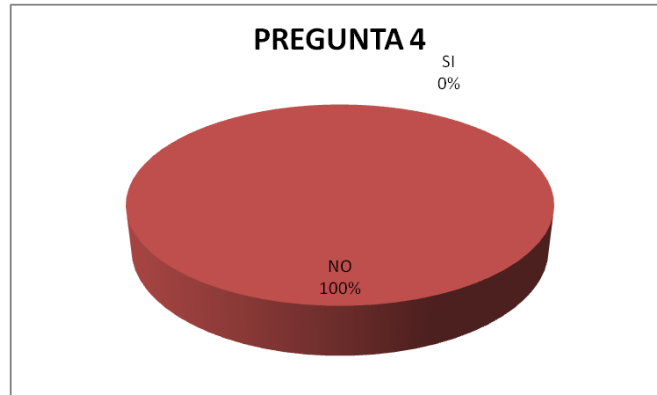


Fuente: Autoras del proyecto.

- Pregunta 4. ¿Tiene conocimiento alguno sobre los denominados derivados financieros?

El 100% de la población encuestadas, es decir las Empresas que exportan calzado en la ciudad de Bucaramanga, no tienen conocimiento sobre derivados financieros, sus usos y beneficios.

GRÁFICA 4. CONOCIMIENTO SOBRE DERIVADOS FINANCIEROS.



Fuente: Autoras del proyecto.

Con el anterior análisis se puede inferir un gran desconocimiento por parte de las empresas exportadoras de calzado del uso de ciertos servicios financieros que pueden representar un beneficio para su actividad económica.

#### 5.6. ANÁLISIS APLICATIVO

En Colombia, existen dos tipos de entidades a través de las cuales los inversionistas/exportadores, para el caso en estudio, pueden acceder a los derivados financieros para la cobertura de riesgos cambiarios, a saber:

1. Los Comisionistas de Bolsa: estas entidades ofrecen el producto mencionado como contratos futuros sobre TRM (Tasa Representativa del Mercado), su vencimiento se programa mensualmente durante los primeros 3 meses y luego trimestralmente hasta completar el año. Estos contratos se hacen con un valor nominal de USD\$50.000 y de USD\$5.000.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> Información consultado en [www.correval.com](http://www.correval.com) y [www.serfinco.com.co](http://www.serfinco.com.co)

2. Los Bancos: el producto ofrecido por estas entidades son básicamente los mismos que los ofrecidos por los Comisionistas de Bolsa, pero en algunas entidades son denominados forwards. Su cumplimiento es financiero, es decir que a su vencimiento se efectúa una comparación entre el precio pactado en el contrato a futuro contra el precio del mercado y se giren las diferencias. Los valores nominales y plazos son los mismos que manejan los Comisionistas de Bolsa<sup>2</sup>

Ahora bien, para que los exportadores puedan acceder a este tipo de productos derivados financieros en primera medida, la entidad bancaria, exige ser cliente de la misma y tener cupo de crédito disponible al momento del cierre, la constitución de garantías en proporción al monto de la operación y suscribir el contrato correspondiente.

#### EJEMPLOS:

A continuación se muestra con un pequeño ejemplo el uso de contrato de futuros sobre divisas por parte de un exportador.

Una empresa de calzado de Bucaramanga deberá exportar 1.000 pares de zapatos para dama a Estados Unidos por un precio de USD\$5 cada uno, con plazo a 90 días, por lo que la transacción se hará en dólares y el exportador deberá convertir los dólares obtenidos en dicha negociación a pesos colombianos.

Al momento de celebrar el negocio la TRM del dólar está en \$1.830,00, pero cuando el cliente en el extranjero pague la suma adeudada dicho valor puede encontrarse en

---

<sup>2</sup> Información consultada en <http://www.valoresbancolombia.com>, [www.bancodebogota.com](http://www.bancodebogota.com).

\$1.818,00. Por lo que, de ser así, el exportador recibirá \$12 pesos menos por cada dólar pagado.

En este caso, el exportador corre el riesgo de que, al momento de efectuarse el pago por parte del cliente en Estados Unidos, el precio del dólar baje en relación al peso colombiano, lo que representaría una pérdida considerable, debido a que el exportador debe cubrir sus gastos en pesos y no en dólares, es decir, puede que por la negociación reciba la misma cantidad de dólares, pero es posible que reciba menor cantidad de pesos colombianos debido al riesgo cambiario.

