

UNIVERSIDAD NACIONAL JORGE BASADRE GROHMANN - TACNA

Escuela de Posgrado

DOCTORADO EN CIENCIAS CONTABLES Y FINANCIERAS

**FORWARD COMO COBERTURA DEL RIESGO
CAMBIARIO EN LA RENTABILIDAD DE LAS
EMPRESAS EXPORTADORAS AGRÍCOLAS
DE LA IRRIGACIÓN PAMPAS DE
MAJES EN AREQUIPA**

TESIS

PRESENTADA POR:

M.Sc. EVELYN TRINIDAD MONTERO ZÚNIGA

Para optar el Grado Académico de:

DOCTORA EN CIENCIAS CONTABLES Y FINANCIERAS

TACNA - PERÚ

2017

UNIVERSIDAD NACIONAL JORGE BASADRE GROHMANN – TACNA

Escuela de Posgrado

DOCTORADO EN CIENCIAS CONTABLES Y FINANCIERAS

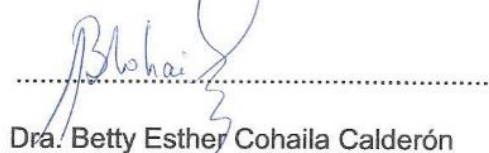
**FORWARD COMO COBERTURA DEL RIESGO
CAMBIARIO EN LA RENTABILIDAD DE LAS
EMPRESAS EXPORTADORAS AGRÍCOLAS
DE LA IRRIGACIÓN PAMPAS DE
MAJES EN AREQUIPA**

Tesis sustentada y aprobada el 03 de Mayo del 2017; estando el jurado calificador integrado por:

PRESIDENTA

: 
.....
Dra. Rina María Álvarez Becerra

SECRETARIA

: 
.....
Dra. Betty Esther Cohaila Calderón

MIEMBRO

: 
.....
Dr. Teodosio Rubén Soto Huanca

ASESOR

: 
.....
Dr. Pedro Pablo Chambi Condori

DEDICATORIA

Con toda la humildad que mi corazón puede emanar, dedico mi trabajo a Dios y a mi madre.

De igual forma, dedico este logro académico a mis hijos: Camila y Jorge Luís; y a mi esposo; y esperando que esta investigación los incentive a mantener una visión de éxito en sus vidas, mediante el estudio continuo.

A mi querida familia por su apoyo y estímulo constante en la búsqueda de un futuro mejor.

AGRADECIMIENTO

En primer lugar agradezco infinitamente a Dios, por darme salud y fortaleza para terminar este posgrado.

Agradezco también la confianza y el apoyo de mi familia, porque con ello han permitido hacer más liviana esta difícil jornada intelectual.

A todos los gerentes financieros de las empresas exportadoras agrícolas de la irrigación Pampas de Majes en Arequipa por sus aportes indispensables para esta investigación, permitiendo el acceso a la información.

A mis asesores, por sus comentarios, los cuales fueron muy útiles para orientar y culminar la investigación.

Finalmente, agradezco a mis compañeros de estudio, por el constante intercambio de información, que contribuyó en la consecución para llegar al objetivo propuesto.

CONTENIDO

	Pág.
DEDICATORIA	iii
AGRADECIMIENTO	iv
RESUMEN	xx
ABSTRACT	xxi
RESUMO	xxii
INTRODUCCION	1

CAPÍTULO I: PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

1.1. Descripción del problema	3
1.1.1. Antecedentes del problema	3
1.1.2. Problemática de la investigación	5
1.2. Formulación del problema	8
1.2.1. Problema general	8
1.2.2. Problemas específicos	8
1.3. Justificación del problema	9
1.4. Alcances y limitaciones	11
1.5. Objetivos	11
1.5.1. Objetivo General.....	11
1.5.2. Objetivo Específicos	12

1.6. Hipótesis.....	13
1.6.1. Hipótesis general.....	13
1.6.2. Hipótesis específicas.....	13

CAPÍTULO II: MARCO TEÓRICO

2.1. Antecedentes.....	15
2.1.1. En el ámbito internacional	15
2.1.2. En el ámbito nacional	18
2.2. Bases teóricas	20
2.2.1. Mercado de derivados financieros.....	20
2.2.2. Instrumento financiero derivado	26
2.2.3. Normativa que regula los derivados financieros.....	30
2.2.4. Mercado de derivados financieros en el Perú	64
2.2.5. Mercado de divisas	73
2.2.6. Mercado de divisas peruano	79
2.2.7. <i>Forward</i>	82
2.2.8. El <i>Forward</i> en el Perú.....	106
2.2.9. Volumen de operaciones con <i>Forward</i> en la banca múltiple nacional.....	117
2.2.10. Cobertura financiera.....	121
2.2.11. Operaciones de cobertura financiera	124
2.2.12. Evolución de los contratos de cobertura en el Perú	146

2.2.13. Contabilización de una cobertura	147
2.2.14. Reconocimiento de las diferencias del valor razonable.....	156
2.2.15. Evaluación de la efectividad de las coberturas	157
2.2.16. Auditoría en la contabilidad de coberturas	159
2.2.17. Riesgo cambiario	164
2.2.18. Exposición al riesgo cambiario.....	167
2.2.19. Exposición al riesgo cambiario en el Perú.....	168
2.2.20. Análisis financiero por exposición al riesgo cambiario	170
2.2.21. Exposición al riesgo cambiario en el mundo	174
2.2.22. Gestión del riesgo cambiario.....	174
2.3. Definición de términos básicos	177
2.3.1. Costos	177
2.3.2. Empresas exportadoras agrícolas.....	178
2.3.3. Gastos.....	179
2.3.4. Margen de utilidad bruta.....	179
2.3.5. Margen de utilidad neta	180
2.3.6. Irrigación Pampas de Majes	181
2.3.7. Precio	187
2.3.8. Rendimiento sobre el capital	188
2.3.9. Rendimiento sobre los activos	188
2.3.10. Rentabilidad	189

2.3.11. Tipo de cambio.....	190
2.3.12. Ventas	196

CAPÍTULO III: MARCO METODOLÓGICO

3.1. Tipo y Diseño de la investigación.....	197
3.1.1. Tipo de investigación.....	197
3.1.2. Diseño de investigación	197
3.2. Población y muestra	198
3.2.1. Población.....	198
3.2.2. Muestra	198
3.3. Operacionalización de variables	200
3.3.1. Definición conceptual y operacional	200
3.4. Técnicas e instrumentos para recolección de datos	202
3.4.1. Técnicas	202
3.5. Procesamiento y análisis de datos.....	203
3.5.1. Análisis documental	203
3.5.2. Análisis estadístico	203
3.5.3. Ordenamiento y clasificación.....	203
3.5.4. Procedimiento	203
3.5.5. Aspectos éticos	204
3.5.6. Escala de medición	204

CAPÍTULO IV: RESULTADOS

5.1. Presentación de resultados	205
---------------------------------------	-----

CAPITULO V: DISCUSIÓN

5.2. Dócima de hipótesis	236
--------------------------------	-----

5.2.1. Hipótesis general.....	237
-------------------------------	-----

5.2.2. Hipótesis específica 1	238
-------------------------------------	-----

5.2.3. Hipótesis específica 2	243
-------------------------------------	-----

5.2.4. Hipótesis específica 3	247
-------------------------------------	-----

5.2.5. Hipótesis específica 4	251
-------------------------------------	-----

5.2.6. Hipótesis específica 5	257
-------------------------------------	-----

5.2.7. Hipótesis específica 6	261
-------------------------------------	-----

5.2.8. Hipótesis específica 7	265
-------------------------------------	-----

5.2.9. Hipótesis específica 8	269
-------------------------------------	-----

CONCLUSIONES	274
--------------------	-----

RECOMENDACIONES.....	277
----------------------	-----

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	280
---------------------------------	-----

ANEXOS.....	290
-------------	-----

INDICE DE TABLAS

Tabla 1. Participación de las entidades financieras en contratos con derivados financieros	72
Tabla 2. Monedas de mayor transacción en el mundo	73
Tabla 3. Pares de monedas	74
Tabla 4. Pares de monedas más negociadas en el mundo	74
Tabla 5. Tipos de moneda disponibles para contratos Forward con el Banco de Crédito del Perú	112
Tabla 6. Exposición al riesgo cambiario en empresas peruanas más importantes	169
Tabla 7. Efecto de la variación del tipo de cambio en el margen	173
Tabla 8. Área agrícola.....	184
Tabla 9. Número de agricultores.....	184
Tabla 10. Empresas – canales de comercialización	187
Tabla 11. Diseño de investigación	198
Tabla 12. Muestra	199
Tabla 13. Definición conceptual y Operacional	201
Tabla 14. Escala de medición	204
Tabla 15. Empresas agrícolas exportadoras de las Pampas de Majes en Arequipa. Importe coberturado	208

Tabla 16. Estado de ganancias y pérdidas expresado en US\$ dólares, de las empresas en estudio (E-1 - E-9).....	210
Tabla 17. Estado de ganancias y pérdidas expresado en soles (S/.) , de las empresas en estudio (E-1 - E-9).....	212
Tabla 18. Empresas agrícolas exportadoras de las Pampas de Majes en Arequipa, por condición de cobertura, según tipo de cambio, 2014	215
Tabla 19. Empresas agrícolas exportadoras de las Pampas de Majes en Arequipa, por condición de cobertura, según precio unitario, 2014	217
Tabla 20. Empresas agrícolas exportadoras de las Pampas de Majes en Arequipa, por condición de cobertura, según costos, 2014.....	219
Tabla 21. Empresas agrícolas exportadoras de las Pampas de Majes en Arequipa, por condición de cobertura, según gastos operativos de venta y administrativos, 2014	221
Tabla 22. Empresas agrícolas exportadoras de las Pampas de Majes en Arequipa, por condición de cobertura, según gastos operativos financieros y pérdida por diferencia del tipo de cambio, 2014	223

Tabla 23. Empresas agrícolas exportadoras de las Pampas de Majes en Arequipa, por condición de cobertura, según margen de utilidad bruta, 2014.....	225
Tabla 24. Empresas agrícolas exportadoras de las Pampas de Majes en Arequipa, por condición de cobertura, según margen de utilidad neta, 2014.....	228
Tabla 25. Empresas agrícolas exportadoras de las Pampas de Majes en Arequipa, por condición de cobertura, según rendimiento sobre los activos, 2014	230
Tabla 26. Empresas agrícolas exportadoras de las Pampas de Majes en Arequipa, por condición de cobertura, según rendimiento sobre el capital, 2014	232
Tabla 27. Correlación entre las variaciones del tipo de cambio y la colocación de precios unitarios a sus productos de exportación	234
Tabla 28. Correlación entre las variaciones del tipo de cambio que afecta las ventas de las empresas exportadoras agrícolas, de la irrigación Pampas de Majes en Arequipa	240
Tabla 29. Correlación entre las variaciones del tipo de cambio que afectan los costos de exportación de las empresas	

exportadoras agrícolas de la irrigación Pampas de Majes en Arequipa.....	244
Tabla 30. Correlación entre las variaciones del tipo de cambio que afecta los gastos de las empresas exportadoras agrícolas, de la irrigación Pampas de Majes en Arequipa.....	248
Tabla 31. Correlación entre las variaciones del tipo de cambio que afecta el margen de la utilidad bruta, de las empresas exportadoras agrícolas de la irrigación Pampas de Majes en Arequipa.....	252
Tabla 32. Correlación entre las variaciones del tipo de cambio que afecta el margen de la utilidad neta, de las empresas exportadoras agrícolas de la irrigación Pampas de Majes en Arequipa.....	258
Tabla 33. Correlación entre las variaciones del tipo de cambio que afecta el rendimiento sobre el capital de las empresas exportadoras agrícolas, de la irrigación Pampas de Majes en Arequipa.....	262
Tabla 34. Correlación entre las variaciones del tipo de cambio que afecta el rendimiento sobre los activos de las empresas exportadoras agrícolas, de la irrigación Pampas de Majes en Arequipa.....	266

INDICE DE FIGURAS

Figura 1. Estructura del mercado de derivados.....	25
Figura 2. Instrumentos financieros derivados	27
Figura 3. Clasificación de los instrumentos financieros derivados	28
Figura 4. Características de los instrumentos financieros derivados	30
Figura 5. Norma internacional de contabilidad (NIC) 39.....	40
Figura 6. Reconocimiento y medición	44
Figura 7. Valor razonable	49
Figura 8. Proceso de regulación de los instrumentos financieros derivados	49
Figura 9. Fases de sustitución de la Norma internacional de contabilidad (NIC 39)	52
Figura 10. Diferencias entre la NIC 39 y la NIIF 9.....	55
Figura 11. Instrumentos financieros que se negocian en Perú	65
Figura 12. Las 06 principales monedas más negociadas en el mercado de divisas	75
Figura 13. Mercado de cambios o de divisas	76
Figura 14. Participantes del mercado de divisas.....	77
Figura 15. Evolución del tipo de cambio USDPEN	80
Figura 16. Línea del tiempo de los contratos Spot.....	81

Figura 17. Línea de tiempo del contrato <i>Forward</i>	82
Figura 18. Operatividad del <i>Forward</i>	86
Figura 19. Fórmula para determinar el tipo de cambio <i>Forward</i>	96
Figura 20. Fórmula para determinar el diferencial de las tasas	96
Figura 21. Cobertura de compra de divisas	98
Figura 22. Cobertura de Venta de divisas	99
Figura 23. Cobertura de venta de divisas	100
Figura 24. Operatividad con <i>Forward</i> en la banca peruana	117
Figura 25. Volumen de operaciones con <i>Forward</i>	121
Figura 26. Productos autorizados a bancos peruanos	145
Figura 27. Evolución de los contratos de cobertura	147
Figura 28. Contabilidad de coberturas	148
Figura 29. Estrategia de la administración del riesgo.....	162
Figura 30. Existencia de la cobertura	162
Figura 31. Valuación de la cobertura	163
Figura 32. Reconocimiento de la ineffectividad.....	163
Figura 33. Presentación de la información	164
Figura 34. Efecto de la variación del tipo de cambio en el margen de ganancia	173
Figura 35. Gestión del riesgo cambiario.....	177
Figura 36. Margen bruto.....	180

Figura 37. Margen neto.....	181
Figura 38. Rendimiento sobre el capital.....	188
Figura 39. Rendimiento sobre los activos	188
Figura 40. Comportamiento del tipo de cambio.....	192
Figura 41. Efecto de la tasa del tipo de cambio en el resultado de un exportador.....	193
Figura 42. Efecto de la tasa del tipo de cambio en el resultado de un importador.....	194
Figura 43. Fluctuación cambiaria 2014	209
Figura 44. Empresas agrícolas exportadoras de las Pampas de Majes en Arequipa, por condición de cobertura, según tipo de cambio, 2014	216
Figura 45. Empresas agrícolas exportadoras de las Pampas de Majes en Arequipa, por condición de cobertura, según precio unitario, 2014	218
Figura 46. Empresas agrícolas exportadoras de las Pampas de Majes en Arequipa, por condición de cobertura, según venta total, 2014	220
Figura 47. Empresas agrícolas exportadoras de las Pampas de Majes en Arequipa, por condición de cobertura, según costos, 2014.....	222

Figura 48. Empresas agrícolas exportadoras de las Pampas de Majes en Arequipa, por condición de cobertura, según gastos operativos de venta y administrativos, 2014	224
Figura 49. Empresas agrícolas exportadoras de las Pampas de Majes en Arequipa, por condición de cobertura, según gastos operativos financieros y pérdida por diferencia al tipo de cambio, 2014	227
Figura 50. Empresas agrícolas exportadoras de las Pampas de Majes en Arequipa, por condición de cobertura, según margen de utilidad bruta, 2014.....	229
Figura 51. Empresas agrícolas exportadoras de las Pampas de Majes en Arequipa, por condición de cobertura, según margen de utilidad neta, 2014.....	231
Figura 52. Empresas agrícolas exportadoras de las Pampas de Majes en Arequipa, por condición de cobertura, según rendimiento sobre los activos, 2014	233
Figura 53. Empresas agrícolas exportadoras de las Pampas de Majes en Arequipa, por condición de cobertura, según rendimiento sobre el capital, 2014.....	235

Figura 54. Diagrama de dispersión entre las variables variaciones del tipo de cambio y la colocación de precios unitarios a sus productos de exportación.....	241
Figura 55. Diagrama de dispersión entre las variables tipo de cambio y ventas de las empresas exportadoras agrícolas de la irrigación Pampas de en Arequipa	245
Figura 56. Diagrama de dispersión entre las variables tipo de cambio y los costos de exportación de las empresas exportadoras agrícolas de la irrigación Pampas de en Arequipa	249
Figura 57. Diagrama de dispersión entre las variaciones del tipo de cambio afectan los gastos de las empresas exportadoras agrícolas de la irrigación Pampas de en Arequipa	254
Figura 58. Diagrama de dispersión entre las variables tipo de cambio y el margen de la utilidad bruta de las empresas exportadoras agrícolas de la irrigación Pampas de en Arequipa.....	259
Figura 59. Diagrama de dispersión entre las variables tipo de cambio y el margen de utilidad neta de las empresas exportadoras agrícolas de la irrigación Pampas de en Arequipa	263
Figura 60. Diagrama de dispersión entre las variables tipo de cambio y el rendimiento sobre el capital de las empresas	

exportadoras agrícolas de la irrigación Pampas de en
Arequipa..... 267

Figura 61. Diagrama de dispersión entre las variables tipo de cambio y
el rendimiento sobre los activos de las empresas
exportadoras agrícolas de la irrigación Pampas de en
Arequipa..... 271

RESUMEN

Las exportaciones en nuestro país están expuestas al riesgo cambiario, dicho riesgo se origina porque el Perú cuenta con un régimen de tasa de cambio flexible, donde el dólar fluctúa libremente, ya que el valor en moneda local de los activos y pasivos en moneda extranjera, que poseen los diferentes agentes del mercado cambiario, se ven directamente afectados por la variación en la cotización de la moneda extranjera. Las empresas agrícolas exportadoras de las Pampas de Majes en Arequipa, son vulnerables a las variaciones en los términos de intercambio, debido a que es donde toman los precios en el mercado internacional de los productos agrícolas exportables. Además toman decisiones en la colocación de precios a sus productos de exportación, (compra de materiales o maquinaria, préstamos de capital de trabajo en moneda extranjera); sobre cálculos a un tipo de cambio futuro, que en cuanto se concrete en términos diferentes al cambio estimado, la empresa podría generar márgenes de ganancia bruta y neta irreales. En estas circunstancias, el contrato *Forward*, es un instrumento de cobertura frente a la volatilidad del tipo de cambio.

Palabras clave: Empresas agrícolas exportadoras, tipo de cambio, Precio, margen bruto, margen neto, *Forward*.

ABSTRACT

Exports in our country are exposed to exchange rate risk. Such risk arises because Peru has a flexible exchange rate regime, where the dollar fluctuates freely, since the local currency value of foreign currency assets and liabilities, Which are owned by the different agents of the exchange market, are directly affected by the variation in the exchange rate of the foreign currency. The exporting agricultural enterprises of the Pampas de Majes in Arequipa are vulnerable to variations in the terms of trade, because it is where they take the prices in the international market of exportable agricultural products. In addition they make decisions in the placement of prices to their export products, (purchase of materials or machinery, loans of working capital in foreign currency); On calculations to a future exchange rate, that as soon as it materializes in terms different from the estimated change, the company could generate unreal gross and net profit margins. In these circumstances, the Forward contract is a hedging instrument against exchange rate volatility

Key words: Exporting agricultural enterprises, exchange rate, Price, gross margin, net margin, Forward.

RESUMO

Exportações em nosso país estão expostas a riscos cambiais, o risco surge porque o Peru tem um sistema de taxa de câmbio flexível, onde o dólar flutua livremente porque o valor em moeda local de ativos e passivos em moeda estrangeira, eles estão possuindo diferentes agentes do mercado de câmbio diretamente afetados pela variação no valor da moeda estrangeira. Exportando empresas agrícolas dos Pampas de Majes em Arequipa, são vulneráveis a variações nos termos de troca, porque é onde eles tomam preços no mercado internacional de produtos agrícolas exportáveis. Além disso, eles tomam decisões em colocar os seus preços para produtos de exportação (aquisição de materiais ou equipamentos, capital de giro em moeda estrangeira); cálculos em uma taxa de câmbio futuro que é tão concreto em termos diferentes do que o retorno estimado, a empresa poderia gerar margens brutas e lucro líquido irreal. Nestas circunstâncias, o contrato a termo é um instrumento para se proteger contra a volatilidade da taxa de câmbio.

Palavras-chave: exportação de empresas agrícolas, taxas de câmbio, preços, a margem bruta, a margem líquida, para a frente.

INTRODUCCIÓN

Las exportaciones en nuestro país están expuestas a la adversidad, la cual algunas veces puede involucrar pérdidas financieras; además los elementos del riesgo como la tasa de interés, tipo de cambio y las operaciones en el mercado internacional; volatilidad de las divisas y fenómenos ambientales, pueden desestabilizar las operaciones comerciales.

Los agro exportadores y exportadores acopiadores de la Irrigación Pampas de Majes en Arequipa, exponen sus operaciones comerciales al riesgo cambiario por el sólo hecho de recibir ingresos en moneda extranjera; por tal motivo, las empresas deben desarrollar técnicas y estrategias de cobertura del riesgo cambiario para cuantificar sus posibles pérdidas en la viabilidad del negocio, además, analizar las diferentes alternativas operativas e instrumentos financieros derivados de cobertura que existen en nuestro mercado financiero, para mitigar el riesgo frente a la volatilidad del tipo de cambio, de manera que tengan información suficiente para la toma de decisiones; y puedan así administrar eficientemente las ventas al extranjero, los costos de exportación, los gastos operacionales, márgenes de utilidad y la inversión ocasionada por

las operaciones al exterior, para mantener el equilibrio entre ingresos en moneda extranjera y los egresos en moneda nacional.

El uso de instrumentos de cobertura financiera como el *Forward* permite reducir el riesgo cambiario, que es negativo para el valor de la empresa. Sin embargo, sólo las empresas de mayor tamaño, mayor liquidez y menores oportunidades de inversión, utilizan estos instrumentos de cobertura.

Es por ello que se tiene el argumento sólido de que la aplicación de instrumentos de cobertura de riesgo, permiten advertir posibles pérdidas en el precio de los productos a exportar, efectuando una venta o compra a futuro. De este modo cualquier pérdida causada por la variación en el tipo de cambio en los precios pactados en moneda extranjera en las exportaciones, será minimizada o compensada por beneficios obtenidos en la posición de futuro.

CAPÍTULO I

PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

1.1. DESCRIPCIÓN DEL PROBLEMA

1.1.1. Antecedentes del problema

La globalización ha motivado la necesidad de realizar operaciones de comercio exterior o en moneda extranjera, ya sea porque se identifican nuevos mercados para vender los productos, se necesita diversificar las fuentes de aprovisionamiento de materias primas, se requiere financiamiento para la modernización o equipamiento de sus instalaciones.

En este contexto, el riesgo cambiario se genera cuando en un país se cuenta con un régimen de tasa de cambio flexible, en el cual el dólar fluctúa libremente, ya que el valor en moneda local de los activos y pasivos en moneda extranjera, que poseen los diferentes agentes del mercado cambiario, se ven directamente afectados por la variación en la cotización de dicha moneda.

En nuestro país, la volatilidad del tipo de cambio es muy constante.

Por ejemplo, entre julio de 2007 y abril de 2008, en que el tipo de cambio disminuyó aceleradamente a una tasa superior a 13%; o entre febrero y abril de 2009, en que cayó aproximadamente 10%; o en la etapa preelectoral del año 2011, el tipo de cambio aumentó. En la actualidad se presenta las mismas fluctuaciones.

De acuerdo con el BBVA Continental (2013), las operaciones con derivados como cobertura de cambio por moneda extranjera, en el Perú se iniciaron en el año 1997 mediante la contratación rudimentaria de Forward. Estas operaciones crecieron en 328% hasta el año 2014. Sin embargo, los niveles de negociación se encuentran muy por debajo en comparación con los países de la región.

Se espera que el tipo de cambio se deprecie en 13% respecto al año 2014, tasa que está por encima de lo que se espera para el peso chileno y el peso colombiano; dado que estas monedas se depreciaron más rápido que el Sol. Así, algunas proyecciones ya anticipan que el dólar tocará un valor de los S/.3, 35 por dólar, e incluso se proyecta superar lo estimado en algún momento de este año.

Una moneda más débil aliviaría, en alguna medida, a las

exportaciones, las cuales habrían caído en 10, 5% en el 2015, según ADEX. Se estima que para el año 2014 y principios del 2016 el déficit será de 5, 3%; el más significativo de los últimos 16 años. En tal sentido los agroexportadores y exportadores acopiadores están expuestos al riesgo cambiario por el solo hecho de recibir ingresos en moneda extranjera; por tal motivo las empresas deben desarrollar técnicas y estrategias de gestión de riesgo cambiario para cuantificar sus posibles pérdidas en la viabilidad del negocio; además, analizar las diferentes alternativas operativas e instrumentos financieros derivados de cobertura que existen en nuestro mercado financiero, para mitigar el riesgo frente a la volatilidad del tipo de cambio, de manera que tengan información suficiente para la toma de decisiones y puedan así administrar eficientemente el riesgo cambiario. De esta forma se podrá mantener el equilibrio entre ingresos en moneda extranjera y los egresos en moneda nacional.

1.1.2. Problemática de la investigación

La fluctuación del tipo de cambio afecta a los sectores que comercializan con moneda extranjera, siendo uno de los más afectados el sector exportador agrícola, disminuyendo la rentabilidad y la inversión en patrimonio como en activos, al obtener menos soles por los dólares que reciben, lo que deviene en que los gastos y costos de producción se

determinen en soles como: planillas, impuestos, insumos agrícolas, servicios, entre otros rubros.

En este sentido simple, la economía peruana es vulnerable a las variaciones en los términos de intercambio, debido a que toma precios en el mercado internacional de los productos agrícolas. La composición de nuestras exportaciones acentúa el problema al estar concentrada en pocos productos agrícolas. Con esta composición se hace extremadamente difícil proyectar los precios de las exportaciones en una coyuntura de elevada volatilidad.

Por lo tanto, las variaciones de los precios de los productos agrícolas que se exportan en las Pampas de Majes en Arequipa, se basan en la evolución de los precios transados en los mercados bursátiles, lo cual origina distorsiones entre la relación del precio actual (*spot*) y el precio futuro.

En el ámbito de estudio, las empresas agrícolas exportadoras de las Pampas de Majes en Arequipa, toman decisiones (colocación de precios a sus productos de exportación, compra de materiales o maquinaria, toma de préstamos en divisa, etc.), sobre cálculos a un tipo de cambio futuro,

que en cuanto se concrete en términos diferentes al cambio estimado, la empresa podría generar márgenes de ganancia bruta y neta irreales ya que no son operaciones propias de aquella.

Debido a estas circunstancias, existe instrumentos en el mercado financiero que ayudarían a incrementar la rentabilidad de las empresas; como es el contrato *forward*, el cual es una alternativa de cobertura frente a la volatilidad del tipo de cambio. El contrato *forward* permite al exportador, durante un período corto, vender sus dólares en una fecha futura y a un precio establecido independientemente de lo que suceda en el mercado.

Pero esto también implica un costo, que debe ser considerado por la empresa, porque en algunos casos implica el riesgo de que el tipo de cambio en lugar de bajar suba por encima del monto acordado.

Entonces, la utilización de estos instrumentos financieros serán eficientes si es que se hace un análisis correcto sobre qué parte de los ingresos en dólares deben convertirse a soles y qué otra debe mantenerse en dólares, según la estructura de costos y gastos; logrando obtener el porcentaje de rentabilidad aceptable.

1.2. FORMULACIÓN DEL PROBLEMA

1.2.1. Problema general

¿Cuál es el efecto del *Forward* como cobertura del riesgo cambiario, en la rentabilidad de las empresas exportadoras agrícolas de la Irrigación Pampas de Majes en Arequipa?

1.2.2. Problemas específicos

- a. ¿Cómo afectan las variaciones del tipo de cambio a las empresas exportadoras agrícolas de Irrigación Pampas de majes en Arequipa, en la colocación de precios a sus productos de exportación?
- b. ¿En qué medida, afectan las variaciones del tipo de cambio las ventas de las empresas exportadoras agrícolas de la Irrigación Pampas de Majes en Arequipa?
- c. ¿Cómo inciden las fluctuaciones del tipo de cambio en la determinación de los costos de la exportación de las empresas exportadoras agrícolas de la Irrigación Pampas de Majes en Arequipa?
- d. ¿Cómo inciden las fluctuaciones del tipo de cambio en la determinación de los gastos en las empresas exportadoras agrícolas de la Irrigación Pampas de Majes en Arequipa?
- e. ¿Cómo afecta la volatilidad del tipo de cambio, el margen de utilidad bruta, de las empresas exportadoras agrícolas de la Irrigación Pampas

de Majes en Arequipa?

- f. ¿En qué medida afecta las fluctuaciones del tipo de cambio, el margen de utilidad neta, de las empresas exportadoras agrícolas de la Irrigación Pampas de Majes en Arequipa?
- g. ¿Cómo afecta la volatilidad del tipo de cambio, el rendimiento sobre el capital, de las empresas exportadoras agrícolas de la Irrigación Pampas de Majes en Arequipa?
- h. ¿En qué medida afecta las fluctuaciones del tipo de cambio, en el rendimiento sobre los activos, de las empresas exportadoras agrícolas de la Irrigación Pampas de Majes en Arequipa?

1.3. JUSTIFICACIÓN DEL PROBLEMA

El desarrollo del presente trabajo se justifica en el sentido que el gremio empresarial exportador agrícola se ve afectado por la constante volatilidad del tipo de cambio. Estas variaciones generan incertidumbre y riesgos financieros, lo cual trae efectos en las inversiones y más si trabajamos con monedas extranjeras.

Las exportaciones están expuestas a la adversidad, la cual involucra pérdidas financieras algunas veces y algunas no; los elementos del riesgo como la tasa de interés, tipo de cambio y las operaciones en el mercado

internacional, volatilidad de las divisas y fenómenos ambientales pueden desestabilizar las operaciones comerciales. Es por ello que se tiene el argumento sólido de aplicar instrumentos de cobertura de riesgo, los cuales permiten advertir posibles pérdidas en el precio unitario de las exportaciones, divisas y tasa de interés, efectuando una venta o compra a futuro. De este modo cualquier pérdida causada por la variación en el tipo de cambio en los precios pactados en moneda extranjera en las exportaciones, será minimizada o compensada por beneficios obtenidos en la posición de futuro.

Por ello, los agentes económicos han impulsado el uso de instrumentos que puedan protegernos de este tipo de riesgo, como lo es el Forward. Este es uno de los instrumentos derivados más utilizados en los mercados desarrollados para afrontar coberturas.

La finalidad es que se administre y minimice el impacto inherente en los riesgos del mercado exportador.

El uso de instrumentos financieros derivados de cobertura aún se encuentra poco desarrollado en el Perú, debido a la no existencia de un mercado centralizado de derivados locales, en el acceso a estos instrumentos *Over The Counter* es disponible únicamente a un pequeño margen de empresas y personas.

1.4. ALCANCES Y LIMITACIONES

La investigación se desarrolla considerando a las empresas y junta de usuarios exportadores de la irrigación de las Pampas de Majes de Arequipa, las cuales realizan sus operaciones comerciales en soles y dólares, exponiendo sus resultados financieros a la volatilidad de la moneda extranjera, por lo cual la limitante más importante fue obtener la información financiera y de gestión del riesgo financiero.

El estudio está enmarcado en el periodo comprendido entre enero y junio del año 2014, ello se debe a que las variaciones del tipo de cambio fue muy volátil en ese periodo. En el desarrollo de la investigación se tomó como muestra a 9 (nueve) empresas de las 45 (cuarenta y cinco) de la población. Para obtener la información necesaria se programó una serie de entrevistas con los gerentes financieros y personal pertinente, dichas entrevistas se efectuaron de acuerdo a la disponibilidad de tiempo, por tal motivo la investigación se prolongó más de lo proyectado.

1.5. OBJETIVOS

1.5.1. Objetivo general

Determinar si la aplicación del *Forward* como cobertura en el riesgo cambiario incide en la rentabilidad de las empresas exportadoras agrícolas de la Irrigación Pampas de Majes en Arequipa.

1.5.2. Objetivos específicos

- a. Determinar si las variaciones del tipo de cambio afectan la colocación de precios a los productos de exportación de las empresas exportadoras agrícolas de la Irrigación Pampas de Majes en Arequipa.
- b. Establecer si las variaciones del tipo de cambio afecta las ventas de las empresas exportadoras agrícolas de la Irrigación Pampas de Majes en Arequipa.
- c. Verificar si las fluctuaciones del tipo de cambio inciden en la determinación de costos de la exportación de las empresas exportadoras agrícolas de la Irrigación Pampas de Majes en Arequipa.
- d. Verificar si las fluctuaciones del tipo de cambio inciden en la determinación de los gastos en las empresas exportadoras agrícolas de la Irrigación Pampas de Majes en Arequipa.
- e. Determinar si las variaciones del tipo de cambio afectan el margen de utilidad bruta de las empresas exportadoras agrícolas de la Irrigación Pampas de Majes en Arequipa.
- f. Determinar si las variaciones del tipo de cambio afectan el margen de utilidad neta de las empresas exportadoras agrícolas de la Irrigación Pampas de Majes en Arequipa.
- g. Verificar si la volatilidad del tipo de cambio afecta el rendimiento sobre el capital de las empresas exportadoras agrícolas de la Irrigación

Pampas de Majes en Arequipa.

- h. Establecer si las fluctuaciones del tipo de cambio afecta el rendimiento sobre los activos de las empresas exportadoras agrícolas de la Irrigación Pampas de Majes en Arequipa.

1.6. HIPÓTESIS

1.6.1. Hipótesis general

La aplicación del *Forward* como cobertura en el riesgo cambiario, incide en la rentabilidad de las empresas exportadoras agrícolas de la Irrigación Pampas de Majes en Arequipa.

1.6.2. Hipótesis específicas

- a. Las variaciones del tipo de cambio afecta la colocación de precios a los productos de exportación de las empresas exportadoras agrícolas de la Irrigación Pampas de Majes en Arequipa.
- b. Las variaciones del tipo de cambio afecta las ventas de las empresas exportadoras agrícolas de la Irrigación Pampas de Majes en Arequipa.
- c. Las fluctuaciones del tipo de cambio inciden en la determinación de costos de la exportación de las empresas exportadoras agrícolas de la Irrigación Pampas de Majes en Arequipa.
- d. Las fluctuaciones del tipo de cambio inciden en la determinación de los

gastos en las empresas exportadoras agrícolas de la Irrigación Pampas de Majes en Arequipa.

- e. Las variaciones del tipo de cambio afectan el margen de utilidad bruta de las empresas exportadoras agrícolas de la Irrigación Pampas de Majes en Arequipa.
- f. Las fluctuaciones del tipo de cambio afectan el margen de utilidad neta de las empresas exportadoras agrícolas de la Irrigación Pampas de Majes en Arequipa.
- g. La volatilidad del tipo de cambio afecta el rendimiento sobre el capital de las empresas exportadoras agrícolas de la Irrigación Pampas de Majes en Arequipa.
- h. Las fluctuaciones del tipo de cambio afecta el rendimiento sobre los activos de las empresas exportadoras agrícolas de la Irrigación Pampas de Majes en Arequipa.

CAPÍTULO II

MARCO TEÓRICO

2.1. ANTECEDENTES

Para obtener la información necesaria para el desarrollo del presente trabajo: APLICACIÓN DEL FORWARD COMO COBERTURA DEL RIESGO CAMBIARIO EN LA RENTABILIDAD DE LAS EMPRESAS EXPORTADORAS AGRICOLAS DE LA IRRIGACIÓN PAMPAS DE MAJES EN AREQUIPA, se ha encontrado trabajos de investigación científica que se relacionan con el problema planteado.

2.1.1. En el ámbito internacional

- a. **Colombia**, López, P. y España, L. (2011); realizaron el estudio denominado *Gestión del riesgo cambiario en una compañía exportadora*. Los objetivos de la investigación fueron: Presentar y aplicar una metodología de análisis del riesgo cambiario que permita a las empresas determinar el riesgo al que están expuestas, cuantificar sus posibles implicaciones en la viabilidad del negocio y finalmente analizar las diferentes alternativas operativas y productos financieros

existentes para mitigar este riesgo.

Los principales resultados fueron:

- En el caso colombiano, la volatilidad diaria de la tasa de cambio al que están expuestas las empresas, es decir, el porcentaje de variación de la tasa de cambio de un día a otro, ha llegado a niveles superiores al 5%, lo que puede afectar considerablemente la viabilidad del negocio.
- Con base en el presupuesto, se realizarán las estimaciones del riesgo cambiario al que está expuesta la organización y se modelarán las diferentes alternativas disponibles para mitigarlo, de manera que se cuente con suficiente información para analizar la viabilidad y rentabilidad de la organización y tomar así las decisiones de cobertura del riesgo cambiario.
- La cobertura por diferencia de cambio queda reflejado en el estado de resultados en la cuenta de diferencia en cambio.
- Para efectos de análisis, se adiciona a la utilidad antes de impuestos e intereses (EBIT), la diferencia de cambio, con el fin de que se actualice el EVA con el efecto de las decisiones que en materia de mitigación del riesgo cambiario se tomen. De no hacerse esta actualización, el EVA sería siempre el mismo y no se vería afectado.

Concluyendo, las empresas exportadoras deben protegerse del riesgo

cambiario, con estrategias y la utilización de instrumentos financieros que mitigan el riesgo por la diferencia de cambio, de manera que cuente con suficiente información para que tome las decisiones de gestión del riesgo cambiario, ya que poseen todos sus costos en moneda local (mano de obra, insumos agrícolas, material de empaque, entre otros), la mayoría de sus ingresos corresponden a exportaciones así como, su endeudamiento financiero está contratado en moneda local.

b. México, Peña, A. (2003). Realizo el estudio denominado *Instrumentos Derivados: Una estrategia financiera para reducir el riesgo en las empresas mexicanas*. La investigación se basó en las condiciones del mercado exportador mexicano frente a las variaciones cambiarias. Los resultados de la investigación demostraron el beneficio de los instrumentos derivados y el poder de prever ante situaciones de incertidumbre por exposición al riesgo cambiario.

Entre las conclusiones más resaltantes de la investigación tenemos que, la utilización de instrumentos financieros de cobertura no resulta caro, pues las comisiones que se manejan fluctúan entre el 3% y el 1% del monto a cubrir y los márgenes que se dejan son en calidad de depósito y genera un rendimiento al vencimiento del instrumento, por el interés que genera.

Además, a través de la utilización de este mecanismo de estimación futura, se permite la formación de expectativas, dándoles a los participantes la oportunidad de cubrir sus riesgos, incrementar su oportunidad de obtener utilidad y realizar una planeación más eficiente.

2.1.2. En el ámbito nacional

Hilbck, M. (2009). Operaciones de “carry trade” en el mercado de derivados peruano. Informe Profesional. Pontificia universidad Católica del Perú. El objetivo del informe fue analizar el mecanismo mediante el cual tanto inversionistas extranjeros como locales, aprovechando el diferencial de tasas de interés, utilizaban el denominado Carry Trade (estrategia de arbitraje) a través de la Banca Local y del mercado de forwards Over The Counter (OTC) peruano, para obtener ganancias a través de instrumentos denominados en Nuevos Soles, aumentando así las presiones apreciatorias de nuestra moneda.

En conclusión que, el mercado de divisas muestra una tendencia apreciatoria del nuevo sol, aumento del volumen negociado de forwards a través de la banca local por parte de empresas del Sistema Financiero internacional, aumento de pasivos con el exterior por parte de la banca local y la intervención del BCRP en el mercado de divisas local, junto a la

clara existencia de incentivos financieros (aumento de diferenciales de tasas de interés y posibilidad de ganancias por arbitraje), permiten mostrar los beneficios que trajo consigo la implementación de operaciones de Carry Trade, para los agentes económicos participantes del mercado de derivados (forwards) peruano (Inversionistas extranjeros y Bancos locales).

Ministerio de Comercio Exterior y Turismo (2011). *Guía para la Competitividad Cambiaria del Sector Exportador*. Tomo I Conceptos Básicos del Mercado Cambiario. Las guías y talleres de capacitación realizados por el MINCETUR y PROMPERÚ forman parte de una estrategia integral de capacitación a exportadores sobre las coberturas de las exportaciones con instrumentos financieros como el Forward, con la finalidad de incrementar y fortalecer su competitividad.

Antezana, David; Minaya, S. y Torrejón J. (2013). *Hacia una cultura de cobertura financiera en el Perú: estudio de la situación de los instrumentos derivados y la propuesta de un mercado de futuros*. El objetivo fundamental fue el análisis de la incidencia de la normatividad regulatoria en la determinación de la estructura de mercado, para el desarrollo de la contratación de instrumentos financieros derivados por parte de las empresas peruanas.

Concluyendo en ella, la necesidad de implementar mecanismos de difusión de los beneficios de los derivados en las empresas, universidades e instituciones. De este modo, será posible establecer una cultura de administración de riesgos en el país con normativas y disposiciones que sean comprensibles y accesibles.

2.2. BASES TEÓRICAS

2.2.1. Mercado de derivados financieros

Es una plaza bursátil donde se negocian los distintos instrumentos financieros derivados, llamados también productos sintéticos. Se realizan a través de la compra o venta de un activo en el futuro esperando garantizar la estabilidad de un flujo en el futuro; siendo los más utilizados a nivel mundial los *Forwards*, los Futuros, las Opciones y los *Swaps* (permutas financieras).

El uso de instrumentos derivados tuvo su gran expansión a mediados de la década de los años 80 y su popularización consiguió mantenerlos hasta hoy, como uno de los productos básicos en las principales bolsas del mundo, los principales centros financieros del mundo negocian este tipo de instrumentos.

Según paper de Sierra, J.H. (2007). Evidencia sobre el uso de derivados financieros.

Analiza las razones por la cuales las empresas usan derivados:

- **Los Impuestos y los Costos Asociados a los Problemas Financieros**, la empresa tiene flujo de caja muy volátil y esto hace que su liquidez no sea la óptima.
- **La Subinversión**, las empresas tiene políticas de financiación e inversión mal diseñadas.
- **La Sofisticación Financiera**, Las empresas con más experiencia financiera tienden a usar más los mecanismos de cobertura para mitigar el riesgo.
- El mercado de derivados a nivel internacional, puede estructurarse bajo dos modalidades:

a. Mercado Organizado

BBVA Banco Continental (2015). Mercados organizados. Recuperado de <http://www.bbva.com/es/noticias/economia/bancos/productos-financieros>.

Mercados en los que existe un conjunto de normas y reglamentos que determinan su funcionamiento; goza de reconocimiento oficial, con publicidad de precios, con órganos rectores reconocidos, con una regulación aprobada y sometido a la supervisión y control de los

organismos de tutela del mercado. Por ejemplo la bolsa de valores de Lima.

También denominado mercado de futuros financieros que se caracterizan principalmente por el contar con contratos estandarizados (precio, fechas y cantidades predeterminadas), porque, los activos subyacentes son entregados mediante una cámara de compensación o *clearing house*.

En los años de 1970 comienzan a aparecer los primeros mercados organizados siendo el pionero el *Chicago Board Options Exchange*, comenzó regulando el intercambio de opciones sobre valores bursátiles. Desde entonces hasta nuestros días han ido apareciendo mercados similares en todos los países desarrollados.

a.1. Características de los mercados organizados

Características comunes a todos estos mercados organizados son las siguientes:

- Están regulados, los elementos de los contratos como sus activos subyacentes, se rigen mediante normas, el número de títulos, fechas de vencimiento y precio de ejercicio.

- Existe una cámara de compensación por la que se realizan las liquidaciones de los contratos no teniendo que estar en contacto directo los compradores y vendedores de los mismos.
- La liquidez del mercado queda garantizada ya que la sociedad intermediaria asume el riesgo de los posibles fallidos. Lo cual exige la cobertura de unas garantías.
- Proporciona una información transparente de las ofertas y demandas de contratos, así como su cotización.

Desde el surgimiento de los mercados de derivados organizados, la utilización de estos activos se ha extendido, utilizándose los mismos no solo como cobertura ante las posibles fluctuaciones de los activos subyacentes, sino también como fuente de obtención de recursos por parte de los vendedores, y sobre todo, como excepcional instrumento de especulación por sus grandes posibilidades de apalancamiento como explicaremos más adelante.

b. Mercado Over The Counter (OTC)

BBVA Banco Continental (2015). Mercados Over The Counter (OTC).
Recuperado de
<http://www.bbva.com/es/noticias/economia/bancos/productos-financieros/operaciones-over-the-counter-otc>.

Se podría traducir como “sobre el mostrador”. Son mercados extrabursátiles donde se negocian distintos instrumentos financieros directamente entre dos partes. Para ello se utilizan los contratos Over The Counter (OTC), en los que las partes acuerdan la forma de liquidación de un instrumento. Las operaciones se realizan fuera de los mercados organizados mediante contratos bilaterales privados.

Los contratos pueden formalizarse entre un Banco de inversión y un cliente (normalmente una empresa que necesita financiación) o entre entidades financieras.