Con el fin de obtener una cobertura a este riesgo el exportador suscribe un contrato de futuro sobre divisa el día 5 de febrero de 2013 en el cual se pacta el valor de la divisa a la TMR del día de la negociación.

Vale la pena aclarar que el exportador realiza dos negociaciones diferentes: una es la comercial con su cliente extranjero y otra es el contrato de futuro sobre divisa con una entidad bancaria o una comisionista de bolsa.

#### CUADRO 5 FORWARD EXPORTACIÓN BANCOS

TASA FORWARD:  $Trm\ Spot * ((1+TLR(Col))^{(m/n)}) / ((1+TLR(Usa))^{(m/n)})$

TRM Spot	Tasa del día
TLR	Tasa libre de riesgo
TLR (Col)	TES Julios del 24
TLR (Usa)	Tesoros americanos de 10 años
M	Numero de días del forward
N	360

Un Exportador necesita reintegrar USD 5000,00 el 05 de mayo de 2013 y quiere

cubrirse del riesgo. Si la TRM spot de hoy está en 1830 y los TES Julios de 24 está en 5% y los tesoros americanos de 10 años en 2,6% EA, ¿cuál sería la tasa forward que negociaría el banco?

Valor Exportación	5.000
Fecha spot	05/02/2013
fecha Futura	05/05/2013
TES Julios 24	5%
UST (10 años)	2,60%
Días del Forward	90
TRM Spot	1830
<b>TASA FORWARD</b>	<b>1840,61</b>

<b>El exportador tiene que reintegrar el 05 de mayo</b>	<b>\$ 9.203.045,70</b>
---	------------------------

a) Si la tasa futura está por encima de la tasa forward el reembolso hubiera sido, si no hace el forward el siguiente:

Valor por encima	\$ 12,00
Tasa spot futura	\$ 1.842,00
Valor del reintegro	9.210.000,00
<b>Perdida de oportunidad</b>	<b>\$ (6.954)</b>

b) si la tasa futura está por debajo de la tasa forward el reembolso hubiera sido, si no hace el forward el siguiente:

Valor por encima	\$ 12,00
Tasa spot futura	\$ 1.818,00
Valor del reintegro	9.090.000
<b>Ganancia de oportunidad</b>	<b>\$ 113.046</b>

CUADRO 6 FUTURO DE TRM

COMISIONISTA DE BOLSA

LA VARIABLE ES LA DEVALUACION

Valor Importación	5.000	EA
Fecha spot	05/02/2013	
Fecha Futura	05/05/2013	
Devaluación	2,20%	
Días del Forward	90	
TRM Spot	1830	
$\text{FUTURO de TRM} = \text{TRM Spot} * (1 + \text{Devaluación})^{(m/360)}$		
<b>Futuro de TRM =</b>	<b>1839,98</b>	
<b>Valor del reintegro</b>	<b>\$ 9.199.915,07</b>	

## 6. CONCLUSIONES

El Estado colombiano, a través de la expedición de normas y de sus diferentes entidades ha venido incentivando, desde hace varios años, la exportación de los diferentes productos que genera el país. En el caso de Santander, uno de ellos es el calzado. Sin embargo, comercializar hacia otros países y percibir recursos en moneda extranjera expone a las empresas locales a muchos riesgos que pueden llegar a perjudicarlas gravemente.

En el sector financiero existen los denominados productos derivados financieros, entre los que se encuentran los contratos futuros y forwards, los cuales tienen como objeto del negocio el precio de un activo subyacente, como la moneda extranjera, por lo que puede llegar a garantizar y evitar muchos de los riesgos a los que se exponen los exportadores respecto al cambio de moneda. Aunque en Santander existen muchas empresas y/o comerciantes dedicados a la exportación de calzado que han experimentado fracasos generados por el cambio de moneda, el desconocimiento de los contratos de futuro es notorio y alarmante. Así mismo, se tiene un temor generalizado en el sector respecto al uso de productos financieros y falta de adecuada asesoría que les permita llegar a ellos para hacer una correcta inversión.

Las entidades bancarias y las comisionistas de bolsa ofrecen dichos productos y brindan información a través de sus páginas web, enfatizando en la importancia de una educación financiera consciente, con el fin de promover su uso y generar mayor estabilidad económica y seguridad financiera de los usuarios, que para el caso en concreto, se traduce en la cobertura de riesgos en las operaciones de exportación de los comerciantes de calzado de Bucaramanga. De conformidad a la investigación, la importancia de las operaciones forward radica en la cobertura del riesgo cambiario y de flujo de caja, dada la volatilidad de los mercados y de ser un país en desarrollo que está sujeto a cambios permanentemente a causa de la coyuntura económica.



## 7. RECOMENDACIONES

Ante los resultados arrojados en el trabajo de campo en el sector de la exportación de calzado en Santander, se considera la necesidad de dar a conocer a los comerciantes y/o empresas del mismo, información relevante sobre el uso de los productos derivados financieros en especial los contratos de futuros, ya que por tratarse de un derivado estandarizado puede llegar a generar mayor seguridad de inversión.

Inicialmente se requiere de una asesoría especializada y adecuada, ya que el objetivo es que los exportadores de calzado en Santander comiencen a usar los contratos de futuros como protección al riesgo cambiario al que se ven expuestos por razón propia de su actividad.

## 8. BIBLIOGRAFIA

ASP, Asociación Colombiana del Petróleo (2008); *proyecciones de precios del EIA*. Colombia.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ (2012); *La Cobertura Cambiaria: Los forwards de divisas*; Perú, consultado en [www.bcrp.gob.pe](http://www.bcrp.gob.pe).

BANCO DE LA REPÚBLICA, Colombia (1992); *Reseña de su estructura económica*, Departamento de Investigaciones Económicas, Bogotá.

BANCO DE LA REPÚBLICA, Colombia (2006) *Panorama Económico Regional*. En: Boletín Económico Regional-Región Centro Oriente. Bogotá. (01, diciembre, 2006); p.8

BIOLATTO, Darío. (2001); *Historia de los Mercados*. Investigación & Desarrollo – Departamento de Capacitación y Desarrollo de Mercados, Bolsa de Comercio Rosario. Argentina.

BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA. (2012); Artículo digital *¿Qué son los derivados?* Consultado el 18 de mayo de 2012 en <http://www.bvc.com.co>

CAMACOL, Departamento de Estudios Económicos de la Cámara Colombiana de la Construcción (2008); *El sector de la construcción en Colombia: hechos estilizados y principales determinantes del nivel de actividad*. Departamento de Estudios Económicos.

Cámara de Comercio de Bucaramanga (2012); Datos consultados (en línea) en la [www.sintramites.com.co](http://www.sintramites.com.co) el día 21 de Julio de 2012.

CENAC, Centro de Estudios de la Construcción y el Desarrollo Urbano y Regional, (2011), *Gran encuesta integrada de hogares*.

CHABERT Fonts, Joan. (2005); *Manual de Comercio Exterior*. Ediciones Gestión 2000, Barcelona, España.

COLOMBIA, Ley 590 de 2000. Diario Oficial No. 44.078 de 12 de julio 2000.

CULP, L., Christopher, (2004); *Uso y Abuso de los Productos Financieros Derivados*. Publicado por PICKFORD, James. Máster en Inversiones: Guía Completa sobre Inversiones. Ediciones Deusto, Barcelona, España.

CURSO sobre Derivados. (2003); *Introducción a los derivados*. Ediciones Gestión 2000 S.A., Barcelona, pág. 13.

DANE, Departamento Nacional de Estadística, (2012); consultado (en línea) [www.dane.gov.co](http://www.dane.gov.co) el día 23 de julio de 2012.

DANE; *Indicadores económicos alrededor de la construcción*, I trimestre (2012); Comunicado de prensa. Bogotá, 04 de julio de 2012.

DANE; *Indicadores económicos alrededor de la manufactura*, I trimestre (2010); Comunicado de prensa. Bogotá, 03 de julio de 2010.

DE LARA Haro, Alfonso. (2001); *“Medición y control de riesgos financieros”*. Ediciones Limusa.

DIAN; Dirección Aduanas Nacionales (2008); Resolución número 00432, 19 de noviembre 2008.