Se trata de mercados innovadores, debido a la libertad de negociación (falta de normalización) y la especificidad de los productos que se negocian. Muchos de estos productos acaban incorporados a los mercados cotizados debido a que alcanzan madurez y se normalizan, aunque no ocurre con todos. En el Perú, el mercado que registra mayor desarrollo es el de forwards, destacando por su liquidez y volumen de divisas (monedas).

b.1. Características de los mercados Over The Counter (OTC)

Con frecuencia se relaciona el mercado Over The Counter (OTC) con

un mercado bilateral, aunque se pueden distinguir dos alternativas:

- **Negociación bilateral**, donde creadores de mercado (dealers) hacen públicos precios de compra y venta vía teléfono o pantallas, y todas las operaciones se ejecutan contra su cuenta propia (principal).
- **Negociación multilateral**, negociación en la que existe una pantalla operada por uno o varios intermediarios (broker) y las operaciones se ejecutan entre terceros sin que el intermediario sea contrapartida (agency).

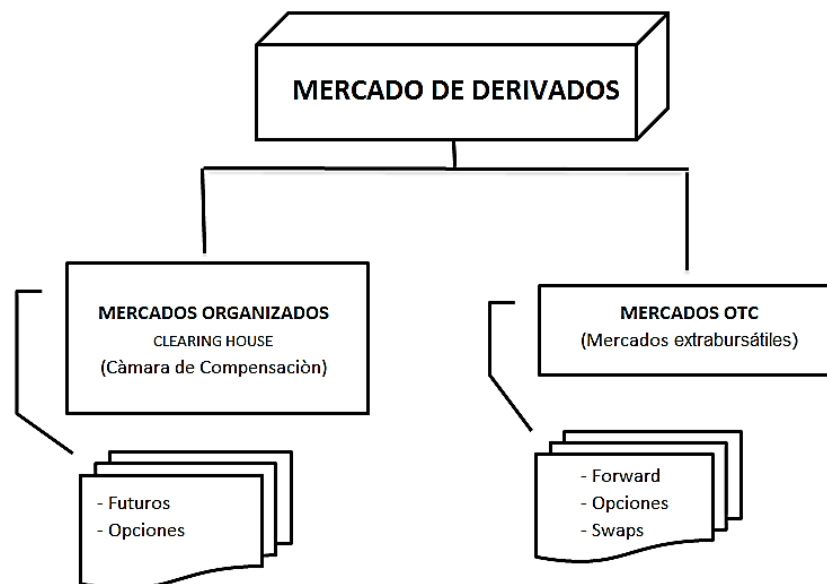


Figura 1. Estructura del Mercado de Derivados
Fuente: Elaboración propia

2.2.2. Instrumento financiero derivado

Banco Central de Reserva del Perú (2013).La Cobertura Cambiaria: Los forwards de divisas. Recuperado de <http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Informes-Especiales>.

Son contratos que basan sus precios en los de otros activos que les sirven de referencia a los que se denomina activos subyacentes. Los derivados pueden ser utilizados como instrumentos de cobertura de riesgo o de negociación, lo que facilita la transferencia de riesgo entre los agentes económicos; mientras algunos buscan protegerse de los movimientos adversos en los precios de un activo, otros asumen riesgos con el fin de obtener una ganancia.

Fueron ofrecidos primariamente por el Chicago Mercantile Exchange (CME) y por Chicago Board of Trade (CBT). Al actuar como cajas de compensación. Dichas entidades protegen a los usuarios del riesgo de contratar directamente el uno con el otro. Luego los bancos crearon instrumentos Over the Counter (OTC), que se realizan fuera del ámbito de las bolsas.

En Europa, los derivados tienen su auge debido al sector privado, mientras que en Estados Unidos, fueron impulsados por agencias estatales.

Los Asset Backed Securities (ABS) tuvieron mayor desarrollo en Inglaterra, generalmente realizados por empresas de construcción. En Argentina, el mercado de futuros y opciones se inició en el año 1991, para operaciones con cereales, y en enero de 1998 Patrick H. Arbor, presidente del Chicago Board of Trade (CBOT), viajó a Buenos Aires con el objeto de ultimar los detalles para el lanzamiento del nuevo mercado de futuros establecido en Buenos Aires, donde se operaran futuros u opciones de tasas de interés, tipo de cambio e índices bursátiles; a través de un emprendimiento conjunto entre la institución norteamericana, la Bolsa de Comercio de Buenos Aires y el Merval.

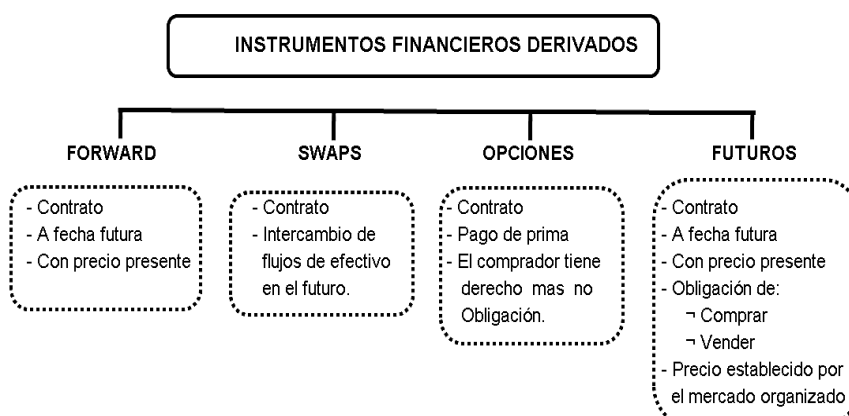


Figura 2: Instrumentos financieros derivados

Fuente: Elaboración propia

2.2.2.1. Clasificación de los instrumentos financieros derivados

Si el contrato en sí mismo es un instrumento financiero derivado o se encuentra alojado dentro de un contrato principal o instrumentos financieros primarios o anfitriones. Podemos hablar de derivados explícitos (se especifican claramente en las cláusulas de los contratos), y derivados implícitos (se incluyen dentro de un contrato principal, sin que sea especificado).

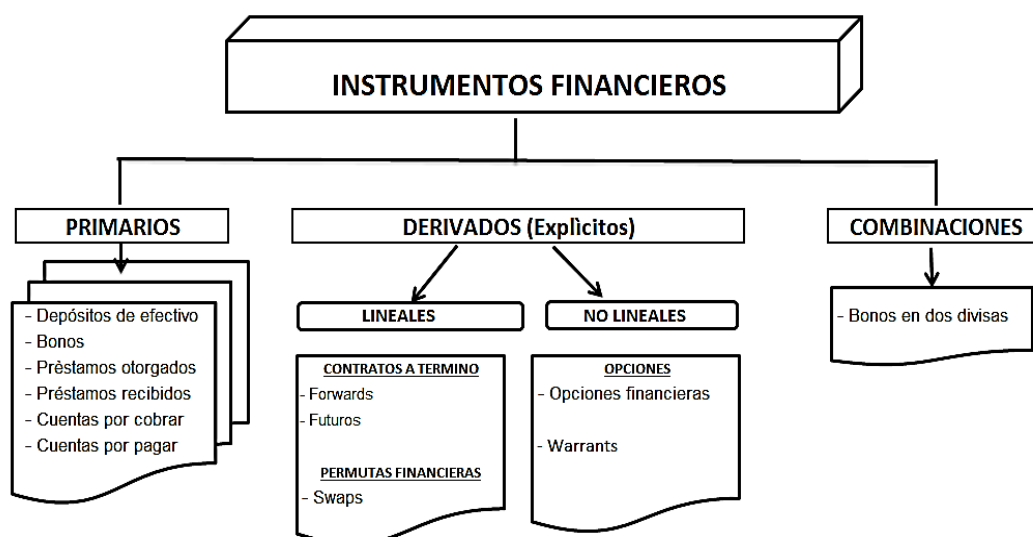


Figura 3: Clasificación de los instrumentos financieros derivados
Fuente: Elaboración propia

También los instrumentos financieros derivados pueden clasificarse en:

- a. **Lineales.** Si son contratos que implican flujos de efectivo obligatorios en una fecha futura, siendo los más comunes los contratos a futuro.
- b. **No lineales.** Cuando tienen características opcionales donde una

parte tiene el derecho pero no la obligación de exigir que otra parte entregue la partida subyacente al contrato (no lineal), siendo los más comunes de opciones, de máximos, mínimos y “swaptions” (combinación de swap y option, trueque y opción).

2.2.2.2. Objetivos

- a. Cobertura. Protección ante riesgos del mercado.
- b. Especulación. Tomar una posición sobre la dirección futura del mercado.
- c. Arbitraje. Aprovechar una oportunidad de beneficio sin costo.

2.2.2.3. Características

Es un instrumento financiero que cumple tres características:

- a. Su valor cambia en respuesta a los cambios en el valor del elemento subyacente (acción, bono, divisa, producto);
- b. No requiere una inversión inicial;
- c. Se liquidará en una fecha futura.

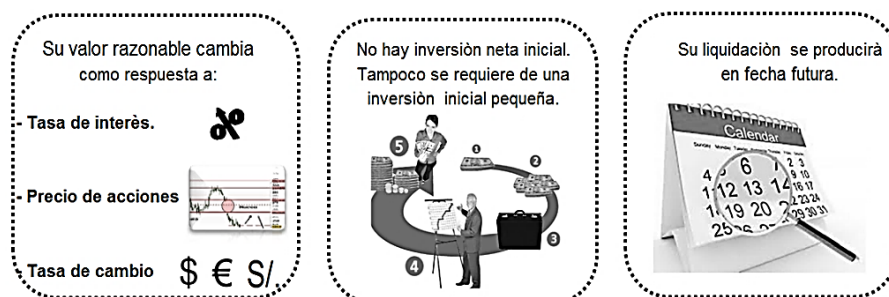


Figura 4: Características de los Instrumentos financieros derivados
Fuente: Elaboración propia

2.2.3. Normativa que regula los derivados financieros

2.2.3.1. Modificatoria del texto único ordenado de la Ley del impuesto a la renta

Decreto supremo No. 179-2004-EF TUO. Ley del impuesto a la renta, Art. 5-A incorporado por el Artículo 2. (24.12.2006). Publicado (diciembre, 24 2006). Vigente (enero, 1 2007).

“Artículo 2º.- Instrumentos Financieros Derivados. Incorpórese como Artículo 5º-A de la Ley, el siguiente texto: “Artículo 5-A.- Las transacciones con Instrumentos Financieros Derivados se sujetarán a las siguientes disposiciones y a las demás que señale la presente Ley:

a. Concepto: Los Instrumentos Financieros Derivados son contratos que involucran a contratantes que ocupan posiciones de compra o de venta y cuyo valor deriva del movimiento en el precio o valor de un

elemento subyacente que le da origen. No requieren de una inversión neta inicial, o en todo caso dicha inversión suele ser mínima y se liquidan en una fecha predeterminada. Los Instrumentos Financieros Derivados a los que se refiere este inciso corresponden a los que conforme a las prácticas financieras generalmente aceptadas se efectúan bajo el nombre de: contratos forward, contratos de futuros, contratos de opción, swaps financieros, la combinación que resulte de los antes mencionados y otros híbridos financieros.

b. Instrumentos Financieros Derivados celebrados con fines de cobertura: Los Instrumentos Financieros Derivados celebrados con fines de cobertura son aquellos contratados en el curso ordinario del negocio, empresa o actividad con el objeto de evitar, atenuar o eliminar el riesgo, por el efecto de futuras fluctuaciones en precios de mercaderías, commodities, tipos de cambio, tasas de interés o cualquier otro índice de referencia, que puede recaer sobre:

b.1. Activos y bienes destinados a generar rentas o ingresos gravados con el Impuesto y que sean propios del giro del negocio.

b.2. Obligaciones y otros pasivos incurridos para ser destinados al giro del negocio, empresa o actividad. También se consideran celebrados con fines de cobertura los Instrumentos Financieros Derivados.

Un Instrumento Financiero Derivado tiene fines de cobertura cuando se cumplen los siguientes requisitos:

- 1) El Instrumento Financiero Derivado contribuye razonablemente a eliminar, atenuar o evitar el riesgo al que se alude en el acápite iv) de este inciso b). Se entiende que la contribución del Instrumento Financiero Derivado es razonable si resulta altamente eficaz para conseguir dicho fin, lo cual se verifica si la relación entre el resultado neto obtenido en el mercado del derivado y el resultado neto obtenido en el mercado de contado o spot, se encuentra en un rango de ochenta por ciento (80%) a ciento veinticinco por ciento (125%). El resultado neto de cada mercado se determinará considerando el valor registrado al inicio de la cobertura y aquél correspondiente al cierre de cada ejercicio o al momento en que se produzca cualquiera de los hechos señalados en el segundo párrafo del inciso a) del Artículo 57º de la Ley, según corresponda. De obtenerse resultados que no se encuentren en el rango señalado en el segundo párrafo del presente numeral, se considerará que el instrumento financiero derivado no ha sido celebrado con fines de cobertura.
- 2) Se celebra entre partes independientes. Excepcionalmente, un Instrumento Financiero Derivado se considerará de cobertura aun cuando se celebre entre partes vinculadas, si su contratación se

efectúa a través de un mercado reconocido.

- i. El Instrumento Financiero Derivado debe cubrir el riesgo durante todo el período en que este se verifica. Los riesgos cubiertos deben ser claramente identificables y no simplemente riesgos generales del negocio, empresa o actividad y su ocurrencia debe afectar los resultados de dicho negocio, empresa o actividad. El deudor tributario debe contar con documentación formal que permita identificar lo siguiente: El Instrumento Financiero Derivado celebrado, cómo opera y sus características.
- ii. El contratante del Instrumento Financiero Derivado, el que deberá coincidir con la empresa, persona o entidad que busca la cobertura.
- iii. Los activos, bienes y obligaciones específicos que reciben la cobertura, detallando la cantidad, montos, plazos, precios y demás características a ser cubiertas.
- iv. El riesgo que se busca eliminar, atenuar o evitar, tales como la variación de precios, fluctuación del tipo de cambio, variaciones en el mercado con relación a los activos o bienes que reciben la cobertura o de la tasa de interés con relación a obligaciones, y otros pasivos incurridos que reciben la cobertura.
- v. La forma en que el contratante medirá la eficacia del Instrumento Financiero Derivado celebrado para compensar la exposición a riesgos

de las partidas que cubre. Los sujetos del Impuesto, así como las personas o entidades inafectas o exoneradas del Impuesto, que contratan un Instrumento Financiero Derivado celebrado con fines de cobertura deberán comunicar a la SUNAT tal hecho en la forma y condiciones que ésta señale por Resolución de Superintendencia, dejándose constancia expresa en dicha comunicación que el Instrumento Financiero Derivado celebrado tiene por finalidad la cobertura de riesgos desde la contratación del instrumento y la forma en que se mide la eficacia del Instrumento Financiero Derivado. Esta comunicación tendrá carácter de declaración jurada y deberá ser presentada en el plazo de treinta (30) días contados a partir de la celebración del Instrumento Financiero Derivado.

- 3) Instrumentos Financieros Derivados no considerados con fines de cobertura: Son Instrumentos Financieros Derivados no considerados con fines de cobertura aquellos que no cumplan con alguno de los requisitos señalados en los numerales 1) al 3) del inciso anterior. Asimismo, se considerará que un Instrumento Financiero Derivado no cumple los requisitos para ser considerado con fines de cobertura cuando:
 - i. Ha sido celebrado fuera de mercados reconocidos;

ii. Ha sido celebrado con sujetos residentes o establecimientos permanentes situados o establecidos en países o territorios de baja o nula imposición.

c. Instrumentos Financieros Derivados celebrados por empresas del Sistema Financiero: Los Instrumentos Financieros Derivados celebrados con fines de intermediación financiera por las empresas del Sistema Financiero reguladas por la Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros.

2.2.3.2. Norma Internacional de Contabilidad 32, instrumentos financieros:

NIC 32. Instrumentos Financieros: Presentación.Obj.11, pag.1533 pág. GA3 a GA23. (2012).

a. Objetivo

1) “El objetivo de esta Norma es establecer principios para presentar los instrumentos financieros como pasivos o patrimonio y para compensar activos y pasivos financieros. Ella aplica a la clasificación de los instrumentos financieros, desde la perspectiva del emisor, en activos financieros, pasivos financieros e instrumentos de patrimonio; en la clasificación de los intereses, dividendos y pérdidas y ganancias

relacionadas con ellos, y en las circunstancias que obligan a la compensación de activos financieros y pasivos financieros. 3 Los principios de esta Norma complementan los relativos al reconocimiento y medición de los activos y pasivos financieros, de la NIC 39 Alcance Instrumentos Financieros: Reconocimiento y Medición, y a la revelación de información sobre ellos en la NIIF 7 Instrumentos Financieros: Información a Revelar.”

2.2.3.3. Norma Internacional de Contabilidad 39, Instrumentos Financieros: Reconocimiento y Medición

NIC 39, Instrumentos Financieros: Reconocimiento y Medición. Obj. 9, pág.1968.

1) “Esta Norma se aplicará por todas las entidades a todos los tipos de instrumentos financieros, excepto a:

a) Aquellas participaciones en subsidiarias, asociadas o negocios conjuntos, que se contabilicen de acuerdo con la Norma Internacional de Información Financiera 10 (NIIF, 10). Estados Financieros Consolidados, Norma Internacional de Contabilidad 27 (NIC 27) Estados Financieros Separados, Norma Internacional de Contabilidad 28 (NIC 28). Inversiones en Asociadas y Negocios Conjuntos. No

obstante, las entidades aplicarán esta Norma a las participaciones en subsidiarias, asociadas o negocios conjuntos que, de acuerdo con la Norma Internacional de Contabilidad²⁷ (NIC 27) o la Norma Internacional de Contabilidad 28(NIC 28), se contabilicen de acuerdo con esta Norma. Las entidades también aplicarán esta Norma a los derivados sobre las participaciones en subsidiarias, asociadas o negocios conjuntos, salvo cuando el derivado cumpla la definición de instrumento de patrimonio de la entidad que contiene la Norma Internacional de Contabilidad 32 (NIC 32) Instrumentos Financieros: Presentación.

b) Derechos y obligaciones surgidos de los contratos de arrendamiento a los que se aplique la Norma internacional de contabilidad 17 (NIC 17) Arrendamientos. Sin embargo:

- i. Las cuentas por cobrar de arrendamientos reconocidas por el arrendador están sujetas a la baja en cuentas y las disposiciones sobre deterioro de valor de esta Norma;
- ii. Las cuentas por pagar de arrendamientos financieros reconocidas por el arrendatario están sujetas a las disposiciones de baja en cuentas de esta Norma; y
- iii. Los derivados implícitos en los arrendamientos están sujetos a las

disposiciones sobre derivados implícitos de esta Norma.

c) Los derechos y obligaciones de los empleadores derivados de planes de beneficios a los empleados, a los que se aplique la Norma Internacional de Contabilidad 19 (NIC 19). Beneficios a los Empleados.

d) Los instrumentos financieros emitidos por la entidad que cumplan la definición de un instrumento de patrimonio de la Norma Internacional de Contabilidad 32 (NIC 32) (incluyendo opciones y certificados de opción para la suscripción de acciones) o que se requiera que sean clasificados como un instrumento de patrimonio de acuerdo con los párrafos 16A y 16B o los párrafos 16C y 16D de la Norma Internacional de Contabilidad 32 (NIC 32). No obstante, el tenedor de este instrumento de patrimonio aplicará esta Norma a esos instrumentos, a menos que cumplan la excepción mencionada en el apartado (a) anterior.

e) Derechos y obligaciones surgidos de:

i. Un contrato de seguro, según lo define la Norma Internacional de Información Financiera 4 (NIIF 4). Contratos de Seguro, que sean diferentes de los derechos y obligaciones de un emisor procedentes de los contratos de seguros que cumplan la definición de contrato de

garantía financiera del Apéndice A de la Norma Internacional de Información Financiera 9 (NIIF 9), Instrumentos Financieros.

- ii. Un contrato que esté dentro del alcance de la Norma Internacional de Información Financiera 4 (NIIF 4) por contener un componente de participación discrecional. Sin embargo, esta Norma se aplicará a un derivado que esté implícito en un contrato que quede dentro del alcance de la Norma Internacional de Información Financiera 4 (NIIF 4), si el derivado no es en sí mismo un contrato que quede dentro del alcance de la Norma Internacional de Información Financiera 4 (NIIF 4).

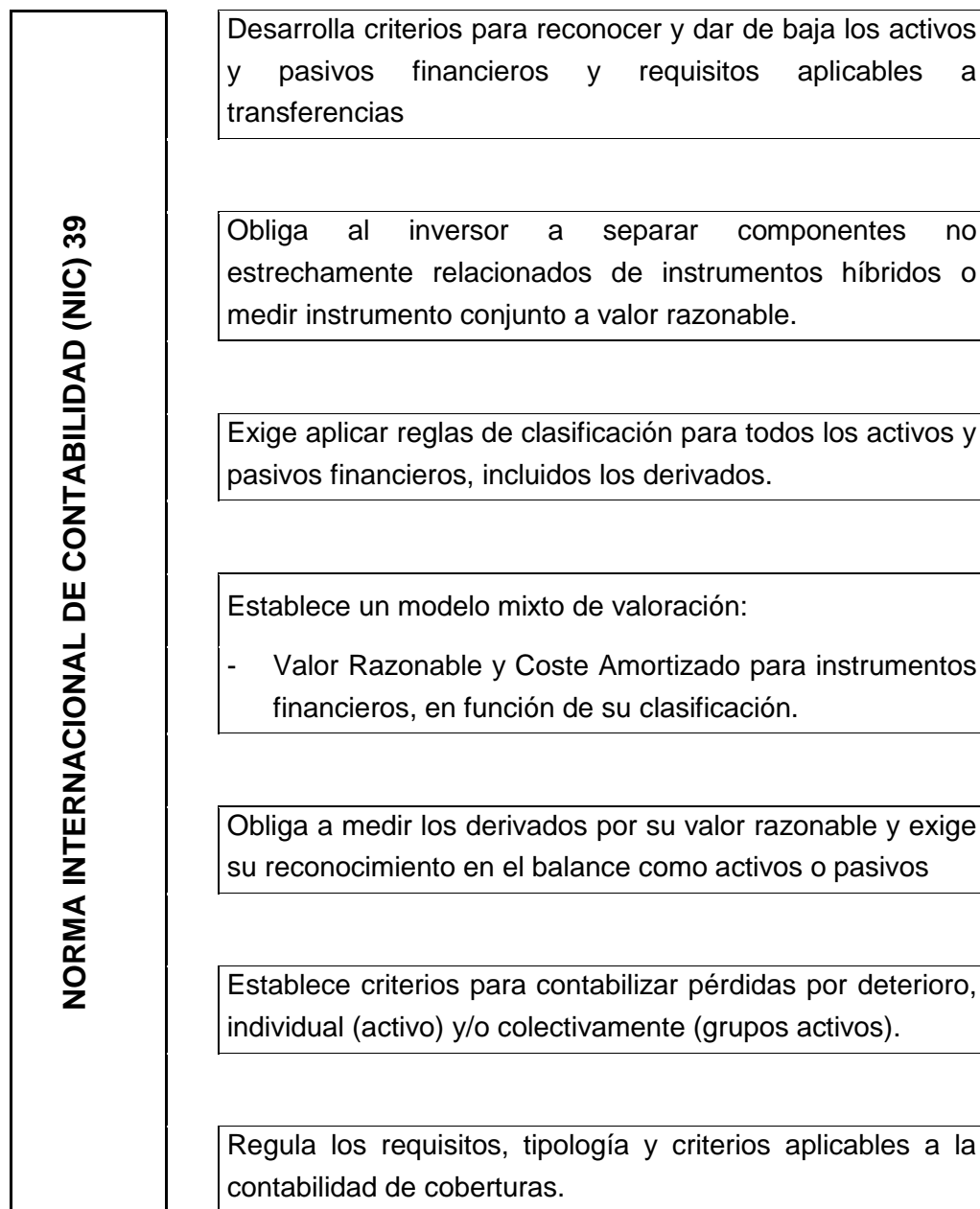


Figura 5: Norma Internacional de Contabilidad (NIC) 39

Fuente: Elaboración propia

Además, si un emisor de contratos de garantía financiera ha manifestado previa y explícitamente que considera a tales contratos como de seguro y ha usado la contabilidad aplicable a los contratos de seguros, podrá optar entre aplicar esta Norma o la Norma Internacional de Información Financiera 4 (NIIF 4), a dichos contratos de garantía financiera. El emisor podrá efectuar la elección contrato por contrato, pero la elección que haga para cada contrato será irrevocable.

2.2.3.4. Norma Internacional de Información Financiera 7. Instrumentos financieros

(NIIF 7), Instrumentos Financieros: Información a revelar. Obj. 1- 2, Pag. 2, Párr. 1 - 5. (2012).

- a. El objetivo**, es requerir a las entidades que, en sus estados financieros, revelen información que permita a los usuarios evaluar:
 - i. La relevancia de los instrumentos financieros en la situación financiera y en el rendimiento de la entidad.
 - ii. La naturaleza y alcance de los riesgos procedentes de los instrumentos financieros a los que la entidad se haya expuesto durante el ejercicio y en la fecha de presentación.

- b. Principios**, reconocimiento, valoración y presentación de los activos

financieros y los pasivos financieros de la Norma Internacional de Contabilidad 32, (NIC 32), Instrumentos financieros: Presentación y de la NIC 39 Instrumentos financieros: Reconocimiento y valoración.

c. Alcance, la norma será aplicada por todas las entidades, a toda clase de instrumentos financieros, excepto a:

- i. Las participaciones en entidades dependientes, asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen según la Norma Internacional de Contabilidad 27, (NIC 27) Estados financieros consolidados y separados, la Norma Internacional de Contabilidad 28, (NIC 28) Inversiones en entidades asociadas o la NIC 31 Participaciones en negocios conjuntos. No obstante, en algunos casos la NIC 27, la NIC 28 o la NIC 31 permiten que la entidad contabilice las participaciones en una dependiente, asociada o negocio conjunto aplicando la NIC 39; en esos casos, las entidades aplicarán las exigencias de información a revelar de la NIC 27, la NIC 28 o la NIC 31, además de las establecidas en esta Norma. Las entidades aplicarán esta Norma a todos los derivados sobre las participaciones en dependientes, asociadas o negocios conjuntos, salvo los derivados que se ajusten a la definición de instrumento de patrimonio de la NIC 32.
- ii. Los derechos y obligaciones de los empleadores surgidos por los planes de retribuciones a los empleados a los que se les aplique la

NIC 19 Retribuciones a los empleados.

- iii. Los contratos que establezcan contrapartidas de carácter contingente en una combinación de negocios (véase la NIIF 3 Combinaciones de negocios). Esta exención solo se aplicará a la entidad adquirente.
- iv. Los contratos de seguro, según se definen en la NIIF 4 Contratos de seguro. No obstante, esta Norma se aplicará a los derivados implícitos en contratos de seguro, siempre que la NIC 39 requiera que la entidad los contabilice por separado. Además, un emisor aplicará esta Norma a los contratos de garantía financiera si aplica la NIC 39 en el reconocimiento y valoración de esos contratos, pero aplicará la NIIF 4 si decidiese, de acuerdo con el apartado (d) del párrafo 4 de la NIIF 4, aplicar dicha NIIF 4 para su reconocimiento y valoración.
- v. Los instrumentos financieros, contratos y obligaciones que surjan de transacciones con pagos basados en acciones a los que se aplique la NIIF 2 Pagos basados en acciones, excepto los contratos que estén dentro del alcance de los párrafos 5 a 7 de la NIC 39, que aplicarán esta NIIF.

d. Aplicación, la Norma Internacional de Información Financiera 7, (NIIF 7). Se aplicará tanto a los instrumentos financieros que se reconozcan contablemente como a los que no se reconozcan. Los instrumentos

financieros reconocidos comprenden activos financieros y pasivos financieros que estén dentro del alcance de la NIC 39. Los instrumentos financieros no reconocidos comprenden algunos instrumentos financieros que, aunque estén fuera del ámbito de aplicación de la NIC 39, entran dentro del alcance de esta NIIF (como, por ejemplo, algunos compromisos de préstamo). Esta NIIF es aplicable a los contratos de compra o de venta de elementos no financieros que estén dentro del alcance de la NIC 39 (véanse los párrafos 5 a 7 de la NIC 39).

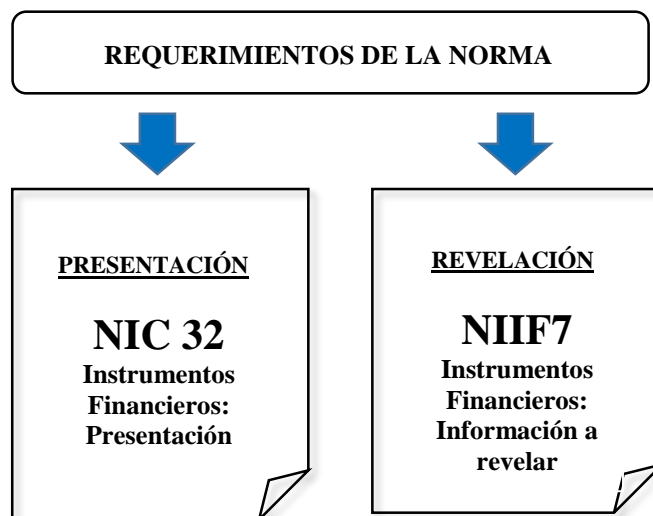


Figura 6: Reconocimiento y medición
Fuente: Elaboración propia

2.2.3.5. Norma Internacional de Información Financiera 9 (NIIF 9), Instrumentos Financieros

(NIIF 9), Instrumentos Financieros. Obj. 1,2,3. Pag. 491, Párr. 27-30. (2012).

a. Objetivo:

- i. Define valor razonable;
- ii. Establece en una sola Norma Internacional de Información Financiera (NIIF), un marco para la medición del valor razonable; y
- iii. Requiere información a revelar sobre las mediciones del valor razonable.

b. Valor razonable, es una medición basada en el mercado, no una medición específica de la entidad. Para algunos activos y pasivos, pueden estar disponibles transacciones de mercado observables o información de mercado. Para otros activos y pasivos, pueden no estar disponibles transacciones de mercado observables e información de mercado. Sin embargo, el objetivo de una medición del valor razonable en ambos casos es el mismo -estimar el precio al que tendría lugar una transacción ordenada para vender el activo o transferir el pasivo entre participantes del mercado en la fecha de la medición en condiciones de mercado presentes (es decir, un precio de salida en la fecha de la medición desde la perspectiva de un participante de mercado que mantiene el activo o debe el pasivo). Cuando un precio para un activo o pasivo idéntico es no observable, una entidad medirá el valor razonable utilizando otra técnica de valoración que maximice el uso de datos de entrada observables relevantes y minimice el uso

de datos de entrada no observables. Puesto que el valor razonable es una medición basada en el mercado, se mide utilizando los supuestos que los participantes del mercado utilizarían al fijar el precio del activo o pasivo, incluyendo los supuestos sobre riesgo.

En consecuencia, la intención de una entidad de mantener un activo o liquidar o satisfacer de otra forma un pasivo no es relevante al medir el valor razonable.

La definición de valor razonable se centra en los activos y pasivos porque son un objeto principal de la medición en contabilidad. Además, esta NIIF se aplicará a instrumentos de patrimonio propios de una entidad, medidos a valor razonable.

c. Aplicación a activos no financieros, una medición a valor razonable de un activo no financiero tendrá en cuenta la capacidad del participante de mercado para generar beneficios económicos mediante la utilización del activo en su máximo y mejor uso o mediante la venta de éste a otro participante de mercado que utilizaría el activo en su máximo y mejor uso.

El máximo y mejor uso de un activo no financiero tendrá en cuenta la utilización del activo que es físicamente posible, legalmente permisible y financieramente factible de la forma siguiente:

- 1) Un uso que es físicamente posible tendrá en cuenta las características físicas del activo que los participantes del mercado tendrían en cuenta al fijar el precio del activo (por ejemplo localización o dimensión de una propiedad).
- 2) Un uso que es legalmente permisible tendrá en cuenta las restricciones legales de utilización del activo que los participantes del mercado tendrían en cuenta al fijar el precio del activo (por ejemplo regulaciones de zona aplicables a la propiedad).
- 3) Un uso que es financieramente factible tendrá en cuenta si una utilización del activo que es físicamente posible y legalmente permisible genera un ingreso o flujos de efectivo adecuados (teniendo en cuenta los costos de conversión del activo para esa finalidad) para producir una rentabilidad de la inversión que los participantes del mercado requerirían de una inversión en ese activo destinado a ese uso. El máximo y mejor uso se determinará a partir de la perspectiva de los participantes del mercado incluso si la entidad pretende un uso distinto. Sin embargo, el uso presente por parte de una entidad de un activo no financiero se presume que es el máximo y mejor, a menos que el mercado u otros factores sugieran que un uso diferente por los participantes del mercado maximizaría el valor del activo.

Para proteger su posición competitiva, o por otras razones, una

entidad puede pretender no utilizar de forma activa un activo no financiero adquirido o puede pretender no utilizar el activo de acuerdo con su máximo y mejor uso. Por ejemplo, ese puede ser el caso de un activo intangible adquirido que la entidad planea utilizar de forma defensiva para impedir a otros utilizarlo. No obstante, la entidad medirá el valor razonable de un activo no financiero suponiendo su máximo y mejor uso por los participantes del mercado.

2.2.3.6. Norma Internacional de Información Financiera 13. Medición del Valor Razonable

(NIIF 13). Medición del Valor Razonable .Obj.1, pag. 489 párr. 9. (201-1).

a. Objetivo:

- i. Define valor razonable;
- ii. Establece en una sola NIIF un marco para la medición del valor razonable; y
- iii. Requiere información a revelar sobre las mediciones del valor razonable.

b. Definición de valor razonable, define valor razonable como el precio que sería recibido por vender un activo o pagado por transferir un pasivo en una transacción ordenada entre participantes de mercado en la fecha de la medición.

Cantidad por la cual un instrumento financiero podría ser vendido o colocado en una transacción libre a precio de mercado.

Figura 7: Valor razonable
Fuente: Elaboración propia

Las mencionadas normas han adoptado el enfoque de contabilidad de coberturas, estableciendo unas reglas para que, cumpliendo unas determinadas condiciones, puedan hacerse coincidir en la cuenta de resultados los efectos de las variaciones de medición de los derivados y de las partidas que tales contratos cubren.

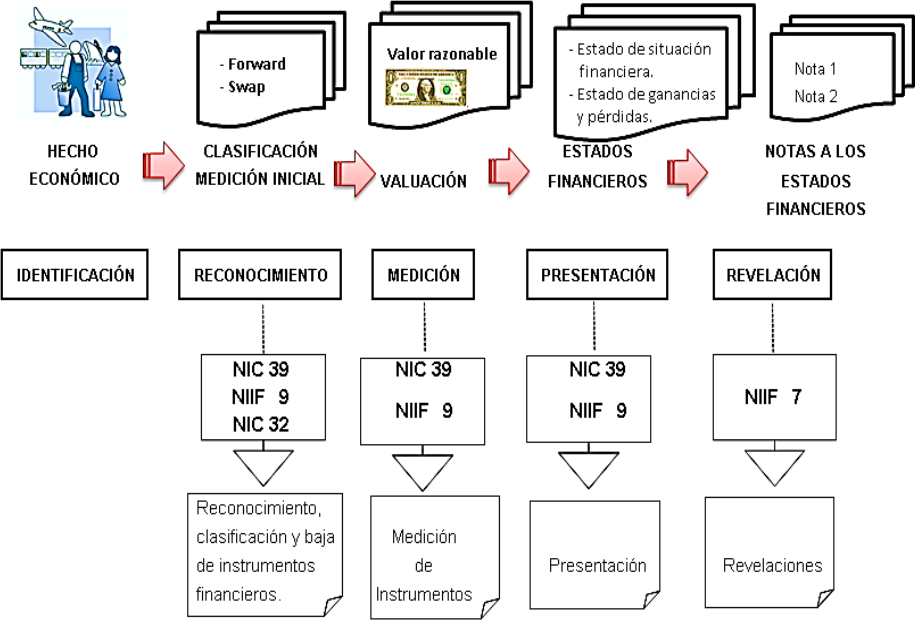


Figura 8: Proceso de regulación de los instrumentos financieros derivados
Fuente: Elaboración propia

2.2.3.7. Principio de Devengado

Informe N° 044-SUNAT/2B0000. Impuesto a la Renta. (2006). De acuerdo con lo dispuesto en el artículo 57° del TUO de la Ley del impuesto a la renta, las rentas de la tercera categoría se considerarán producidas en el ejercicio comercial en que se devenguen. Agrega que esta norma será de aplicación analógica para la imputación de gastos.

Sobre el principio de lo devengado, la Ley del Impuesto a la Renta reseña, la aplicación del principio del devengado y del concepto de asociación de ingresos y gastos. Resulta necesario vincular los ingresos con todos los gastos en los cuales se incurre para la generación del mismo, por lo que, en caso los gastos incurridos por el contribuyente se encuentren vinculados a ingresos que se devengarían en periodos futuros, correspondía que tales gastos se trataran como diferidos y afecten resultados recién en el ejercicio en que se reconozcan los ingresos vinculados a tales erogaciones.

En los derivados financieros, el principio de devengado tiene aplicación en:

- Entrega Física del elemento subyacente
- Liquidación en efectivo
- Cierre de posiciones

- Abandono de opción en la fecha que expira, sin ejercerla
- Cesión de Posición contractual
- Fecha fijada en el contrato con el instrumento financiero derivado, para la realización del intercambio periódico de flujos financieros.

La ocurrencia de estos hechos es independiente del hecho que aún no se hubiera realizado la operación subyacente en el mercado spot. Informe N° 043-2010 D. Leg. No. 970.

2.2.3.8. Proyecto de sustitución de la Norma Internacional de Contabilidad, (NIC 39), Instrumentos Financieros: Reconocimiento y Medición

Deloitte. Grupo técnico/ IFRS. Centre of Excellence. (junio, 2016). Norma internacional de contabilidad 9, (NIIF 9). Instrumentos financieros. Lo que hay que saber desde la perspectiva de las empresas no financieras. Recuperado de <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/es/Documents/auditoria/Deloitte-ES-Auditoria-niif9.pdf>.

La junta de normas internacionales de contabilidad (IASB) por sus siglas en inglés International Accounting Standards Boards. Quien es el ente encargado de desarrollar y aprobar las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF). Elaboró un proyecto para sustituir la Norma

Internacional de Contabilidad 39 (NIC 39), instrumentos financieros: reconocimiento y medición.

Dicho proyecto se inició en el año de 2008, en el contexto de los objetivos de convergencia con los Generally Accepted Accounting Principles (US GAAP), que son los principios de contabilidad generalmente aceptados y usados por las compañías, con sede en Estados Unidos o cotizadas en Wall Street.

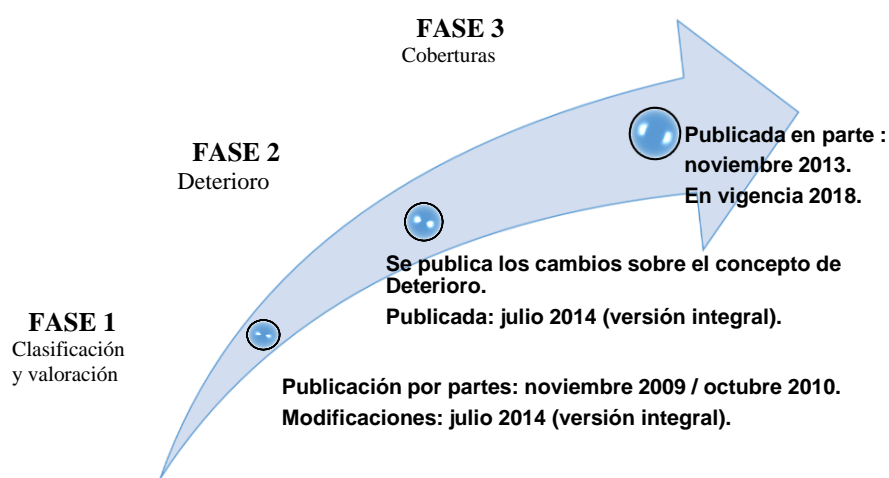


Figura 9: Fases de sustitución de la Norma internacional de contabilidad (NIC 39)

Fuente: Elaboración propia

Además se tomó en cuenta las exigencias del grupo de los 20, (**G20**), que es un foro de 19 países, más la Unión Europea, los cuales se reúnen regularmente, desde 1999, jefes de Estado (o Gobierno), gobernadores de bancos centrales y Ministros de Finanzas.

En el entorno de la crisis financiera de esos momentos se llevó a cabo la realización del proyecto con cierta precipitación lo cual originó en los años posteriores una lentitud en el desarrollo que demoró alrededor de seis años. La Junta de Normas Internacionales de Contabilidad (IASB), tuvo que retrasar por dos veces consecutivas la fecha de aplicación de la norma, del 2013 al 2015, y finalmente al 2018.

La versión definitiva de la Norma Internacional de Información Financiera 9 (NIIF 9), instrumentos financieros se emitió el 24 de julio de 2014, integrando los capítulos de clasificación y valoración, deterioro y contabilidad de coberturas, en que se había dividido su emisión parcial en el proyecto de sustitución de la Norma Internacional de Contabilidad 39 (NIC 39), Instrumentos financieros: reconocimiento y medición.

El enfoque conceptual de la Norma Internacional de Información Financiera 9 (NIIF 9), instrumentos financieros, es completamente distinto al de la Norma Internacional de Contabilidad 39 (NIC 39), Instrumentos Financieros: reconocimiento y medición.

La Norma Internacional de Información Financiera 9 (NIIF 9), instrumentos financieros, en el concepto del deterioro es más amplio que la norma anterior, ya que incluye activos como las cuentas por cobrar por arrendamiento y los activos contractuales de la Norma Internacional de

Información Financiera 15 (NIIF 15), ingresos de actividades ordinarias procedentes de contratos con clientes.

Los contratos para la compra o venta de partidas no financieras quedan fuera del alcance de la norma si son para cumplir con los requerimientos de compra, venta o necesidades de uso propio esperados por la sociedad. La norma internacional de información financiera 9 (NIIF 9), instrumentos financieros, permite que estos contratos puedan designarse al inicio y de forma irrevocable para su valoración a valor razonable con cambios en pérdidas y ganancias, es decir, la opción de valor razonable, por lo tanto se reduce o elimina la asimetría contable.

La Norma Internacional de Información Financiera 9 (NIF 9), instrumentos financieros, tendrá un impacto más generalizados y significativo en entidades financieras como los bancos, aseguradoras entre otras financieras.

DIFERENCIAS ENTRE LA NIC 39 Y LA NIIF 9

La clasificación y valoración de activos financieros se basa en reglas complejas de aplicar.

La clasificación y valoración de activos financieros se basa en principios y reglas que están en función al modelo del negocio y la naturaleza de los flujos de efectivo.

Los pasivos financieros pueden generar mayor riesgo, propio del crédito que puede dar lugar a ganancias en resultados en pasivos en la opción de valor razonable.

Los pasivos financieros a valor razonable, ya que las pérdidas o ganancias del riesgo propio de crédito se va a reconocer en el patrimonio.

Múltiples modelos de deterioro para los activos financieros, con un enfoque de pérdidas incurridas.

Un único modelo de deterioro con un enfoque de pérdidas esperadas.

Los requisitos para aplicar la contabilidad de coberturas muy complejos y basadas en reglas muy estructuradas.

La contabilidad de coberturas más adecuada a la realidad de la gestión de riesgo de la entidad, basada en principios.

Figura 10: Diferencias entre la NIC 39 y la NIIF 9

Fuente: Deloitte Grupo Técnico/ IFRS. Centre of Excellence. (junio, 2016)

2.2.3.9. El enfoque del IASB para sustituir a la NIC 39

Norma Internacional de Información Financiera, (NIIF 9). Instrumentos Financieros. Contabilidad de Coberturas y modificaciones a la NIIF 9, NIIF 7 y NIC 39. IN5 – IN10. (noviembre, 2013).

La Junta de Normas internacionales de contabilidad (IASB) pretende que la Norma internacional de Información financiera 9, (NIIF 9). Sustituya finalmente a la Norma internacional de contabilidad 39 (NIC 39), en su totalidad.

Sin embargo, en respuesta a las peticiones de las partes interesadas de que la contabilidad de instrumentos financieros deba mejorarse con rapidez, La Junta de Normas Internacionales de contabilidad (IASB), dividió su proyecto para sustituir la Norma internacional de contabilidad 39 (NIC 39), en tres fases:

A medida que la Junta de Normas Internacionales de Contabilidad (IASB), complete cada fase, creará capítulos en la Norma internacional de información financiera 9 (NIIF 9), que sustituirán los requerimientos correspondientes de la Norma internacional de contabilidad 39 (NIC 39). Las tres fases principales del proyecto de la Junta de Normas Internacionales de contabilidad (IASB), para sustituir la NIC 39 son:

a. Fase 1: clasificación y medición de los activos financieros y pasivos financieros

- En noviembre de 2009 la Junta de normas internacionales de contabilidad (IASB), emitió los capítulos de la NIIF 9 relativos a la clasificación y medición de los activos financieros.
- En octubre de 2010 el Consejo añadió a la NIIF 9 los requerimientos relacionados con la clasificación y medición de los pasivos financieros.
- En noviembre de 2011, la Junta de Normas internacionales de contabilidad (IASB), decidió considerar modificaciones limitadas a los

requerimientos de clasificación y medición.

- La IASB publicó en noviembre de 2012 el Proyecto de Norma clasificación y medición: modificaciones limitadas a la NIIF 9, modificaciones propuestas a la NIIF 9 (2010).

b. Fase 2: Metodología del deterioro de valor

- En junio de 2009 la Junta de Normas internacionales de contabilidad (IASB), publicó una petición de Información sobre la factibilidad de un modelo de pérdidas esperadas para el deterioro de valor de los activos financieros. Esto constituyó la base del Proyecto de la Norma instrumentos financieros: costo amortizado y deterioro de valor, publicado en noviembre de 2009 y el suplemento al Proyecto de la Norma instrumentos financieros: deterioro de valor, publicado en enero de 2011.
- Como consecuencia de la consideración de la información recibida sobre esos documentos, la IASB publicó en marzo de 2013 el Proyecto de Norma instrumentos financieros: pérdidas crediticias Esperadas. La Junta de Normas internacionales de contabilidad (IASB) está deliberando nuevamente sobre las propuestas del Proyecto de Norma para tratar los comentarios recibidos de quienes respondieron, y las sugerencias procedentes de otras actividades de difusión.

c. Fase 3: contabilidad de coberturas

- En noviembre de 2013 la junta de Normas internacionales de contabilidad (IASB), añadió a la NIIF 9 los requerimientos relacionados con la contabilidad de coberturas.
- En octubre de 2010 la Junta de Normas internacionales de contabilidad (IASB) añadió a la NIIF 9 los requerimientos para la clasificación y medición de los pasivos financieros. La mayoría de los requerimientos de la NIC 39, para la clasificación y medición de los pasivos financieros se trasladaron sin cambios a la NIIF 9. Sin embargo, los requerimientos relativos a la opción del valor razonable para pasivos financieros, se cambiaron para abordar el riesgo de crédito propio. Esas mejoras dan respuesta a comentarios congruentes de los usuarios de los estados financieros y otros de que los efectos de cambios en el riesgo de crédito de un pasivo no deben afectar al resultado del periodo a menos que el pasivo se mantenga para negociar.
- Las mejoras son consecuencia de las propuestas publicadas en mayo de 2010 en el Proyecto de Norma opción del valor razonable para pasivos financieros.
- En noviembre de 2013, la junta de Normas internacionales de contabilidad (IASB), hizo disponibles con mayor rapidez, los

requerimientos de la NIIF 9 que abordan el riesgo de crédito propio, permitiendo que esos requerimientos se apliquen sin emplear los otros requerimientos de la NIIF 9 al mismo tiempo.

- En noviembre de 2013 la Junta de Normas internacionales de contabilidad (IASB), añadió a la NIIF 9 los requerimientos relacionados con la contabilidad de coberturas:
 - 1) La IASB revisó íntegramente los requerimientos de la contabilidad de coberturas de la NIC 39 y los sustituyó por los requerimientos de la NIIF 9.
 - 2) Los requerimientos de la contabilidad de coberturas de la NIIF 9 alinean la contabilidad de coberturas de forma más estrecha con la gestión de riesgos, dando lugar a información de los estados financieros más útil para los usuarios. Los requerimientos también establecen un enfoque más basado en principios para la contabilidad de coberturas y aborda incongruencias y debilidades del modelo de contabilidad de coberturas de la NIC 39.
 - 3) La Junta de Normas internacionales de contabilidad (IASB), no abordó la contabilización específica de carteras abiertas o macro coberturas como parte de los requerimientos generales de la contabilidad de coberturas de la NIIF 9.

La IASB está considerando propuestas para la contabilización de

carteras abiertas y macro coberturas como parte de su agenda activa con el objetivo de emitir un Documento de Discusión. Por consiguiente, la Junta de Normas internacionales de contabilidad (IASB), no ha reconsiderado la excepción de la NIC 39 para una cobertura del valor razonable de una exposición a la tasa de interés de una cartera de activos financieros o pasivos financieros. Esa excepción continúa aplicándose.

La Junta de Normas internacionales de contabilidad (IASB), también proporcionó a las entidades una opción de política contable entre la aplicación de los requerimientos de la contabilidad de coberturas de la NIIF 9 (es decir, el Capítulo 6 incluyendo la excepción al alcance para la contabilidad de coberturas del valor razonable para una cobertura de cartera del riesgo de tasa de interés) y continuar con la aplicación de los requerimientos de la contabilidad de coberturas existentes de la NIC 39 para toda la contabilidad de coberturas, porque todavía no había completado su proyecto sobre la contabilidad de macro coberturas.

Además de estas tres fases, la Junta de Normas internacionales de contabilidad (IASB), publicó en marzo de 2009 un Proyecto de Norma baja en cuentas (modificaciones propuestas a la NIC 39 y la NIIF 7 instrumentos financieros: información a revelar).

Sin embargo, en junio de 2010 la Junta de Normas internacionales de

contabilidad (IASB) revisó su estrategia su plan de trabajo y decidió mantener los requerimientos existentes de la NIC 39 para la baja en cuentas de activos financieros y pasivos financieros, para concluir los requerimientos de información a revelar mejorados. Los nuevos requerimientos se emitieron en octubre de 2010 como una modificación a la NIIF 7 y tenían una fecha de vigencia de 1 de julio de 2011.

En octubre de 2010 los requerimientos de la NIC 39 para la baja en cuentas de activos financieros y pasivos financieros se mantuvieron sin cambios en la NIIF 9. IN10 como resultado de los requerimientos añadidos descritos en los párrafo IN7 e IN9 se reestructuraron la NIIF 9 y sus Fundamentos de las conclusiones (ambos emitidos en 2009).

Se volvieron a enumerar muchos párrafos y algunos se reordenaron. Los nuevos párrafos se añadieron para dar cabida a la guía que se trasladaba sin cambios desde la NIC 39. Asimismo, se añadieron a la NIIF 9 nuevas secciones como marcadores de posición de la guía que surgirá de las fases posteriores de este proyecto. En cualquier caso, la reestructuración no cambió los requerimientos de la NIIF 9 (2009).

2.2.3.10. Cambios principales

Los cambios han sido objeto de amplia aceptación como mejora, basado en reglas de la Norma Internacional de Contabilidad 39 (NIC 39), y es probable que permita la referida contabilización en muchas circunstancias.

Los párrafos 4.1.5 y 4.2.2 de la Norma internacional de información financiera 9 (NIIF 9), permiten, en el reconocimiento inicial de un activo o pasivo financiero, designarlo de forma irrevocable como medido a valor razonable con cambios en resultados.

Los cambios principales se relacionan con las reglas de:

- a. La efectividad de coberturas
- b. La elegibilidad de rubros como rubros cubiertos.
- c. Instrumentos de cobertura

a. Efectividad de las coberturas

Las modificaciones derogan el requisito de que las pruebas a la efectividad de cobertura se encuentren dentro del rango del 80% al 125%. La Norma internacional de información financiera 9 (NIIF 9) no requiere evaluaciones cuantitativas de coberturas, y bajo ciertas circunstancias sería suficiente una evaluación cualitativa.

A pesar de que la Norma internacional de información financiera 9 (NIIF 9) no retira completamente la necesidad de cálculos como por ejemplo, la ineffectividad de las coberturas, aún necesita ser reflejada en el estado de resultados. De esta forma se elimina o reduce significativamente una incoherencia de medición o reconocimiento, denominado asimetría contable.

b. Rubros cubiertos

La Norma Internacional de información financiera 9 (NIIF 9) permite que más rubros sean elegibles como cubiertos.

Las empresas ahora pueden cubrir los componentes de riesgo en rubros no financieros, siempre que estos puedan ser identificados por separado y medidos de forma confiable.

c. Instrumento de coberturas

El cambio más importante de la contabilización de coberturas conforme la Norma internacional de contabilidad 39 (NIC 39), es que las entidades pueden presentar el valor temporal de las opciones, el elemento anticipado en los contratos anticipados y los diferenciales de moneda en otros ingresos integrales.

El valor temporal de opciones compradas y componentes de contratos a plazo (*forward*) puede ser diferido o amortizado.

El efecto se reclasifica en resultados, al mismo tiempo que el rubro cubierto afecta las ganancias y/o pérdidas. Este cambio reduce la volatilidad en el estado de resultados.

En general, la adopción de la Norma Internacional de Información Financiera 9 (NIIF 9), dará como resultado mayores relaciones de cobertura de calidad que contenga la Norma internacional de contabilidad, (NIC 39).

2.2.4. Mercado de derivados en el Perú

2.2.4.1. Antecedentes

BBVA Banco Continental (2007). Mercados de Derivados en Perú. Recuperado de <http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Informes-especiales/Cobertura-Cambiaria-BBVA-3.pdf>.

Los derivados financieros en el Perú se negocian en mercados no regulados como son *los Over The Counter* (OTC); es decir, es un acuerdo entre dos partes que establecen las condiciones y características para

negociar el activo subyacente. En el Perú, los derivados que más se han pactado son los *Forward* de moneda, seguido por los Swap de moneda y tasa de interés, siendo muy pequeño el número de contratos de opciones que se han pactado.

En los últimos años el mercado de instrumentos derivados se ha mostrado muy dinámico, principalmente los derivados financieros de moneda con fines de cobertura debido al contexto de depreciación de la moneda local. Las empresas no financieras que en su mayoría tienen como moneda funcional al Sol han optado por cerrar este tipo de contratos con los bancos para mitigar el riesgo cambiario y poder cubrir el descalce que tienen en su posición de cambio.

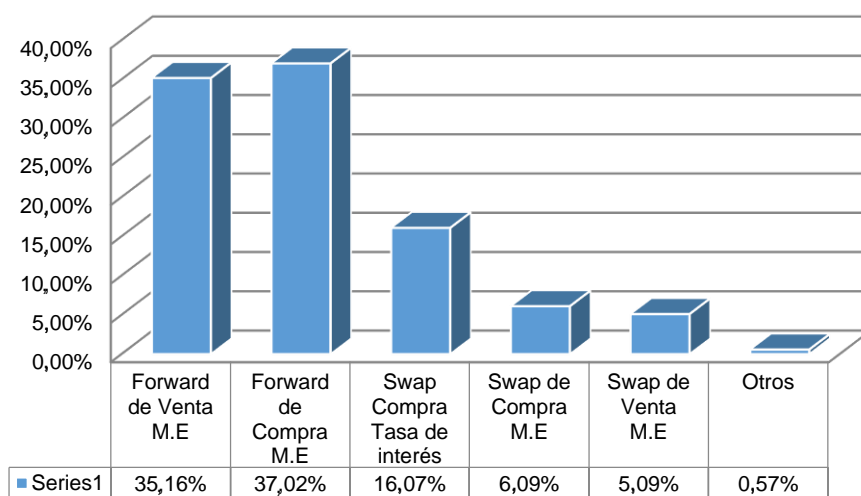


Figura 11: Instrumentos financieros que se negocian en Perú

Fuente: Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS), 2015

Las operaciones de cobertura con derivados financieros como el *Forwar*, se inician en el Perú antes de 1997 por entonces se hacían muy pocas operaciones *Forward*, no había un mercado interbancario y los bancos no las ofrecían mucho. Una mayor confianza en el sistema monetario peruano fue animando a los bancos a negociar y ofrecer *Forward* a clientes y entre ellos.

En el año 2000, ya se tenían posiciones de más de USD 1 billón, entre compras y ventas a clientes y bancos. En el 2006, y debido a la incertidumbre electoral, las posiciones de *Forward* crecieron más de 80% y al primer trimestre de este año ya superan los USD 4,6 billones.

En el 2007, la posición neta *Forward* refleja una clara apuesta a una mayor apreciación de la moneda, superando las compras a las ventas *Forward* en más de USD 900 Millones.

En el 2008 se consolidaron las operaciones *Forward non-delivery* es decir liquidaciones de operaciones sin entrega de divisas, representando más del 80% del total de operaciones forward en el mercado.

Adicionalmente en los últimos diez años se ha venido acumulando reservas internacionales que en la actualidad ascienden a alrededor de

US\$ 62 billones, que cubren 18 veces el volumen de importaciones mensuales, 8.3 veces la deuda externa de corto plazo y 1.1 veces la deuda externa total.

Sin embargo, el Perú tiene un mercado monetario y cambiario creciente pero todavía relativamente pequeño. El monto negociado promedio en el mercado cambiario spot interbancario muestra una tendencia creciente, llegando a US\$ 650 millones en la actualidad. Sin embargo, el monto más alto que se ha negociado en un día es de US\$ 1729 millones, menos del 1 por ciento del PIB. El mercado de derivados en moneda extranjera está basado fundamentalmente en operaciones forward ya que el mercado de opciones es muy incipiente.

Al igual que otras economías emergentes en crecimiento y con sólidos fundamentos macroeconómicos, el Perú viene recibiendo un gran influjo de capitales de inversionistas no residentes, que genera presiones apreciatorias adicionales en el Sol, que se acentúan dado el tamaño y la poca liquidez de los mercados locales.

Como consecuencia de ello, el Banco Central interviene en el mercado cambiario comprando dólares para evitar la gran volatilidad en el tipo de cambio, y a su vez esteriliza la emisión de liquidez mediante la

venta de certificados de depósitos en soles (CDBCRP).

Adicionalmente, adoptó medidas orientadas a desalentar la entrada de capitales especulativos de inversionistas en busca de una mayor tasa de interés y de ganancias cambiarias (*carry trade*). Entre estas medidas están el establecimiento de un encaje de 120 por ciento a los depósitos en moneda nacional de los no residentes en el sistema financiero peruano, y una comisión de 4.00 por ciento a la compra de los Certificados de Depósito del Banco Central de Reserva del Perú (CDBCRP), cuyas tasas de interés están entre 4,00 y 4,25 por ciento en el mercado secundario, para las operaciones en donde una de las partes no fuera una institución financiera nacional.

También se estableció un encaje de 60 por ciento a los créditos de corto plazo del exterior tomados por las instituciones financieras locales y elevó a 55 por ciento el encaje para todos los nuevos depósitos en dólares.

Las medidas del Banco Central prácticamente cerraron las posibilidades de *carry trade* a los inversionistas no residentes que traían dólares, los vendían en el mercado spot e invertían los soles en depósitos o CDBCRP, beneficiándose de la diferencia de tasas de interés y la

potencial apreciación del Sol. Sin embargo, los no residentes tienen aún la posibilidad de adquirir bonos soberanos y en la actualidad mantienen más del 50 por ciento del saldo de los bonos en moneda nacional emitidos por el gobierno peruano.

Ante la persistente depreciación del Sol (7% desde agosto 2013), para el año 2014, el BCRP ha culpado a la presión proveniente del mercado NDF (*non delivery Forward*), al que también se le conoce como Forward por compensación, específicamente extranjeros apostando en contra del Sol como el principal factor que explica dicha depreciación.

Müller, A. (2014, Diciembre 27). La dinámica entre el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) y los *Forward* de tipo de cambio. Recuperado de <http://semanaeconomica.com>. De hecho, el presidente Velarde anunció que el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP), está evaluando limitar las operaciones de *non delivery Forwards* (NDF); el problema es que eso reduciría tanto el margen para la especulación como para las coberturas, lo cual es riesgoso en un contexto de descalces cambiarios (principalmente corporaciones que emitieron deuda en dólares) y alta participación de extranjeros en la tenencia de bonos soberanos.

Manrique, Omar. (2015, Junio 01). Banco Central de Reserva endurece medidas para reducir especulación en mercado cambiario. Recuperado de <http://gestion.pe/economia>. Se tomó medidas más drásticas para reducir la especulación en el mercado cambiario y moderar la volatilidad del dólar. Además, recortó nuevamente el encaje bancario en moneda nacional para sostener la expansión del crédito en soles. La autoridad monetaria dispuso límites más estrictos a la negociación de derivados en el mercado de cambios, instrumentos con que los inversionistas, empresas y bancos se cubren de los vaivenes del dólar. Así, desde agosto el saldo neto de las ventas de derivados (principalmente forward o contratos de dólares a futuro) por parte de los bancos, no deberá exceder el 80% del patrimonio efectivo de estas instituciones financieras al cierre de 2014.

De no acatar este tope, los bancos serán penalizados con un mayor encaje en moneda nacional (recursos que deberán mantener en el BCR sin poder usarlos para nuevos préstamos). Dicho límite está fijado en 95% hasta este mes, y en 90% a partir de julio. “Esta medida busca limitar la excesiva volatilidad en el mercado cambiario”, indicó el instituto emisor.

Según analistas y bancos, el BCR ha puesto su puntería en los

inversores extranjeros que prevén que el dólar seguirá apreciándose frente al dólar y compran *Forward* o NDF (Forward en los que no hay entrega física de dólares, sino solo de la ganancia reportada en el lapso del contrato).

Con estos *Forward* los extranjeros no solo buscan cubrir sus inversiones en títulos en soles, como los bonos soberanos, sino también obtener ganancias derivadas de la depreciación de la moneda nacional.

Banco Central de Reserva del Perú. (2016, Enero 31). Circular N° 002-2016-BCRP. Recuperado de <http://www.bcrp.gob.pe/docs/Transparencia/Notas-informativas>.

El Banco Central de Reserva del Perú ha resuelto incluir a las operaciones pactadas de venta de moneda extranjera a cambio de moneda nacional a través de forward, dentro de los límites para determinar la tasa de encaje adicional en moneda nacional que se aplica en función a las operaciones y saldos de venta de moneda extranjera mediante derivados cambiarios.

Tabla 1

Participación de las entidades financieras en contratos con derivados financieros

TIPO DE DERIVADO	TIPO DE OPERACIÓN BANCARIA	ENTIDAD	OPERACIÓN DE LA ENTIDAD	DICIEMBRE - 2014		JUNIO - 2015	
				NO DOMICILIADO	DOMICILIADO	NO DOMICILIADO	DOMICILIADO
FORWARD	FORWARD COMPRA	AFP	FORWARD VENTA	0%	13%	0%	8%
		FINANCIERA	FORWARD VENTA	22%	43%	18%	15%
		NO FINANCIERA	FORWARD VENTA	0%	22%	0%	59%
FORWARD	FORWARD VENTA	AFP	FORWARD COMPRA	0%	3%	0%	7%
		FINANCIERA	FORWARD COMPRA	67%	19%	74%	4%
		NO FINANCIERA	FORWARD COMPRA	0%	12%	0%	15%
SWAP	SWAP COMPRA	AFP	SWAP VENTA	0%	0%	0%	0%
		FINANCIERA	SWAP VENTA	14%	66%	9%	63%
		NO FINANCIERA	SWAP VENTA	0%	20%	0%	28%
SWAP	SWAPVENTA	AFP	SWAP COMPRA	0%	0%	0%	0%
		FINANCIERA	SWAP COMPRA	90%	3%	90%	3%
		NO FINANCIERA	SWAP COMPRA	1%	7%	2%	6%

Fuente: Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS), 2015

En la actualidad, es difícil pensar en inversiones que rindan 10% anual, libre de riesgo. El arbitraje se hace más atractivo en la medida que crezca la brecha entre el tipo de cambio *spot* y *Forward* (expectativa a futuro). En Perú esta brecha existe porque por un lado están los inversionistas en el mercado futuro apostando a que el Sol se depreciará, y por el otro el banco central defendiendo agresivamente el *spot* a través de intervenciones (ventas de dólares y emisiones de certificados de depósito reajustables al dólar).

2.2.5. Mercado de divisas

2.2.5.1. Divisa

González, S., Aragonés, J. R., Álvarez, A. (2002). Mercado de divisas y análisis del mercado financiero (2da.ed.). Madrid: Pirámide.

En la ciencia económica se refiere a toda moneda extranjera, es decir, perteneciente a una soberanía monetaria distinta a la del país de origen. Las monedas extranjeras fluctúan entre sí dentro del mercado de divisas mundial.

Tabla 2

Monedas de mayor transacción en el mundo

Posición	Moneda	Código ISO 4217	Símbolo
1	Dólar estadounidense	USD	\$
2	Euro	EUR	€
3	Yen japonés	JPY	¥
4	Libra esterlina	GBP	£
5	Franco suizo	CHF	-
6	Dólar australiano	AUD	\$

Fuente: Banco de pagos internacionales *Bank for International Settlements*. BIS, (2015)

Las monedas extranjeras se negocian en pares. Cada par de monedas constituye un producto individual y es tradicionalmente anotado como XXX/YYY, donde YYY es el código internacional de tres letras ISO 4217, el cual expresa el precio de una unidad de XXX.

Tabla 3
Pares de monedas

EUR/USD	Precio del Euro (EUR)	Expresado en dólares americanos (USD)
JPY/USD	Precio del Yen japonés (JPY)	Expresado en dólares americanos (USD)
PEN/USD	Precio del Sol (PEN)	Expresado en dólares americanos (USD)

Fuente: Banco de pagos internacionales *Bank for International Settlements*. BIS, (2015)

Según el estudio del Banco de pagos internacionales *Bank for International Settlements*. BIS, (Diciembre 2015). Los pares de monedas más negociados son:

Tabla 4
Pares de monedas más negociadas en el mundo

Euro (EUR) / Dólar Americano (USD)	28% de las negociaciones
Dólar Americano (USD) / Yen (JPY)	17% de las negociaciones
Libra esterlina (GBP) / Dólar Americano (USD)	14% de las negociaciones

Fuente: Banco de pagos internacionales *Bank for International Settlements*. BIS (2015)

Por monedas únicas, el dólar estadounidense estuvo involucrado en el 89% de las transacciones, seguida por el euro (37%), el yen (20%) y la libra esterlina (17%).

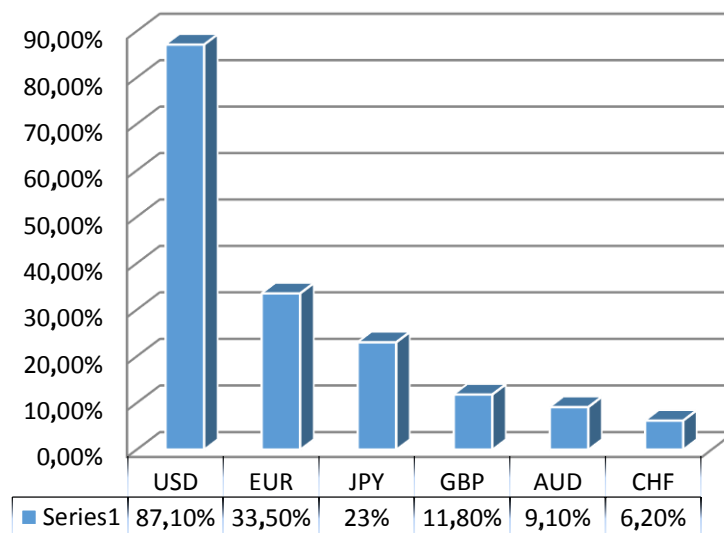


Figura 12: Las 06 Principales monedas más negociadas en el mercado de divisas

Fuente: BIS, 2015

Según, Saunders, A., Millon, M., (2014). *Financial Institutions Management: A Risk Management Approach. 8th Edition Boston. McGraw-Hill. En ingles se le denomina FOREX o FX, por "foreign Exchange"*, el mercado de divisas es un mercado extrabursátil, lo que significa que no hay una oficina centralizada donde se generen las órdenes de los inversionistas. Donde las personas, empresas y los gobiernos compran y venden divisas extranjeras y otros instrumentos de deuda. Este intercambio de divisas es derivado del intercambio comercial que se realiza entre países del mundo.

Los agentes cambiarios y creadores del mercado de todo el mundo se

vinculan entre sí a través de una red interbancaria las 24 horas del día para dar vida a este mercado.

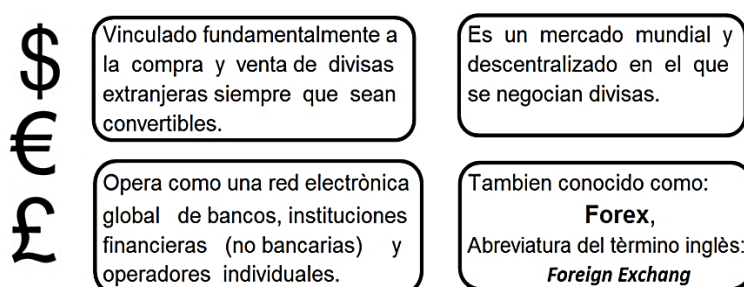


Figura 13: Mercado de cambios o de divisas

Fuente: Elaboración propia

Según datos del Banco de pagos internacionales *Bank for International Settlements*. BIS, (junio 2016). Fomento de la estabilidad monetaria y financiera mundial. Un día normal en este mercado llega a mover actualmente más de 5 billones de dólares, lo que lo convierte en el mercado más líquido a nivel mundial, sin comparación alguna. Gran parte del crecimiento de este mercado en la última década es por el avance de la tecnología que permite a inversionistas retail (inversionistas que venden grandes cantidades, pero a muchos compradores diferentes) acceder fácilmente a este mercado.

2.2.5.2. Características del mercado de divisas

- Es el mercado de mayor liquidez a nivel mundial.
- Las operaciones se llevan a cabo las 24 horas del día.

- La venta corta se permite sin restricciones.
- Los inversionistas o *traders* se pueden beneficiar tanto en los mercados al alza como a la baja.
- El creciente auge de las plataformas electrónicas hace fácil el acceso a este mercado.

2.2.5.3. Participantes del mercado de divisas

Saunders, A., Millon, M., (2014). *Financial Institutions Management: A Risk Management Approach*. 8th Edition Boston. McGraw-Hill.

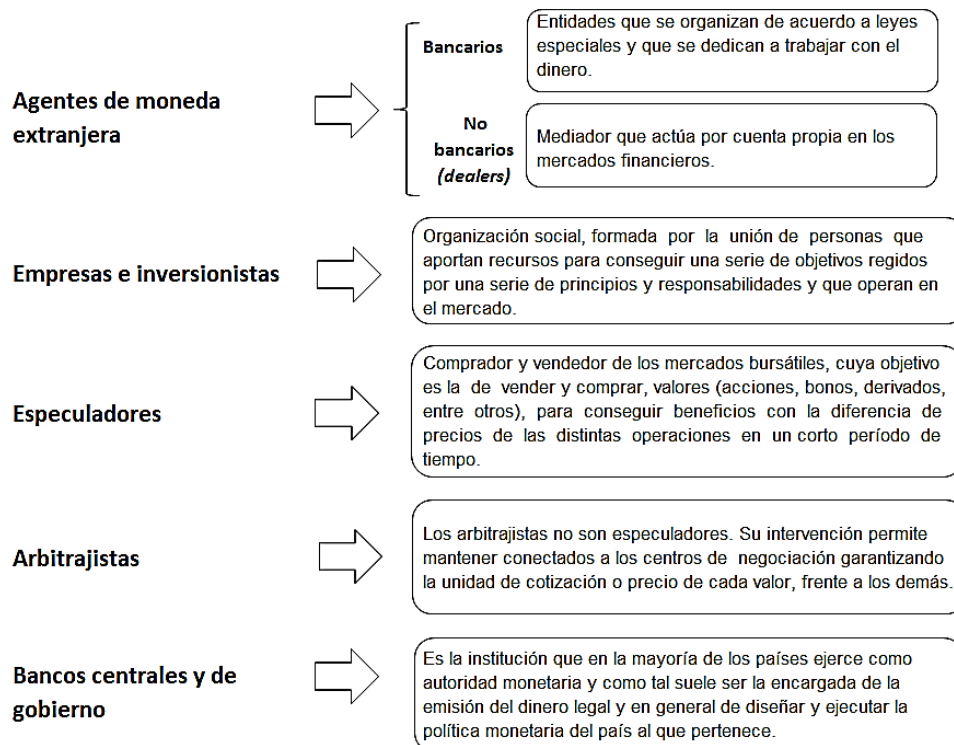


Figura 14: Participantes del mercado de divisas

Fuente: Elaboración propia

El participante más grande es el mercado interbancario, conformado por los bancos más grandes que tratan entre sí directamente mediante sistemas de corretaje electrónico. Los bancos más pequeños no tienen acceso a este sistema porque no han establecido líneas de crédito con los grandes bancos.

Esto obliga a los participantes más pequeños a recibir precios menos competitivos. Pero el auge de la tecnología ha derribado muchas barreras, dando fácil acceso a clientes minoristas, conectándolos con los principales bancos a nivel mundial a través de plataformas electrónicas o creadores de mercado.

2.2.5.4. Funciones del mercado de divisas

- a. Permite transferir el poder adquisitivo entre monedas.
- b. Proporciona instrumentos y mecanismos para financiar el comercio.
- c. Proporciona instrumentos para las inversiones internacionales.
- d. Ofrece facilidades para la administración de riesgo (coberturas), el arbitraje y la especulación.

La primera función es la de mayor importancia, si no existiera la posibilidad de transferir fondos en diversas monedas a través de las fronteras sería imposible el comercio internacional.

2.2.5.5. Segmentos del mercado de divisas

Saunders, A., Millon, M., (2014). *Financial Institutions Management: A Risk Management Approach. 8th Edition Boston. McGraw-Hill*. El mercado global de divisas es único, pero consiste en varios segmentos íntimamente relacionados entre sí como:

- a. Mercado al contado (spot)
- b. Mercado a plazo (*forward*)
- c. Mercado de futuros (*futures*)
- d. Mercado de opciones (*options*)

Desde el punto de vista del tamaño de una transacción individual, podemos distinguir tres niveles de este mercado:

- Al menudeo
- Al mayoreo
- Interbancario

2.2.6. Mercado de divisas peruano

El Mercado de Divisas peruano determina los tipos de cambio entre monedas, mediante la interacción de la oferta y la demanda de los agentes económicos involucrados en dicho proceso.

Se negocian operaciones de compra-venta, principalmente, entre el sol y el dólar a un tipo de cambio determinado.

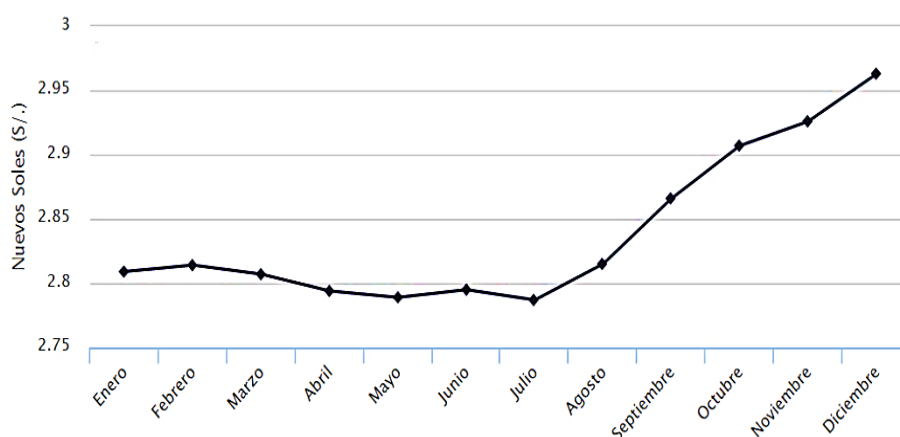


Figura 15: Evolución del tipo de cambio USDPEN 2014

Fuentes: Bloomberg, (2014)

2.2.6.1. Estructura de las operaciones del Mercado de Divisas Peruano

Las operaciones en el mercado de divisas peruano se estructuran en base a dos tipos de contratos:

a. Contratos spot

Saunders, A., Millon, M.(2014). *Financial Institutions Management: A Risk Management Approach. 8th Edition Boston. McGraw-Hill.*

Mediante los cuales, la transacción se realiza inmediatamente o al contado (o en el “tiempo 0”). Es decir, cuando tanto el comprador como el vendedor de la divisa acuerdan que tanto la entrega como el pago de la misma, se realice inmediatamente. Estas transacciones determinan el tipo de cambio spot.

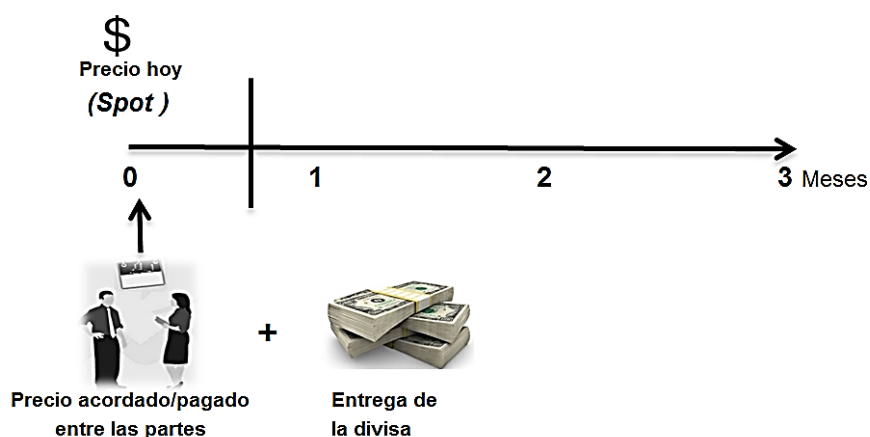


Figura 16: Línea del tiempo de los contratos Spot
Fuente: Elaboración propia

b. Contratos Forward

Mediante los cuales se negocian operaciones en el “tiempo 0”, con una fecha de liquidación futura y con un precio a plazo acordado. Es decir, los agentes económicos se obligan a intercambiar, en una fecha establecida, un monto determinado de una moneda a cambio de otra, a un tipo de cambio acordado. Esta operación no implica ningún desembolso hasta el vencimiento del contrato. Finalmente, el tipo de cambio determinado por estas transacciones se denomina tipo de cambio

Forward.

Asimismo, de acuerdo a lo establecido en la actual regulación, los Bancos deberán valorizar su posición en *Forward* tomando el precio más conservador, considerando si la posición es larga (activa) o corta (pasiva). Resolución SBS N° 1737-2006. Reglamento para la negociación y contabilización de productos financieros derivados en las empresas del sistema financiero (Art. 8°), Lima, Perú, 28 de diciembre 20016.

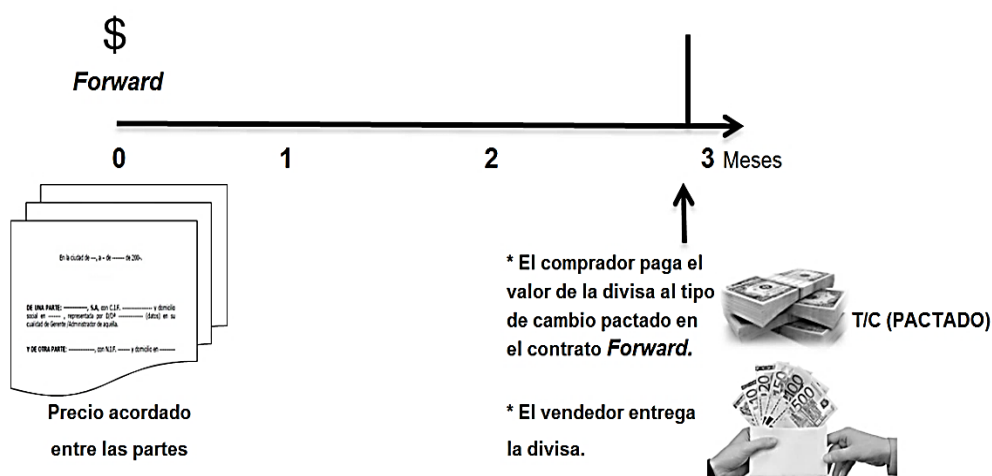


Figura 17: Línea de tiempo del contrato *Forward*

Fuente: Elaboración propia

2.2.7. Forward

2.2.7.1. Antecedentes históricos

Fisanotti, I. (2014). Antecedentes históricos de los mercados de futuros y opciones: cobertura y especulación. *INVENIO*,17 (33),9-19.

La evidencia histórica indica que hacia el siglo XIX a.C., en la Mesopotamia, se celebraban contratos de venta de granos a plazo (*Forward*) y operaciones de venta. Asimismo, se preservan escritos en cuneiforme sobre tablas de arcilla que demuestran que se utilizaban contratos de venta a plazo con opciones añadidas para financiar y gestionar los riesgos de transacciones de esclavos. Estos documentos, se estima datan del año 1750 a.C. aproximadamente, incorporan una característica sumamente relevante para su negociación al incluir entre sus condiciones la posibilidad de que el derecho a recibir el producto de la misión comercial (los esclavos) pudiera ser transferido a terceros (Weber, 2010).

En la operatoria babilónica de estos primitivos derivados existían ya algunos rudimentos de elementos modernos del mercado. Los templos que además de funciones vinculadas a la religión eran centros militares y comerciales actuaban como depósitos de mercaderías, validaban calidades y cantidades de las entregas. A su vez, intermediaban los pagos actuando como un antecedente de las casas compensadoras al llevar a cabo un primitivo proceso de *clearing*.

Para el siglo XV A.C., la utilización de estos contratos se había extendido a las transacciones comerciales de trigo realizadas entre Egipto

y Creta, Chipre, las islas del Egeo, Asiria y pueblos hititas de Anatolia (Kummer & Pauletto, 2012).

Aunque no puede determinarse con precisión el origen de la práctica (por aparecer probablemente en forma espontánea y no deliberada), en la Edad Media se operaba en ferias mediante un sistema centralizado de anotaciones en cuentas que contemplaba un proceso de compensación de posiciones y exposición a diferentes signos monetarios. En los tiempos de la Primera Cruzada (1095-1099), la ciudad de Génova se posicionaba como un importante nodo comercial con un dinámico puerto marítimo. Las ferias realizadas en esta ciudad atraían comerciantes de distintas locaciones próximas al Mediterráneo.

Las ferias genovesas implementaron un sistema de pagos centralizados. Así, un foro arbitral determinaba los tipos de cambios aplicables y liquidaba las compras y ventas de los feriantes (Poitras, 2009).

En la ciudad belga en 1540 con un decreto real, se dan dos avances que resultaron clave para incrementar la participación de los especuladores en el mercado. Se legalizó la transmisión de los contratos para entrega a plazo; los mercaderes que operaban en ese mercado

encontraron que no había necesidad de hacer entrega física de los bienes subyacentes a los acuerdos pactados sino que bastaba con que la parte perdedora compensara a la otra mediante el pago de la diferencia entre el precio de contado -o spot- del commodity y el que había sido fijado (Weber, 2010).

Para aminorar el impacto que la estacionalidad de los precios tenía sobre la actividad de productores y consumidores de materias primas, hacia 1851, comenzaron a pactarse contratos de entrega con precio fijo (contratos *Forward*).

El primer contrato *Forward*, está fechado el 13 de marzo 1851 y pactaba la entrega de 3.000 búshels (unidad de medida de capacidad para mercancía sólida en los países anglosajones) de maíz en el mes de junio de 1851, a un precio que era un centavo de dólar por búshel menor al vigente en el mercado disponible ese día (Poitras, 2009).

Rápidamente estos contratos ganaron popularidad y liquidez, de modo que empezaron a ser operados por actores económicos que no estaban involucrados en la producción o consumo del activo subyacente, si no que fijaban como objetivo de la transacción poder revertirla posteriormente, realizando la operación venta o compra.

Los contratos pasaban de manos en reiteradas oportunidades desde su nacimiento hasta la fecha en que estaba pactada la entrega de la mercadería.

En la actualidad los mercados se encuentran en la adaptación de nuevas tecnologías, que llevaría a que las operaciones pasen a un entorno electrónico, y una creciente integración que alcanzaría su punto máximo en algunos años.

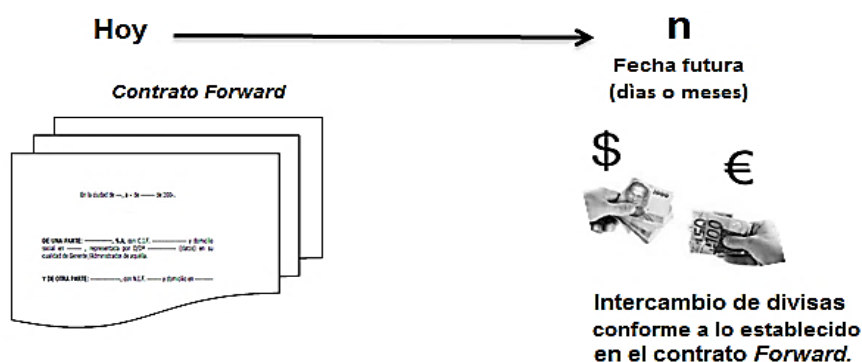


Figura 18: Operatividad del Forward
Fuente: Elaboración propia

2.2.7.2. Definición

Fragoso, J. C. (2002, 26). Análisis y Administración de Riesgos Financieros: *Forward Es todo acuerdo o contrato entre dos partes, hecho a la medida de sus necesidades y por fuera de bolsa, en el cual hay un comprador (al que se denomina “largo”) y un vendedor (“corto”) de un determinado activo subyacente, que pueden ser: Activos financieros,*

productos básicos, índices, entre otros. La parte larga se compromete a comprar del corto el activo en mención, a una fecha futura, a un precio establecido al inicio del contrato; indicando el lugar y forma de entrega del activo financiero.

En este sentido, el que compra el forward tiene el derecho y la obligación de comprar el activo subyacente a la fecha de vencimiento del título al precio preestablecido del mismo; por otro lado, el corto tiene la obligación de vender el activo al mismo precio en la misma fecha de expiración del título.

Banco de Crédito del Perú (2015). Del día a día/*Forward*. Recuperado de <http://www.tesoreriabcp.com/forward>: *Un Forward es un tipo de cambio de moneda a futuro, el cual se establece hoy, para cambiar una determinada cantidad de dinero en una fecha futura. Por lo tanto, cuando se realiza una operación en el futuro, esta será con el tipo de cambio pactado hoy. De esta manera, se transfiere el riesgo cambiario al banco ante posibles fluctuaciones en el tipo de cambio futuro.*

2.2.7.3. Características

Informativo Caballero Bustamante. (2013). *Forward* como medida para evitar pérdidas de tipo de cambio (cuaderno de trabajo No. 2).

Recuperado de <http://www.caballerobustamante.com.pe/bibliotecavirtual>.

Los contratos *Forward* se caracterizan porque las partes intervinientes son responsables del cumplimiento de la transacción, ya que es un mercado regulado y vigilado de obligatorio cumplimiento.

Las características más resaltantes tenemos:

- a. Se negocian en mercados no centralizados (OTC) por lo que son privados y no estandarizados.
- b. No hay liquidación diaria y tienen una fecha de entrega única.
- c. Como no hay una liquidación diaria, el mercado de estos instrumentos es menos líquido. Los riesgos que se corren por invertir en esta clase de derivados (riesgo de contraparte) son:
 - 1) El corto no entregue al largo el activo subyacente al vencimiento del contrato.
 - 2) El largo no le pague al corto por el instrumento adquirido al fin del contrato ya que puede estar perdiendo dinero.
 - 3) Normalmente, los plazos de estos derivados comprenden de 1 a 365 días. No obstante, se pueden establecer periodos más largos de acuerdo a las condiciones del mercado.

2.2.7.4. Tipos de *Forward*

Informativo Caballero Bustamante. (2013). *Forward* como medida para evitar pérdidas de tipo de cambio (cuaderno de trabajo No. 2). Recuperado de [http://www. caballero Bustamante.com.pe/bibliotecavirtual](http://www.caballero Bustamante.com.pe/bibliotecavirtual).

Entre los *forward* más comunes tenemos:

a. *Forward* de divisas

El *Forward* de divisas es el más utilizado en el Perú, fundamentalmente porque permite a las empresas transferir riesgo a los bancos que cuentan con una mayor disposición de herramientas para contrarrestar la volatilidad del tipo de cambio. Así, estas instituciones pueden asumir y gestionar los riesgos, facilitando a las empresas la administración eficaz del riesgo, permitiéndoles realizar un mejor planeamiento comercial y financiero conociendo de antemano los flujos futuros con anticipación, ya que inmuniza los estados financieros, destinando tiempo y recursos hacia las operaciones propias del negocio.

Existen dos formas de solución para un contrato de *Forward* de moneda extranjera:

a.1. Por compensación (*Non delivery Forward*) al vencimiento del contrato se compara el tipo de cambio spot (cash) contra el tipo de

cambio *Forward* y el diferencial en contra es pagado por la parte correspondiente.

a.2. Por entrega física (*Delivery Forward*) al vencimiento el comprador y el vendedor intercambian las monedas según el tipo de cambio pactado.

Este tipo de instrumento derivado es el más antiguo, este tipo de contrato se conoce también como un “contrato a plazo”.

Dubkovsky, Gerardo 2002. “Opciones, futuros y otros productos financieros derivados”. Este contrato obliga a sus participantes a comprar / vender un determinado activo (subyacente) en una fecha específica futura a un cierto precio. Se construye partiendo de cierto subyacente a su precio actual y costo de financiamiento.

Es sencillo y habitual en todo tipo de actividad financiera, por ejemplo: Una compañía que exporta a otros países, y que está por consiguiente expuesta al tipo de cambio entre su divisa local y las divisas extranjeras en las que se cobra por sus ventas, puede cubrirse por adelantado su riesgo de cambio vendiendo forward las divisas que espera recibir en el futuro.

En estas operaciones el comprador (quien asume la parte larga), se

compromete a adquirir la mercancía en cuestión a un precio y tiempo que se pactan al inicio. Por otra parte, el vendedor (quien asume la parte corta), está dispuesto a entregar la mercadería.

Para que exista una operación forward de divisas es necesario que tanto el comprador como el vendedor estén dispuestos a realizar la negociación, y se requiere de un parámetro de referencia en cuanto a tipo de cambio actual y costos financieros de los dos países implicados durante el periodo en el cual se desea realizar la operación.

El precio del *Forward* depende de los costos de cada institución financiera, el sobrepeso en relación al riesgo de la contraparte, la situación de mercado y las utilidades.

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

- 1) Intercambian la mercadería por el valor previamente acordado.
- 2) Intercambio a favor o en contra en efectivo del diferencial que existe entre el precio al cual se pactó la operación en un inicio y el precio final que presenta la mercadería en el mercado al cual se hace referencia.

b. *Forward* de Tasas de Interés

Informativo Caballero Bustamante. (2013). *Forward* como medida para evitar pérdidas de tipo de cambio (cuaderno de trabajo No. 2). Recuperado de <http://www.caballero Bustamante.com.pe/bibliotecavirtual>.