DÍAZ, Carmen, (1998); *México: Futuros y Opciones Sobre Futuros Financieros*; Editorial Prentice Hall.

DNP, Departamento Nacional de Planeación (2004); “*Cuero, Calzado e Industria marroquinera*” Bogotá.

EAM (2001); Encuesta Anual Manufacturera, *La productividad del sector manufacturero colombiano y el impacto de la política comercial: 1977-2001*; En Desarrollo y Sociedad. Colombia.

FAO; Organización de la Naciones Unidas para la Agricultura y la Alimentación (2012).

FERNÁNDEZ, Pablo Opciones, (1996); *Futuros e Instrumentos Derivados*. Ediciones Deusto S.A., Barcelona.

FRADIQUE-MENDEZ, Carlos. (2008); *Guía del Mercado de Valores*. Banco Interamericano de Desarrollo.

GOMEZ, Esteban; VASQUEZ, Diego y ZEA, Camilo. (2004)*Colombia: Impacto del Mercado de Derivados en la Política Monetaria Colombiana*. Artículo publicado por el Banco de la República de Colombia. Consultado en [www.banrep.gov.co](http://www.banrep.gov.co)

GUÍA del mercado de valores, (2008); *Bolsa de Valores de Colombia*.

HULL, John. (1996); *Introducción a los Mercados de Futuros y Opciones*. Editorial Prentice Hall, España.

IMEBU (2010); Centro de Desarrollo Empresarial; *Industria del Calzado y su Visualización Internacional*; Tomado de <http://www.santandercompetitivo.org>

IMEBU (2010); *Industria del calzado y su visualización internacional*; Área de negocios internacionales.

JARAMILLO García, Alejandro, (2009); *Colombia: Propuesta para la implementación de nuevos productos con derivados financieros en el mercado colombiano*; Universidad Nacional de Colombia.

JIMENEZ Mejía, Mauricio; ZABALLA Trujillo, Jeffer; (2010); *Colombia: Uso de derivados para el cubrimiento de riesgo operativo y crediticio en empresas manufacturera*. Colombia.

JULIO, Juan Manuel; MERA, Silvia Juliana; REVEIZ HERAULT, Alejandro, (2002); *Colombia: La curva Spot (Cero Cupón) Estimación con splines cúbicos suavizados, usos y ejemplos*; Departamento de Investigaciones, Subgerencia Monetaria y de Reservas, Banco de la República.

LINARES, Dora. (2008); *Artículo Instrumentos, inversiones, riesgo y financiamiento-Mercado de Derivados*.

LLACAY, Bárbara y PEFFER, Gilbert, (2003); *Barcelona: Cobertura de una Cartera de Bonos con Forwards en Tiempo Continuo*; Dipòsit Digital de la Universidad de Barcelona.

M. CHANCE, Don y BROOKS, Robert (2010); *USA: Introduction to Derivatives and Risk Management*; South-Western, Cengage Learning; Traducción del autor de la investigación.

NOTA TÉCNICA, (1996); Bolsa de Productos, Riesgo y Transparencia, Publicación de MC&F, Año I, No.9.

PEDRAZA Campos, Rodrigo. (1997); *Tres Visiones acerca de los Productos Financieros Derivados en México*, Coordinación de Servicios Editoriales, Facultad de Ciencias UNAM. México.

PEROTTI, Estrella; *Contratos Forward*; Publicado por la Bolsa de Comercio del Rosario, Argentina, en [www.bcr.com.ar](http://www.bcr.com.ar). Consultado el 3 de junio de 2012.

PICKFORD, James. (2004); Máster en inversiones: *La guía completa sobre inversiones*, Ediciones Deusto, Barcelona.

PROEXPORT-COLOMBIA (2011); Sector Agroindustrial Colombiano, Volumen I

PROEXPORT-Colombia, (2012); Sector manufacturero (en línea) consultado en <http://www.inviertaencolombia.com.co> El día 25 de Julio de 2012.

QUIROS Marín, Sandra (2010); *Estudio de la cadena de abastecimiento en el sector calzado y marroquinería de Bucaramanga y su área metropolitana*. Universidad Cooperativa de Colombia.

REGLAMENTO General del Mercado de Derivados de la Bolsa de Valores de Colombia (2011).