Conocidos como acuerdos sobre tipos de interés futuros, *Forward Rate Agreement* (FRA), es un contrato entre dos partes celebrado para fijar una tasa de interés durante un tiempo determinado en el futuro y sobre un valor nominal definido. Tienen por finalidad proteger al activo contra las oscilaciones de tasas de interés futuros, especialmente dentro del mercado interbancario, permitiendo fijar el tipo de interés para un préstamo o depósito con anterioridad a la fecha de contratación, eliminando la incertidumbre de la evolución de las tasas de interés. Mediante un *Forward Rate Agreement* (FRA) con un banco, la compañía puede administrar el riesgo del alza de las tasas, acordando con la entidad que esta última se comprometa a reconocer una tasa de interés definida por ese tiempo, realizando una cobertura de tasas de interés. En este sentido se comprará un FRA cuando esperamos que las tasas de interés suban y venderemos un FRA como refugio ante las caídas de la tasa de interés.

c. *Forward* de Materia Primas (Commodity)

Informativo Caballero Bustamante. (2013). *Forward* como medida para evitar pérdidas de tipo de cambio (cuaderno de trabajo No. 2). Recuperado de <http://www.caballeroBustamante.com.pe/bibliotecavirtual>.

Es un acuerdo que se pacta para comprar o vender una cantidad determinada de una materia prima o un producto básico (agrícolas, metales, energía, plástico) a una fecha determinada, a un precio fijo. Este tipo de *Forward* es utilizado principalmente por agentes económicos que usan materias primas en la elaboración de sus productos que se destinan a la comercialización. Es de gran utilidad para las empresas que desean adquirir commodities a una fecha futura o en un determinado periodo de tiempo futuro. Los commodities de consumo general como el trigo, el petróleo entre otros, están expuestos a la variaciones internacionales de los precios de esos productos; para evitar tales fluctuaciones, puede transar un “commodity *Forward*” permitiendo administrar eficientemente los riesgos de las oscilaciones de precios, eliminando la incertidumbre. Así, puede adquirir la materia prima a un precio fijo a una fecha específica o por un periodo determinado.

d. *Forward* de Acciones

Informativo Caballero Bustamante. (2013). *Forward* como medida

para evitar pérdidas de tipo de cambio (cuaderno de trabajo No. 2). Recuperado de <http://www.caballerobustamante.com.pe/bibliotecavirtual>. Se transan índices de acciones, los cuales son más difíciles que duren hasta su vencimiento por el diferencial de precio que puede originarse desde el inicio del contrato al fin del mismo (*cash settlement*).

2.2.7.5. Modalidades del contrato *Forward*

a. *Forward* Americano

Modalidad de forward que permite al cliente comprar o vender dólares en cualquier momento dentro del plazo de la operación al tipo de cambio pactado inicialmente. Donde se sacrifica un mejor nivel del tipo de cambio por la capacidad de liquidar anticipadamente el *Forward*.

Para la liquidación se puede optar entre la modalidad Delivery (entrega física del monto total de la operación) o Non Delivery (pago del diferencial entre el tipo de cambio pactado y el tipo de cambio de mercado).

b. *Forward* con Rango

Modalidad de forward para comprar o vender dólares a un tipo de cambio determinado (*strike*) donde se limitan tanto la pérdida como la ganancia de cliente.

Permite al cliente comprar o vender dólares a un tipo de cambio determinado siempre que el nivel del mercado se encuentre dentro de un rango definido inicialmente.

Es recomendable para los que necesiten comprar o vender dólares en una fecha futura y que están dispuestos a poner un límite a su ganancia a cambio de tener su pérdida acotada.

2.2.7.6. Determinación del precio del *Forward*

Para la determinación de los tipos de cambio *Forward* se toma en cuenta el tipo de cambio spot (por ejemplo, soles por dólar); el diferencial de tasas de interés (por ejemplo, el diferencial de tasas de interés entre soles y dólares) y el plazo de vigencia del contrato.

La teoría financiera nos dice que en dos mercados libres (local y extranjero) la diferencia entre la venta a plazo (*Forward*) y venta al contado (spot) deberá ser equivalente a la diferencia entre la tasa de interés que se gana en el mercado local y el que se tiene que pagar en el extranjero. La fórmula para calcular el tipo de cambio para un *Forward* de compra de dólares (el tipo de operación que haría una empresa exportadora al comprometerse a vender dólares a futuro y el banco a comprárselos); viene dada por la siguiente expresión:

$$\text{TC Forward} = \text{TC Spot} \times [1 + \text{Diferencial de Tasas}]^{n/360}$$

Figura 19
Fórmula para determinar el tipo de cambio Forward

$$\text{Diferencial de Tasas} = \frac{1 + \text{TASA MN}}{1 + \text{TASA ME}} - 1$$

Figura 20: Fórmula para determinar el diferencial de las tasas
Fuente: Elaboración propia

Dónde:

TC *Forward* : Tipo de cambio *Forward* fijado para el contrato.

TC *Spot* : Tipo de cambio actual o de mercado al momento de pactar el contrato.

Tasa MN : Tasa de interés anual en Moneda Nacional para ahorros al plazo del *Forward*.

Tasa ME : Tasa de interés anual en Moneda Extranjera para préstamos al plazo del *Forward*.

N : Plazo fijado para el contrato en cantidad de días.

El precio de un *Forward* será igual al resultado del precio spot multiplicado por el diferencial del rendimiento esperado entre los dos activos cotizados en el tiempo (por ejemplo, el diferencial entre tasas de interés en nuevos soles y tasas de interés en dólares para el caso de

operaciones *Forward* dólares/soles). De esta manera, podemos obtener la paridad cubierta de Tasas de Interés.

Según sea el caso (compra o venta) la determinación del precio del *Forward* es:

a. Compra (en el caso de un importador)

Mediante esta cobertura, el cliente elimina el riesgo de que al vencimiento el cambio Sol / Dólar esté por encima del tipo de cambio pactado. Pero sacrifica el posible beneficio que lograría si es que en la fecha de compra de los Dólares el tipo de cambio está por debajo del pactado.

$$\text{Forward Compra} = \frac{(1 + \text{Tasa Activa Soles})^{n/360}}{(1 + \text{Tasa Pasiva Dólares})^{n/360}} * \text{Tipo Cambio Spot (venta)}$$

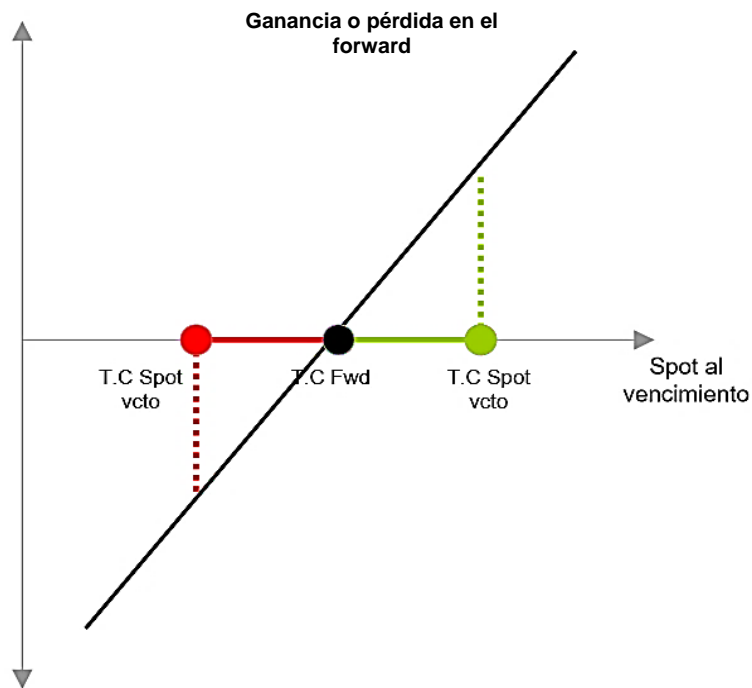


Figura 21: Cobertura de compra de divisas

Fuente: Lima, Operaciones *Forward* de tipo de cambio, Citibank del Perú S.A, Tesorería, 2007

b. Venta (en el caso de un exportador)

Mediante esta cobertura, el cliente elimina el riesgo de que al vencimiento el tipo de cambio Sol/Dólar esté por debajo de tipo de cambio pactado.

Pero sacrifica la posibilidad de recibir al vencimiento más Soles por cada Dólar vendido en caso el tipo de cambio esté por encima del tipo de cambio pactado.

$$\text{Forward Venta} = \frac{(1 + \text{Tasa Pasiva Soles})^{n/360}}{(1 + \text{Tasa Activa Dólares})^{n/360}} * \text{Tipo Cambio Spot (compra)}$$

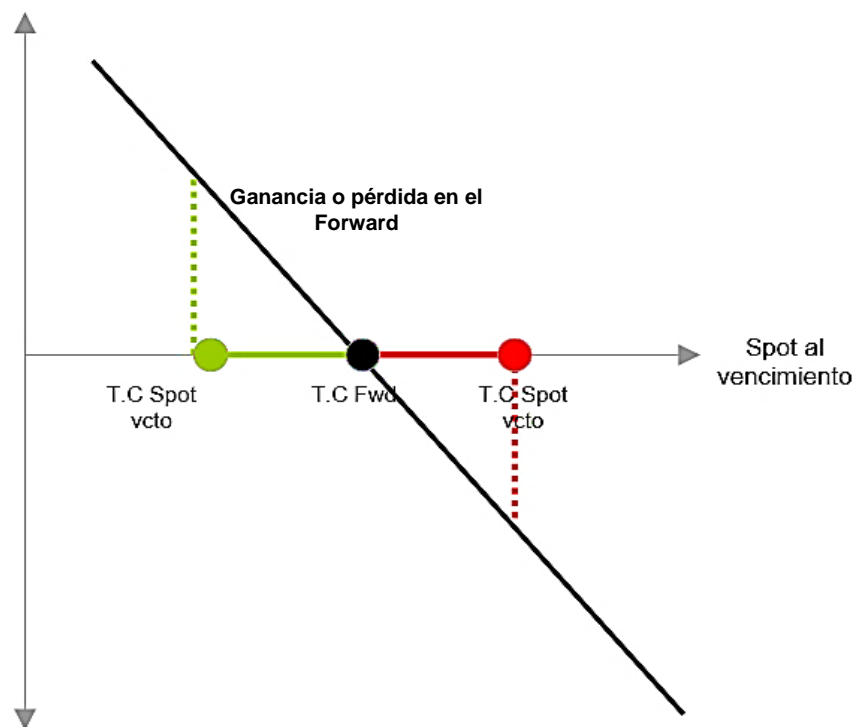


Figura 22: Cobertura de Venta de divisas

Fuente: Lima, Operaciones *Forward* de tipo de cambio, Citibank del Perú S.A, Tesorería, 2007

2.2.7.7. Efectividad de la cobertura de un *Forward*

La cobertura del riesgo de tipo de cambio a través de un *Forward* es efectiva pues la exposición que una empresa tenga a determinada moneda es perfectamente compensada por el resultado del forward a lo largo de la vida de ambas posiciones, es decir, sea en la posición del importador quien compra divisas extranjeras para realizar sus operaciones o en la posición del exportador quien hace posible el ingreso de divisas del exterior por la naturaleza de sus operaciones.

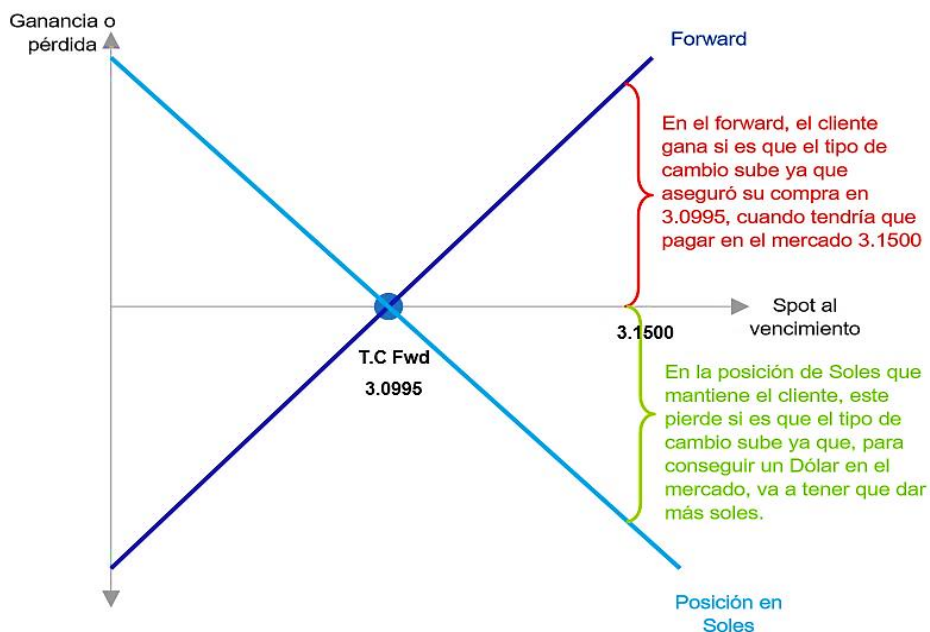


Figura 23: Cobertura de Venta de divisas

Fuente: Lima, Operaciones *Forward* de tipo de cambio, Citibank del Perú S.A., Tesorería, 2007

2.2.7.8. Participantes

Banco Central de Reserva del Perú (2013). La Cobertura Cambiaria: Los *Forwards* de divisas. Recuperado de <http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Informes-Especiales>.

- a. **Las empresas bancarias.** Son las que estructuran los contratos forward de compra o de venta debido a su capacidad de asumir los riesgos de estas operaciones, asociados a la posibilidad de incumplimiento de la obligación pactada. En este sentido, la banca tiene una posición privilegiada con respecto al cliente dado que puede

administrar riesgos de una manera más adecuada y realizar un adecuado calce de flujos para disminuir los riesgos, tomando la contraparte de las operaciones *Forward* pactadas ya sea en el mercado spot o en el mercado *Forward*.

b. Agentes oferentes. Los agentes económicos que tienen flujos proyectados de ingresos en moneda extranjera y tienen obligaciones en moneda nacional constituyen los potenciales oferentes de moneda extranjera (dólares) a futuro. Estos agentes pueden reducir el riesgo cambiario proveniente de una apreciación con una operación *Forward* de venta de moneda extranjera. Entre los agentes económicos que forman parte de los oferentes naturales de divisas, se encuentran los dedicados a la exportación de bienes y servicios que registran obligaciones en nuevos soles (sueldos, salarios, insumos, impuestos, entre otros).

Asimismo, agentes económicos como las administradoras de fondos de pensiones que invierten en activos financieros en moneda extranjera son potenciales oferentes de divisas. Para asegurarse un tipo de cambio, estos agentes económicos deberán pactar un *Forward* de venta con un banco local, por el monto y plazo en el que planea tener el ingreso en moneda extranjera.

c. Agentes demandantes. Por otro lado, existen agentes económicos que tienen obligaciones futuras en moneda extranjera y que podrían reducir la incertidumbre sobre la magnitud de sus flujos si toman una cobertura pactando un contrato forward de compra. En este grupo se encuentran los importadores de bienes y servicios que serían los agentes naturales, por el lado de la demanda de este mercado; asimismo, si un agente tiene deudas en moneda extranjera pero genera ingresos solo en nuevos soles también podría tomar una cobertura para asegurar un tipo de cambio, pactando un *Forward* de compra, ya sea por el monto del pago de la importación o de la cuota de la deuda en dólares que debe pagar.

2.2.7.9. Estrategias Financieras mediante *Forward*

Salas, R. (2008). Banco Central de Reserva del Perú. Recuperado de <http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Informes-Especiales/Cobertura-Cambiaría-Forwards-Riesgos>.

Las operaciones con *Forward* de monedas permitirán a los inversionistas realizar las siguientes estrategias:

a. Cobertura

El cliente reconoce la necesidad de fijar el tipo de cambio en una

fecha determinada, con el fin de conocer su flujo de caja real. Esta necesidad es consecuencia de la actividad de negocios que realiza. El cliente desea eliminar el riesgo de que el movimiento del tipo de cambio lo perjudique económicamente.

b. Inversión: Oportunidad de negocio

b.1. *Forward* Cerrado (Arbitraje). El cliente reconoce una oportunidad de comprar y vender al mismo tiempo un contrato con un margen de utilidad.

b.2. *Forward* Abierto (Especulativo). El cliente especulativo es aquel que toma una posición en un contrato forward esperando el movimiento del mercado cambiario favorezca su posición. (Posición larga o corta).

2.2.7.10. Beneficios de un contrato

Salas, R. (2008). Banco Central de Reserva del Perú. Recuperado de [http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Informes-Especiales/Cobertura -Cambiaria-Forwards-Riesgos](http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Informes-Especiales/Cobertura-Cambiaria-Forwards-Riesgos).

- a. Es un Mecanismo de cobertura mediante el cual el cliente obtiene una tasa de cambio fija a futuro.
- b. El cliente queda inmune ante movimientos adversos en el tipo de cambio.

- c. No requiere de liquidez para realizar la cobertura.
- d. Permite planear los flujos de caja futuros en la medida que se conoce en forma cierta la cantidad de soles a recibir o a pagar.
- e. Flexibilidad al cumplimiento, ya que el cliente, con previo acuerdo con el Banco, puede escoger el *Forward Delivery* o *Non-Delivery*.
- f. Se puede combinar de forma atractiva con otros instrumentos del mercado.

2.2.7.11. Limitaciones de acceso a un contrato *Forward*

- a. Necesidad de contar con una línea de crédito en el sistema financiero.
- b. Algunos bancos ponen un monto mínimo para poder cerrar estas operaciones.
- c. Algunas instituciones financieras piden un porcentaje de la operación en garantía.

2.2.7.12. El Costo del contrato *Forward*

El precio *Forward* se calcula de dos maneras:

- a. Por diferencial de tasas (*Forward* sintético).
- b. De acuerdo con expectativas de devaluación.
- c. Por diferencial de tasas, el costo de un *forward* es el resultado del diferencial de las tasas de interés doméstica (S/.) y la tasa de interés

de la divisa (US\$).

2.2.7.13. Variables que afectan el Precio

- a. Sensibilidad a las tasas de cambio
- b. Sensibilidad a las tasas de interés
- c. Marcación contra el mercado
- d. Plazo al vencimiento
- e. Valor en riesgo (VaR)

2.2.7.14. Proceso para negociar con un *Forward* de divisas

- a. Averiguar qué instituciones financieras ofrecen estos productos.
- b. Ser cliente de esa institución. Esto es obligatorio.
- c. Pedir una cotización a su sectorista.
- d. Cerrar la operación que incluye la decisión sobre el tipo de forward que se tomará (delivery o non deliver).
- e. Suscripción de dos contratos un contrato marco y un contrato específico.
- f. Al vencimiento del plazo, compensar (non delivery) o entregar físicamente las divisas (delivery).
- g. Algunas instituciones financieras solicitan mantener una línea de crédito.

2.2.8. El *Forward* en el Perú

Banco Central de Reserva del Perú (2013). La Cobertura Cambiaria: Los forwards de divisas. Recuperado de <http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Informes-Especiales>.

En Perú, se celebran contratos de cobertura, como los forward, los cuales son contratos privados hechos a medida entre dos instituciones, y se pacta en el mercado de derivados, dichos contratos no son regulados y se discuten entre ambas partes las condiciones específicas y el activo subyacente que se pretende mitigar; se caracteriza por ser *Over the Counter* (OTC), traducción: “sobre el mostrador”.

Los participantes son, por un lado, los grandes bancos peruanos tales como el Banco de Crédito del Perú, el Banco Continental, El Interbank y el Scotiabank, que son los que lideran en volumen de negociaciones.

La contraparte o cliente de los bancos ofertantes de instrumentos derivados son las compañías mineras, petroleras y de hidrocarburos, las administradoras de fondos de pensiones, las agroexportadoras, exportadores acopiadores y los exportadores con la capacidad financiera aceptable por los bancos.

Es nula la participación de pequeñas, medianas empresas en la

contratación de derivados para la mitigación de algún riesgo financiero. Adicionalmente, las entidades microfinancieras expuestas al riesgo cambiario y de tasa de interés no hacen uso de derivados de cobertura. Al respecto, en la normativa de la Superintendencia de Banca y Seguros (SBS), se está analizando la posibilidad de dar autorización a dichas entidades para que contraten dichos instrumentos en aras de una mejor gestión del riesgo de mercado.

2.2.8.1. Operatividad de los bancos con *Forward* en Perú

Entre los bancos peruanos que actualmente realizan operaciones con contratos *Forward* de cobertura en la compra y venta de divisas extranjeras tenemos:

a. Banco Financiero del Perú



Banco Financiero del Perú (2008). Forward de moneda. Recuperado de <http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/InformesEspeciales/Cobertura-Cambiaria-Financiero.pdf>. Quien opera con contratos Forward de:

- 1) **Full Delivery Forward:** Hay entrega física de monedas al vencimiento.
- 2) **Non Delivery Forward:** Hay compensación de monedas al vencimiento, que se calcula entre la diferencia del tipo de cambio Forward pactado, con el tipo de cambio Spot al vencimiento del mismo.

Con las características siguientes:

El Banco Financiero del Perú, opera con contratos Forward de compra y venta de divisas, dirigidos principalmente a empresas que importan o exportan, los cuales venden en moneda local o sus costos de producción son en moneda local. Las operaciones son pactadas en un acuerdo obligatorio para ambas partes. Son contratos a la medida, los plazos van de 1 a 365 días normalmente, aunque pueden tener plazos mayores. Los contratos no son transferibles, ni negociables.

Entre las ventajas que ofrece el Banco Financiero del Perú, con operaciones de cobertura con un contrato *Forward*:

- 1) Permite una cobertura de riesgo cambiario.
- 2) La empresa puede fijar sus costos.
- 3) Mejora el riesgo de la empresa ante la fluctuación del tipo de cambio.
- 4) No tiene costos adicionales.

Una de las desventajas es que utiliza un porcentaje de su línea crédito global (Riesgo equivalente).

Para realizar un contrato *Forward* de cobertura la entidad financiera en mención solicita los siguientes requisitos:

- 1) Debe tener aprobada una línea de crédito para este tipo de operaciones.
- 2) Firmar un contrato Marco por un año.
- 3) Firmar un contrato específico por cada operación pactada.

a.1. Contrato Forward con el Banco Financiero del Perú

De donde:

- TC FWD: Tipo de cambio futuro del *Forward*
- TC SPOT : Tipo de cambio del día que se pacta el *Forward*
- ia pen : Tasa activa efectiva anual en soles
- ip pen : Tasa pasiva efectiva anual en soles
- ia usd : Tasa activa efectiva anual en dólares
- ip usd : Tasa pasiva efectiva anual en dólares
- n : Días del Forward (tiempo del contrato) 360 : Base anual

Forward USD/PEN COMPRA

$$TC \text{ FWD} = TC \text{ SPOT} \times \frac{(1 + ip \text{ pen})^{n/360}}{(1 + ia \text{ usd})^{n/360}}$$

Forward USD/PEN VENTA

$$TC \text{ FWD} = TC \text{ SPOT} \times \frac{(1 + ia \text{ pen})^{n/360}}{(1 + ip \text{ usd})^{n/360}}$$

b. Banco Interbanck



Banco Interbank (2016). Operaciones con otras divisas. Recuperado de <http://www.interbank.com.pe/forward>. Es la compra y/o venta de moneda, en la cual existe un acuerdo entre el Banco y el cliente para entregar una cantidad determinada de divisa en una fecha futura a un tipo de cambio acordado en la fecha de contratación.

Las Ventajas que presenta el banco Interbanck, para operaciones con *Forward*, son:

- 1) Permite a sus clientes reducir el riesgo de tipo de cambio ante la incertidumbre de los movimientos del mercado financiero.
- 2) No tiene ningún costo.

b.1. Modalidades de Cambios *Forward*

b.1.1. Según cobertura

- i. *Forward* tradicional. La operación de cambio solo puede ejecutarse al vencimiento. Se contrata para una fecha específica.
- ii. *Forward* con vencimiento anticipado: Ejecución del contrato durante el plazo pactado hasta el mismo día del vencimiento.

b.1.2. Según Liquidación

- i. Delivery (con entrega): Al vencimiento de la operación, se realiza un intercambio de flujos de efectivo por el nominal de la operación.
- ii. Non Delivery (por compensación): Se realiza una compensación por la diferencia entre el tipo de cambio forward del contrato y el tipo de cambio del día de liquidación (tipo de cambio promedio publicado en la página PDSC de Reuters de las 11:00 hrs.)

c. Banco de crédito del Perú



Banco de Crédito del Perú (2015). Del día a día/Forward. Recuperado de <http://www.tesoreriabcp.com/forward>.

Un “*Forward*” es un producto que establece en el presente un tipo de cambio de moneda para una determinada cantidad de dinero a una fecha futura. Entonces, cuando se necesite cambiar dicho dinero, el tipo de cambio “no habrá variado” ni habrá sido afectado por las fluctuaciones que tendrá la moneda en el tiempo. Así, se evitará el riesgo de perder dinero en el caso de que la moneda que se deba comprar, vender, se devalúe o aprecie según sea el caso.

Las Ventajas que presenta el Banco de Crédito del Perú para operaciones con *Forward*, son:

- 1) Proteger el dinero ante las variaciones del tipo de cambio futuro.
- 2) Manejar con mayor eficacia tu flujo de caja, al saber con anticipación los ingresos y/o egresos de la moneda en la que desees hacer el *Forward*.
- 3) No pagará comisiones (cero costo).

Tabla 5
Tipos de moneda disponibles para contratos Forward con el Banco de Crédito del Perú

Soles	Yen	Corona Sueca
Dólar americano	Dólar Australiano	Yuan
Euro	Libra Esterlina	Pesos Chilenos*
Franco Suizo	Peso Mexicano	Pesos Argentinos*

Fuente: Banco de Crédito del Perú (2015). Del día a día/*Forward* -*Solo *Forwards Non Delivery*

Es un producto dirigido a Corporaciones, Empresas e Instituciones Financieras. El cierre de operaciones se realiza vía telefónica o medios electrónicos autorizados. Los plazos van de 1 a 365 días normalmente aunque se pueden trabajar cotizaciones a plazos mayores, según las condiciones del mercado.

c.1. Monto mínimo: El monto mínimo es de UD\$ 25,000. Se operan diversos pares de monedas (PEN/USD, EU/USD, GBP/USD, PEN/EUR).

c.2. Requisitos

Para poder realizar un *Forward*, la empresa debe tener:

- i. Un Contrato Marco y los poderes específicos.
- ii. Una Línea de Crédito aprobada que deberás coordinar con tu Funcionario de Negocios
- iii. Un Contrato Específico, luego de pactada la operación.
- iv. Es un contrato de ejecución obligatoria (tanto por parte de la empresa como del BCP).

c.3. Aspectos Operativos

Horario del Mercado: 9:00 – 15:30 hrs.

c.4. Según Liquidación

Según la moneda en la que se realice el Forward, podrán hacerlo bajo la modalidad *Non Delivery* o *Delivery*:

- 1) ***Delivery***, se realiza la operación de cambios según el precio pactado por el 100% de los fondos, es decir, se mueve todo el dinero que acordó cambiar con el Banco de Crédito del Perú (BCP), para que este realice la transacción al tipo de cambio que se pactó en el contrato.
- 2) ***Non Delivery***, en la modalidad *Non Delivery* no se mueve todo tu dinero, ya que solo se necesita “netear” con el banco el valor del dinero respecto al tipo de cambio de dicho día con lo que se pactó inicialmente.

d. Banco BBVA Continental



BBVA Banco Continental (2013). Productos de Cobertura de Tipo de Cambio. Recuperado de <http://www.bbvacontuempresa.es/a/com.pe/forward>.

d.1. Características:

- 1) Precio Spot + Diferencial = Precio *Forward*
- 2) Períodos Standard.
- 3) La fecha valor puede ser otra fecha posterior a la fecha *Spot*.
- 4) Los puntos *Swap* son normalmente centésimas o milésimas

d.2. Requisitos:

- 1) Contactar a su ejecutivo de cuenta del BBVA Banco Continental.
- 2) Obtener una línea de crédito por el riesgo equivalente.
- 3) Se aconseja tener una línea de aproximadamente 10% del Nominal.
- 4) Firmar un contrato marco de derivados financieros con el banco.

d.3. Según liquidación

1) *Delivery Forward (DF)*. Con entrega

Acuerdo entre dos partes que se comprometen a la entrega física de una determinada cantidad de moneda en una fecha futura conocida y tipo de cambio acordado hoy, según contrato suscrito entre las partes.

2) *Delivery Forward (NDF)*. Sin entrega

Acuerdo entre dos partes que se comprometen a efectuar la compensación de una determinada cantidad de moneda en una fecha

futura conocida y a un tipo de cambio acordado hoy, liquidándolo con el mid-rate de las 11:00 horas publicada en la página PDSC de Reuters del día de vencimiento según contrato suscrito entre las partes.

d.4. Ventajas:

- 1) Posibilidad de ejecutar el forward al tipo de cambio pactado en cualquier fecha dentro del plazo de la operación
- 2) Sin costo inicial.

d.5. Cálculo de un forward con el banco BBVA Continental

$$\text{FWD} = \text{SPOT} * \frac{(1 + i_{\text{PEN}})^{h/b}}{(1 + i_{\text{USD}})^{h/b}}$$

Donde:

- FWD = Tipo de Cambio Forward
- SPOT = Tipo de Cambio del Mercado Contado
- iPEN = Tasa del Nuevo Sol
- iUSD = Tasa del Dólar Estadounidense
- h = número efectivo de días entre dos fechas
- b = 360

2.2.9. Volumen de operaciones con Forward en la banca múltiple nacional

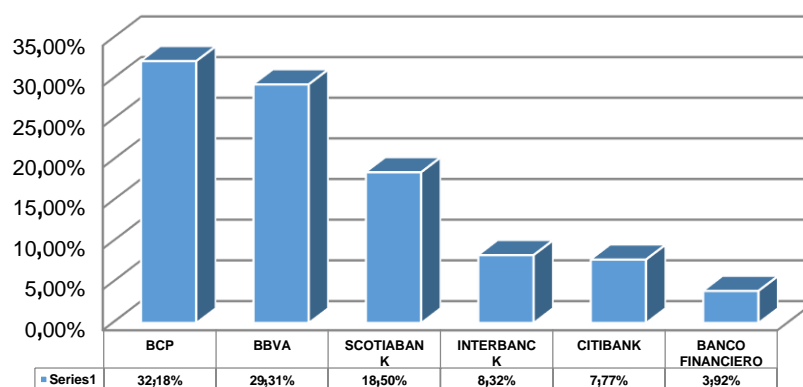


Figura 24
Operatividad con *Forward* en la banca Peruana
Fuente: Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS), 2015

Banco Central de Reserva del Perú (2015). La Cobertura Cambiaria. Los forwards de divisas. Recuperado de <http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Informes-Especiales>.

En el Perú, el único mercado de derivados de divisas es el de *Forward* que se inició en 1997. La economía peruana presenta altos ratios de dolarización lo cual indica el alto grado de liquidez del activo subyacente. El tamaño del mercado cambiario es pequeño, en el caso de las operaciones bancarias con el público, las operaciones con el tipo el cambio spot mueven como promedio diario unos US\$ 160 millones y las

forward unos US\$ 40 millones.

Durante el primer trimestre de 2014, el tipo de cambio se determinó en el mercado de divisas con una tendencia depreciatoria. En este sentido, los exportadores, de acuerdo a las expectativas del mercado, en ese momento, consideraron coberturar las operaciones con moneda extranjera, lo cual produjo un considerable aumento de las operaciones forward con fines de negociación por parte de los bancos locales y el incremento de las obligaciones directas con el exterior por parte de la banca comercial.

Mostrando un crecimiento constante del volumen negociable de las operaciones forward de las empresas bancarias al pasar de S/. 32101 millones al cierre de enero de 2014 a S/. 62 200 millones al cierre de febrero de 2015, lo que representa un incremento de 51,61%.

Asimismo, la mayor variación mensual se observó al cierre de noviembre de 2014, cuando el volumen negociado de *Forward* se incrementó en 53% respecto al cierre de enero de 2014. Las operaciones de compra de dólares forward se incrementaron en S/.15 200 millones determinando que las operaciones *Non-Delivery Forward* (NDF), representaban aproximadamente el 63% del volumen total negociado,

originando que los bancos vendan dólares para cubrirse en el mercado *spot*.

Dado que los bancos han entrado en un contrato en el que tienen que comprar dólares en el futuro se aseguran de obtener los soles necesarios al tipo de cambio *spot* para cubrirse de cualquier movimiento adverso (tendencia a la baja) del tipo de cambio en el futuro, debido a que en este último caso tendrían que utilizar más dólares para comprar la misma cantidad de soles dado el encarecimiento de nuestra moneda.

La compra de dólares *forward* por parte de los intermediarios financieros, implica un crecimiento de las expectativas de apreciación del tipo de cambio por parte de los agentes económicos (personales naturales, empresas e inversionistas extranjeros).

La venta de dólares a futuro producto de expectativas del tipo de cambio generando presiones a la baja sobre el tipo de cambio *forward*, sosteniendo la tendencia apreciatoria, debido a la necesidad de financiamiento de corto plazo en moneda extranjera, por parte de los bancos, para la compra de soles *spot*, como parte de la cobertura a las operaciones *forward* compra de negociación o especulativos.

El crecimiento de las operaciones *Forward* de la banca comercial

alcanzaron índice máximos (operaciones *Forward* especulativos) por que según los análisis de la variación del tipo de cambio a futuro apostaban una mayor apreciación del Sol, aprovechando el diferencial de tasas de interés entre la tasa de la Reserva Federal (FED) de los Estados Unidos y la tasa del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP).

El Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) incrementó sus intervenciones en el mercado cambiario para amortiguar la caída del tipo de cambio. De esta manera, las compras netas del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) coinciden con los máximos alcanzados tanto por las obligaciones del exterior como por las operaciones *Forwards*. Esta mayor demanda de dólares por parte del ente monetario permitía a los bancos vender los dólares obtenidos mediante los préstamos del exterior y obtener los soles necesarios para la cobertura de sus operaciones con dichos instrumentos derivados.

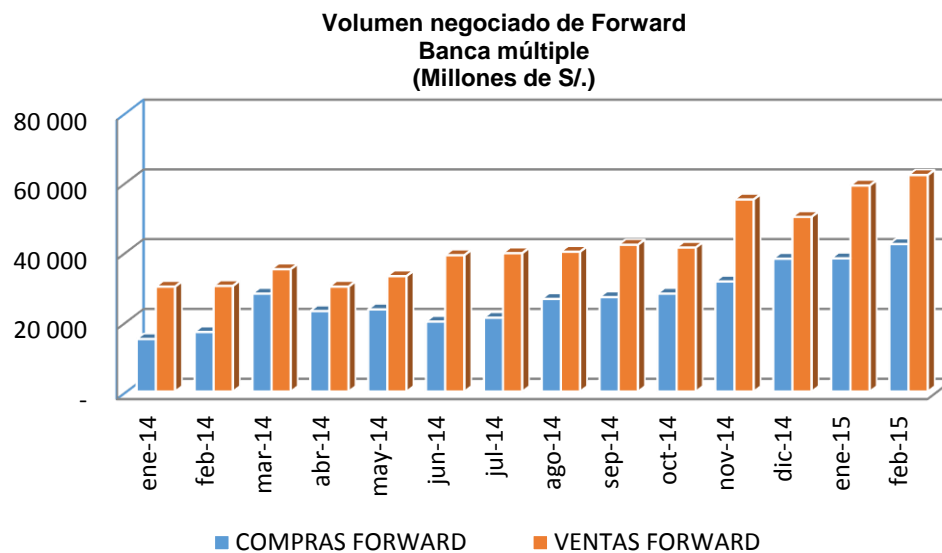


Figura 25: Volumen de operaciones con Forward

Fuente: Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS), 2015

2.2.10. Cobertura financiera

Bernedo, M., Málaga, J. (2014). La Banca Central y los derivados financieros. Banco Central de Reserva del Perú, 53(12), 40-45. Hedging o cobertura es la realización de una actividad financiera para reducir o eliminar las posibles pérdidas que pueden causar las inversiones financieras.

La cobertura es más efectiva cuanto más correlacionados estén los cambios de precios de los activos objeto de cobertura y los cambios de los precios de los futuros.

De esta manera, la pérdida en un mercado viene compensada total o

parcialmente por el beneficio en el otro mercado, siempre y cuando se hayan tomado posiciones opuestas.

2.2.10.1. Modalidades de cobertura

a. Ninguna

La empresa mantiene toda su exposición flotante. Puede considerarse especulativo ya que la empresa queda expuesta a la volatilidad del tipo de cambio.

b. De reacción

La empresa recién empieza a cubrirse en el mercado ante un movimiento inesperado o brusco del tipo de cambio.

c. Simple

La empresa establece un programa de cobertura donde se indica claramente el monto a cubrir, el plazo y las estrategias (*Forward*, opciones, entre otros). No existe mucha flexibilidad para la toma de decisiones de la persona que va a ejecutar la cobertura.

d. Compleja

La gestión de la cobertura de la empresa es determinada a discreción de una persona. Esta persona puede ejecutar la cobertura cuando considere que los precios del mercado generarán una ganancia para la empresa; no obstante, los resultados de las coberturas pueden ser

inconsistentes debido a las decisiones tomadas a discreción.

La decisión de tomar cobertura requiere un proceso de análisis por parte de la empresa:

1) Identificar el riesgo a cubrir

La empresa debe decidir qué tipo de riesgo desea cubrir: precios financieros, flujos de caja y gestión de deuda por monedas.

2) Tolerancia al riesgo

Nivel de riesgo que la empresa está dispuesta a aceptar.

3) Selección del plazo y porcentaje de cobertura

Las empresas deben de optar por cubrir la exposición al riesgo de forma parcial o en su totalidad.

4) Visión de mercado

El análisis de mercado y el estudio de los datos económicos fundamentales otorgarán una mayor probabilidad de efectividad a la cobertura implementada.

5) Tolerancia *mark-to-market*

Mercados con alta volatilidad pueden crear sorpresivamente altos

niveles de pasivos en la cobertura financiera implementada.

6) Selección de instrumentos de cobertura

Swaps, opciones, *Forward* tienen diferentes componentes de riesgo, distintos costos de cobertura y tratamiento contable.

2.2.11. Operaciones de cobertura financiera

2.2.11.1. Concepto

Según Herranz, F. Costa, A. Zamora, C. (2004, 26). Instrumentos financieros derivados y operaciones de cobertura. Conjunto de operaciones dirigidas a anular o reducir el riesgo de un activo o pasivo financiero en posesión de una empresa o de un particular.

Norma Internacional de Contabilidad 39 Instrumentos Financieros. Reconocimiento y Medición (párrafos 85 a 88). Apéndice A. Párr. (GA102 a GA104). Contabilización de la ganancia o pérdida del instrumento de cobertura (Párr. 89 a 102).

a. Desde el punto de vista filosófico

Con respecto a la postura sobre las operaciones de cobertura; mitigan el riesgo financieros, por la variación del tipo de cambio y la utilización de diferentes monedas en la comercialización con diferentes países

monedas. Como lo indicado por Platón, quien argumentaba que los bienes se distribuyen a través de un mercado, siendo el dinero como un símbolo para intercambio, por lo que en el contexto actual sería la comercialización de las divisas, tasas y commodities. Sin embargo, en contraposición con Aristóteles, condenaba el intercambio donde el medio era el dinero, porque señalaba que lo que buscaba era una ganancia económica.

b. Desde el punto de vista económico

De acuerdo al planteamiento de la Doctrina clásica, siglo XVIII, es apoyado en forma parcial con los planteamientos, el mercado es el mejor asignador de los recursos existentes y los precios son los mejores indicadores del orden económico, principio del libre juego del Definición y principios de la Economía Social de Mercado.

Siguiendo la óptica económica, para definir y explicar la teoría relacionada a la Economía Social de Mercado, según Müllen. (1976), considera principios operacionales como la propiedad privada, reconociendo los intereses de la Precios definidos por el mercado, la libre interacción de la oferta y la demanda, aquella “mano invisible” definida por Adam Smith, que es la herramienta por la cual se fijan los precios en la

economía. Este mecanismo no es perfecto por lo que la regulación tiene un papel importante en el momento de su establecimiento, mediante controles a prácticas desleales como monopolios y oligopolios, reconociendo la existencia de monopolios naturales en determinados casos, y limitaciones a precios de productos básicos de supervivencia.

Asimismo, Hurtado. (2005), con relación a la economía social de mercado, el mercado es el mejor sistema de asignación para alcanzar el progreso de los pueblos.

c. Desde el punto de vista ontológico

Las operaciones de cobertura mitigan los riesgos financieros, que se circunscribe en las finanzas internacionales, tal proposición existe como un ente real que se manifiesta de diferentes formas.

d. Desde la perspectiva epistemológica

Las operaciones de cobertura mitigan los riesgos financieros, como objeto de conocimientos con diversas teorías, conceptos, enfoques de la ciencia sobre ella. Teniendo en cuenta la teoría general de sistemas, con respecto a las operaciones de cobertura mitigan los riesgos financieros, se asume que estamos en una relación de causa y efecto, y en un enfoque sistémico.

2.2.11.2. Tipos de coberturas

Norma Internacional de Contabilidad 39 Instrumentos Financieros. Reconocimiento y Medición (párrafos 85 a 88). Apéndice A. Párr. (GA102 a GA104). Contabilización de la ganancia o pérdida del instrumento de cobertura (Párr. 89 a 102).

Son tres los tipos de las operaciones de cobertura contemplados en las mencionadas normas:

- a) **La cobertura de valor razonable.** Tiene por objeto la contratación de un derivado apropiado para compensar la variabilidad del valor del elemento cubierto como consecuencia de cambios futuros en los precios, tipos de interés, índices, ratings, entre otros. Se pretende que las diferencias de valor positivas o negativas atribuidas al elemento cubierto se compensen con diferencias negativas o positivas del derivado de cobertura.
- b) **Cobertura de flujos de efectivo.** El objetivo es la contratación de un derivado apropiado para compensar los efectos de la variabilidad de los pagos o cobros futuros del elemento cubierto.
- c) **Cobertura de inversiones netas en moneda extranjera.** Es la realizada por una empresa matriz, exportadora o importadora, con el objeto de para compensar los efectos producidos por la consolidación de operaciones en una divisa distinta.

2.2.11.3. Requisitos para utilizar coberturas

El IAS 39 establece en su párrafo 88 como requisitos para poder utilizar coberturas:

- a. En el momento de iniciar la cobertura, existe designación y documentación formal de la relación de cobertura, así como de la estrategia y del objetivo de la empresa, respecto a la gestión del riesgo, asumidos con la realización de la operación de cobertura.

Esta documentación debe incluir la identificación del instrumento de cobertura, de la partida o transacción a cubrir y de la naturaleza del riesgo que se está cubriendo, poniendo de manifiesto cómo la empresa medirá la eficacia del instrumento de cobertura al compensar la exposición a los cambios de la partida cubierta, ya sea en el valor razonable o en los flujos de efectivo, que se atribuyen al riesgo cubierto.

- b. Se espera que la cobertura sea altamente eficaz en la compensación alcanzada de los cambios en el valor razonable o en los flujos de efectivo que se atribuyan al riesgo cubierto, consecuente con la estrategia en la gestión del riesgo, inicialmente documentada, para tal relación de cobertura en particular.
- c. Para las operaciones de cobertura de flujos de efectivo, la transacción

prevista, objeto de la cobertura, debe ser altamente probable y debe además presentar una exposición a las variaciones en los flujos de efectivo que podrían, en último extremo, afectar a la ganancia o a la pérdida neta.

- d. La eficacia de la cobertura ha de poderse medir de forma fiable, esto es, tanto la medición del importe del valor razonable como de los flujos de efectivo de la partida cubierta, como el valor razonable que corresponda al instrumento de cobertura.
- e. La cobertura es evaluada en un contexto de gestión continuada de la empresa, y realmente se puede concluir que ha sido altamente efectiva a lo largo de todo el periodo contable.

Categorías:

- 1) Elementos u operaciones que pueden ser objeto de cobertura.
- 2) Instrumentos de cobertura.
- 3) Evaluación de la eficacia de la cobertura.
- 4) Documentación y formalización de la cobertura.

El Objetivo es poner consistencia y verificabilidad a la cobertura, con lo cual nunca pueden tener un carácter retrospectivo.

El contenido informativo deberá especificar:

- 1) Designación de la cobertura, de esta forma se fija la relación de cobertura, no pudiendo realizar cambios en esta designación posteriormente.
 - 2) Deberán incluirse todos los detalles necesarios para que no existan dudas en la identificación de los ítems de la cobertura.
- f. Estrategia de la empresa en la gestión de riesgo: La incorporación de esta información persigue demostrar que la cobertura se encuentra dentro de una línea previamente diseñada por la empresa y de los cauces establecidos por el control interno de la compañía.

La NIC (Norma Internacional de Contabilidad) 39 prohíbe las operaciones de coberturas especulativas, así mismo la norma exige documentación oficial desde el inicio. Para ello se deberá identificar las relaciones de la cobertura: la partida, el instrumento de cobertura utilizado, la naturaleza del riesgo que se cubre, el objetivo de la cobertura que se persigue y la estrategia utilizada, así como el método utilizado para valorar la eficacia de la cobertura tanto para efectos contables como tributarios.

2.2.11.4. Metodología para coberturar con instrumentos financieros derivados

Se aplican a cualquier estrategia de cobertura.

- a. Definir objetivo de la cobertura.
- b. Seleccionar Instrumento de cobertura.
- c. Seleccionar metodología para medir la efectividad de la cobertura.
- d. Evaluar la efectividad de la cobertura (prospectiva y retrospectiva)
Interpretación de resultados.

2.2.11.5. Finalidades de cobertura y especulación

a. Distinción económica entre cobertura y especulación

La cobertura empresarial estriba en mitigar riesgos de mercado como las fluctuaciones en las tasas de interés, tipo de cambio, precio de los commodities, entre otros, que puedan afectar partidas financieras. Esto se realiza asegurando un flujo futuro mediante el pacto de un instrumento financiero derivado.

En contraste, la especulación se vale de las fluctuaciones para obtener una ganancia; con ello, se apuesta a variaciones bruscas en los precios. Distinción tributaria entre cobertura y especulación. Ley del Impuesto a la Renta (LIR), D.S 179-2004-EF, Art. 5-A. (2016).

b. Distinción contable entre cobertura y especulación

Norma Internacional de Contabilidad (NIC 32) Instrumentos Financieros: Presentación, NIC 39 Instrumentos Financieros: Reconocimiento y Medición, NIIF 7 20 Instrumentos Financieros: Información a Revelar, NIIF 9 Instrumentos Financieros. • Distinción regulatoria entre cobertura y especulación: Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros – Ley N° 26702.

2.2.11.6. Principios básicos para realizar una cobertura

Fragoso, J. C. (2002). Análisis y Administración de Riesgos Financieros. Exposición de la materia de Análisis de Riesgos, de la especialidad en Economía Financiera de la Universidad Veracruz, Capítulo 13: Mercado de Derivados.

- 1) Conocer el riesgo al cual se está expuesto.
- 2) Conocer la probabilidad de sufrir pérdidas.
- 3) Conocer en qué forma se verá afectada la operación en físicos si el precio presenta fluctuaciones en contra.
- 4) Conocer la correlación de precios entre el subyacente y el contrato de futuros que hace referencia a este último.
- 5) Conocer cuánto dinero se requiere para efectuar una cobertura,

(márgenes, comisiones, costo de oportunidad del dinero depositado como margen e intereses en caso de crédito).

Conocer la forma en que opera el contrato de futuros que va a utilizarse.

- 6) Contar con información histórica de las bases.
- 7) Conocer el tiempo de respuesta para envío de márgenes.
- 8) Conocer el efecto fiscal de la cobertura.
- 9) Contar con el personal debidamente entrenado que entienda el manejo de los mercados de futuros, los requerimientos de la empresa y que actúe de acuerdo a las políticas establecidas.

2.2.11.7. Legislación peruana de los instrumentos de cobertura

En el Perú, la regulación tributaria para el tratamiento de la cobertura con instrumentos financieros derivados, no es muy clara, por la razón que son modalidades de operaciones financieras que han tenido impactos favorables en mercados internacionales.

En nuestro país, se comienza legislar y regular las operaciones de cobertura financiera inicios del año 2007, por las operaciones de cobertura que se estaban realizando en el mercado, entonces se adoptan reglas generales contempladas en la Ley del Impuesto a la Renta,

respecto a los instrumentos financieros derivados, adoptando los conceptos contemplados en la Norma Internacional de Contabilidad (NIC) No. 39. Se introduce por primera vez el artículo 5-A de la Ley del Impuesto a la Renta, promulgado a través del Decreto Legislativo N° 970, y cabe anotar que no se establecía claramente una distinción entre las operaciones de cobertura y de especulación, ya que se planteaba que los gastos que se originaron por las operaciones realizadas con instrumentos financieros derivados de cobertura, son la consecuencia de diferenciales positivos y negativos de las ganancias en la negociación con fines de especulación o cobertura.

El tratamiento tributario de los ingresos o ganancias producto de las negociaciones con instrumentos financieros derivados de operaciones de cobertura; fueron gravados para efectos de la determinación del Impuesto a la Renta. Los diferenciales negativos o pérdidas, siguieron un tratamiento distinto, en el que se evalúa a criterio de la Superintendencia de Administración Tributaria (SUNAT). Según la calidad del sujeto o persona jurídica quien realice la operación de cobertura con instrumentos financieros derivados; es decir, si es domiciliado o no domiciliado; además, para determinar la pérdida o resultado negativo se basa en el principio de causalidad.

Para el caso de un sujeto domiciliado que genere renta de fuente peruana por operaciones con instrumentos financieros derivados, se gravan los ingresos y se deducen los gastos por pérdidas. Para el caso de la generación de rentas de fuente extranjera, no son deducibles, sino que se basan en lo establecido por el artículo 51° de la Ley del impuesto a la renta. Se establece que las rentas de fuente extranjera se suman y compensan a las rentas de fuente peruana solo cuando se produce una renta neta, y las pérdidas por fuente extranjera no son computables.

a. Regla de Fuente

a.1. Regla General de Fuente: Los resultados de un Instrumento Financiero Derivado (IFD) son renta de fuente peruana cuando el sujeto que los obtiene es domiciliado en el país.

a.2. Regla Específica de Fuente: Los resultados de un instrumento financiero derivado (IFD) con fines de cobertura son de fuente peruana siempre que los activos, bienes y pasivos que reciben la cobertura estén destinados a la generación de renta de fuente peruana y que sean propios del giro del negocio. Ley N° 29773, Art. 10.

b. Legislación peruana

Ley del Impuesto a la Renta. D.S.179-2004-EF. (julio, 2011). Los

obtenidos por sujetos no domiciliados cuyo subyacente esté referido al tipo de cambio SOL/PEN respecto a otra moneda extranjera. Modificatoria del Texto Único Ordenado, Ley del Impuesto a la Renta. D.S 179-2004-EF. Ley No. 29492. Y siempre que su plazo efectivo sea menor a 60 días calendario (D.S. N° 213-2011-EF).

De acuerdo con los dispositivos legales emitidos por la Ley General de Sociedades. Art. 223. (1998). Los estados financieros de las empresas en nuestro país deben emitirse de acuerdo con Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados (PCGA).

Concejo normativo de contabilidad. Res. 013-98-EF/93.01 (1998, julio 23). Responden a las Normas de Contabilidad (NIC), en el proceso de armonización contable adoptado por nuestro país, se adoptan las Normas de Internacionales de Información Financiera (NIIF) plenamente.

En el reconocimiento o medición inicial, los activos o pasivos financieros resultantes de los derechos y obligaciones en los instrumentos financieros derivados se reconocen al valor razonable, el cual está representado inicialmente por la contraprestación dada o recibida. En el momento inicial de los contratos *Forward*, generalmente, se tiene un valor cero. Ello se debe a que las partes activa y pasiva son iguales y compensables, y también a que no se ha dado o recibido algún monto.

Decreto Legislativo D.L. 970. (2006, diciembre 24). El Poder Ejecutivo publicó en el tema de instrumentos financieros derivados, lo siguiente: “Para que los gastos en los instrumentos financieros derivados sean deducibles para efectos del Impuesto a la Renta, se debe demostrar que son de cobertura”.

Ley del Impuesto a la Renta (LIR), D.S 179-2004-EF. Cap. I, Ámbito De Aplicación. Art. 2-B. (2016). “Artículo 2-B.- Instrumentos Financieros Derivados Celebrados Con Fines de Intermediación Financiera.

Para efecto de lo dispuesto en la Ley, se considera que un instrumento financiero derivado ha sido celebrado con fines de intermediación financiera cuando una empresa del sistema financiero lo celebra como parte del desarrollo de sus actividades de captación de fondos bajo cualquier modalidad, y su colocación mediante la realización de cualquiera de las operaciones permitidas en la Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros, Ley N° 26702.

No se considera que tienen fines de intermediación financiera los instrumentos financieros derivados celebrados por una empresa del Sistema Financiero para eliminar, evitar o atenuar el riesgo de pasivos

relacionados a la adquisición de activos fijos o de los activos no sujetos al riesgo crediticio a que se refiere el inciso h) del artículo 37 de la Ley o de los pasivos incurridos no relacionados a la actividad crediticia.(Artículo incorporado por el Artículo 3 del Decreto Supremo N° 219-2007-EF, publicado el 31 diciembre 2007).

Artículo 2-C. Instrumentos financieros derivados celebrados en mercados reconocidos. Los instrumentos financieros derivados celebrados con empresas del sistema financiero reguladas por la Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros, Ley N° 26702, cuyo valor sea fijado tomando como referencia los precios o indicadores que sean de conocimiento público y publicados en un medio impreso o electrónico de amplia difusión, cuya fuente sea una autoridad pública o una institución reconocida y/o supervisada en el mercado correspondiente, se entenderán celebrados de la forma a la que se refiere el literal c) del numeral 14 de la quincuagésimo segunda disposición transitoria y final de la Ley.

Para efecto de lo establecido en el numeral 14 de la quincuagésimo segunda disposición transitoria y final de la Ley, la aplicación de precios o indicadores referidos a un subyacente de igual o similar naturaleza

procederá cuando la naturaleza de los activos o bienes objeto de cobertura sea igual o similar a la del subyacente sobre el cual se estructura el instrumento financiero derivado. (Artículo incorporado por el Artículo 4 del Decreto Supremo N° 219-2007-EF, publicado el 31 diciembre 2007). Este tratamiento tributario generó algunos problemas en cuanto al crecimiento del mercado de instrumentos financieros derivados en nuestro país por la naturaleza y las transacciones del mercado *Over The Counter* (OTC), con empresas extranjeras en su mayoría.

La Administración Tributaria grava los ingresos provenientes de las transacciones con derivados y la aceptación de la deducibilidad de los gastos por pérdidas provenientes de estas transacciones se tiene que demostrar fehacientemente, esto se debe a la dificultad de probar que las transacciones eran de cobertura. Asimismo, la adopción en la Ley del Impuesto a la Renta del criterio del rango de eficacia presente en la Norma Internacional de Contabilidad (NIC) No.39 no era necesariamente acorde a la realidad de nuestro país, puesto que no se sabe a ciencia cierta si la efectividad de la cobertura de un instrumento financiero derivado, es adecuada en nuestro mercado solamente considerando que la eficacia de la cobertura de estos instrumentos en los cambios del valor razonable o en los flujos de efectivo atribuibles al riesgo oscile entre 80% y 125%. Según lo determina la GA 105 en la eficacia real de la cobertura.

Guía de aplicación, GA 105. Apéndice A. Coberturas. Evaluación de la eficacia de la cobertura. (párrafo 105).

Una cobertura se considerará altamente efectiva si se cumplen las dos siguientes condiciones:

- 1) Al inicio de la cobertura y en los periodos siguientes, se espera que esta sea altamente eficaz para conseguir compensar los cambios en el valor razonable o en los flujos de efectivo atribuibles al riesgo cubierto, durante el periodo para el que se haya designado la cobertura. Tal expectativa puede demostrarse de varias formas, entre las que se incluye la realización de una comparación de los cambios pasados en el valor razonable o en los flujos de efectivo del instrumento de cobertura, que sean atribuibles al riesgo cubierto, con los cambios que hayan experimentado en el pasado este valor razonable o los flujos de efectivo, respectivamente; así como la demostración de una elevada correlación estadística entre el valor razonable o los flujos de efectivo de la partida cubierta y los que corresponden al instrumento de cobertura. La entidad puede escoger una ratio de cobertura distinta de uno a uno, con el fin de mejorar la eficacia de la cobertura, como se ha descrito en el párrafo GA100.

2) La eficacia real de la cobertura está en un rango de 80-125 por ciento. Por ejemplo, si los resultados conseguidos son tales que la pérdida en el instrumento de cobertura es de 120 U.M., mientras que la ganancia en los instrumentos de caja es de 100 U.M., el grado de compensación puede medirse como $120/100$, lo que dará un 120 por ciento, o bien como $100/120$, lo que dará un 83 por ciento. En este ejemplo, suponiendo que la cobertura cumple la condición establecida en el apartado (a) anterior, la entidad podría concluir que la cobertura ha sido altamente eficaz”.

La normativa tributaria actual, como el Decreto Supremo No. 219-2007-EF vigente desde el 1 de enero de 2008. Donde se incorpora el Artículo 2-A al Reglamento de la Ley del impuesto a la renta, estableciendo los lineamientos a seguir según lo establecido por el Artículo 5-A de la Ley del impuesto a la renta.

Asimismo, la Ley No. 29306 modificó el inciso b) del Artículo 5-A de la Ley del impuesto a la renta que entro en vigencia desde inicios del año 2009.

c. Principales Modificaciones

1) Eliminación del ratio de eficacia

- 2) Plazo de cobertura del riesgo
- 3) Imputación de Renta en el caso de un Instrumento Financiero Derivado (IFD) de moneda.

Donde la Administración tributaria cambia el concepto del rango de eficacia, y se reemplaza por las disposiciones que debe tener un instrumento financiero derivado con fines de cobertura.

Entre ellos, se mencionan, citando al artículo 5-A de la Ley del Impuesto a la Renta. (SUNAT 2013), lo siguiente:

- 1) Se celebra entre partes independientes. Excepcionalmente, un Instrumento Financiero Derivado se considerará de cobertura aun cuando se celebre entre partes vinculadas si su contratación se efectúa a través de un mercado reconocido.
- 2) Los riesgos que cubre deben ser claramente identificables y no simplemente riesgos generales del negocio, empresa o actividad y su ocurrencia debe afectar los resultados de dicho negocio, empresa o actividad.
- 3) El deudor tributario debe contar con documentación que permita identificar lo siguiente:

- El instrumento Financiero Derivado celebrado, cómo opera y sus características.
 - El contratante del Instrumento Financiero Derivado, el que deberá coincidir con la empresa, persona o entidad que busca la cobertura.
 - Los activos, bienes y obligaciones específicos que reciben la cobertura, detallando la cantidad, montos, plazos, precios y demás características a ser cubiertas.
 - El riesgo que se busca eliminar, atenuar o evitar, tales como la variación de precios, fluctuación del tipo de cambio, variaciones en el mercado con relación a los activos o bienes que reciben la cobertura o de la tasa de interés con relación a obligaciones y otros pasivos incurridos que reciben la cobertura.
- 4) Los sujetos del impuesto, así como las personas o entidades inafectas o exoneradas del impuesto, que contratan un Instrumento Financiero Derivado celebrado con fines de cobertura deberán comunicar a la Superintendencia tributaria de administración tributaria (SUNAT) tal hecho en la forma y condiciones que este señale por resolución de superintendencia, dejándose constancia expresa en dicha comunicación que el Instrumento financiero derivado celebrado tiene por finalidad la cobertura de riesgos desde la contratación del instrumento. Esta comunicación tendrá carácter de declaración jurada

y deberá ser presentada en el plazo de treinta (30) días contado a partir de la celebración del Instrumento financiero derivado.

Ahora, con respecto a la modificación de esta normativa, quedó de lado el concepto de ratio de eficacia, pero quedó aun de lado la incertidumbre con respecto a poder probar si un Instrumento Financiero Derivado (IFD) era celebrado con fines de cobertura o con fines de especulación.

Complementariamente a lo establecido, la norma puede entenderse como todo aquello que no es cobertura, es especulación.

Entonces, para que una empresa pueda deducir los gastos relacionados a la celebración de un instrumento financiero derivado (IFD), tiene que probar fehacientemente que su celebración de Instrumento Financiero Derivado (IFD) califica efectivamente como cobertura.

Al respecto, se puede observar que existen complicaciones, puesto que para probar que un Instrumento Financiero Derivado (IFD), no es de cobertura se tiene que cumplir con cada uno de los requisitos establecidos en la norma.

Entre ellos, se puede destacar que las operaciones, al no ser

conocidas en el mercado nacional y al no seguir un específico tratamiento contable, se hace complicado probar su eficiencia en fiscalizaciones realizadas por la Administración Tributaria.

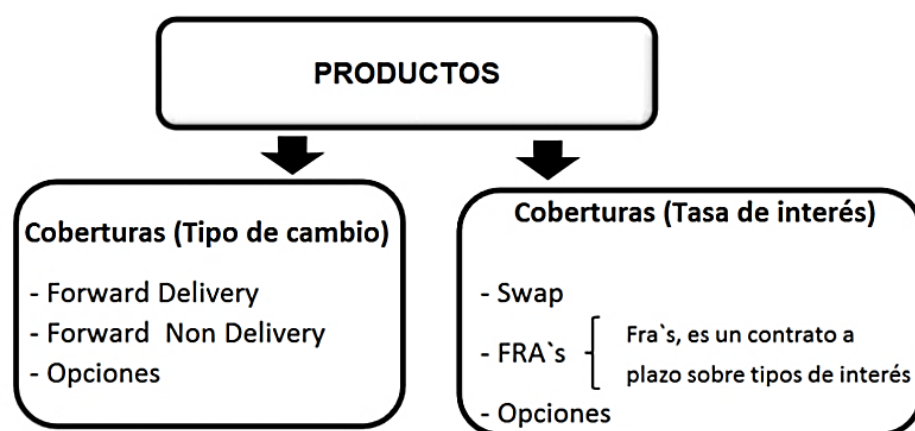


Figura 26: Productos autorizados a bancos peruanos
Fuente: Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS), 2015

Los requerimientos relacionados con el riesgo de variación de un criterio concerniente a activos o pasivos de la empresa sobre los cuales se celebró un Instrumento Financiero Derivado (IFD), deben reflejarse también en la contabilidad de la empresa, de tal manera que pueda probarse fehacientemente la cobertura de un Instrumento Financiero Derivado (IFD).

2.2.12. Evolución de los contratos de cobertura en el Perú

En los últimos años el mercado de instrumentos derivados se ha mostrado muy dinámico, principalmente los derivados financieros de moneda con fines de cobertura debido al contexto de depreciación de la moneda local. Las empresas no financieras que en su mayoría tienen como moneda funcional al Sol han optado por cerrar este tipo de contratos con los bancos para mitigar el riesgo cambiario y poder cubrir el descalce que tienen en su posición de cambio.

Actualmente, debido a la regulación financiera peruana, todos los contratos de derivados deben ser contratados con una empresa financiera autorizada por la Superintendencia de Banca y Seguros (SBS). Por lo tanto, las entidades financieras pueden celebrar contratos de derivados con una Administradora de Fondo de Pensiones (AFP), una empresa financiera o una empresa no financiera, ya sea residente o no residente en el Perú.

Según cifras de la Superintendencia de Banca y Seguros (SBS), a diciembre de 2014, del 100% del saldo contable de *Forward* compra que registró el banco central de reserva del Perú, el 43% tuvo como contraparte a una empresa financiera residente, el 22% a una empresa financiera no residente, el 22% a una empresa no financiera residente y el 13% a una AFP residente.

Para el segundo trimestre de 2015, la participación de no financieras residentes se elevó 59%. En cuanto a los Forward venta, predominan las empresas financieras residentes y no residentes como contraparte de los bancos (de 67% a diciembre del 2014 pasó a 74% a junio del 2015), mientras que un 15% de este tipo de derivado, el banco lo pactó con empresas no financieras residentes.

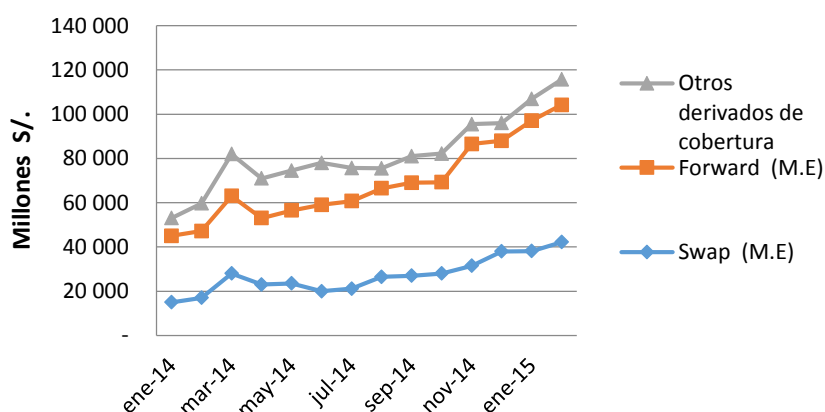


Figura 27: Evolución de los contratos de cobertura
Fuente: Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS), 2015

2.2.13. Contabilización de una cobertura

En la contabilización de operaciones de cobertura se reconocen, de forma simétrica, los efectos de compensación que los cambios en el valor razonable del instrumento de cobertura y del instrumento objeto de cobertura, producen en la ganancia o en la pérdida neta del periodo. Revisando la normativa actual sobre la contabilidad de coberturas, La

junta de normas internacionales de contabilidad, *International Accounting Standards Board* (IASB), dio a conocer en noviembre de 2013 la norma sobre la contabilización de coberturas, que queda incorporada como un nuevo capítulo a la Norma Internacional de Información Financiera 9 (NIIF 9).

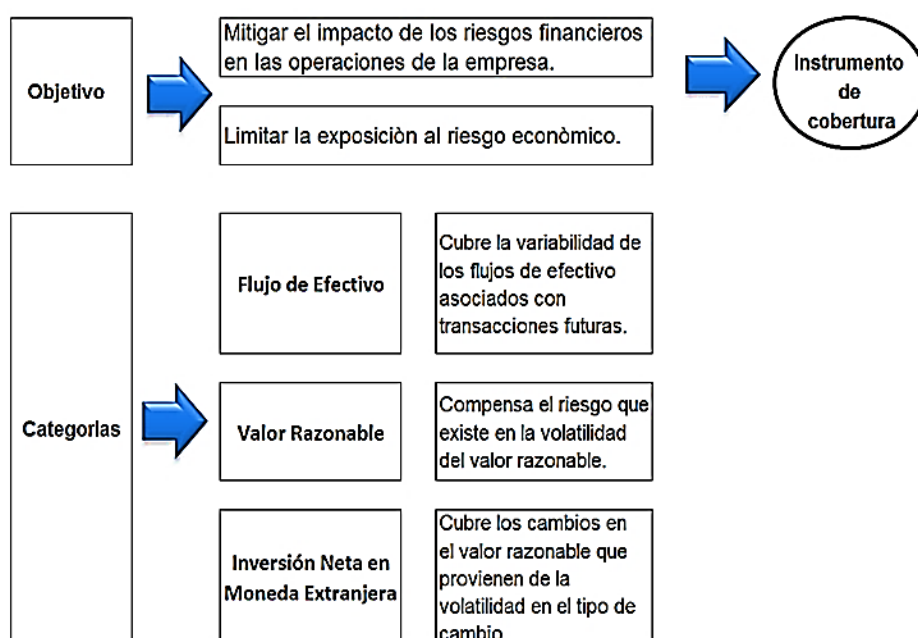


Figura 28: Contabilidad de coberturas

Deloitte. Grupo Técnico/IFRS. Centre of Excellence. (junio, 2016). NIIF

9 Instrumentos financieros. Lo que hay que saber desde la perspectiva de las empresas no financieras. Recuperado de <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/es/Documents/auditoria/Deloitte-ES-Auditoria-niif9.pdf>.

El cambio fundamental es el enfoque de la norma orientado a la

mayor alineación entre la contabilidad y la gestión del riesgo de las empresas. En la Norma internacional de información Financiera 9 (NIIF 9), existen los requisitos de designación y documentación, para asegurar que la cobertura está adecuadamente designada y documentada. Además especifica los objetivos y estrategias de gestión del riesgo y cómo se evaluará la efectividad.

Las modificaciones en la norma que se publicó en noviembre de 2013, es más exigente con los aspectos formales, ya que es necesario demostrar que la cobertura este adecuadamente documentada, dicha documentación permitirá explicar y especificar las causas de la eficacia o ineficacia.

La contabilidad de coberturas permite reducir riesgos concretos y no todos aquellos que supone hacer mediciones a valor razonable. Además podrían designarse como partidas cubiertas elementos no financieros.

La contabilidad de cobertura es opcional, como lo indica la norma Internacional de Contabilidad 39 (NIC 39), por lo tanto, se deben evaluar los costos y beneficios de su utilización. Es necesario destacar, que gran parte de los costos, están relacionados con la realización de documentos y el cumplimiento de los requisitos formales.

a. Requisitos formales

- 1) Se espera que la cobertura sea altamente eficaz en la consecución de la compensación de los cambios en el valor razonable o en los flujos efectivos atribuibles al riesgo cubierto.
- 2) Para las coberturas de flujos de efectivo, la transacción prevista deberá ser altamente probable y presentar además una exposición a las variaciones en los flujos de efectivo, que podrían afectar los resultados.
- 3) La eficacia de la cobertura puede medirse con fiabilidad (partida cubierta e instrumento de cobertura).
- 4) La cobertura se evalúa en un contexto de negocio en marcha, y realmente se puede concluir que ha sido altamente eficaz a lo largo de todos los periodos para los cuales ha sido designada

b. Tratamiento contable de las Coberturas

Norma Internacional de Contabilidad, NIC 39, Instrumentos Financieros: Reconocimiento y Medición. Tratamiento Contable de las Coberturas Riesgos. Párr. 85 102. (2013).

Su principal objetivo es mitigar el impacto de los riesgos económicos en el desempeño de una empresa.

a.1. Coberturas sobre el Valor Razonable

Esta cobertura debe ser contabilizada de la siguiente manera:

La ganancia o pérdida que resulte de la reexpresión contable, debe ser reconocida de forma inmediata en la ganancia o la pérdida neta del periodo. La ganancia o pérdida atribuible al riesgo cubierto del elemento protegido debe reconocerse también en resultados modificándose el valor contable del mismo. El resto de la ganancia o pérdida de este elemento no atribuible al riesgo cubierto se registran según las normas que le sean aplicables. El ajuste que se haya realizado en el valor en libros de un instrumento financiero que produzca intereses, debe ser objeto de amortización o imputación a la ganancia o la pérdida neta de la empresa. El importe del ajuste debe quedar totalmente amortizado o imputado en el momento del vencimiento.

La valoración de la ineffectividad en la cobertura debe ser consistente con la estrategia de gestión de riesgo declarada por la empresa y el método de cálculo de la efectividad documentado al inicio de la relación de cobertura. La aplicación de este procedimiento consta de dos pasos:

- 1) Se observa si en el periodo en cuestión las ganancias o pérdidas del derivado compensan aquellas del elemento cubierto.
- 2) Se observa si cualquier exceso de ganancia o pérdida del derivado

compensa cualquier ganancia o pérdida acumulada en algún periodo anterior, y no reconocida aun, del elemento cubierto.

Una empresa cesara de aplicar la contabilidad de cobertura cuando:

- 1) El derivado expire, sea vendido o ejercido.
- 2) La cobertura ya no cumple los criterios para calificarla así contablemente como tal, en particular el criterio de efectividad o bien se elimine la designación. La empresa puede elegir entre designar para el futuro una nueva relación de cobertura con otro derivado, o con otro elemento a cubrir siempre que la nueva relación cumpla los criterios exigidos.

a.2. Coberturas sobre los Flujos de Efectivo

Una cobertura sobre los flujos de efectivo se contabilizara si cumple con las siguientes condiciones:

- 1) La porción de la pérdida o ganancia que se hayan determinado como una cobertura eficaz debe ser reconocida directamente en el patrimonio neto, a través del Estado de variación en el Patrimonio Neto.
- 2) La porción que se haya determinado como ineficaz debe ser contabilizada como sigue:

- i. Llevándola inmediatamente a la ganancia o la pérdida neta del periodo, si el instrumento de cobertura es un derivado.
- ii. En las escasas circunstancias en las que el instrumento de cobertura no sea un derivado.

Concretamente:

El componente individual del patrimonio (neto) asociado con la rúbrica cubierta se ajustará por el menor valor entre:

- 1) La ganancia o pérdida acumulada del instrumento de cobertura necesaria para compensar el cambio acumulado en los flujos de efectivo de la rúbrica cubierta, desde el comienzo de la operación de cobertura, excluido el componente ineficaz.
- 2) El valor razonable del cambio acumulado en los flujos de efectivo de la partida objeto de cobertura, desde el comienzo de la operación de cobertura.
- 3) Las eventuales pérdidas o ganancias en el instrumento de cobertura se llevan a la ganancia o la pérdida neta.
- 4) Cualquier ganancia o pérdida remanente en el derivado de cobertura se reconocerá como resultados o como ajuste de fondos propios según lo especificado en el punto anterior.

Si un compromiso firme o una transacción prevista cubiertos den lugar al reconocimiento de un activo o un pasivo, entonces al tiempo que estos son reconocidos las ganancias o pérdidas asociadas que fueron reconocidas anteriormente de forma directa en fondos propios deben eliminarse y formar parte del valor inicial, coste de adquisición o valor contable de dicho activo o pasivo.

Las ganancias o pérdidas del derivado que se incluyan en la valoración inicial del activo o pasivo se imputaran a resultados cuando dicho activo o pasivo afecte también a los mismos a través de amortización, devengo de intereses o coste de venta.

Para todas las coberturas sobre los flujos de efectivo distintas de las citadas anteriormente, las cantidades reconocidas directamente como fondos propios deben incluirse en resultados en el mismo periodo o periodos durante los cuales el compromiso firme o transacción prevista afecte a resultados.

Una empresa cesará de aplicar la contabilidad de cobertura sobre Flujos de Efectivo si ocurre algo de lo siguiente:

- 1) El derivado expire, sea vendido o ejercido
- 2) La cobertura no cumple los criterios exigidos
- 3) El compromiso o transacción prevista no va a producirse.

Los resultados acumulados en Fondos Propios se pasaran a resultados del ejercicio.

En los dos primeros casos los resultados acumulados que estén recogidos en fondos propios cuando la cobertura fue efectiva se mantendrán separadamente hasta que el compromiso o transacción futura ocurra.

Además la empresa puede elegir entre designar para el futuro una nueva relación de cobertura con otro derivado, o con otro elemento a cubrir siempre que se cumpla los criterios exigidos.

a.3. Coberturas sobre la Inversión Neta en Moneda Extranjera

- 1) Las coberturas sobre la inversión neta en moneda extranjera se contabilizarán.
- 2) La parte de la ganancia o pérdida que se califique como cobertura eficaz, debe ser reconocido directamente en el patrimonio neto, a través del estado de cambios en el patrimonio neto.
- 3) La parte calificada como ineficaz se reconocerá como resultados.
- 4) Las ganancias o pérdidas del derivado correspondientes a la parte efectiva de la cobertura se clasificarán de forma similar a los resultados de conversión de moneda extranjera.
- 5) Para reconocer el efecto que se propone este tipo de cobertura, la

ganancia o pérdida acumulada del instrumento financiero derivado se debe reconocer en la subcuenta correspondiente del estado de resultados.

2.2.14. Reconocimiento de las Diferencias del Valor Razonable

El tratamiento de los cambios en el valor razonable de un instrumento derivado depende de si ha sido designado y calificado o no en el momento inicial de su contraprestación como parte de una relación de cobertura.

Toda ganancia o pérdida que haya surgido de un cambio en el valor razonable correspondiente a un activo o pasivo, que no forma parte integrante de una operación de cobertura. Su tratamiento contable será:

- a. La ganancia o la pérdida de un activo o pasivo financiero debe ser incluida en la ganancia o la pérdida neta del periodo en el que hayan surgido, siempre y cuando el instrumento derivado se ha mantenido para su negociación y no como instrumento de cobertura.
- b. La ganancia o la pérdida de un activo financiero disponible para la venta debe ser:
 - b.1. Includida en la ganancia o pérdida neta del periodo en el que ha surgido.

b.2. Llevada directamente al patrimonio neto, revelando información sobre este hecho en el Estado de Cambios en el Patrimonio Neto, hasta que el activo financiero sea vendido, reembolsado o desapropiado por otro medio, o hasta que se determine que el activo en cuestión ha sufrido un deterioro de valor, en cuyo caso las ganancias o pérdidas acumuladas previamente reconocidas como componentes del patrimonio neto, deben ser incluidas en la ganancia o la pérdida neta del periodo.

2.2.15. Evaluación de la Efectividad de las Coberturas

Los requerimientos contables que aplican a cada una de las partes de una relación de cobertura deben permitir, en los estados financieros, reconocer pérdidas o ganancias del instrumento financiero derivado en el mismo período y/o en el mismo punto en que se generen las pérdidas o ganancias de la posición sujeta a cobertura.

Para coberturas altamente efectivas, los cambios en el valor razonable del instrumento de cobertura se compensarán en gran parte (o completamente) con el riesgo cubierto, llevando a una volatilidad de los ingresos significativamente menor.

Si no se contabiliza adecuadamente un instrumento financiero derivado que califica como cobertura, los cambios en su valor razonable

pueden crear volatilidad adicional a los ingresos de la empresa.

Dado que las coberturas pueden no ser perfectamente efectivas, el grado de ineffectividad debe ser identificado, y reconocido en las pérdidas y ganancias:

En el caso de:

- 1) Cobertura del tipo valor razonable, esto se da de manera automática al seguir el tratamiento contable.
- 2) Cobertura de flujo de efectivo, la cantidad de pérdida o ganancia reconocida en la utilidad integral debe ser ajustada en el estado de resultados en una cantidad igual a la ineffectividad.

a. Aplicación de las pruebas de efectividad

La aplicación de las pruebas de efectividad en la práctica, no es evidente por diversas razones:

- 1) Los estándares contables son considerablemente flexibles en cuanto al diseño y la implementación de las pruebas de efectividad de coberturas aunque provee dirección insuficiente para las corporaciones menos sofisticadas.
- 2) El alto nivel de complejidad de los estándares, junto con incertidumbre relacionada con su implementación e interpretación, han hecho difícil

que se identifiquen metodologías de efectividad de coberturas que sean consistentes con los estándares contables y al mismo tiempo sean sensibles en términos económicos.

Para evitar volatilidades no deseadas en los ingresos, un instrumento financiero derivado debe cumplir con dos requisitos principales:

- 1) Designación:** El instrumento derivado debe ser designado formalmente como una cobertura al momento de su compra.
- 2) Medición:** La efectividad de la relación de cobertura debe evaluarse y verificarse regularmente mediante pruebas de efectividad numéricas.

2.2.16. Auditoría en la contabilidad de coberturas

Ernst & Young (2012). Contabilidad de Coberturas. Efectividad de Coberturas. Recuperado de [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Riesgos_Financieros_y_su_relacion_con_IFRS/\\$FILE/Efectividad-de-Coberturas.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Riesgos_Financieros_y_su_relacion_con_IFRS/$FILE/Efectividad-de-Coberturas.pdf).

En la contabilidad de coberturas, para verificar el planeamiento, la aplicación de la estrategia y las políticas de administración de riesgos y control interno, se efectúa través de la documentación de los procedimientos, con la finalidad de asegurarse de que la documentación de las políticas exista y cumple con los lineamientos de norma

internacional de contabilidad 39 (NIC 39), y la Norma Internacional de Información Financiera 9 (NIIF 9).

a. Aspectos a considerar en la auditoría de la contabilidad de coberturas

Se evalúan las políticas y procedimientos de control interno establecidos por la entidad, como:

- 1) Los mecanismos de control adecuados en la operación de cobertura con instrumentos financieros derivados.
- 2) La existencia de un órgano de gobierno corporativo para la autorización y monitoreo de las operaciones de cobertura través de análisis de riesgos, así como del establecimiento de procesos y procedimientos operativos, contables, tributarios y financieros.
- 3) La metodología para determinar el valor razonable de los instrumentos financieros derivados, establecidas y monitoreadas por un área de administración de riesgos
- 4) Los mecanismos para el registro contable y reporte de las operaciones de cobertura con instrumentos financieros derivados.
- 5) La comunicación oportuna de los resultados de las operaciones de cobertura al área correspondiente.
- 6) Los sistemas de tecnología de información que incorporen

mecanismos de control y reporte de las operaciones de cobertura.

- 7) En las operaciones de cobertura se identifica la posición primaria cubierta, su adecuada designación y su valuación, así como la efectividad de la cobertura.
- 8) La ineficacia de la cobertura, se determina su reconocimiento en la situación financiera o en los resultados de la entidad sea correcto.
- 9) Las pérdidas por deterioro en el valor razonable de un instrumento que no se considere temporal, sean reconocidas en los resultados del ejercicio de la entidad.
- 10) La conciliación entre los sistemas operativos y contables, verificando que se incluyan todas las operaciones con instrumentos financieros derivados tanto en el balance general como en el estado de resultados.
- 11) La auditoría en la contabilidad de coberturas, realiza verificaciones sobre los procesos que impliquen los acuerdos de los contratos de cobertura, control, liquidación o vencimiento, valuación y registro contable de los instrumentos financieros derivados; con la finalidad de identificar controles significativos que mitiguen los riesgos de existencia de errores que pudieran tener un impacto en las aseveraciones de los rubros de los estados financieros relativos a instrumentos derivados.

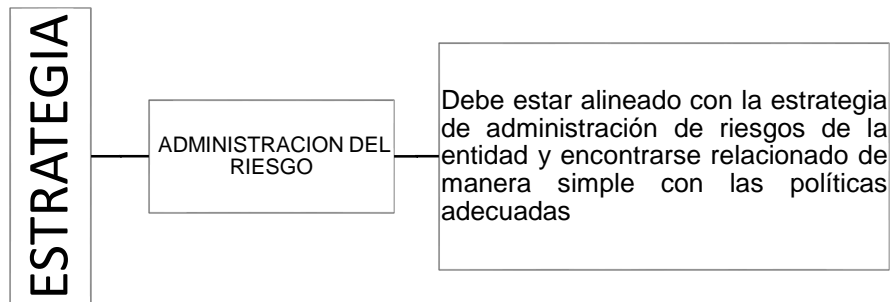


Figura 29: Estrategia de la administración del riesgo

Fuente: Elaboración propia

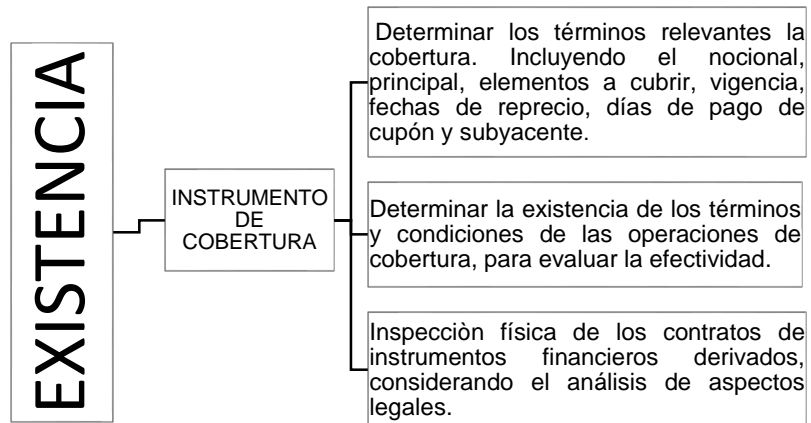


Figura 30: Existencia de la cobertura

Fuente: Elaboración propia

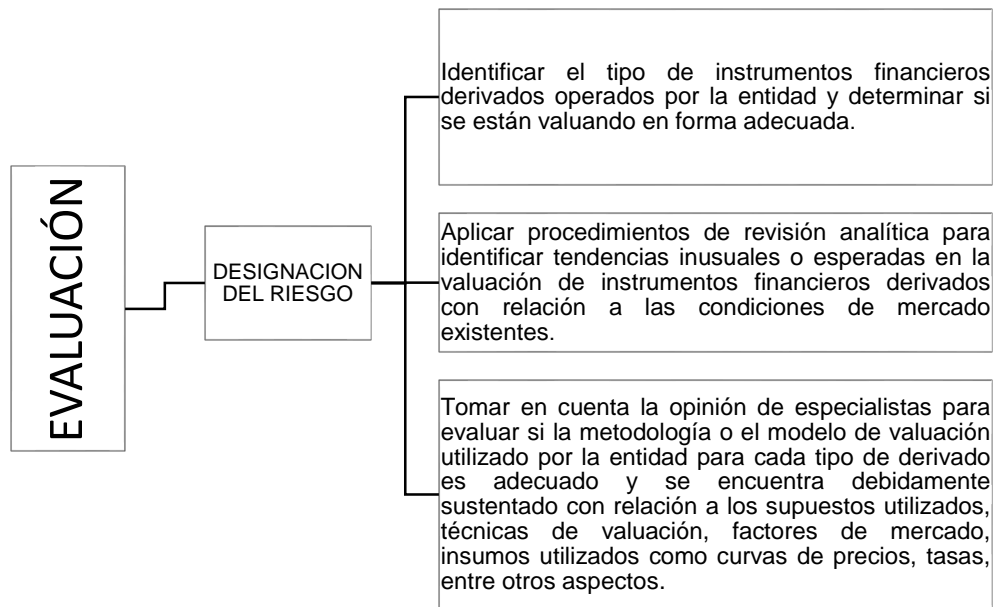


Figura 31: Valuación de la cobertura

Fuente: Elaboración propia

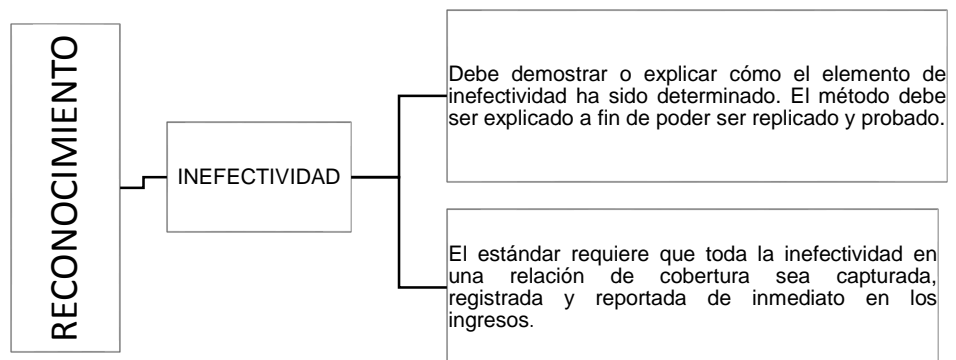


Figura 32: Reconocimiento de la ineffectividad

Fuente: Elaboración propia

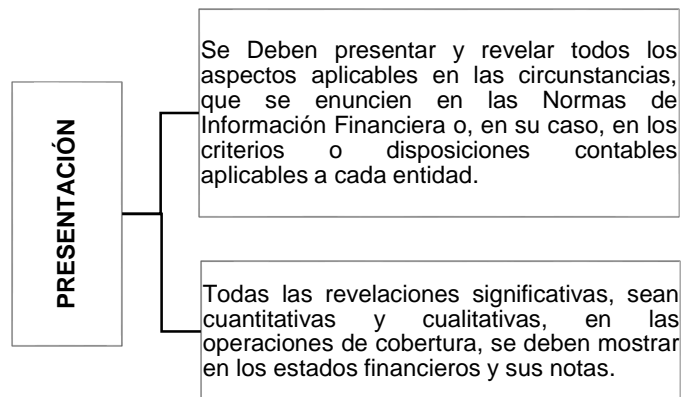


Figura 33: Presentación de la información
Fuente: Elaboración propia

2.2.17. Riesgo cambiario

a. Riesgo

Los orígenes de la palabra riesgo se remontan al latín *risicare* que significa “atreverse”, a través del francés *risque* e italiano *risco*. El significado original de *risco* es apuntar con una piedra, del latín *re-tras*, y *secare* cortar. De aquí el sentido del peligro para los marineros que tenían que navegar alrededor de peligrosas piedras afiladas.

Se define como la combinación de la probabilidad de que se produzca un evento y sus consecuencias negativas. Los factores que lo componen son la amenaza y la vulnerabilidad, es decir la existencia de un grado de incertidumbre.

- **Amenaza**, es un fenómeno, o condición peligrosa que puede ocasionar, trastornos sociales y económicos. La amenaza se determina en función de la intensidad y la frecuencia.
- **Vulnerabilidad**, son las características y las circunstancias de una comunidad, sistema o bien que los hacen susceptibles a los efectos dañinos de una amenaza.

b. Riesgo cambiario

Probabilidad de pérdida generada por la apreciación o depreciación de las monedas en las cuales se encuentran denominadas las inversiones y las operaciones realizadas con los recursos de las empresas.

Está muy relacionado con los cambios en los precios de las monedas extranjeras. El riesgo cobra sentido en esta operación cuando la moneda en la que se basa una operación de alza del valor de la moneda extranjera y, por tanto, el costo de la operación sea más elevada.

El riesgo cambiario es una de las modalidades del llamado riesgo de mercado, que se refiere a variaciones de precios, e incluye también al de tasas de interés, al de valor de activos financieros y al de precios de commodities (materias primas, granos, entre otros). Se le llama así porque es el riesgo que se corre en razón de las fluctuaciones del tipo de cambio.

Hace posible la existencia de pérdidas financieras como consecuencia de movimientos adversos en los tipos de cambio. El riesgo cambiario se presenta en las posiciones *spot* o *forward* en moneda extranjera o cualquier otro rubro que represente una ganancia o pérdida en moneda extranjera. Asimismo, se origina debido al descalce de monedas entre las cuentas del activo (ingresos) y las del pasivo (egresos) de una agente económico.

Este tipo de riesgo es el que ha hecho quebrar en momentos de crisis a numerosas empresas en los más variados países.

c. Modelos de medición del riesgo cambiario

c.1. Exposición de Moneda Extranjera

- Modelo contable vs. modelo de flujos
- Cuantificar la exposición mediante la diferencia de cuentas de activo y pasivo
- Desagregar por vencimiento de cuentas

c.2. Requerimiento Patrimonial por Posiciones

- Afectas a Riesgo Cambiario

c.3. Modelos de Valor en Riesgo VaR

2.2.18. Exposición al riesgo cambiario

Allayannis, G., Ofek, E., 2001. Exchange rate exposure, hedging, and the use of foreign currency derivatives. *Journal of International Money and Finance*. 20, 273-296. La exposición al riesgo cambiario puede ser definida como el valor del coeficiente de una regresión entre el valor de la empresa y el tipo de cambio a través de distintos estados de la naturaleza.