RUIZ Camargo, Rodolfo. (2003) *Valor en riesgo en contratos forward y operaciones a plazo de cumplimiento financiero (OPCF) sobre tasa de mercado peso / dólar, caso colombiano*. Barcelona.

SAC, Sociedad de Agricultores de Colombia (2011); Ministerio de Agricultura y Desarrollo Rural.

SALAZAR, Germán. (2008); *Mercado de derivados*. Carta financiera ANIF N° 141.

SIERRA González, Jaime; LONDOÑO Bedoya, David Andrés. (2010); *Cobertura con derivados en empresas manufactureras colombianas: análisis previo a la apertura del mercado de derivados en la bolsa de valores de Colombia*, Bogotá.

STEANGL, Hermann Franz (2011); *Perspectivas económicas 2012*; En Portafolio, Valoración de empresas.

VIGNOLO, Bruno (2001); *Rosario: Aplicaciones de Futuros Financieros*; Bolsa de Comercio de Rosario, Mercado a Término de Rosario.

## WEBGRAFÍA

<http://www.valoresbancolombia.com>

<http://www.bvc.com.co>

<http://www.banrep.gov.co/>

<http://www.sintramites.com>

<http://www.valoresbancolombia.com>

<https://www.bancodebogota.com>

<https://www.grupohelm.com>

<https://www.correval.com>

<http://www.serfinco.com.co>

[www.camaradecomercio.com.co](http://www.camaradecomercio.com.co)

[www.bucaramanga.gov.co](http://www.bucaramanga.gov.co)



## 9. ANEXOS

### ANEXO N°01 CORREO ELECTRÓNICO

Señor  
XXXXXXXXXXXXXXXXXXXX  
GERENTE/PROPIETARIO  
CALZADO XXXXXX  
Bucaramanga

Como estudiantes del programa de postgrado de Finanzas y Negocios Internacionales de la Universidad de la Sabana, debemos realizar el proyecto de grado que hemos denominado **VIABILIDAD DEL USO DE CONTRATOS FUTUROS PARA LA COBERTURA DE RIESGOS EN LAS EXPORTACIONES DE CALZADO POR PARTE DE LOS EMPRESARIOS DE LA CIUDAD DE BUCARAMANGA**, por ello es de vital importancia para nosotros su participación en nuestro proyecto, pues es necesario conocer qué tipo de medidas toman las empresas exportadoras de calzado en Bucaramanga para evitar o reducir los efectos de los riesgos cambiarios.

Con fundamento en lo anterior, solicitamos amablemente su colaboración contestando la encuesta que se envía como archivo adjunto al presente correo y enviándonos la respuesta nuevamente.

Agradecemos de antemano su colaboración y pronta respuesta.

Atentamente,

**MARITZA JANNETH ORDUZ MENDOZA**  
**VIVIANA ANDREA FLOREZ CARREÑO**

ANEXO N°02 ENCUESTA



**Entrevista aplicada a los Administradores ó Departamento Financiero de la PYMES del Sector de Calzado en el departamento de Santander.**

**No. de la muestra 30**

Buenos días/tardes, somos estudiantes de postgrado de Finanzas y Negocios Internacionales, de la Universidad de la Sabana, y nos encontramos realizando las actividades necesarias para la consecución de los objetivos del proyecto de investigación. Agradecemos la atención y tiempo en el desarrollo de éste instrumento.

**TEMA: Diagnosticar la viabilidad del uso de contratos futuros para la cobertura de riesgos en las exportaciones de calzado por parte de los empresarios de la ciudad de Bucaramanga.**

**EMPRESA: CALZADO LUNA**

**NOMBRE DEL ENTREVISTADO** \_\_\_\_\_

**METODOLOGÍA:** Seleccione la respuesta que se ajuste al proceso de exportación de calzado que realiza su empresa.

<b>PREGUNTA</b>
1. ¿Al efectuar transacciones con clientes extranjeros, su empresa ha tenido pérdidas por el cambio de moneda? Si _____ No _____
2. ¿La empresa toma medidas financieras para evitar riesgos? Si _____ No _____
3. Si la respuesta a la anterior pregunta es afirmativa, conteste cuáles de las medidas que se mencionan a continuación ha tenido en cuenta su empresa para evitar el riesgo cambiario: a) Colchón de seguridad b) Únicamente se pide pago de contado, es decir, la cancelación de la mercancía en las siguientes 48 horas a haberse efectuado la venta c) Uso de contratos sobre divisas d) Ninguna de las anteriores