Una empresa se expone al riesgo cambiario por:

- Recibir ingresos en moneda extranjera o de tener egresos en esta cuando uno opera primordialmente en moneda nacional; esta circunstancia genera una probabilidad de variación desfavorable en el tipo de cambio.
- Los exportadores e importadores están afectados a este riesgo, por las operaciones que efectúan en el mercado donde realizan sus transacciones. El riesgo cambiario puede llegar a destruir sus márgenes, mediante lo que se llama pérdidas cambiarias, y determinar pérdidas como resultado.
- Tener depósitos y otros activos financieros en moneda extranjera;

estos pueden ganar o perder valor en equivalente de moneda nacional con las variaciones del tipo de cambio.

- Tener deudas en moneda extranjera. Deudas que pueden ser comerciales y sobretodo financieras; el riesgo es aún mayor si se tiene ingresos en moneda nacional, pues con estos se puede tener que pagar más de lo que se había previsto.

2.2.19. Exposición al riesgo cambiario en el Perú

En la actualidad en el Perú, es poca la información que se tiene sobre el riesgo cambiario de las empresas, sobre todo si son las medianas y pequeñas empresas; en cuanto a las empresas que son consideradas grandes por el volumen de operaciones y las corporativas, se tiene información sobre la gestión a la exposición del riesgo cambiario por elevado nivel de experiencia y sofisticación de sus gerencias financieras, las cuales se encargan de administrar este tipo de riesgo, pero de la mayoría de empresas que realizan sus operaciones con moneda extranjera no se monitorea el impacto de la volatilidad del tipo de cambio ni el efecto del riesgo cambiario en los resultados.

Banco Central de Reserva del Perú (2015) .Revista moneda. Tipo de cambio y obligaciones en moneda extranjera. 156.

Para analizar el impacto que han tenido las variaciones del tipo de cambio sobre los Estados de Resultados de las empresas supervisadas por la Superintendencia de Mercados de Valores (SMV), se ha revisado más de 90 empresas de diferentes sectores, entre marzo de 2011 y junio de 2015.

Tabla 6

Exposición al riesgo cambiario en empresas peruanas más importantes

EMPRESA	ESTADOS FINANCIEROS	VENTAS US\$	COSTO DE VENTAS US\$	EBITDA US\$	DEUDA NO CUBIERTA EN US\$	EXPOSICION	ANALISIS
ALICORP	DICIEMBRE-2014	28%	63%	27%	22%	↑	Mediana exposición de deuda en US\$
GLORIA	DICIEMBRE-2014	15%	65%	14%	10%	↓	Altos costos en US\$. Pero mantiene un crecimiento estable en la industria.
INRETAIL	DICIEMBRE-2014	0%	67%	0%	59%	↓	Altos costos y deuda en US\$. Flujo negativo. Baja en la liquidez
MAESTRO PERU	DICIEMBRE-2014	0%	15%	6%	75%	↓	La empresa fue vendida a Falabella, mediante deuda emitida en US\$, que parcialmente cubierta con Swaps.

Fuente: E. comercio. Moody's, (2015). Exposición al riesgo cambiario

Según el análisis efectuado por la Superintendencia de Mercados de Valores (SMV), las pérdidas registradas en el primer semestre de 2013 fueron significativas para ciertos sectores. Lo mismo puede apreciarse a nivel de empresas, especialmente en el segundo trimestre. Si bien la volatilidad cambiaria se ha reducido desde finales de junio de 2013, se ha seguido observando un mayor nivel de tipo de cambio en el periodo de enero de 2014 a junio de 2015; por lo que, de permanecer dicha tendencia, se prevé resultados también desfavorables en los próximos trimestres.

2.2.20. Análisis financiero por exposición al riesgo cambiario

a. Análisis de balance

a.1. Riesgo de conversión

- Importancia relativa de los activos y pasivos en divisa dentro de los Estados Financieros.
- Compensación entre elementos de signo contrario en la misma moneda extranjera.

Los activos y pasivos más expuestos al riesgo de tipo de cambio suelen ser:

1) Activos y pasivos monetarios denominados en moneda extranjera.

Debido a que conllevarán entregar o recibir divisas en el futuro.

- Préstamos concedidos (activo)
- Préstamos recibidos (pasivo)
- Cuentas a cobrar a clientes (activo)
- Cuentas a pagar a proveedores (pasivo).

2) Inversiones netas en el exterior (activo)

Inversión en una filial, sucursal u oficina cuya moneda funcional es distinta de la moneda de la matriz.

b. Análisis de operaciones previstas

b.1. Riesgo de transacción

- Previsibilidad y recurrencia de las transacciones en moneda extranjera.
- Volumen y número de transacciones.
- Compensación entre transacciones de signo contrario en la misma moneda extranjera.

Las operaciones más expuestas al riesgo de tipo de cambio suelen ser:

- 1) Pagos y/o cobros futuros en moneda extranjera ya comprometidos con un tercero.
- 2) Pagos y/o cobros en moneda extranjera previstos de carácter temporal, es decir, no comprometidos pero altamente probables.

A la hora de llevar a cabo la gestión de riesgos, se suele prestar atención a los cobros o pagos previstos y no a los ingresos o gastos contables relacionados.

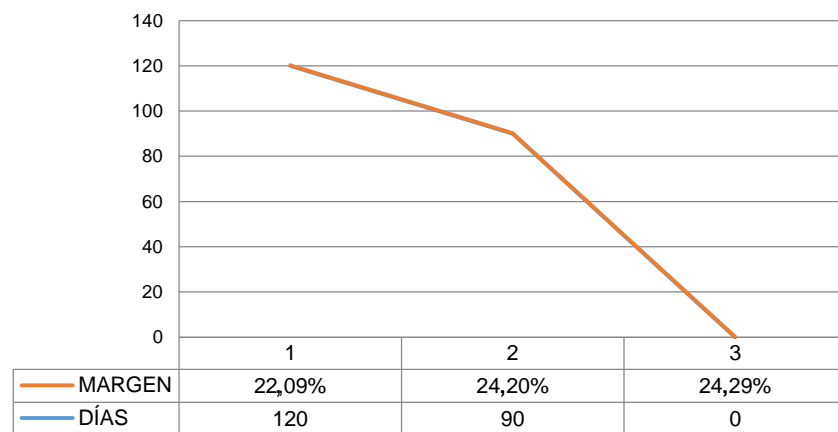
Si una Entidad está expuesta a cobros netos en divisa extranjera, está expuesta a que la divisa extranjera se deprecie. Si una Entidad está expuesta a pagos netos en divisa extranjera, está expuesta a que la divisa extranjera se aprecie.

c. Volatilidad esperada de los tipos de cambio

Se pueden simular escenarios simples de cambios en el tipo de cambio spot, de moneda a moneda y efectuar el análisis de sensibilidad de moneda a moneda del estado de situación financiera y las operaciones previstas ante los cambios en los tipos de cambio spot simulados, en función de los movimientos históricos del tipo de cambio.

Tabla 7*Efecto de la variación del tipo de cambio en el margen*

Concepto	Pedido del exterior día 0	Operación a los 90 días	Operación a los 120 días
Precio unitario	\$ 3,00	\$ 3,00	\$ 3,00
Tipo de cambio	S/.3,302	S/.3,298	S/.3,209
Precio unitario	S/.9,91	S/.9,89	S/.9,63
Costo unitario	S/.7,50	S/.7,50	S/.7,50
Margen	S/.2,41	S/.2,39	S/.2,13
Margen%	24,29%	24,20%	22,09%

**Figura 34:** Efecto de la variación del tipo de cambio en el margen de ganancia

2.2.21. Exposición al riesgo cambiario en el mundo

Durante la crisis asiática, las deudas en dólares se multiplicaron por efecto de las devaluaciones por 1.5 o más del doble en países como Malasia, Corea del Sur, Filipinas y Tailandia, siendo Indonesia un caso extremo (hasta 6 veces en un momento dado, para terminar en más de 3 veces). Igual pasó en México con la crisis de 1994 y 1995.

Los países que presentan mayor exposición al riesgo cambiario son Brasil, México y Perú, esto debido a que los dos primeros son las economías más grandes de la región, mientras que Perú, a pesar que ha mostrado en los últimos años una reducción del nivel de dolarización, todavía presenta un ratio bien alto de dolarización en el sistema financiero, es así que el crédito en moneda extranjera del sistema financiero al sector privado representa el 34% para septiembre del 2015.

2.2.22. Gestión del riesgo cambiario

Las empresas han desarrollado técnicas de gestión del riesgo cambiario, manejadas por los gerentes financieros, es decir, cuidar bien el equilibrio entre ingresos y egresos en moneda extranjera, entre activos y deudas en moneda extranjera, para estar lo menos “descalzados” posible, tratando de tener lo que se llama “coberturas naturales”:

En el caso de un exportador en dólares puede más fácilmente endeudarse en dólares, por el “calce” con sus ingresos. El asunto se vuelve más complejo si uno exporta o importa de varios países y tiene que manejarse con ingresos y gastos en varias monedas (a menudo, dólares, euros y yenes).

En el Perú, según nuestra historia en el mercado financiero, hace que los agentes económicos prefieran tener una parte de sus reservas en moneda extranjera, por miedo a una potencial inflación y/o devaluación significativa; muchas empresas prefieren endeudarse en moneda extranjera si las tasas de interés son más bajas, o para conseguir un tipo de préstamos o de bonos que no pueden tener en el mercado local.

El manejo del riesgo cambiario en el año 2014 y 2015 dividió a las empresas peruanas en tres grupos: las precavidas; las que aprendieron del golpe cambiario y las riesgosas, que continúan sumando pérdidas.

Para tener un mejor manejo del riesgo se crean los instrumentos financieros derivados, instrumentos complejos que se propagaron en los años 80.

Hinojosa, J. (2014, Octubre). Gestión Riesgo de tipo de cambio. Grupo de Instrumentos Financieros. Ernst & Young.

Gestionar el riesgo cambiario, no es fácil, incluso en períodos de crisis, puede volverse casi imposible encontrar a alguien que le venda a uno coberturas que no sean muy cortas o muy caras. Los derivados financieros, permiten protegerse de las fluctuaciones futuras del tipo de cambio, que se pactan a tipos de cambio diferentes del tipo de cambio actual, llamado “spot”, tomando en cuenta la variable de tiempo, volatilidad y los diferenciales en las tasas de interés entre las monedas.

Una adecuada política interna de gestión del riesgo de tipo de cambio debería:

- Describir de forma clara el objetivo de la política de gestión de riesgos.
- Identificar los tipos de exposiciones que serán gestionadas.
- Describir las técnicas de cobertura y los instrumentos financieros derivados que se utilizarán
- Establecer los procesos para obtener las exposiciones específicas susceptibles de ser cubiertas y las estrategias a llevar a cabo.
- Establecer el proceso de seguimiento y análisis del funcionamiento de las estrategias implementadas.



EXPORTADOR



RIESGO

Incertidumbre sobre el valor de moneda nacional al recibir moneda extranjera por ventas al exterior



ESTRATEGIA

VENTA FUTURA DE DIVISAS

Gestión del riesgo

Se establece con certeza el flujo futuro en moneda nacional para determinar el precio venta



IMPORTADOR



RIESGO

Incertidumbre sobre el valor a pagar en moneda nacional por compras en el exterior



ESTRATEGIA

COMPRA FUTURA DE DIVISAS

Gestión del riesgo

Se establece con exactitud el costo de la operación.

Figura 35: Gestión del riesgo cambiario

Fuente: Elaboración propia

2.3. DEFINICIÓN DE TÉRMINOS BÁSICOS

2.3.1. Costos

Díaz, M (2006). Fundamentos de los costos. Diferentes conceptos de costos para diferentes propósitos. El costo es el equivalente monetario de los bienes aplicados o consumidos en el proceso de producción". Para

aquellos factores productivos contratados en el exterior, el costo viene dado por el valor actual de mercado que podrían tener los mismos.

La NIC 2 Existencias nos señala en su párrafo 10 que “El costo de los inventarios comprenderá todos los costos derivados de su adquisición y transformación, así como otros costos en los que se haya incurrido para darles su condición y ubicación actuales”. Refiriéndose en forma específica al costo de Adquisición (Párrafo 11) y costo de Transformación (Párrafo 12).

2.3.2. Empresas exportadoras agrícolas

Perú.com: Empresas exportadoras. Recuperado el 26 de febrero de 2013, de <http://peru.com/actualidad/economia-y-finanzas/peru-empresas-exportadoras>. Son empresas comercializadoras a nivel internacional de frutas, verduras y legumbres.

a. Exportadores Intermediarios, son aquellos exportadores que están formalmente constituidos, tiene contactos comerciales con el exterior, tiene conocimientos de mercados internacionales, realiza operaciones de comercio exterior y normalmente exporta.

b. Exportadores Acopiadores, son aquellos exportadores que pueden estar constituidos formalmente o solo realizar operaciones de exportación, puede trabajar por cuenta propia o para otros; pero la característica principal es que se dirige a los productores para la compra de su producción, de acuerdo a ciertos parámetros de calidad y precio que generalmente los establece él.

2.3.3. Gastos

Según, Aviles, J y Miranda, J. (2010). Definición de costo, gastos y compras. Egreso es un decremento de los activos que no se identifica directamente con un ingreso, aunque contribuye a la generación del mismo, no se espera que pueda generar ingresos directamente en el futuro, no es recuperable.

2.3.4. Margen de utilidad bruta

Ralph, S; Polimeni, F; Fabozzi, A. y Adelberg, H (2009, 324). Contabilidad de costos. Es el exceso de las ventas sobre el costo de los artículos vendidos; es decir, el costo de la mercancía que se adquiere o fabrica y luego se vende, que nos indica la cantidad que se obtiene de utilidad bruta por cada UM de ventas, después de que la compañía ha cubierto los costos de producción y venta. Además nos muestra las

ganancias con relación a las ventas, deducido los costos de producción de los bienes vendidos, es decir, la empresa está obteniendo una utilidad bruta en proporción al nivel de ventas anuales.

$$\text{MARGEN BRUTO} = \frac{(\text{Ventas} - \text{Costo de ventas})}{\text{Ventas netas}} \times 100 = \%$$

Figura 36: Margen bruto

Fuente: Ralph, S; Polimeni, F; Fabozzi, A. y Adelberg , H (2009, 324).Contabilidad de costos

2.3.5. Margen de utilidad neta

Ralph, S; Polimeni, F; Fabozzi, A. y Adelberg, H (2009, 324). Contabilidad de costos. Indicador financiero que mide el porcentaje de cada unidad monetaria de ventas que queda después de que todos los gastos, incluyendo los impuestos, han sido deducidos. Cuanto más grande sea el margen neto de la compañía tanto mejor.

Este ratio permite evaluar si el esfuerzo hecho en la operación durante el período de análisis, está produciendo una adecuada retribución para el empresario.

$$\text{MARGEN NETO} = \frac{\text{Utilidades netas}}{\text{Ventas netas}} \times 100 = \%$$

Figura 37: Margen Neto

Fuente: Ralph, S; Polimeni, F; Fabozzi, A. y Adelberg, H (2009, 324). Contabilidad de costos

2.3.6. Irrigación Pampas de Majes

Proinversión. Portal institucional (2013) .Inversiones estratégicas. Irrigación de las Pampas de Siguas - Majes-Siguas. La Irrigación Majes, se encuentra ubicada en la pampa del mismo nombre, en la provincia de Caylloma en el departamento de Arequipa, aproximadamente mil km (kilómetros), al sur de Lima. Fue desarrollada con el objetivo de ampliar nuevas tierras para el desarrollo de la agricultura en Arequipa. Sin embargo este proyecto que nació como idea en los años 40, se desarrolló en una primera etapa como “Irrigación Majes I, aunque con una tendencia más dirigida hacia el desarrollo de una agricultura como sostén de la actividad ganadera.

a. Principales cultivos

- Cultivo Alfalfa.- En el ámbito de la Agencia Agraria Irrigación Majes en el presente mes se ha sembrado 240 ha, se ha cosechado 10,633 ha. con una producción promedio de 12,150 t/ha, con un precio en chacra

de S/. 0,068 / kg. se ha sustituido 257 ha, se observa una área en verde de 12,725 ha.

- Cultivo Ají Párika.- En el presente mes se ha sembrado 168 ha, se observa 784 ha en verde.
- Cultivo Cebada.- En el presente mes se ha sembrado 12 ha, se observa una superficie en verde de 12 ha.
- Cultivo Cebolla Roja.- De este cultivo en el presente mes se ha sembrado 50 ha. Se ha cosechado 154 ha, con un rendimiento de 39,100 t/ha, con un precio de S/. 0,18 /kg. se observa 370 ha, en verde.
- Cultivo Fríjol.- De este cultivo en el presente mes se ha cosechado 10 ha, con un rendimiento de 3,200 t/ha, a un precio en chacra de S/. 3,50 /kg. Se observa 28 ha, en verde.
- Cultivo Kiwicha.- Se ha sembrado 15 ha, se ha cosechado 10 ha, con un rendimiento de 3,80 t/ha, con un precio en chacra de S/. 3,00 /kg. se observa 66 ha. En verde.
- Cultivo Maíz Amiláceo.- En el presente mes se observa una área en verde de 117 ha.
- Cultivo Maíz Morado.- En el presente mes se ha sembrado 5 ha, se observa una área en verde de 17 ha.
- Cultivo Maíz Forrajero.- En el presente mes este cultivo se encuentra

en las diferentes fases de su crecimiento, se ha sembrado 378 ha, y se ha cosechado 369 ha, con un rendimiento promedio de 55,200 con un precio en chacra de S/. 0,100 /kg. se observa 1,560 ha, en verde.

- Cultivo Papa.- En el presente mes se ha sembrado 62 ha. se ha cosechado 143 ha, con un rendimiento promedio de 21,100 t/ha, con un precio en chacra de S/. 0,62 kg. y se observa 471 ha. en verde.
- Cultivo Quinoa.- En el presente mes se ha sembrado 9 ha. se ha cosechado 8 ha, con un rendimiento promedio de 3,600 t/ha, con un precio en chacra de S/. 5,00 kg. y se observa 42 ha. en verde.
- Cultivo Tomate.- En el presente mes se ha sembrado 6 ha, se ha cosechado 21ha, con un rendimiento promedio de 44,980 t/ha, con un precio en chacra promedio de S/. 0,60 /kg. Se observa 60 ha en verde.
- Cultivo Trigo.- En el presente mes se ha sembrado 15 ha, Se observa 15 ha en verde.
- Cultivo Zapallo.- En el presente mes se ha sembrado 18 ha, se ha cosechado 58 ha, con un rendimiento promedio de 42,650 t/ha, con un precio en chacra de S/. 0,32/k, se observa una área en verde de 262 ha.
- Palto.- Se tiene instalado 22,826 Ha con un precio en chacra de S/ 2,00 por kilo.

- Otros cultivos.- Como la cebolla china, perejil crespo y otros cultivos se han instalado y cosechado en pequeñas áreas que no es significativa.

b. Extensión

b.1. Área agrícola total

Tabla 8
Área agrícola

Distritos	Área total Has.
Majes	16 258,52
Lluta	2 088,38
Huanca	1 283,35
Santa Rita de Sigwas	2 730,00
Santa Isabel de Sigwas	718,15
San Juan de Sigwas	301,62
TOTAL	23 380,02

Fuente: Proinversión. Portal institucional (2013)

b.2. Número de agricultores

Tabla 9
Número de agricultores

Distritos	Número de agricultores
Majes	2,685
Lluta	593
Huanca	506
Santa Rita de Sigwas	131
Santa Isabel de Sigwas	331
San Juan de Sigwas	105
TOTAL	4,351

Fuente: Proinversión. Portal institucional (2013)

c. Estrategias de éxito

- La formación de alianzas estratégicas con participación del sector público, privado y organizaciones agrarias a nivel de todas las actividades productoras.
- La organización de los agricultores para tener mayor competitividad en los mercados locales, nacionales e internacionales.
- La conformación de cadenas productivas.
- El desarrollo de la pequeña agro industria y agro exportación en base a productos de calidad y en función al mercado.
- La producción en escala aprovechando las ventajas comparativas y competitivas.
- Adecuado Sistema de Información Agraria.
- Convenios de cooperación con organismos del estado, privado, ONG'S y organizaciones agrarias.
- Eventos de capacitación dirigida a los profesionales, técnicos, organizaciones agrarias y agricultores en general, con la participación de las Universidades e instituciones ligadas al sector.
- Asesoramiento y orientación a los agricultores en los aspectos técnicos y legales.
- Capacitación y actualización del personal profesional y técnico.

d. Producción promedio por cultivo

- Cultivo Alfalfa, con una producción promedio de 12,150 t/ha.
- Cultivo Alcachofa, con una producción promedio de 6,450 t/ha.
- Cultivo Aji Párika, con una producción promedio de 7,500 t/ha.
- Cultivo Cebada, con una producción de 3,50 t/ha.
- Cultivo Cebolla Roja, con una producción de 39,10 t/ha.
- Cultivo Fríjol.- Con un promedio de 3,20 t/ha.
- Cultivo Kiwicha, con un promedio de 3,80 t/ha.
- Cultivo Maíz Amiláceo, con un promedio de 3,8 t/ha.
- Cultivo Maíz Morado, con un promedio de 3,7 t/ha.
- Cultivo Maíz Forrajero.- Con un promedio de 55,20 T/ha.
- Cultivo Papa, con un promedio de 21,10 t/ha.
- Cultivo Quinoa, con un promedio de 3,600 t/ha.
- Cultivo Tomate.- Con un promedio de 44,98 t/ha.
- Cultivo Trigo, con un promedio de 3,8 t/ha.
- Cultivo Zapallo, con un promedio de 42,65 t/ha.
- Palto, con un promedio de 3,0 t/ha.

e. Comercialización

La Comercialización de los productos se realiza en el mercado interno y externo, los productos que son para exportación lo manejan las empresas-agro exportadoras acopiadoras.

e.1. Canales de comercialización

Tabla 10

Empresas – canales de comercialización

ONNIAGRO	MISKI.	OPEN WORD	ALSUR.	AGROINKA
DANPER PERU	COPEMUR.	SABARIN	VIRU.	AGRICOLA PAMPA BAJA SAC

Fuente: Proinversión. Portal institucional (2013)

2.3.7. Precio

Para Fisher, L y Espejo, J (2006, 30) Mercadotecnia, el precio de un producto es solo una oferta para probar el pulso del mercado. Si los clientes aceptan la oferta, el precio asignado es correcto; si la rechazan, debe cambiarse con rapidez. Por otro lado, si se vende a un precio bajo no se obtendrá ninguna ganancia y, en última instancia, el producto irá al fracaso. Pero, si el precio es muy elevado, las ventas serán difíciles y también en este caso el producto y la empresa fracasarán.

2.3.8. Rendimiento sobre el capital

Faxas del Toro, J y Atucha, M. (2011). El análisis financiero del capital de trabajo en la empresa. Ratio financiero que muestra la rentabilidad del patrimonio neto, mide el rendimiento de los capitales propios aportados por los dueños del negocio, los mismos que usualmente son comparados con el costo de oportunidad de la empresa.

$$\text{RENTABILIDAD PATRIMONIAL} = \frac{\text{Utilidades netas } \dot{\text{o}} \text{ Ingreso neto}}{\text{Patrimonio}} \times 100 = \%$$

Figura 38: Rendimiento sobre el capital

Fuente Faxas del Toro, J y Atucha, M. (2011). El análisis financiero del capital

2.3.9. Rendimiento sobre los activos

Groppelli,, A y Ehsan Nikbakht (2000). Finance. Barron's Educational Series. Indicador financiero que refleja el grado de rentabilidad de los activos, medida a través de su aporte a la utilidad neta de la empresa. Un ratio bajo podría deberse a la existencia de una alta capacidad instalada ociosa o al mal manejo de la liquidez.

$$\text{RENTABILIDAD DE LOS ACTIVOS } \dot{\text{o}} \text{ RENDIMIENTO SOBRE LA INVERSION} = \frac{\text{Utilidades netas } \dot{\text{o}} \text{ Ingreso neto}}{\text{Activo total}} \times 100 = \%$$

Figura 39: Rendimiento sobre los activos

Fuente: Groppelli,, A y Ehsan Nikbakht (2000). Finance. Barron's Educational Series.

2.3.10. Rentabilidad

Según Sánchez, J. (2002,54). Análisis de Rentabilidad de la empresa. El término rentabilidad se utiliza de forma muy variada y son muchas las aproximaciones doctrinales que inciden en una u otra faceta de la misma, en sentido general se denomina rentabilidad a la medida del rendimiento que en un determinado periodo de tiempo producen los capitales utilizados en el mismo. Esto supone la comparación entre la renta generada y los medios utilizados para obtenerla.

La rentabilidad hace referencia al beneficio, lucro, utilidad o ganancia que se ha obtenido de un recuso o dinero invertido. La rentabilidad se considera también como la remuneración recibida por el dinero invertido. En el mundo de las finanzas se conoce también como los dividendos percibidos de un capital invertido en un negocio o empresa. La rentabilidad puede ser representada en forma relativa (en porcentaje) o en forma absoluta (en valores). Todo inversionista que preste dinero, compre acciones, títulos valores, o decida crear su propio negocio, lo hace con la expectativa de incrementar su capital, lo cual sólo es posible lograr mediante el rendimiento o rentabilidad producida por su valor invertido.

La rentabilidad de cualquier inversión debe ser suficiente de mantener el valor de la inversión y de incrementarla. Dependiendo del objetivo del inversionista, la rentabilidad generada por una inversión puede dejarse para mantener o incrementar la inversión, o puede ser retirada para invertirla en otro campo.

2.3.11. Tipo de cambio

BBVA Banco Continental (2013).Con tu empresa. Recuperado de <http://www.bbvacontuempresa.es/a/que-es-el-tipo-cambio>.

a. Tasa. Una tasa es un coeficiente que expresa el vínculo existente entre dos magnitudes. Cambio, es sustituir una divisa a por otra.

La noción de tasa de cambio, que también puede mencionarse como tipo de cambio, refiere a qué cantidad de una moneda X puede adquirirse con una moneda Y.

Se trata, por lo tanto, de la relación cambiaria que existe entre las monedas de dos países.

Hay distintas formas de expresar ese tipo de cambio:

1) Tipo de cambio directo (o europeo), en el que indicamos cuantas unidades de divisa nacional necesitamos para comprar una de una divisa extranjera.

2) Tipo de cambio indirecto (o americano), en que indicamos que cantidad de moneda extranjera debemos entregar por una unidad de moneda nacional. En el mercado de divisas cuando se compra o vende divisas, tenemos:

3) Tipo de cambio vendedor (venta), es el precio al que nos van a vender la divisas extranjera.

4) Tipo de cambio comprador (compra), es el precio al que nos compraran la divisa extranjera que nosotros les llevemos.

La diferencia entre el tipo de cambio vendedor (venta) y el tipo de cambio comprador (compra), es lo que se denomina spread, banda y horquilla.

Por otro lado, en función de cuando se liquiden dichas operaciones podemos distinguir entre:

1) Tipo de cambio contado o spot, tipo de cambio que se da a dos días laborables.

2) Tipo de cambio forward o a plazo, que es aquel que se pacta hoy pero se liquidará en un plazo establecido.

Además, según su determinación tenemos:

- 1) Tipo de cambio fijo**, que es el que viene marcado por el Banco Central de Reserva, de alguna de las divisas.
- 2) Tipo de cambio flexible**, aquel que nace de la oferta y la demanda de las divisas en los mercados, propio de los países más desarrollados y con mayor libertad económica. esto conduce a apreciaciones y depreciaciones constantes de cada divisa frente a los otros, con continuos ajustes de los valores.

Las fluctuaciones de la tasa de cambio, afectan a los exportadores e importadores. Cuando la tasa de cambio sube (devaluación), los importadores se ven afectados, y por el contrario, si la tasa de cambio baja (revaluación), quienes se ven afectados son los exportadores.

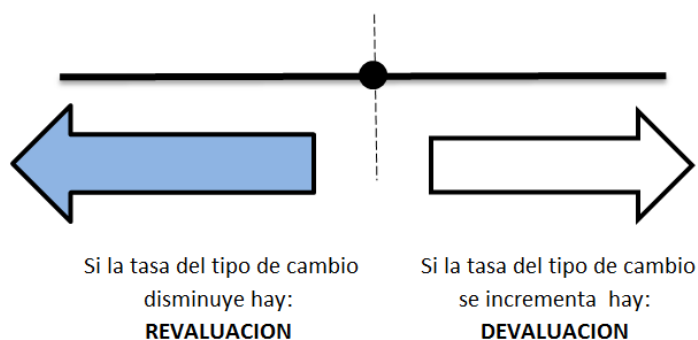


Figura 40: Comportamiento del tipo de cambio

Fuente: BBVA Banco Continental (2013). Con tu empresa.
<http://www.bbvacontuempresa.es/a/que-es-el-tipo-de-cambio>

2.3.11.1. Efectos del tipo de cambio

a. En el estado de resultados del exportador

Bancoldex S.A. Banco de Comercio Exterior de Colombia S.A (2013). Coberturas Cambiarias. Recuperado de <https://www.bancoldex.com/documentos/5139.pdf>. Si la tasa del tipo de cambio disminuye, el exportador recibe un monto menor de soles que puede disminuir su margen de utilidad e inclusive generar una pérdida.

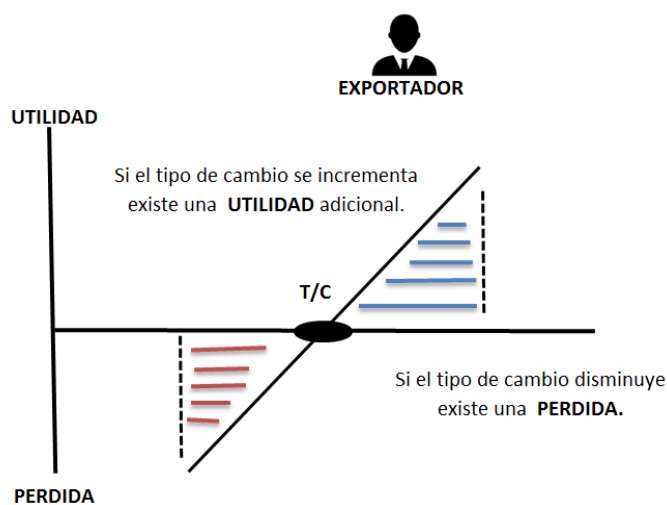


Figura 41: Efecto de la tasa del tipo de cambio en el resultado de un exportador

Fuente: Bancóldex S.A. Banco de Comercio Exterior de Colombia S.A (2013). Coberturas.

b. En el estado de resultados del importador

Bancóldex S.A. Banco de Comercio Exterior de Colombia S.A (2013). Coberturas Cambiarias. Recuperado de <https://www.bancoldex.com/documentos/5139.pdf>. Si la tasa de cambio se incrementa, el importador

paga un monto mayor de soles que puede disminuir su margen de utilidad e inclusive generar una pérdida.

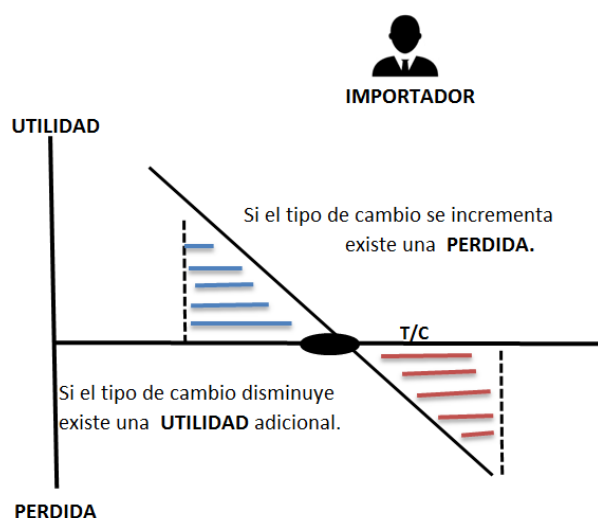


Figura 42: Efecto de la tasa del tipo de cambio en el resultado de un importador

Fuente: Bancóldex S.A. Banco de Comercio Exterior de Colombia S.A (2013). Coberturas.

2.3.11.2. Tendencia del tipo de cambio en Perú

Suclupe, A. (2015). Tipo de cambio. SEMANA económica. Recuperado de <http://semanaeconomica.com/article/economía/macroeconomía/152936-tipo-de-cambio>. El Sol ha sido una de las monedas que menos se ha depreciado en la región, en efecto, los analistas consideran que la moneda peruana se encuentra sobrevaluada. Mientras que las monedas en Colombia, Chile, México y Brasil se han depreciado a una tasa promedio anual superior a 1,3% en

los últimos 5 años, la moneda peruana lo ha hecho solo a un ritmo promedio anual de 0,1%.

El tipo de cambio se apreciará por condiciones de mercado; dado el grado de dolarización de la economía peruana en un 37,4%, las medidas que viene adoptando el Banco Central de Reserva (BCR), tendrían sentido para darle mayor gradualidad a la depreciación y reducir la volatilidad. Sin embargo, ello no significa que pueda evitar la devaluación, toda vez que la apreciación del tipo de cambio responde a condiciones de mercado.

Se espera que el tipo de cambio se deprecie en 13% respecto al 2014, una tasa que está por encima de lo que se espera para el peso chileno y el peso colombiano, dado que estas monedas se depreciaron más rápido que el Sol. Así, algunas proyecciones ya anticipan que el dólar tocará un valor de los S/.3,35 por dólar, e incluso se proyecta superar lo estimado en algún momento de este año.

Una moneda más débil aliviaría, en alguna medida, a las exportaciones, las cuales habrían caído en 10,5% en el 2015, según ADEX. Además que ayudaría a reducir el deterioro de la cuenta corriente. Se estima que en el año 2014 y principios del año 2015 el déficit será el 5,3%, el más significativo de los últimos 16 años.

Sin embargo, el efecto del tipo de cambio sobre las exportaciones sería menor dada la lenta recuperación mundial. Asimismo, los más perjudicados serían las empresas o personas que mantengan activos en soles y pasivos en dólares.

2.3.12. Ventas

Del Diccionario de Marketing de Cultural S.A. (2005, 340), define a la venta como un contrato en el que el vendedor se obliga a transmitir una cosa o un derecho al comprador, a cambio de una determinada cantidad de dinero". También incluye en su definición, que la venta puede considerarse como un proceso personal o impersonal mediante el cual, el vendedor pretende influir en el comprador.

a. Objetivos

- Potenciar la relación asesor cliente
- Detección de necesidades y carencias del cliente
- Propuesta de nuestros productos y servicios

CAPÍTULO III

MARCO METODOLÓGICO

3.1. TIPO Y DISEÑO DE LA INVESTIGACIÓN

3.1.1. Tipo de investigación

Es una Investigación básica, no experimental y explicativo.

3.1.2. Diseño de investigación

El presente Trabajo de Investigación es de nivel descriptivo explicativo, porque se obtienen datos directamente de la realidad.

Describiendo las operaciones de cobertura de las empresas exportadoras agrícolas de la irrigación Pampas de Majes en Arequipa. Analizando y evaluando la información financiera obtenida, midiendo cada una de los hechos relacionado con el tema de estudio

Tabla 11
Diseño de investigación

E₁ Empresa exportadora que utilizan el contrato Forward	X Tipo de cambio	Medición O₁ Rentabilidad
	- De la fecha (<i>spot</i>) - De la fecha del contrato (<i>Forward</i>)	-10% -50% -90% -100%
E₂ Empresa exportadora que no utilizan el contrato Forward	X Tipo de cambio	Medición O₂ Rentabilidad
	De la fecha (<i>spot</i>)	-10% -50% -90% -100%

Fuente: Elaboración propia

3.2. POBLACIÓN Y MUESTRA

3.2.1. Población

La población en estudio es finita y está conformada las empresas exportadoras de la irrigación de las pampas de Majes en Arequipa.

3.2.2. Muestra

Tamaño de la muestra: La muestra estará constituida por:

n= nueve(empresas y juntas de usuarios)

Tabla 12*Muestra*

Empresas y Junta de usuarios	N=muestra
Agrícola Pampa Baja SAC	1
OPEN WORD	2
MISKI AQP SAC	3
ALSUR PERÚ SAC	4
Agroindustrias SAVARIN SAC	5
DANPER Arequipa SAC	6
Junta de Usuarios Pampa de Majes	7
- La Colina	
- El alto	
- El pedregal	8
Junta de Usuarios Santa Rita de Sigwas	
- Sección 01	
- Sección 02	9
- Sección 03	
Junta de Usuarios Ampato Sigwas Quilca	
- LLuta	9
- El porvenir	
- Santa Isabel	

Fuente: Elaboración propia

3.2.2.1. Tipo de muestreo

No probabilístico, según criterios de inclusión.

3.2.2.2. Criterios de inclusión

- Exportan mayor o igual de 30 toneladas.
- Tener un contrato Marco para operaciones con derivados con una institución financiera.
- Operación de exportación mayor o igual a USD 100,000

3.2.2.3. Criterios de exclusión

- Exportan menor o igual a 29 toneladas.
- No poseen un contrato Marco para operaciones con derivados.
- Operación de exportación menores a USD 100,000

3.3. OPERACIONALIZACIÓN DE VARIABLES

Variables	Indicadores	Unidad/ categorías	Escala
Variable independiente Aplicación del Forward como cobertura del riesgo cambiario.	- Contrato de cobertura basado en el tipo de cambio.	- Si - No	Nominal
Variable dependiente La rentabilidad de las empresas exportadoras agrícolas de la irrigación Pampas de Majes en Arequipa.	- Precio	Dólares	Razón
	- Venta	Dólares	
	- Costos y gastos	Soles	
	- Margen de utilidad Bruta	Dólares	
	- Margen de utilidad Neta	Dólares	
	- Rendimiento sobre el capital.	Dólares	
	- Rendimiento sobre los activos	Dólares	

3.3.1. Definición conceptual y Operacional

Tabla 13*Definición conceptual y Operacional*

Variables	Definición Conceptual	Definición Operacional
Independiente		
Forward como cobertura del riesgo cambiario	Es un contrato a largo plazo entre dos partes para comprar o vender un activo a precio fijado y en una fecha determinada.	Medio de especulación, que toma ventaja de un activo sensible al tiempo.
Dependiente		
Rentabilidad de las empresas exportadoras agrícolas de la irrigación Pampas de Majes en Arequipa.	Capacidad de producir o generar un beneficio adicional sobre la inversión o esfuerzo realizado	Utilidad o ganancia que se ha obtenido de un recurso o dinero invertido.
Indicadores		
Precio	Pago o recompensa asignado a la obtención de un bien o servicio o, más en general, una mercancía cualquiera.	Valor que da a cambio de la utilidad que recibe.
Venta	Transferencia de algo (un producto, servicio, idea u otro) a un comprador mediante el pago de un precio convenido	La cesión de una mercancía mediante un valor convenido
Costos	Conjunto de esfuerzos y recursos que se invierten para obtener o producir algo útil.	Desembolsos de dinero, que se realiza para adquirir o producir bienes o servicios y de los que se espera un beneficio futuro
Gastos	Es una erogación o desembolso realizado en un período de tiempo definido para la adquisición de un bien o servicio, no se recupera en ningún proceso operativo.	Desembolso realizado en un periodo de tiempo definido para la adquisición de un bien o servicio, no es inventariable ni recuperable.
Margen de utilidad Bruta	Ratio que determina la cantidad que se obtiene de utilidad bruta por ventas efectuadas, después de que la compañía ha cubierto los costos de producción y venta.	Indicador que muestra las ganancias con relación a las ventas, deducido los costos de producción de los bienes vendidos.
Margen de utilidad Neta	Medida de rendimiento total, dado que toma los factores que intervienen en el resultado del ejercicio, proporcionando a la gerencia información de los ingresos y como controlar los gastos.	Índice de rentabilidad, que relaciona la utilidad obtenida, luego de deducir a los ingresos por ventas todos los costos y gastos inclusive el impuesto a la renta.

Variabes	Definición Conceptual	Definición Operacional
Rendimiento sobre el capital	Indicador que mide la capacidad de la empresa para generar utilidad a favor del propietario.	Índice que mide la rentabilidad de los fondos aportados por el inversionista.
Rendimiento sobre los activos	Refleja el grado de rentabilidad de los activos, la cual es medida a través de su aporte a la utilidad neta de la empresa.	Índice que proporciona resultados del rendimiento global sobre la inversión ganada por la Empresa.

Fuente: Elaboración propia

3.4. TÉCNICAS E INSTRUMENTOS DE RECOLECCIÓN DE DATOS.

3.4.1. Técnicas

3.4.1.1. Técnicas de análisis

- Formulación de gráficos
- Conciliación de datos
- Cuadros estadísticos

El análisis de la información documental, se ordenará, clasificará y presentará los resultados de la investigación en cuadros estadísticos con el propósito de hacer más comprensivos los resultados.

3.4.1.2. Instrumentos

Teniendo en cuenta como fuente principal la información documental se elaborará fichas de análisis como instrumento en la investigación.

3.5. PROCESAMIENTO Y ANÁLISIS DE DATOS

3.5.1. Análisis documental

Estará basado en el estudio y análisis efectuados a las fuentes de información (estados financieros) aportadas por la Empresa de exportadoras agrícolas de la irrigación pampas de Majes en Arequipa.

3.5.2. Análisis estadístico

El procesamiento de datos se realizará mediante el análisis discriminante, donde se compararán y describirán las medias de las empresas exportadoras de la irrigación de pampas de Majes que utilizan contratos forward y las que no, clasificándolas a través de los dos grupos.

3.5.3. Ordenamiento y clasificación

- Registro computarizado con Excel financiero
- Registro computarizado con SPSS

3.5.4. Procedimiento

Los datos se procesarán ordenando los siguientes pasos:

- 1) Coordinación y solicitud de autorización de permisos respectivos para la captación de información financiera de las empresas exportadoras agrícolas del Valle de Majes – Arequipa.

2) Comprobación.- Se verificará los datos obtenidos y registrados en las fichas de trabajo, con el fin de garantizar la existencia de toda la información necesaria para responder las interrogantes de investigación y satisfacer los objetivos planteados.

3.5.5. Aspectos éticos

A fin de garantizar la confidencialidad de la información, no se considerará el nombre o razón social de las empresas en estudio, el cual solo será de conocimiento del investigador a cargo de la investigación.

3.5.6. Escala de medición

Tabla 14
Escala de medición

Variables	Indicadores	Unidad/ categorías	Escala
Variable independiente Aplicación del Forward como cobertura del riesgo	Contrato de cobertura basado en el tipo de cambio	Si No	Nominal
Variable dependiente La rentabilidad de las empresas exportadoras agrícolas de la irrigación Pampas de Majes en Arequipa	Precio	Dólares	Razón
	Venta	Dólares	
	Costos y gastos	Soles	
	Margen de utilidad Bruta	Dólares	
	Margen de utilidad Neta	Dólares	
	Rendimiento sobre el capital	Dólares	
	Rendimiento sobre los activos	Dólares	

Fuente: Elaboración propia

CAPÍTULO IV

RESULTADOS

4.1. PRESENTACIÓN DE RESULTADOS

El presente trabajo de investigación se realizó en empresas agrícolas exportadoras de las Pampas de Majes en Arequipa, las cuales que toman decisiones sobre cálculos a un tipo de cambio futuro, que en cuanto se concrete en términos diferentes al cambio estimado, la empresa podría generar márgenes de ganancia o pérdida neta irreales ya que sus operaciones de venta al exterior están afectas a la volatilidad cambiaria. Dado que las variaciones de los precios de los productos agrícolas que se exportan en las Pampas de Majes en Arequipa se basan en la evolución de los precios transados en los mercados bursátiles, lo cual origina distorsiones entre la relación del precio actual (spot) y el precio futuro.

Se analizaron 09 empresas agrícolas exportadoras de las Pampas de Majes en Arequipa, siendo una de las primeras acciones la coordinación con los gerentes financieros y en algunos casos con sus representantes legales. Luego, se preparó el análisis de la información financiera obtenida donde se aplicaron los instrumentos financieros de cobertura, se

procedió al análisis estadístico descriptivo de las variables materia de este estudio que, se trataron como variables numéricas; para ello utilizando el programa estadístico SPSS 20,0 y algunas subrutinas programadas en EXCEL.

Es claro que las pretensiones de esta investigación van más allá de solamente análisis descriptivos pero en este capítulo solo nos limitamos a exponer en forma resumida los estadísticos descriptivos (de tendencia central y de dispersión) obtenidos en la muestra para cada una de nuestras variables y que convienen a nuestros propósitos.

Continuando con el trabajo de campo se ubicó y seleccionó a las Empresas agrícolas exportadoras de las Pampas de Majes en Arequipa, por áreas de trabajo, para luego agrupar a las empresa que efectuaron la cobertura por exposición a la variación del tipo de cambio, y que empresas no efectuaron coberturas. Culminado este acto se procedió a procesar la información, cuyos resultados se presenta a continuación.

No se consideraron nombres o razón social de las empresas agrícolas exportadoras de las Pampas de Majes en Arequipa, que conformaron la muestra de la investigación, se les denominó con una abreviatura simbólica para garantizar la confidencialidad de la información.