<p>4. ¿Tiene conocimiento alguno sobre los denominados derivados financieros? Si _____ No _____</p>
<p>5. Sí la respuesta anterior es positiva, indique si ha hecho uso de alguno de los productos financieros que se mencionan a continuación:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>a) Contratos futuros</li> <li>b) Contratos forwards</li> <li>c) Opciones</li> <li>d) Swaps</li> </ul>
<p>6. ¿Su empresa ha hecho uso de los contratos futuros sobre divisas? Si _____ No _____</p>
<p>7. Si ha hecho uso de los contratos futuros indique ¿Cuáles fueron los resultados del uso?</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>a) Ganancia</li> <li>b) Perdida</li> <li>c) c. Punto de equilibrio</li> </ul>
<p>8. Recomendaría su empresa el uso de derivados financieros a otros exportadores Si _____ No _____</p>
<p>Gracias por participar en esta entrevista. Agradecemos su aporte, cualquier comentario sobre el tema es importante para nosotros.</p> <p>_____</p> <p>_____</p> <p>_____</p>

Realizada por:

**MARITZA JANNETH ORDUZ MENDOZA**

**VIVIANA ANDREA FLOREZ CARREÑO**

UNIVERSIDAD DE LA SABANA  
INSTITUTO DE POSTGRADOS  
RESUMEN ANALÍTICO DE INVESTIGACIÓN

No.	VARIABLES	DESCRIPCIÓN DE LA VARIABLE
1	NOMBRE DEL POSTGRADO	Especialización en Finanzas y Negocios Internacionales
2	TÍTULO DEL PROYECTO	VIABILIDAD DEL USO DE CONTRATOS FUTUROS PARA LA COBERTURA DE RIESGOS EN LAS EXPORTACIONES DE CALZADO POR PARTE DE LOS EMPRESARIOS DE LA CIUDAD DE BUCARAMANGA
3	AUTOR(es)	Orduz Mendoza Maritza Janneth, Florez Carreño Viviana Andrea
4	AÑO Y MES	2013, Marzo
5	NOMBRE DEL ASESOR(a)	Rojas García Gerardo
6	DESCRIPCIÓN O ABSTRACT	<p>La presente investigación constituye un análisis que permitió identificar la posibilidad de implementar un sistema de contratos futuros para dominio de inseguridades respecto a las exportaciones de calzado que se llevan a cabo en la Capital Santandereana. Inicia con un diagnóstico sobre las actuales circunstancias del proceso de exportación de calzado, riesgos que se originan a partir del intercambio de divisas y elementos financieros que se usan en la actualidad. A través de revisión de normas, bases de datos de información, aplicación de instrumentos y diseño de un modelo sobre el uso de forwards, fue posible establecer la viabilidad de masificar en Bucaramanga inicialmente, el uso de contratos futuros como la herramienta financiera adecuada para reducir los riesgos propios de la exportación de calzado de la ciudad.</p> <p>This research is an analysis that allowed to identify the possibility of implementing a future contract system to control the risk of exchange type and cash flow regarding footwear exports to be held in Bucaramanga, Santander. It starts with a diagnosis of the current situation of footwear export process, risks arising from foreign exchange and financial elements that are used today. Through the revision of standards, information databases, design tools and application of a model on the use of forwards, it was possible to establish the feasibility of expanding in Bucaramanga initially, the use of futures contracts as appropriate financial tool to reduce the risks inherent in the</p>
7	PALABRAS CLAVES O DESCRIPTORES	Contratos futuros, derivados, forward, financiero, exportadores, calzado, riesgo cambiario.
8	SECTOR ECONÓMICO AL QUE PERTENECE EL PROYECTO	Sector financiero.
9	TIPO DE INVESTIGACIÓN	La investigación es de tipo descriptiva-correlacional-explicativa, se establecieron las variables de riesgo de los contratos futuros y así el uso de la estadística paramétrica.
10	OBJETIVO GENERAL	Diagnosticar la viabilidad del uso de contratos futuros para la cobertura de riesgos en las exportaciones de calzado por parte de los empresarios de la ciudad de Bucaramanga.
11	OBJETIVOS ESPECÍFICOS	<p>Identificar el desarrollo normativo sobre derivados financieros en Colombia.</p> <p>Determinar el modelo de operación de los contratos futuros en Colombia</p> <p>Establecer la estadística del uso de contratos futuros por parte de los exportadores de calzado en la ciudad de Bucaramanga.</p> <p>Identificar los beneficios del uso de contratos futuros para la cobertura de riesgos a los que se exponen los exportadores de calzado en Bucaramanga.</p>

12	<b>FUENTES BIBLIOGRÁFICAS</b>	<p>BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ (2012); La Cobertura Cambiaria: Los forwards de divisas; Perú, consultado en <a href="http://www.bcrp.gob.pe">www.bcrp.gob.pe</a>.</p> <p>BANCO DE LA REPÚBLICA, Colombia (1992); Reseña de su estructura económica, Departamento de Investigaciones Económicas, Bogotá.</p> <p>BANCO DE LA REPÚBLICA, Colombia (2006) Panorama Económico Regional. En: Boletín Económico Regional- Región Centro Oriente. Bogotá. (01, diciembre, 2006); p.8</p> <p>BIOLATTO, Dario. (2001); Historia de los Mercados. Investigación &amp; Desarrollo –Departamento de Capacitación y Desarrollo de Mercados, Bolsa de Comercio Rosario. Argentina.</p> <p>BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA. (2012); Artículo digital ¿Qué son los derivados? Consultado el 18 de mayo de 2012 en <a href="http://www.bvc.com.co">http://www.bvc.com.co</a></p> <p>CAMACOL, Departamento de Estudios Económicos de la Cámara Colombiana de la Construcción (2008); El sector de la construcción en Colombia: hechos estilizados y principales determinantes del nivel de actividad. Departamento de Estudios Económicos.</p> <p>Cámara de Comercio de Bucaramanga (2012); Datos consultados (en línea) en la <a href="http://www.sintramites.com.co">www.sintramites.com.co</a> el día 21 de Julio de 2012.</p> <p>CENAC, Centro de Estudios de la Construcción y el Desarrollo Urbano y Regional, (2011), Gran encuesta integrada de hogares.</p> <p>CHABERT Fonts, Joan. (2005); Manual de Comercio Exterior. Ediciones Gestión 2000, Barcelona, España.</p> <p>COLOMBIA, Ley 590 de 2000. Diario Oficial No. 44.078 de 12 de julio 2000.</p> <p>CULP, L., Christopher, (2004); Uso y Abuso de los Productos Financieros Derivados. Publicado por PICKFORD, James. Máster en Inversiones: Guía Completa sobre Inversiones. Ediciones Deusto, Barcelona, España.</p> <p>CURSO sobre Derivados. (2003); Introducción a los derivados. Ediciones Gestión 2000 S.A., Barcelona, pág. 13.</p> <p>DANE, Departamento Nacional de Estadística, (2012); consultado (en línea) <a href="http://www.dane.gov.co">www.dane.gov.co</a> el día 23 de julio de 2012.</p> <p>DANE; Indicadores económicos alrededor de la construcción, I trimestre (2012); Comunicado de prensa. Bogotá, 04 de julio de 2012.</p> <p>DANE; Indicadores económicos alrededor de la manufactura, I trimestre (2010); Comunicado de prensa. Bogotá, 03 de julio de 2010.</p> <p>DE LARA Haro, Alfonso. (2001); "Medición y control de riesgos financieros". Ediciones Limusa.</p> <p>DIAN; Dirección Aduanas Nacionales (2008); Resolución número 00432, 19 de noviembre 2008.</p> <p>DÍAZ, Carmen, (1998); México: Futuros y Opciones Sobre Futuros Financieros; Editorial Prentice Hall.</p>
13	<b>RESUMEN O CONTENIDO</b>	<p>El desarrollo de la presente investigación comprende 5 capítulos que se describen a continuación:</p> <p>El capítulo I, constituye la descripción de la problemática central de la investigación y los objetivos a desarrollar en donde se describe que el sector financiero se ha introducido la figura de los productos derivados financieros, los cuales pueden resultar benéficos en las actividades mercantiles, especialmente las de carácter transnacional, ya que una de sus características esenciales está relacionada con el control de otro activo subyacente, como el precio de las divisas, a cuyos cambios está sometido el éxito o el fracaso de operaciones comerciales que se realicen a nivel internacional. El capítulo II, desarrolla la descripción del modelo de operación de los contratos futuros en Colombia y en Bucaramanga ciudad seleccionada para el diagnóstico.</p> <p>El capítulo III, es una correlación de los beneficios del uso de contratos futuros para la cobertura de riesgos. El capítulo IV, es un despliegue normativo sobre derivados financieros en Colombia y la regulación que le corresponde. Y finalmente el capítulo V es un avance estadístico del uso de contratos futuros por parte de los exportadores de calzado en la ciudad y un análisis aplicativo de lo desarrollado en el transcurso de la investigación. Posteriormente se presentan las conclusiones y recomendaciones. Para finalizar señalando las referencias bibliográficas revisadas y los anexos, tales como cuadros estadísticos, cuestionario y guía de entrevista.</p>