De las nueve (09) empresas que conforman la investigación, solo efectuaron la gestión de la operatividad de la cobertura ante el riesgo cambiario cinco (05) empresas, las cuales iniciaron el proceso de la cobertura entre los meses de enero y marzo 2014 y finalizaron la cobertura entre los meses de abril y junio, es decir, la cobertura se efectuó por un plazo de 90 días.

En este periodo las variaciones del tipo de cambio no fueron favorables para el sector agroexportador, lo cual generó una caída en los precios de sus productos.

Tabla 15

Empresas agrícolas exportadoras de las Pampas de Majes en Arequipa. Importe coberturado.

Empr esa	Fecha De inicio	Operación	Fecha de vencimiento	Importe coberturad o (Ingresos extranjero)	Importe al vencimiento		Importe al vencimiento		Diferencia de cambio (s/)	
					T/C SPOT	S/.	T/C FORWA RD	S/.	PÉRDIDA	GANAN CIA
E-1	09/01/2014	CON COBERTURA (FORWARD)	09/04/2014	\$ 1,000,000.00	2,785	2 785,000	2,827	2 827,394		42,394
E-2	02/01/2014	CON COBERTURA (FORWARD)	02/04/2014	\$ 700,000.00	2,803	1 962,100	2,824	1 977,053		14,953
E-3	02/03/2014	CON COBERTURA (FORWARD)	31/05/2014	\$ 900,000.00	2,765	2 488,500	2,838	2 553,753		65,253
E-4		SIN COBERTURA			2,785	-	-	-	32,569	-
E-5		SIN COBERTURA			2,785	-	-	-	112,431	-
E-6	22/02/2014	CON COBERTURA (FORWARD)	2305-2014	\$ 500,000.00	2,788	1 394,000	2,801	1 400,556		6,556
E-7	12/03/2014	CON COBERTURA (FORWARD)	10/06/2014	\$ 600,000.00	2,785	1 671,000	2,829	1 697,650		26,650
E-8		SIN COBERTURA			2,785	-	-	-	53,560	-
E-9		SIN COBERTURA			2,785	-	-	-	163,599	-

Podemos observar en la tabla 16, el importe en moneda extranjera que se cobertura para proteger la inversión por la volatilidad del tipo de cambio en ese periodo, de las empresas que efectuaron la cobertura ante el riesgo cambiario.

En la tabla 16, también se observa las diferencias positivas al aplicar la cobertura con un instrumento financiero derivado como el *Forward*.

Para mostrar con claridad los resultados de la tabla16, se muestra la fluctuación cambiaria del año 2014 en el Perú,

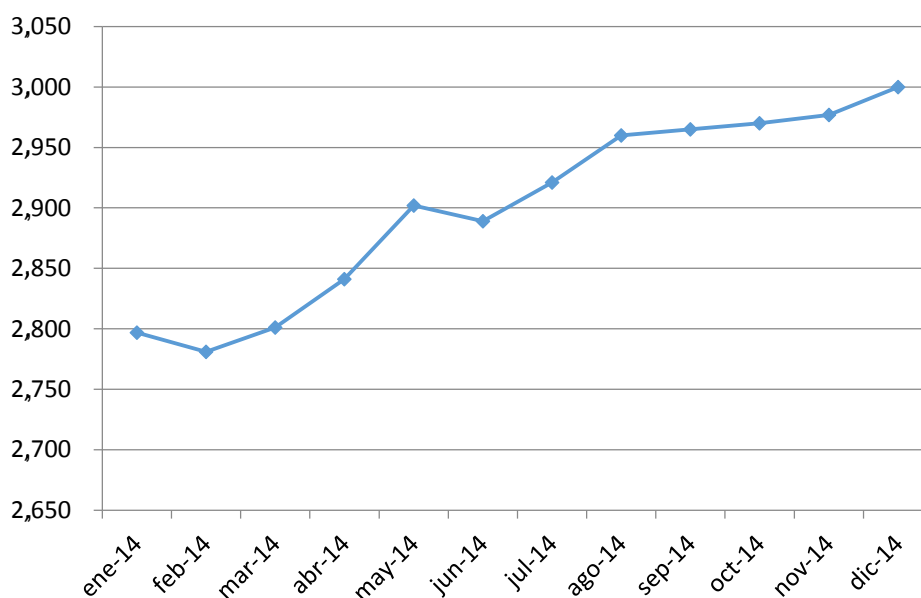


Figura 43: Fluctuación cambiaria 2014

Fuente: Banco central de reserva del Perú – 2014

A continuación se presenta en las tablas 17-A y 17-B, la información financiera del estado de ganancia y pérdidas en moneda extranjera (US\$) dólares y en la moneda de curso legal en nuestro país (S/.) Soles.

Tabla 16-A*Estado de ganancias y pérdidas expresado en US\$ dólares, de las empresas en estudio (E-1 - E-9)*

**ESTADO DE GANANCIAS Y PÉRDIDA AL 30 DE ABRIL DE 2014
EMPRESAS EN ESTUDIO (E-1 / E-9)
EN US\$ DÓLARES AMERICANOS**

ESTADO DE GANANCIAS Y PÉRDIDA AL 30 DE ABRIL DE 2014 (US\$ DÓLARES AMERICANOS)	E-1	E-2	E-3	E-4	E-5	E-6	E-7	E-8	E-9
INGRESOS OPERACIONALES									
VENTAS NETAS (Interna)	1 647,485	1 277,645	712,157	95,236	795,615	1 175,935	459,839	601,520	453,126
VENTAS NETAS (Exterior)									
INGRESOS POR VENTA EXTERIOR	2 427,394	2 979,176	2 544,655	1 046,000	7 100,000	913,697	1 056,015	5 031,377	6 003,185
INGRESOS POR VENTA COBERTURADO	1 000,000	700,000	900,000	-	-	500,000	600,000	-	-
VENTAS NETAS (TOTAL INGRESOS OPERACIONALES)	5 074,879	4 956,821	4 156,812	1 141,236	7 895,615	2 589,632	2 115,854	5 632,897	6 456,311
COSTOS DE VENTAS (Interno)	-982,153	-809,531	-432,659	-46,036	-566,936	-349,563	-137,952	-180,456	-135,938
COSTOS DE VENTAS (Externo)	-998,563	-689,032	-693,038	-496,362	-3 228,178	-815,648	-689,193	-2 586,686	-3 800,276
UTILIDAD BRUTA	3 094,163	3 458,258	3,031,115	598,838	4 100,501	1 424,421	1 288,709	2 865,755	2 520,097
GASTOS OPERACIONALES									
GASTOS DE VENTA	-265,740	-132,872	-106,586	-143,598	-301,524	-121,897	-99,258	-257,145	-351,562
GASTOS DE ADMINISTRACION	-195,248	-175,426	-111,456	-121,569	-293,222	-155,789	-103,112	-199,789	-299,182
UTILIDAD OPERATIVA	2 633,175	3 149,960	2 813,073	333,671	3 505,755	1 146,735	1 086,339	2 408,821	1 869,353

Tabla 16-B*Estado de ganancias y pérdidas expresado en US\$ dólares, de las empresas en estudio (E-1 - E-9)*

ESTADO DE GANANCIAS Y PÉRDIDA AL 30 DE ABRIL DE 2014
EMPRESAS EN ESTUDIO
EN US\$ DÓLARES AMERICANOS

OTROS INGRESOS									
INGRESOS DIVERSOS									
INGRESOS FINANCIEROS	23,569	3,256	5,798						
INGRESOS EXCEPCIONALES									
GASTOS FINANCIEROS	-5,957	-4,607	-2,321	-	-1,412	-2,105	-1,201	-2,326	-1,583
GASTOS FINANCIEROS (Pérdidas por diferencia de cambio)				1,888	-40,370			-19,232	-58,743
CARGAS EXCEPCIONALES									
GANANCIA O PÉRDIDA POR INSTRUMENTOS FINANCIEROS DERIVADOS	14,994	5,294	22,997			2,340	9,419		
RESULTADO ANTES DE PARTIC. E IMP. A LA RENTA	2 665,781	3 153,903	2 839,547	320,089	3 463,973	1 146,970	1 094,557	2 387,263	1 809,027
PARTICIPACIÓN DE LOS TRABAJADORES	-213,262	-252,312	-227,164	-	-277,118	-91,758	-87,565	-190,981	-144,722
IMPUESTO A LA RENTA	-735,756	-870,477	-783,715	25,607	-956,056	-316,564	-302,098	-658,885	-499,291
UTILIDAD (PÉRDIDA) NETA DEL EJERCICIO	1 716,763	2 031,114	1 828,668	88,344	2 230,798	738,649	704,895	1 537,398	1 165,013

Tabla 17-A

Estado de ganancias y pérdidas expresado en S/. Soles , de las empresas en estudio (E-1 - E-9)

ESTADO DE GANANCIAS Y PÉRDIDA AL 30 DE ABRIL DE 2014

EMPRESAS EN ESTUDIO

EN S/. SOLES

ESTADO DE GANANCIAS Y PÉRDIDA AL 30 DE ABRIL DE 2014 (SOLES)	E-1	E-2	E-3	E-4	E-5	E-6	E-7	E-8	E-9
INGRESOS OPERACIONALES									
VENTAS NETAS (Interna)	4 588,246	3 558,241	1 983,357	265,232	2 215,788	3 274,979	1 280,652	1 675,233	1 261,956
VENTAS NETAS (Exterior)									
INGRESOS POR VENTA EXTERIOR	6 760,292	8 297,005	7 086,864	2 913,110	19 773,500	2 544,646	2 941,002	14 012,385	16 718,870
INGRESOS POR VENTA COBERTURADO	2 785,000	1 949,500	2 506,500	-	-	1 392,500	1 671,000	-	-
VENTAS NETAS (TOTAL INGRESOS OPERACIONALES)	14 133,538	13 804,746	11 576,721	3 178,342	21 989,288	7 212,125	5 892,653	15 687,618	17 980,826
COSTOS DE VENTAS (Interno)	-2 735,297	-2 254,544	-1 204,955	-128,210	-1 578,917	-973,533	-384,196	-502,570	-378,587
COSTOS DE VENTAS (Externo)	-2 780,997	-1 918,954	-1 930,111	-1 382,368	-8 990,476	-2 271,580	-1 919,403	-7 203,921	-10 583,769
UTILIDAD BRUTA	8 617,244	9 631,249	8 441,655	1 667,764	11 419,895	3 967,012	3 589,055	7 981,128	7 018,470
GASTOS OPERACIONALES									
GASTOS DE VENTA	-740,086	-370,049	-296,842	-399,920	-839,744	-339,483	-276,434	-716,149	-979,100
GASTOS DE ADMINISTRACION	-543,766	-488,561	-310,405	-338,570	-816,623	-433,872	-287,167	-556,412	-833,222
UTILIDAD OPERATIVA	7 333,392	8 772,639	7 834,408	929,274	9 763,528	3 193,657	3 025,454	6 708,566	5 206,148

Tabla 17-B*Estado de ganancias y pérdidas expresado en S/. Soles, de las empresas en estudio (E-1 - E-9)*

**ESTADO DE GANANCIAS Y PÉRDIDA AL 30 DE ABRIL DE 2014
EMPRESAS EN ESTUDIO
EN S/. SOLES**

OTROS INGRESOS									
INGRESOS DIVERSOS									
INGRESOS FINANCIEROS	8,463	1,169	2,082						
INGRESOS EXCEPCIONALES									
GASTOS FINANCIEROS	-16,590	-12,830	-6,464	-5,258	-3,932	-5,862	-3,345	-6,478	-4,409
GASTOS FINANCIEROS (Pérdidas por diferencia de cambio)	-	-	-	-32,569	-112,431	-	-	-53,560	-163,599
CARGAS EXCEPCIONALES									
GANANCIA O PÉRDIDA POR INSTRUMENTOS FINANCIEROS DERIVADOS	42,394	14,953	65,253	-	-	6,556	26,650	-	-
RESULTADO ANTES DE PARTIC. E IMP. A LA RENTA	7 367,659	8 775,930	7 895,279	891,447	9 647,164	3 194,350	3 048,759	6 648,529	5 038,140
PARTICIPACION DE LOS TRABAJADORES	-589,413	-702,074	-631,622	-71,316	-771,773	-255,548	-243,901	-531,882	-403,051
IMPUESTO A LA RENTA	-2 033,474	-2 422,157	-2 179,097	-246,039	-2 662,617	-881,641	-841,457	-1 834,994	-1 390,527
UTILIDAD (PÉRDIDA) NETA DEL EJERCICIO	4 744,773	5 651,699	5 084,560	574,092	6 212,774	2 057,162	1 963,401	4 281,652	3 244,562

En las tablas 17 y 18 respectivamente se presenta el estado de ganancias y pérdidas de las empresas que forman parte del estudio, expresados (US\$) dólares y en Soles (S/.); las ventas, costos, gastos operacionales y los márgenes de utilidad del periodo de estudio. Dicha información financiera que reflejan los estados financieros en mención, fue fundamental para determinar los objetivos establecidos en la investigación.

Se presenta el análisis y el resultado de la aplicación de los tipos de cambio *Spot* y *Forward*, es decir, el tipo de cambio presente y su efecto en el futuro. Además se detalla la aplicación del análisis financiero y procedimientos estadísticos utilizados para comprobar las hipótesis propuestas de las variables independientes y dependientes de la investigación como: precio unitario, venta total, costos, gastos, margen de utilidad bruta, margen de utilidad neta, rendimiento sobre los activos y rendimiento sobre el capital.

Resultados de la investigación por indicadores:

a. Tipo de cambio

Tabla 18

Empresas agrícolas exportadoras de las Pampas de Majes en Arequipa, por condición de cobertura, según tipo de cambio, 2014

Empresa con o sin cobertura	Empresa N°	Tipo de cambio 1/	
		Spot	Forward
Con cobertura	E-1	2,785	2,827
	E-2	2,803	2,824
	E-3	2,765	2,838
	E-6	2,788	2,801
	E-7	2,785	2,829
Sin cobertura	E-4	2,785	2,785
	E-5	2,785	2,785
	E-8	2,785	2,785
	E-9	2,785	2,785

1/ El tipo de cambio promedio spot de las empresa sin cobertura, están al 31-07-2014, para el cierre del periodo de la última cobertura (2,789)

Interpretación: En la Tabla19. Se muestra que; de las 9 empresas en estudio, las empresas E-1, E-2, E-3, E-6 y E-7 que expresan cobertura presentan los tipos de cambio Forward más alto que los de tipo de cambio Spot. Respecto a las empresas Forward la empresa E-3 es la que tiene el tipo de cambio más alto (2,838) mientras la más baja es la empresa E-6 (2,801). Por otro lado, los tipos de cambio SPOT para las empresas sin cobertura fueron constantes (2,785).

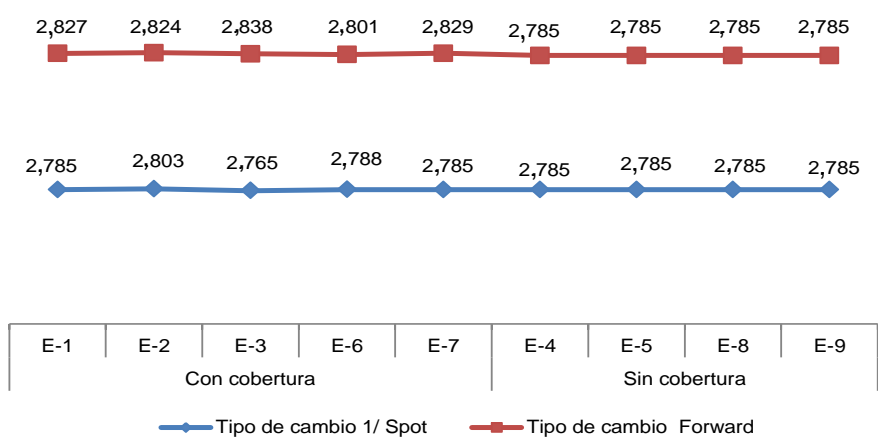


Figura 44: Empresas agrícolas exportadoras de las Pampas de Majes en Arequipa, por condición de cobertura, según tipo de cambio, 2014

b. Precio unitario (kl)

Tabla 19

Empresas agrícolas exportadoras de las Pampas de Majes en Arequipa, por condición de cobertura, según precio unitario, 2014

Empresa con o sin cobertura	Empresa N°	Precio unitario (kl)	
		T/C Spot	T/C Forward
Con cobertura	E-1	13,93	14,14
	E-2	12,05	12,14
	E-3	14,38	14,76
	E-6	13,66	13,73
	E-7	13,93	14,15
Sin cobertura	E-4	15,32	15,32
	E-5	13,65	13,65
	E-8	13,93	13,93
	E-9	14,06	14,06

Interpretación: La tabla 20. Muestra las empresas agrícolas exportadoras de las Pampas de Majes en Arequipa, por condición de cobertura, según su precio unitario de las cuales las empresas con cobertura y tipo de cambio Forward (E-1, E-2, E-3, E-6 y E-7), la empresa E-3 ha obtenido el mayor precio unitario (14,76), en contraparte la empresa E-2 es la que ha obtenido el menor precio unitario (12,14). Asimismo, las empresas sin cobertura y tipo de cambio Spot (E-4, E-5, E-8 y E-9), la empresa E-4 ha obtenido el mayor tipo de cambio (15,32), y la empresa E-5 ha obtenido el menor tipo de cambio (13,65).

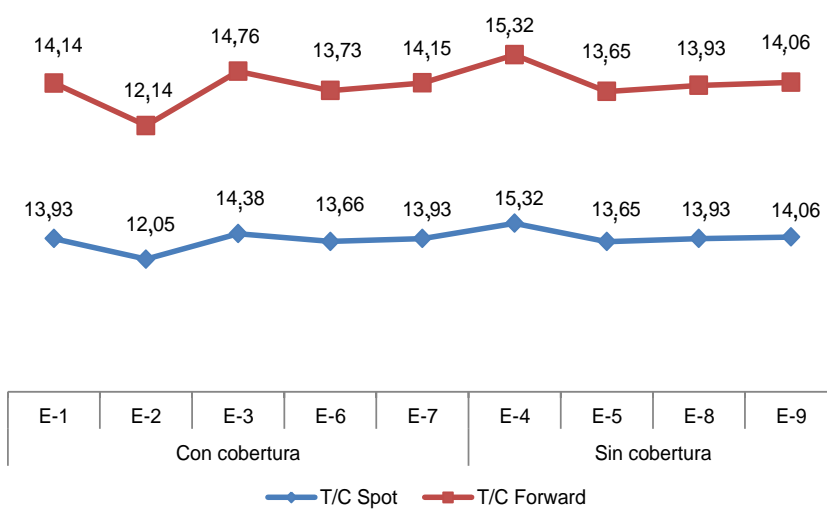


Figura 45: Empresas agrícolas exportadoras de las Pampas de Majes en Arequipa, por condición de cobertura, según precio unitario, 2014

c. Venta total

Tabla 20

Empresas agrícolas exportadoras de las Pampas de Majes en Arequipa, por condición de cobertura, según venta total, 2014

Empresa con o sin cobertura	Empresa N°	Venta total S/.	
		Sin cobertura	Con cobertura
Con cobertura	E-1	14 133 538	14 175 932
	E-2	13 804 746	13 819 700
	E-3	11 576 721	11 641 974
	E-6	7 212 125	7 218 681
	E-7	5 892 653	5 919 303
Sin cobertura	E-4	3 178 342	3 178 342
	E-5	21 989 288	21 989 288
	E-8	15 687 618	15 687 618
	E-9	17 980 826	17 980 826

Interpretación: Sobre los resultados de venta total que se han obtenido de las 9 empresas en estudio como se muestra en la tabla 3. Del grupo de empresas con cobertura (E-1, E-2, E-3, E-6 y E-7), la que ha obtenido el mayor valor de venta total es la empresa E-1 con S/. 14 175932, muy por el contrario la empresa E-7 ha obtenido el menor valor de venta total con S/. 5 919303. Por otro lado de las otras empresas sin cobertura (E-4, E-5, E-8 y E-9), la empresa E-5 ha obtenido el mayor valor de venta total con S/. 21 989 288, y la empresa E-4 ha obtenido el menor valor de venta total con S/. 3 178 342.

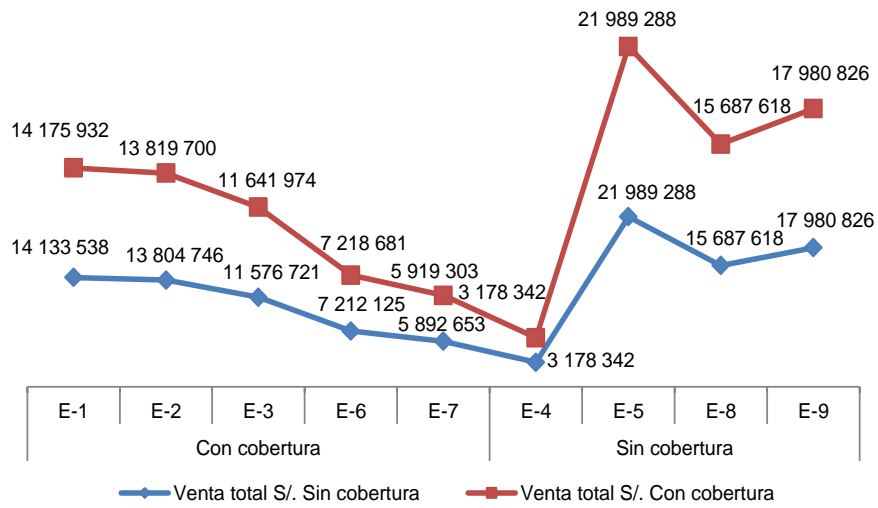


Figura 46: Empresas agrícolas exportadoras de las Pampas de Majes en Arequipa, por condición de cobertura, según venta total, 2014

d. Costos

Tabla 21

Empresas agrícolas exportadoras de las Pampas de Majes en Arequipa, por condición de cobertura, según costos, 2014-

Empresa con o sin cobertura	Empresa N°	Costos US\$.	
		Sin cobertura	Con cobertura
Con cobertura	E-1	\$998,563	\$ 983,590
	E-2	\$689,032	\$ 679,429
	E-3	\$693,038	\$ 680,215
	E-6	\$815,648	\$ 810,956
	E-7	\$689,193	\$ 678,374
Sin cobertura	E-4	\$496,362	\$ 496,362
	E-5	\$ 3,228,178	\$3,228,178
	E-8	\$ 2,586,686	\$2,586,686
	E-9	\$ 3,800,276	\$3,800,276

Interpretación: En la tabla 22, respecto a los costos de las empresas con cobertura (E-1, E-2, E-3, E-6 y E-7), la empresa que alcanzó el costo más alto es la empresa E-1 con un valor de US\$. 983 590, o su equivalente en S/. 2 780 997, y la empresa que obtuvo el menor costo fue la empresa E-7 con un monto de US\$. 678 374, o su equivalente en S/. 1 919 402. Cabe destacar que las empresas sin cobertura (E-4, E-5, E-8, y E-9), la empresa E-9 alcanzó el costo más alto con US\$. 3 800 276, o su equivalente en S/. 10583768 mientras que la empresa E-4 obtuvo el costo más bajo, de todas las empresas, con un costo de US\$. 496 362, o su equivalente en S/. 1382368.

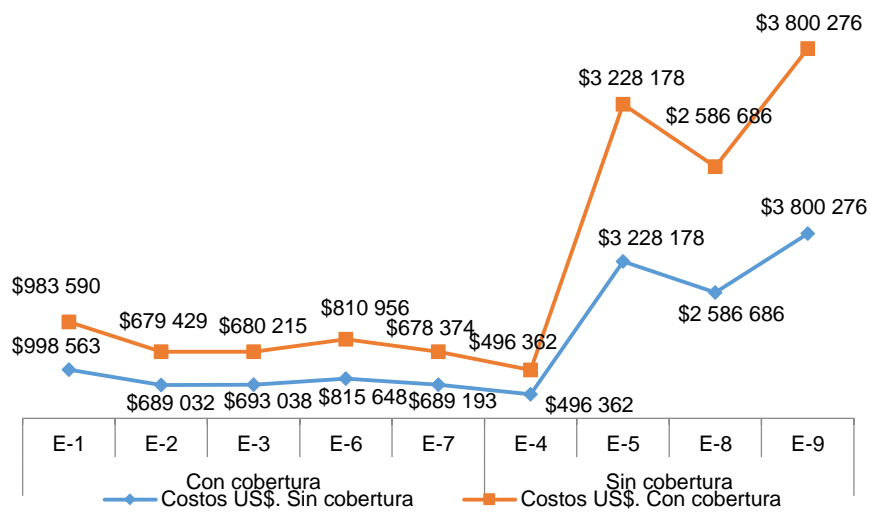


Figura 47: Empresas agrícolas exportadoras de las Pampas de Majes en Arequipa, por condición de cobertura, según costos, 2014

e. Gastos Operacionales (gastos de venta y administrativos)

Tabla 22

Empresas agrícolas exportadoras de las Pampas de Majes en Arequipa, por condición de cobertura, según gastos operativos de venta y administrativos, 2014

Empresa con o sin cobertura	Empresa N°	Gastos Operacionales S/.	
		De venta	Administrativos
Con cobertura	E-1	740 086	543 766
	E-2	370 049	488 561
	E-3	296 842	310 405
	E-6	339 483	433 872
	E-7	276 434	287 167
Sin cobertura	E-4	399 920	338 570
	E-5	839 744	816 623
	E-8	716 149	556 412
	E-9	979 100	833 222

Interpretación: En la tabla 23, se puede observar los gastos de venta y administrativos de las empresas en estudio. Respecto a las empresas con cobertura, la empresa E-1 es la que obtuvo los gastos más altos de venta y administrativos siendo S/. 740086 y S/. 543766, respectivamente. Por otro lado, de las empresas sin cobertura la empresa E-9 obtuvo el mayor gasto de venta (S/. 979 100) y administrativos (S/. 833222).

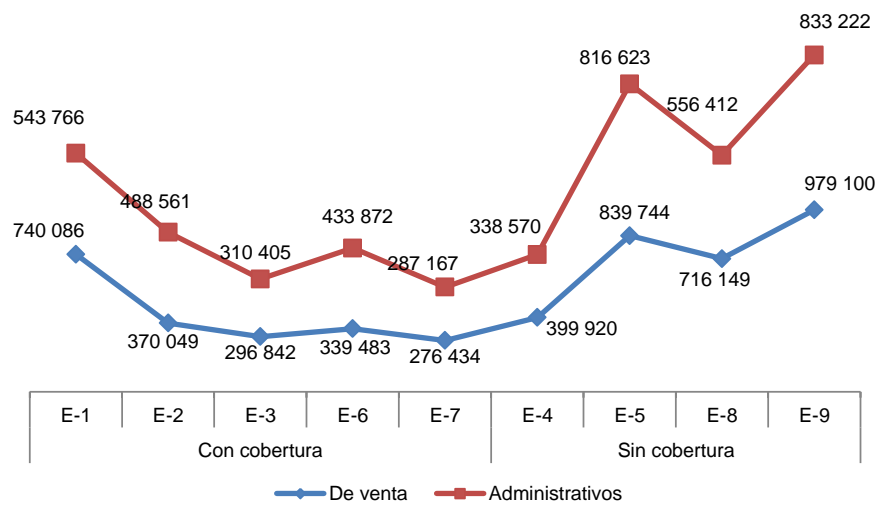


Figura 48: Empresas agrícolas exportadoras de las Pampas de Majes en Arequipa, por condición de cobertura, según gastos operativos de venta y administrativos, 2014

f. Gastos financieros (pérdida por diferencia al tipo de cambio)

Tabla 23

Empresas agrícolas exportadoras de las Pampas de Majes en Arequipa, por condición de cobertura, según gastos operativos financieros y pérdida por diferencia al tipo de cambio, 2014

Empresa con o sin cobertura	Empresa N°	Gastos Operacionales S/.	
		Financieros	Pérdida por dif. Cambio
Con cobertura	E-1	16 590	-
	E-2	12 830	-
	E-3	6 464	-
	E-6	5 862	-
	E-7	3 345	-
Sin cobertura	E-4	5 258	32 569
	E-5	3 932	112 431
	E-8	6 478	53 560
	E-9	4 409	163 599

Interpretación: En la tabla 24, se puede observar, respecto a las variaciones de los gastos financieros de las empresas en estudio, que las empresas con cobertura minimizaron el gasto financiero por exposición a la variación del tipo de cambio. De las cuales se tiene que: de las empresas con cobertura, la que alcanzó el valor más alto es la empresa E-1 con S/. 16 590 y la empresa que alcanzó el menor valor es la E-7 con S/. 3 345. Cabe destacar que de las empresas con gastos financieros sin cobertura, la empresa que alcanzó el monto más alto es la empresa E-8 con un monto de S/. 6 478. Por otro lado, respecto a los gastos sobre pérdidas por diferencia de cambio con cobertura, no se registra ninguna empresa. Seguidamente la empresa con gastos según pérdidas por

diferencia de cambio, sin cobertura, la que alcanzó el valor más alto es la empresa E-9 con un monto de S/. 163 599, y la empresa que registró el valor más bajo es la empresa E-4 con un monto de S/. 32 569

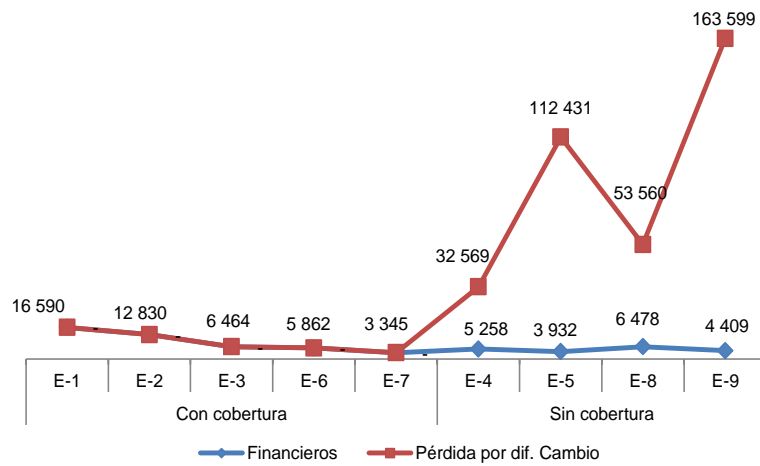


Figura 49: Empresas agrícolas exportadoras de las Pampas de Majes en Arequipa, por condición de cobertura, según gastos operativos financieros y pérdida por diferencia al tipo de cambio, 2014

g. Margen de utilidad Bruta

Tabla 24

*Empresas agrícolas exportadoras de las Pampas de Majes en Arequipa, por condición de cobertura, según margen de utilidad bruta, 2014
Expresado en soles*

Empresa con o sin cobertura	Empresa N°	Margen de utilidad bruta	
		sin cobertura	con cobertura
Con cobertura	E-1	60,97%	60,97%
	E-2	69,77%	69,77%
	E-3	72,92%	72,92%
	E-6	55,00%	55,00%
	E-7	60,91%	60,91%
Sin cobertura	E-4	52,47%	52,47%
	E-5	51,93%	51,93%
	E-8	50,88%	50,88%
	E-9	39,03%	39,03%

Interpretación: Según la tabla 25. Se muestra el margen de utilidad bruta de las empresas con y sin cobertura, de las cuales la empresa con el mayor margen de utilidad bruta sin cobertura es la empresa E-4 que alcanzó el 52,47%, en ese mismo sentido la empresa con el mayor margen de utilidad bruta con cobertura es la empresa E-3 con el 72,92%.

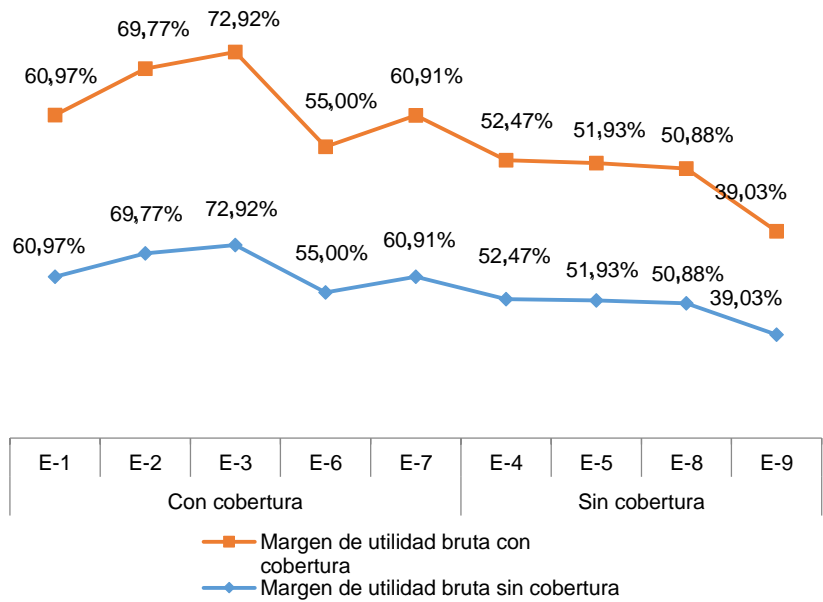


Figura 50: Empresas agrícolas exportadoras de las Pampas de Majes en Arequipa, por condición de cobertura, según margen de utilidad bruta, 2014

h. Margen de utilidad Neta

Tabla 25

*Empresas agrícolas exportadoras de las Pampas de Majes en Arequipa, por condición de cobertura, según margen de utilidad neta, 2014
Expresado en soles*

Empresa con o sin cobertura	Empresa N°	Margen de utilidad Neta	
		sin cobertura	con cobertura
Con cobertura	E-1	33,27%	33,57%
	E-2	40,83%	40,94%
	E-3	43,36%	43,92%
	E-6	28,43%	28,52%
	E-7	32,87%	33,32%
Sin cobertura	E-4	18,06%	18,06%
	E-5	28,25%	28,25%
	E-8	27,29%	27,29%
	E-9	18,04%	18,04%

Interpretación: Según la tabla 26. Se muestra el margen de utilidad neta de las empresas con y sin cobertura, de las cuales la empresa con el mayor margen de utilidad neta sin cobertura es la empresa E-5 que alcanzó el 28,25%, mientras que la empresa con el mayor margen de utilidad bruta con cobertura es la empresa E-3 con el 43,86%.

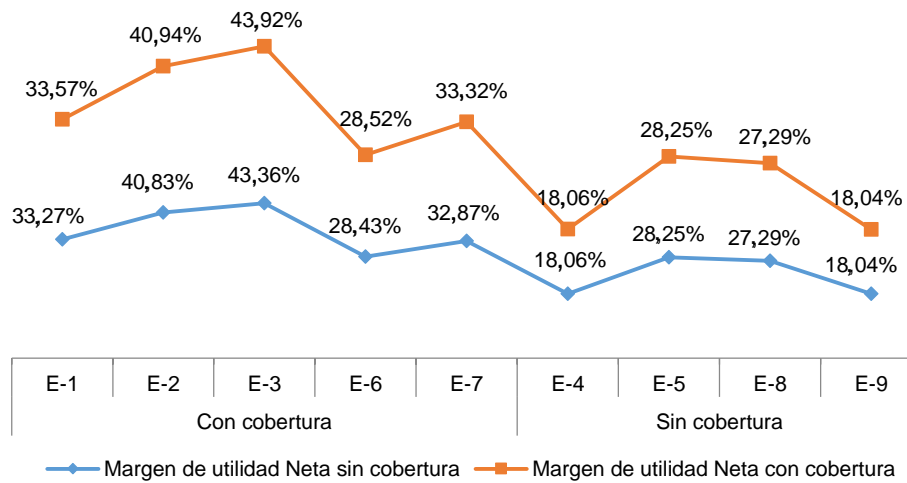


Figura 51: Empresas agrícolas exportadoras de las Pampas de Majes en Arequipa, por condición de cobertura, según margen de utilidad neta, 2014

i. Rendimiento sobre los activos

Tabla 26

Empresas agrícolas exportadoras de las Pampas de Majes en Arequipa, por condición de cobertura, según rendimiento sobre los activos, 2014

Empresa con o sin cobertura	Empresa N°	Rendimiento sobre los activos	
		sin cobertura	con cobertura
Con cobertura	E-1	25,48%	25,71%
	E-2	31,50%	31,59%
	E-3	31,70%	32,11%
	E-6	25,18%	25,26%
	E-7	26,52%	26,88%
Sin cobertura	E-4	7,60%	7,60%
	E-5	69,95%	69,95%
	E-8	63,49%	63,49%
	E-9	62,21%	62,21%

Expresado en soles

Interpretación: Según los resultados obtenidos en la tabla 25, se muestra el rendimiento de los activos de las empresas con y sin cobertura, de las cuales la empresa con el mayor rendimiento de sus activos sin cobertura es la empresa E-5 que alcanzó el 69,95%, en ese mismo sentido la empresa con el mayor porcentaje de rendimiento de sus activos con cobertura es la empresa E-3 con el 32,11%.

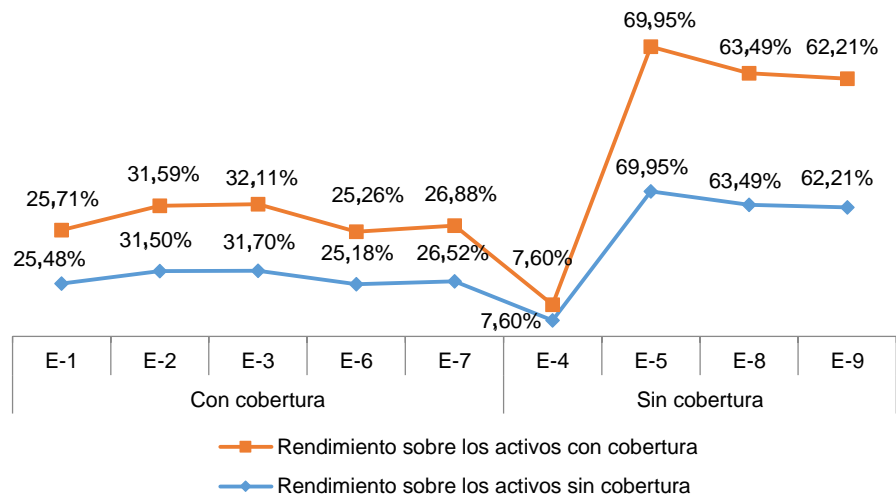


Figura 52: Empresas agrícolas exportadoras de las Pampas de Majes en Arequipa, por condición de cobertura, según rendimiento sobre los activos, 2016

j. Rendimiento sobre el capital

Tabla 27

Empresas agrícolas exportadoras de las Pampas de Majes en Arequipa, por condición de cobertura, según rendimiento sobre el capital, 2014

Empresa con o sin cobertura	Empresa N°	Rendimiento sobre el capital	
		sin cobertura	con cobertura
Con cobertura	E-1	22,08%	22,28%
	E-2	24,61%	24,68%
	E-3	25,35%	25,68%
	E-6	14,44%	14,49%
	E-7	11,87%	12,04%
Sin cobertura	E-4	4,55%	4,55%
	E-5	29,64%	29,64%
	E-8	23,62%	23,62%
	E-9	23,09%	23,09%

Expresado en soles

Interpretación: Según los resultados obtenidos en la tabla 26. Se muestra el rendimiento sobre el capital de las empresas con y sin cobertura, de las cuales la empresa con el mayor rendimiento sobre el capital sin cobertura es la empresa E-5 que alcanzó el 29,64%, mientras que la empresa con el mayor porcentaje de rendimiento sobre el capital con cobertura es la empresa E-3 con el 25,68%.

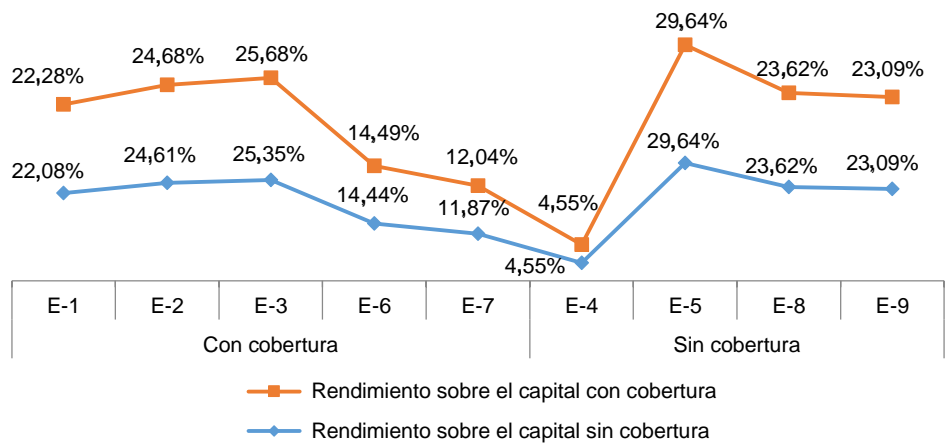


Figura 53: Empresas agrícolas exportadoras de las Pampas de Majes en Arequipa, por condición de cobertura, según rendimiento sobre el capital, 2014

CAPÍTULO V

DISCUSIÓN

5.1. Décima de hipótesis

Mediante este proceso se analizó si la condición detectada en las empresas agrícolas exportadoras de las Pampas de Majes en Arequipa, resultó compatible con lo que se observó en la muestra de la población en estudio. Es decir, se demostró si las hipótesis son afirmaciones razonables. El análisis de los resultados de la investigación se basó en la teoría de la probabilidad y lo que es la evidencia muestral.

Para probar la hipótesis general y las hipótesis específicas se procedió con los siguientes pasos:

- a. Planteamiento de la hipótesis
- b. Nivel de significancia
- c. Elección de la prueba estadística
- d. Regla de decisión
- e. Conclusión
- f. Discusión

5.1.1. Hipótesis general

a. Planteamiento de Hipótesis

H₀: La aplicación del forward como cobertura del riesgo cambiario no incide en la rentabilidad de las empresas agrícolas de la irrigación Pampas de Majes en Arequipa.

H₁: La aplicación del forward como cobertura del riesgo cambiario incide en la rentabilidad de las empresas agrícolas de la irrigación Pampas de Majes en Arequipa incide en la rentabilidad.

b. Nivel de significancia: 0,05

Para todo valor de la probabilidad igual o menor que 0,05, se rechaza H₀.

c. Conclusión

De acuerdo a los resultados de los estados financieros, de las empresa en estudio, se realizó la comprobación de la hipótesis general, si la aplicación del forward como cobertura del riesgo cambiario incide en la rentabilidad de las empresas agrícolas de la irrigación Pampas de Majes en Arequipa, mediante los siguientes indicadores, que son las más significativos, porque muestran una relación inversa, es decir, presentan

una dependencia entre las variables de estudio, cuando una de variables aumenta, la otra disminuye en proporción constante; los cuales son:

- Precio
- Gastos (ventas, administrativos y perdida por diferencia de cambio)
- Margen de utilidad bruta
- Margen de utilidad neta

Los indicadores presentes en el estudio que no muestran resultados significativos, porque no guardan correlación, es decir, no muestra una relación inversa, cuando una de las variables aumenta, la otra aumenta en proporción constante; los cuales son:

- Venta
- Costos
- Rendimiento sobre el capital
- Rendimiento sobre los activos

5.1.2. Hipótesis específica 1

a. Planteamiento de Hipótesis

H₀: Las variaciones del tipo de cambio no afectan a las empresas exportadoras agrícolas de la irrigación Pampas en Arequipa, en la colocación de precios unitarios a sus productos de exportación.

H₁: Las variaciones del tipo de cambio afectan a las empresas exportadoras agrícolas de la irrigación Pampas en Arequipa, en la colocación de precios unitarios a sus productos de exportación.

b. Nivel de significancia: 0,05

Para todo valor de la probabilidad igual o menor que 0,05, se rechaza H₀.

c. Elección de la prueba estadística: Correlación de Pearson

Tabla 28

Correlación entre las variaciones del tipo de cambio y la colocación de precios unitarios a sus productos de exportación

Variables	Estadísticos	Tipo de cambio SPOT	Tipo de cambio FORWARD	Precio Unitario T/C SPOT	Precio Unitario T/C FORWARD
Tipo de cambio SPOT	Correlación de Pearson	1	-0,191	-0,668(*)	-0,745(*)
	Valor-p (bilateral)		0,622	0,049	0,021
	N	9	9	9	9
Tipo de cambio FORWARD	Correlación de Pearson	-0,191	1	-0,284	-0,137
	Valor-p (bilateral)	0,622		0,459	0,726
	N	9	9	9	9
Precio Unitario T/C SPOT	Correlación de Pearson	-0,668(*)	-0,284	1	0,988
	Valor-p (bilateral)	0,049	0,459		0,000
	N	9	9	9	9
Precio Unitario T/C FORWARD	Correlación de Pearson	-0,745(*)	-0,137	0,988	1
	Valor-p (bilateral)	0,021	0,726	0,000	
	N	9	9	9	9

*La correlación es significativa al nivel 0,05 (bilateral).