14	<b>METODOLOGÍA</b>	Se utilizó el método cualitativo por cuanto se hizo uso del material bibliográfico para el desarrollo del marco teórico y cuantitativo con una muestra probabilística basada en la recolección de información entrevista semi-estructurada y un modelo de simulación de resultados. Para la muestra, se seleccionaron treinta empresas de calzado ubicadas en Bucaramanga y su área metropolitana. el instrumento usado para la recolección de la muestra fue una encuesta aplicada a gerentes, propietarios y/o encargados del área financiera de cada una de las empresas.
15	<b>CONCLUSIONES</b>	<p>El Estado colombiano, a través de la expedición de normas y de sus diferentes entidades ha venido incentivando, desde hace varios años, la exportación de los diferentes productos que genera el país. En el caso de Santander, uno de ellos es el calzado. Sin embargo, comercializar hacia otros países y percibir recursos en moneda extranjera expone a las empresas locales a muchos riesgos que pueden llegar a perjudicarlas gravemente.</p> <p>En el sector financiero existen los denominados productos derivados financieros, entre los que se encuentran los contratos futuros y forwards, los cuales tienen como objeto del negocio el precio de un activo subyacente, como la moneda extranjera, por lo que puede llegar a garantizar y evitar muchos de los riesgos a los que se exponen los exportadores respecto al cambio de moneda. Aunque en Santander existen muchas empresas y/o comerciantes dedicados a la exportación de calzado que han experimentado fracasos generados por el cambio de moneda, el desconocimiento de los contratos de futuro es notorio y alarmante. Así mismo, se tiene un temor generalizado en el sector respecto al uso de productos financieros y falta de adecuada asesoría que les permita llegar a ellos para hacer una correcta inversión.</p> <p>Las entidades bancarias y las comisionistas de bolsa ofrecen dichos productos y brindan información a través de sus páginas web, enfatizando en la importancia de una educación financiera consciente, con el fin de promover su uso y generar mayor estabilidad económica y seguridad financiera de los usuarios, que para el caso en concreto, se traduce en la cobertura de riesgos en las operaciones de exportación de los comerciantes de calzado de Bucaramanga. De conformidad a la investigación, la importancia de las operaciones forward radica en la cobertura del riesgo cambiario y de flujo de caja, dada la volatilidad de los mercados y de ser un país en desarrollo que está sujeto a cambios permanentemente a causa de la coyuntura económica.</p>
16	<b>RECOMENDACIONES</b>	<p>Ante los resultados arrojados en el trabajo de campo en el sector de la exportación de calzado en Santander, se considera la necesidad de dar a conocer a los comerciantes y/o empresas del mismo, información relevante sobre el uso de los productos derivados financieros en especial los contratos de futuros, ya que por tratarse de un derivado estandarizado puede llegar a generar mayor seguridad de inversión.</p> <p>Inicialmente se requiere de una asesoría especializada y adecuada, ya que el objetivo es que los exportadores de calzado en Santander comiencen a usar los contratos de futuros como protección al riesgo cambiario al que se ven expuestos por razón propia de su actividad.</p>
*	<b>CÓDIGO DE LA BIBLIOTECA</b>	No aplica para usted.

**CRISANTO QUIROGA OTÁLORA**  
 Coordinador Comité de Investigación