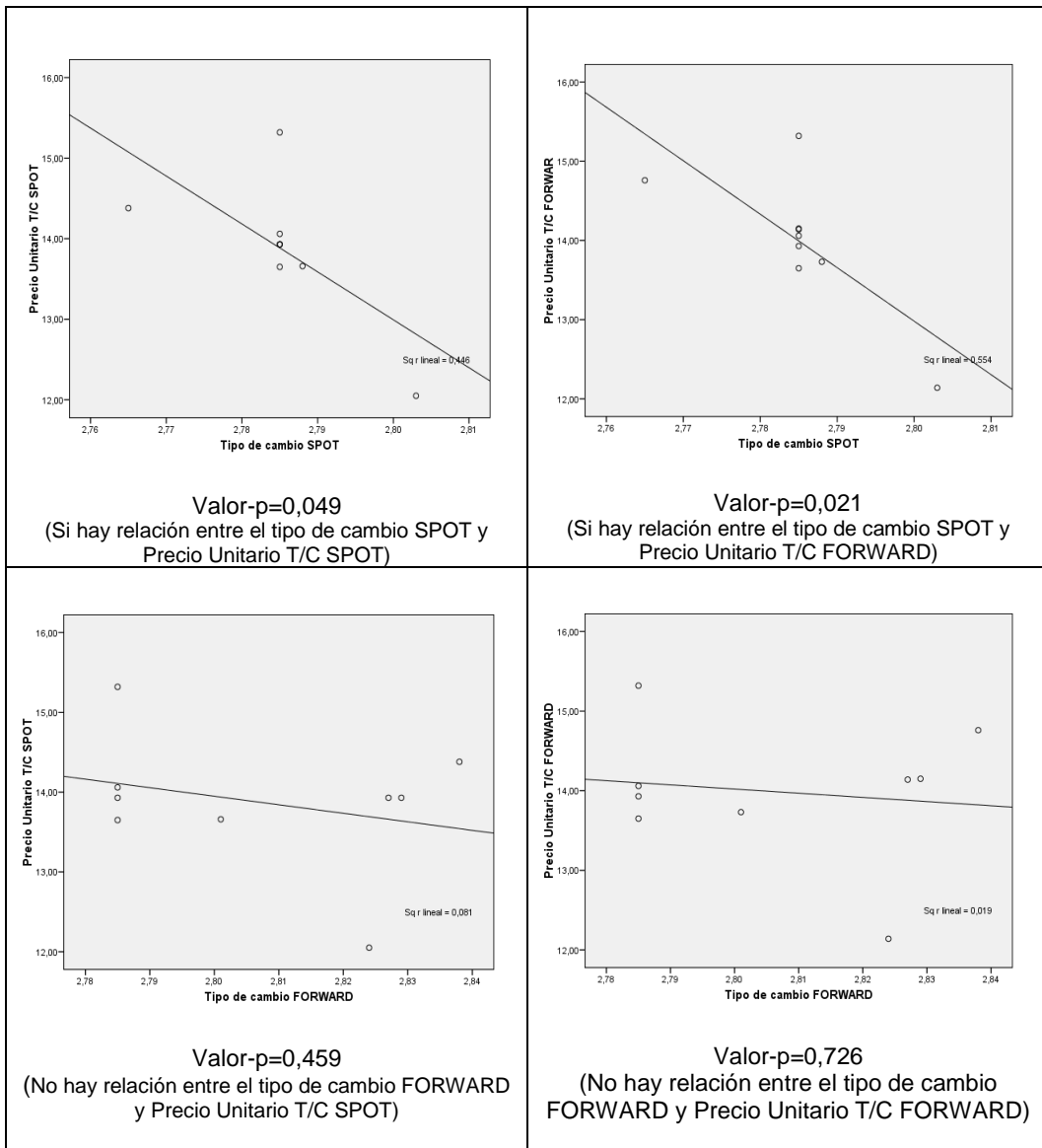


Figura 54: Diagrama de dispersión entre las variables variaciones del tipo de cambio y la colocación de precios unitarios a sus productos de exportación

d. Regla de decisión

Rechazar H_0 si el valor-p es menor a 0,05

No rechazar H_0 si el valor-p es mayor a 0,05

e. Conclusión

Los resultados de la Tabla 29 y Figura 54, dan como resultado que los valores-p son menores que el nivel de significancia (0,05), por lo tanto se rechaza H_0 , caso contrario si son mayores al nivel de significancia (0,05) no se rechaza H_0 y se concluye con un nivel de confianza del 95% que:

- El tipo de cambio SPOT y el Precio Unitario T/C Spot se relaciona (sig=0,049) de manera inversa significativa (R=-0,668).
- El tipo de cambio SPOT y el Precio Unitario T/C Forward se relaciona (sig=0,021) de manera inversa significativa (R=-0,745).
- El tipo de cambio Forward y el Precio Unitario T/C Spot no se relacionas (sig=0,459).
- El tipo de cambio Forward y el Precio Unitario T/C Forward no se relacionas (sig=0,726).

f. Discusión

Uno de los propósitos de la presente investigación fue determinar si la variación del tipo de cambio afecta la colocación de precio de los productos a exportar, según el análisis efectuado a la información

financiera de las nueve (9) empresas, se observa que la relación es inversa negativa, medida mediante la correlación de Pearson, donde se distingue que aumenta una variable disminuye la otra, por lo tanto, se acepta la hipótesis planteada, dado los resultados presentados en las Tabla 29 y Figura 54, donde el tipo de cambio si afecta la colocación de precios de los productos a exportar de las empresas exportadoras agrícolas de la irrigación Pampas en Arequipa, tal como se planteó en la hipótesis.

5.1.3. Hipótesis específica 2

a. Planteamiento de Hipótesis

H₀: La volatilidad del tipo de cambio no afectan las ventas de las empresas exportadoras agrícolas de la irrigación Pampas de Arequipa.

H₁: La volatilidad del tipo de cambio afecta las ventas de las empresas exportadoras agrícolas de la irrigación Pampas de Arequipa.

b. Nivel de significancia: 0,05

Para todo valor de la probabilidad igual o menor que 0,05, se rechaza H₀.

c. Elección de la prueba estadística: Correlación de Pearson

Tabla 29

Correlación entre las variaciones del tipo de cambio afecta las ventas de las empresas exportadoras agrícolas de la irrigación Pampas de en Arequipa

Variables	Estadísticos	Tipo de cambio SPOT	Tipo de cambio FORWARD	Venta total S/. sin cobertura	Venta total S/. con cobertura
Tipo de cambio SPOT	Correlación de Pearson	1	-0,191	0,056	0,054
	Valor-p (bilateral)		0,622	0,885	0,890
	N	9	9	9	9
Tipo de cambio FORWARD	Correlación de Pearson	-0,191	1	-0,257	-0,254
	Valor-p (bilateral)	0,622		0,504	0,510
	N	9	9	9	9
Venta total S/. sin cobertura	Correlación de Pearson	0,056	-0,257	1	1,000(**)
	Valor-p (bilateral)	0,885	0,504		0,000
	N	9	9	9	9
Venta total S/. con cobertura	Correlación de Pearson	0,054	-0,254	1,000(**)	1
	Valor-p (bilateral)	0,890	0,510	0,000	
	N	9	9	9	9

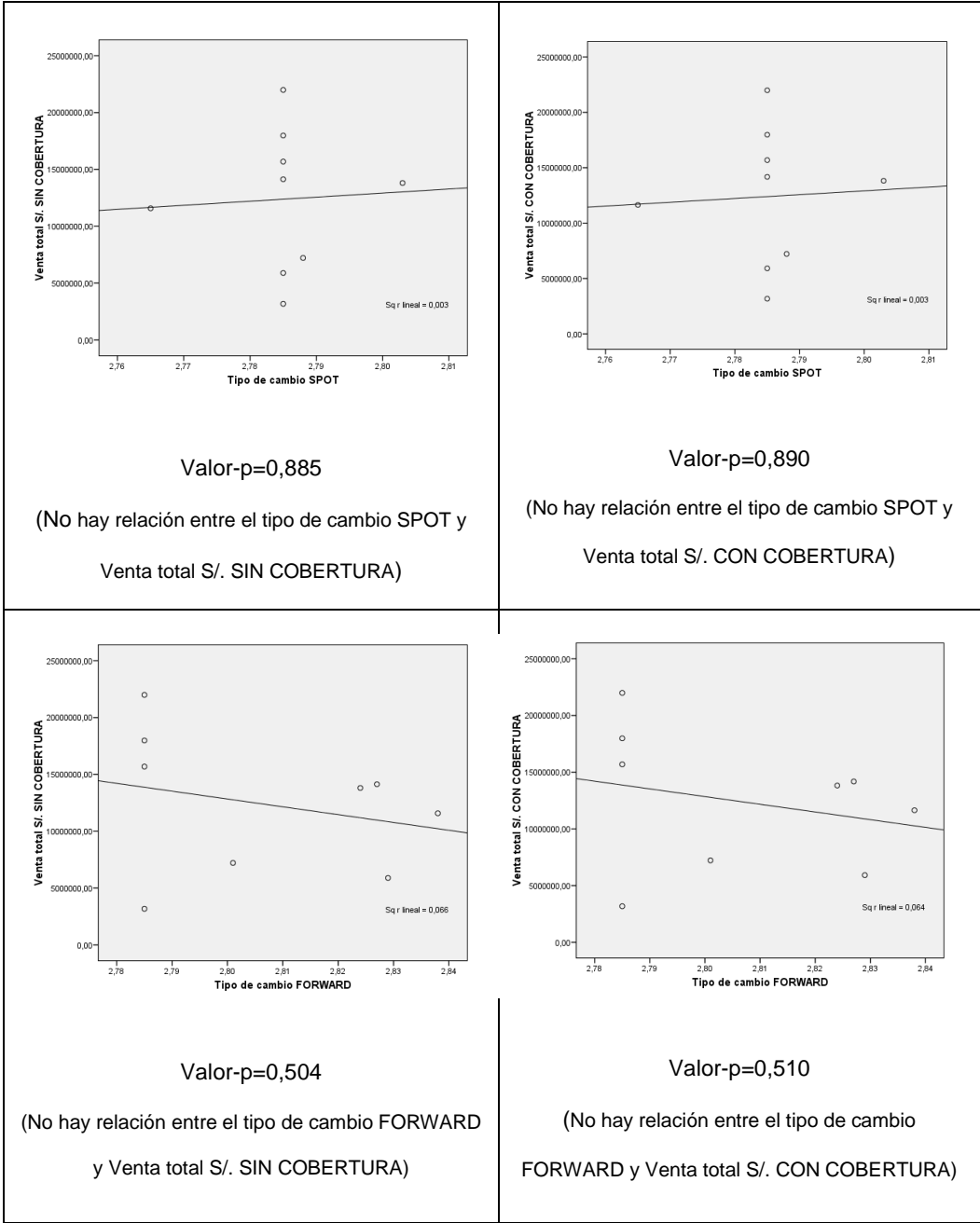


Figura 55: Diagrama de dispersión entre las variables tipo de cambio y ventas de las empresas exportadoras agrícolas de la irrigación Pampas de en Arequipa

d. Regla de decisión

Rechazar H_0 si el valor-p es menor a 0,05

No rechazar H_0 si el valor-p es mayor a 0,05

e. Conclusión

Los resultados de la Tabla 30 y Figura 55, dan como resultado que los valores-p son menores que el nivel de significancia (0,05), por lo tanto se rechaza H_0 , caso contrario si son mayores al nivel de significancia (0,05) no se rechaza H_0 y se concluye con un nivel de confianza del 95% que:

- El tipo de cambio *SPOT* y las ventas totales (S/.) sin cobertura “No” se relaciona (sig=0,885).
- El tipo de cambio *SPOT* y las ventas totales (S/.) con cobertura “No” se relaciona (sig=0,890).
- El tipo de cambio *FORWARD* y las ventas totales (S/.) sin cobertura “No” se relaciona (sig=0,504).
- El tipo de cambio *FORWARD* y las ventas totales (S/.) con cobertura “No” se relaciona (sig=0,510).

f. Discusión

Después de analizar los resultados estadísticamente de la hipótesis H_1 : La volatilidad del tipo de cambio afecta las ventas de las empresas

exportadoras agrícolas de la irrigación Pampas de en Arequipa, se estableció que no hay relación con las ventas, ya que no es un factor que influye directamente con la cobertura por diferencia en el cambio de moneda extranjera. La variación de una variable no influye significativamente la variación de la otra variable

5.1.4. Hipótesis específica 3

a. Planteamiento de Hipótesis

H₀: Las fluctuaciones del tipo de cambio no afectan la determinación de costos de exportación.

H₁: Las fluctuaciones del tipo de cambio afectan la determinación de costos de exportación.

b. Nivel de significancia:0,05

Para todo valor de la probabilidad igual o menor que 0,05, se rechaza H₀.

c. Elección de la prueba estadística: Correlación de Pearson

Tabla 30

Correlación entre las variaciones del tipo de cambio afectan los costos de exportación de las empresas exportadoras agrícolas de la irrigación Pampas de en Arequipa

Variables	Estadísticos	Tipo de cambio SPOT	Tipo de cambio FORWARD	Costos S/. sin cobertura	Costos S/. con cobertura
Tipo de cambio SPOT	Correlación de Pearson	1	-0,191	-0,006	-0,005
	Valor-p (bilateral)		0,622	0,988	0,990
	N	9	9	9	9
Tipo de cambio FORWARD	Correlación de Pearson	-0,191	1	-0,658	-0,661
	Valor-p (bilateral)	0,622		0,054	0,053
	N	9	9	9	9
Costos S/. sin cobertura	Correlación de Pearson	-0,006	-0,658	1	1,000(**)
	Valor-p (bilateral)	0,988	0,054		0,000
	N	9	9	9	9
Costos S/. con cobertura	Correlación de Pearson	-0,005	-0,661	1,000(**)	1
	Valor-p (bilateral)	0,990	0,053	0,000	
	N	9	9	9	9

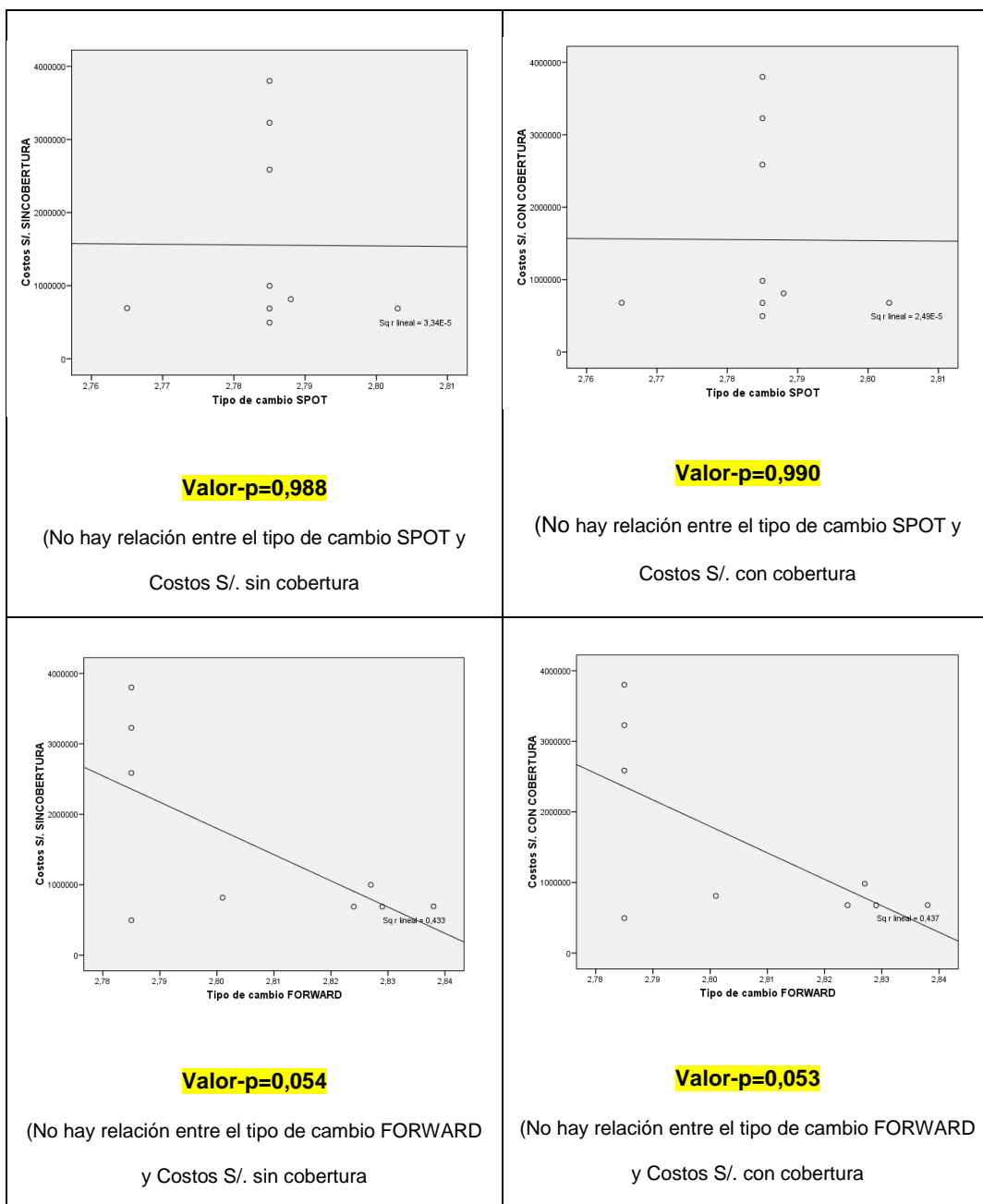


Figura 56: Diagrama de dispersión entre las variables tipo de cambio y los costos de exportación de las empresas exportadoras agrícolas de la irrigación Pampas de en Arequipa

d. Regla de decisión

Rechazar H_0 si el valor-p es menor a 0,05

No rechazar H_0 si el valor-p es mayor a 0,05

e. Conclusión

Los resultados de la Tabla 31 y Figura 56, dan como resultado que los valores-p son menores que el nivel de significancia (0,05), por lo tanto se rechaza H_0 , caso contrario si son mayores al nivel de significancia (0,05) no se rechaza H_0 y se concluye con un nivel de confianza del 95% que:

- El tipo de cambio *SPOT* y los costos (S/.) sin cobertura “No” se relacionan (sig=0,988).
- El tipo de cambio *SPOT* y los costos (S/.) con cobertura “No” se relacionan (sig=0,990).
- El tipo de cambio *FORWARD* y los costos (S/.) sin cobertura “No” se relaciona (sig=0,054).
- El tipo de cambio *FORWARD* y los costos (S/.) con cobertura “No” se relaciona (sig=0,053).

f. Discusión

Después de analizar los resultados estadísticamente de la hipótesis

H₁: Las fluctuaciones del tipo de cambio afectan la determinación de costos de exportación, se verificó que no tiene una correlación directa, ya que no es un factor que influye directamente con la cobertura por diferencia en el cambio de moneda extranjera. La variación de una variable no influye significativamente la variación de la otra variable

5.1.5. Hipótesis específica 4

a. Planteamiento de Hipótesis

H₀: Las fluctuaciones del tipo de cambio no afectan la determinación de los gastos de exportación.

H₁: Las fluctuaciones del tipo de cambio afectan la determinación de los gastos de exportación.

b. Nivel de significancia: 0,05

Para todo valor de la probabilidad igual o menor que 0,05, se rechaza H₀.

c. Elección de la prueba estadística: Correlación de Pearson

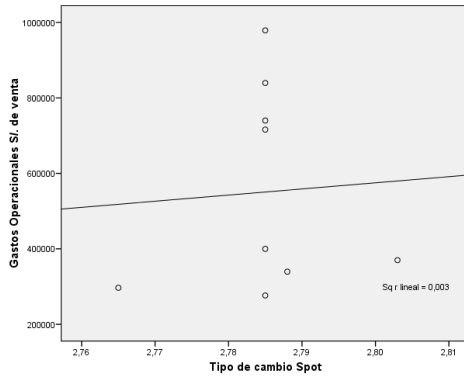
Tabla 31

Correlación entre las variaciones del tipo de cambio afectan los gastos de las empresas exportadoras agrícolas de la irrigación Pampas de en Arequipa

Variables	Estadísticos	Tipo de cambio Spot	Tipo de cambio Forward	Gastos operacionales S/. de venta	Gastos operacionales S/. administrativos	Gastos Operacionales S/. financieros	Gastos Operacionales S/. pérdida por diferencia de cambio
Tipo de cambio Spot	Correlación de Pearson	1	-0,191	0,058	0,218	0,327	-0,009
	Valor-p (bilateral)		0,622	0,882	0,573	0,390	0,982
	N	9	9	9	9	9	9
Tipo de cambio Forward	Correlación de Pearson	-0,191	1	-0,579	-0,585	0,464	-0,719(*)
	Valor-p (bilateral)	0,622		0,102	0,098	0,208	0,029
	N	9	9	9	9	9	9
Gastos operacionales S/. de venta	Correlación de Pearson	0,058	-0,579	1	0,924(**)	0,034	0,832(**)
	Valor-p (bilateral)	0,882	0,102		0,000	0,932	0,005
	N	9	9	9	9	9	9
Gastos operacionales S/. administrativos	Correlación de Pearson	0,218	-0,585	0,924(**)	1	-0,042	0,861(**)
	Valor-p (bilateral)	0,573	0,098	0,000		0,915	0,003
	N	9	9	9	9	9	9
Gastos Operacionales S/. financieros	Correlación de Pearson	0,327	0,464	0,034	-0,042	1	-0,439
	Valor-p (bilateral)	0,390	0,208	0,932	0,915		0,237
	N	9	9	9	9	9	9
Gastos Operacionales S/. pérdida por diferencia de cambio	Correlación de Pearson	-0,009	-0,719(*)	0,832(**)	0,861(**)	-0,439	1
	Valor-p (bilateral)	0,982	0,029	0,005	0,003	0,237	
	N	9	9	9	9	9	9

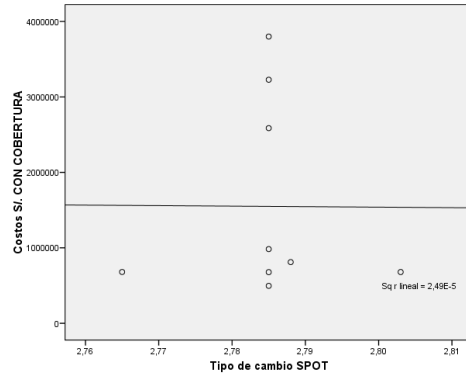
* La correlación es significativa al nivel 0,05 (bilateral).

** La correlación es significativa al nivel 0,01 (bilateral).



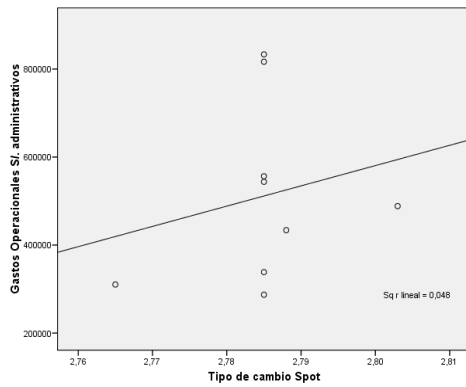
Valor-p=0,882

(No hay relación entre el tipo de cambio Spot y Gastos de venta)



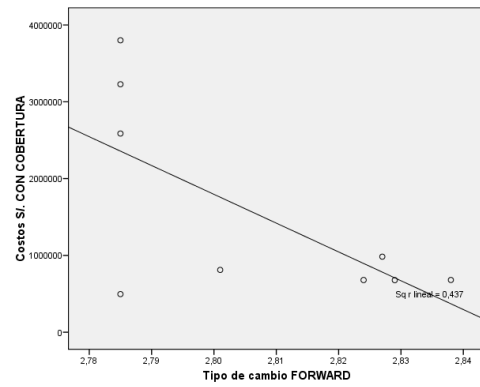
Valor-p=0,573

(No hay relación entre el tipo de cambio Spot y Gastos administrativos)



Valor-p=0,390

(No hay relación entre el tipo de cambio Spot y los Gastos financieros)



Valor-p=0,982

(No hay relación entre el tipo de cambio Spot y los Gastos por diferencia de cambio)

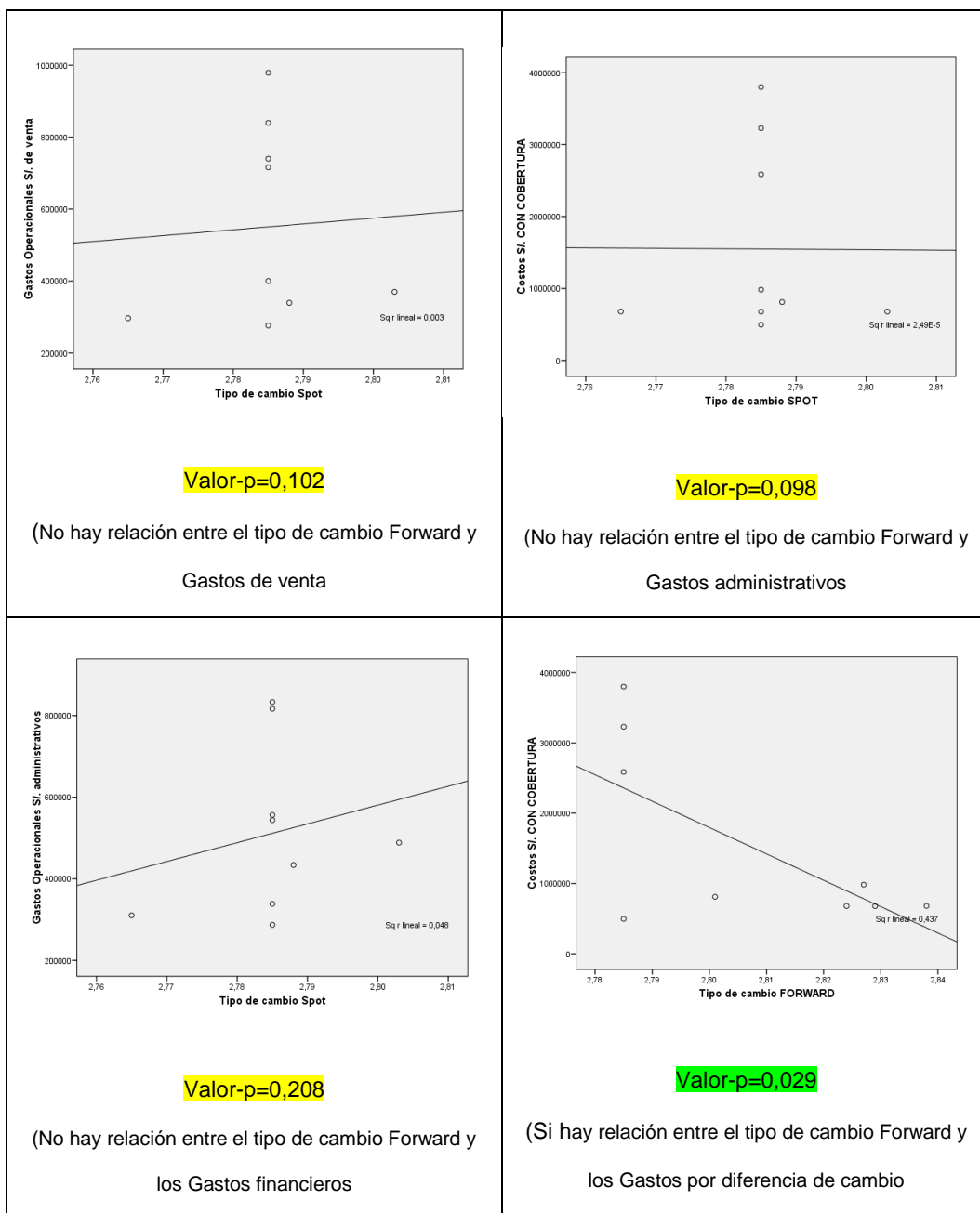


Figura 57: Diagrama de dispersión entre las variaciones del tipo de cambio afectan los gastos de exportación de las empresas exportadoras agrícolas de la irrigación Pampas de en Arequipa

d. Regla de decisión

Rechazar H_0 si el valor-p es menor a 0,05

No rechazar H_0 si el valor-p es mayor a 0,05

e. Conclusión

Los resultados de la Tabla 32 y Figura 57, dan como resultado que los valores-p son menores que el nivel de significancia (0,05), por lo tanto se rechaza H_0 , caso contrario si son mayores al nivel de significancia (0,05) no se rechaza H_0 y se concluye con un nivel de confianza del 95% que:

- El tipo de cambio Spot y los Gastos operacionales S/. de venta "No" se relacionan (sig=0,882).
- El tipo de cambio Spot y los Gastos operacionales S/. administrativos "No" se relacionan (sig=0,573).
- El tipo de cambio Spot y los Gastos Operacionales S/. financieros "No" se relacionan (sig=0,390).
- El tipo de cambio Spot y los Gastos Operacionales S/. de pérdida por diferencia de cambio "No" se relacionan (sig=0,982).
- El tipo de cambio Forward y los Gastos operacionales S/. de venta "No" se relacionan (sig=0,102).
- El tipo de cambio Forward y los Gastos operacionales S/.

administrativos “No” se relacionan ($\text{sig}=0,098$).

- El tipo de cambio Forward y los Gastos Operacionales S/. financieros “No” se relacionan ($\text{sig}=0,208$).
- El tipo de cambio Forward y los Gastos Operacionales S/. de pérdida por diferencia de cambio “S” se relacionan ($\text{sig}=0,0029$).

f. Discusión

Uno de los objetivos de la presente investigación fue verificar si las fluctuaciones del tipo de cambio afectan la determinación los gastos por diferencia de cambio en la exportación de las empresas exportadoras agrícolas de la Irrigación Pampas de Majes en Arequipa, según el análisis estadístico efectuado a la información financiera de las nueve (9) empresas, se observa que la relación es inversa, medida mediante la correlación de Pearson, donde se distingue que aumenta una variable disminuye la otra, por lo tanto, se acepta la hipótesis planteada, dado los resultados presentados en las Tabla 32 y Figura 57. En los resultados analizados donde se detallan los indicadores de los gastos operacionales de administración y de ventas, no se relacionan directamente con la variable de cobertura por diferencia de cambio

5.1.6. Hipótesis específica 5

a. Planteamiento de Hipótesis

H₀: La volatilidad del tipo de cambio no afecta el margen de utilidad bruta de las empresas exportadoras agrícolas de la Irrigación Pampas de Majes en Arequipa.

H₁: La volatilidad del tipo de cambio afecta el margen de utilidad bruta de las empresas exportadoras agrícolas de la Irrigación Pampas de Majes en Arequipa.

b. Nivel de significancia: 0,05

Para todo valor de la probabilidad igual o menor que 0,05, se rechaza H₀.

c. Elección de la prueba estadística: Correlación de Pearson

Tabla 32

Correlación entre las variaciones del tipo de cambio afecta el margen de la utilidad bruta de las empresas exportadoras agrícolas de la irrigación Pampas de en Arequipa

Variables	Estadísticos	Tipo de cambio SPOT	Tipo de cambio FORWARD	Margen de utilidad bruta sin cobertura	Margen de utilidad bruta con cobertura
Tipo de cambio SPOT	Correlación de Pearson	1	-0,191	-0,119	-0,119
	Valor-p (bilateral)		0,622	0,760	0,760
	N	9	9	9	9
Tipo de cambio FORWARD	Correlación de Pearson	-0,191	1	0,868(*)	0,868(*)
	Valor-p (bilateral)	0,622		0,002	0,002
	N	9	9	9	9
Margen de utilidad bruta sin cobertura	Correlación de Pearson	-0,119	0,868(*)	1	1,000(*)
	Valor-p (bilateral)	0,760	0,002		0,000
	N	9	9	9	9
Margen de utilidad bruta con cobertura	Correlación de Pearson	-0,119	0,868(*)	1,000(*)	1
	Valor-p (bilateral)	0,760	0,002	0,000	
	N	9	9	9	9

*La correlación es significativa al nivel 0,01 (bilateral).

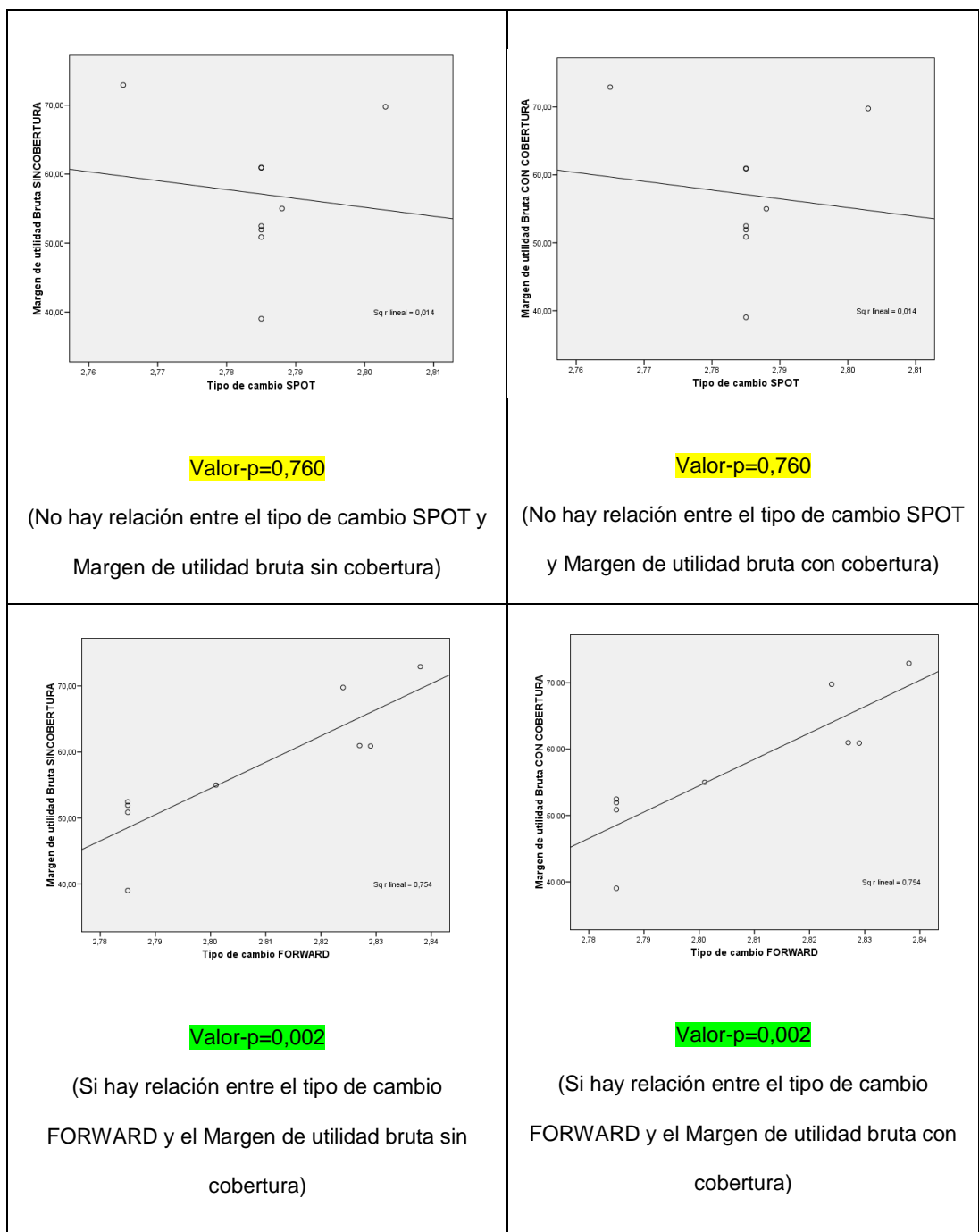


Figura 58: Diagrama de dispersión entre las variables tipo de cambio y el margen de la utilidad bruta de las empresas exportadoras agrícolas de la irrigación Pampas de en Arequipa

d. Regla de decisión

Rechazar H_0 si el valor-p es menor a 0,05

No rechazar H_0 si el valor-p es mayor a 0,05

e. Conclusión

Los resultados de la Tabla 33 y Figura 58, dan como resultado que los valores-p son menores que el nivel de significancia (0,05), por lo tanto se rechaza H_0 , caso contrario si son mayores al nivel de significancia (0,05) no se rechaza H_0 y se concluye con un nivel de confianza del 95% que:

- El tipo de cambio *SPOT* y el margen de utilidad bruta sin cobertura “No” se relaciona (sig=0,760).
- El tipo de cambio *SPOT* y el margen de utilidad bruta con cobertura “No” se relaciona (sig=0,760).
- El tipo de cambio *FORWARD* y el margen de utilidad bruta sin cobertura “Sí” se relacionan (sig=0,002).
- El tipo de cambio *FORWARD* y el margen de utilidad bruta con cobertura “Sí” se relacionan (sig=0,002).

f. Discusión

Al determinar si la volatilidad del tipo de cambio afecta el margen

de utilidad bruta de las empresas exportadoras agrícolas de la Irrigación Pampas de Majes en Arequipa, se observa que la relación es directa, medida mediante la correlación de Pearson, donde se distingue que aumenta una variable de la volatilidad del tipo de cambio disminuye la variable del margen de utilidad bruta, por lo tanto, se acepta la hipótesis planteada, dado los resultados presentados en las Tabla 33 y Figura 58.

5.1.7. Hipótesis específica 6

a. Planteamiento de Hipótesis

H₀: Las fluctuaciones del tipo de cambio no afectan el margen de utilidad neta de las empresas exportadoras agrícolas de la Irrigación Pampas de Majes en Arequipa.

H₁: Las fluctuaciones del tipo de cambio afectan el margen de utilidad neta de las empresas exportadoras agrícolas de la Irrigación Pampas de Majes en Arequipa.

b. Nivel de significancia: 0,05

Para todo valor de la probabilidad igual o menor que 0,05, se rechaza H₀.

c. Elección de la prueba estadística: Correlación de Pearson

Tabla 33

Correlación entre las variaciones del tipo de cambio afecta el margen de la utilidad neta de las empresas exportadoras agrícolas de la irrigación Pampas de en Arequipa

Variables	Estadísticos	Tipo de cambio SPOT	Tipo de cambio FORWARD	Margen de utilidad neta sin cobertura	Margen de utilidad neta con cobertura	
Tipo de cambio SPOT	Correlación de Pearson		1	-0,191	-0,115	-0,126
	Valor-p (bilateral)			0,622	0,769	0,746
	N		9	9	9	9
Tipo de cambio FORWARD	Correlación de Pearson		-0,191	1	0,857(*)	0,864(*)
	Valor-p (bilateral)		0,622		0,003	0,003
	N		9	9	9	9
Margen de utilidad neta sin cobertura	Correlación de Pearson		-0,115	0,857(*)	1	1,000(*)
	Valor-p (bilateral)		0,769	0,003		0,000
	N		9	9	9	9
Margen de utilidad neta con cobertura	Correlación de Pearson		-0,126	0,864(*)	1,000(*)	1
	Valor-p (bilateral)		0,746	0,003	0,000	
	N		9	9	9	9

*La correlación es significativa al nivel 0,01 (bilateral).

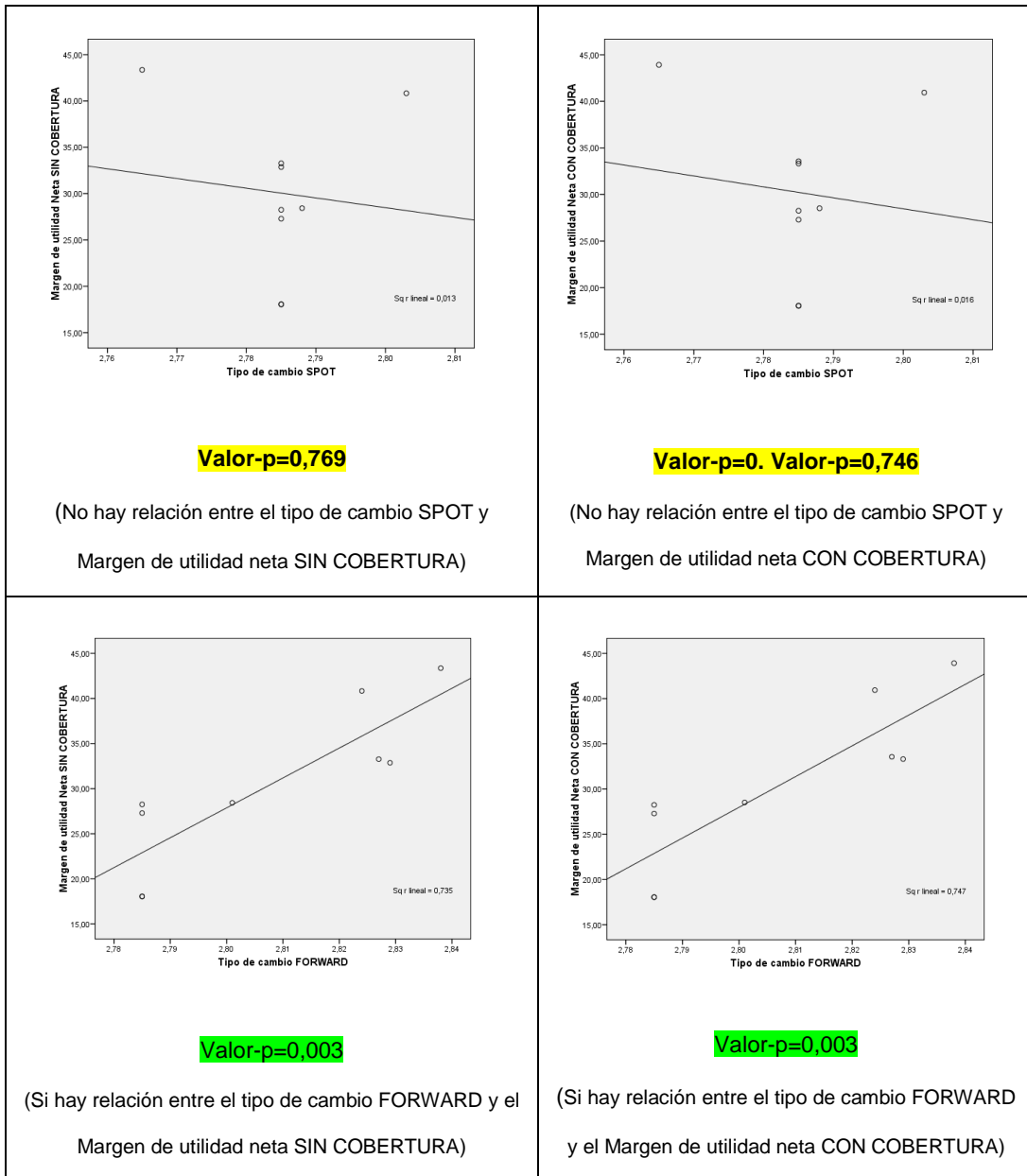


Figura 59: Diagrama de dispersión entre las variables tipo de cambio y el margen de utilidad neta de las empresas exportadoras agrícolas de la irrigación Pampas de en Arequipa

d. Regla de decisión

Rechazar H_0 si el valor-p es menor a 0,05

No rechazar H_0 si el valor-p es mayor a 0,05

e. Conclusión

Los resultados de la Tabla 34 y Figura 59, dan como resultado que los valores-p son menores que el nivel de significancia (0,05), por lo tanto se rechaza H_0 , caso contrario si son mayores al nivel de significancia (0,05) no se rechaza H_0 y se concluye con un nivel de confianza del 95% que:

- El tipo de cambio SPOT y el margen de utilidad neta sin cobertura “No” se relaciona (sig=0,760).
- El tipo de cambio SPOT y el margen de utilidad neta con cobertura “No” se relaciona (sig=0,746).
- El tipo de cambio FORWARD y el margen de utilidad neta sin cobertura “Sí” se relacionan (sig=0,003).
- El tipo de cambio FORWARD y el margen de utilidad neta con cobertura “Sí” se relacionan (sig=0,003).

f. Discusión

Al determinar si la volatilidad del tipo de cambio afecta el margen de utilidad neta de las empresas exportadoras agrícolas de la

Irrigación Pampas de Majes en Arequipa, se observa que la relación es directa e influye significativamente, medida mediante la correlación de Pearson, donde se distingue que aumenta una variable de la volatilidad del tipo de cambio disminuye la variable de la utilidad neta, por lo tanto, se acepta la hipótesis planteada, dado los resultados presentados en las Tabla 34 y Figura 59.

5.1.8. Hipótesis específica 7

a. Planteamiento de Hipótesis

H₀: La volatilidad del tipo de cambio no afecta el rendimiento sobre el capital de las empresas exportadoras agrícolas de la Irrigación Pampas de Majes en Arequipa.

H₁: La volatilidad del tipo de cambio afecta el rendimiento sobre el capital de las empresas exportadoras agrícolas de la Irrigación Pampas de Majes en Arequipa.

b. Nivel de significancia: 0,05

Para todo valor de la probabilidad igual o menor que 0,05, se rechaza H₀.

c. Elección de la prueba estadística: Correlación de Pearson

Tabla 34

Correlación entre las variaciones del tipo de cambio afecta el rendimiento sobre el capital de las empresas exportadoras agrícolas de la irrigación Pampas de en Arequipa

Variables	Estadísticos	Tipo de cambio SPOT	Tipo de cambio FORWARD	Rendimiento sobre los activos sin cobertura	Rendimiento sobre los activos con cobertura
Tipo de cambio SPOT	Correlación de	1	-0,191	-0,018	-0,022
	Pearson				
	Valor-p (bilateral)		0,622	0,964	0,955
	N	9	9	9	9
Tipo de cambio FORWARD	Correlación de	-0,191	1	-0,476	-0,471
	Pearson				
	Valor-p (bilateral)	0,622		0,195	0,201
	N	9	9	9	9
Rendimiento sobre los activos sin cobertura	Correlación de	-0,018	-0,476	1	1,000(*)
	Pearson				
	Valor-p (bilateral)	0,964	0,195		0,000
	N	9	9	9	9
Rendimiento sobre los activos con cobertura	Correlación de	-0,022	-0,471	1,000(*)	1
	Pearson				
	Valor-p (bilateral)	0,955	0,201	0,000	
	N	9	9	9	9

*La correlación es significativa al nivel 0,01 (bilateral).

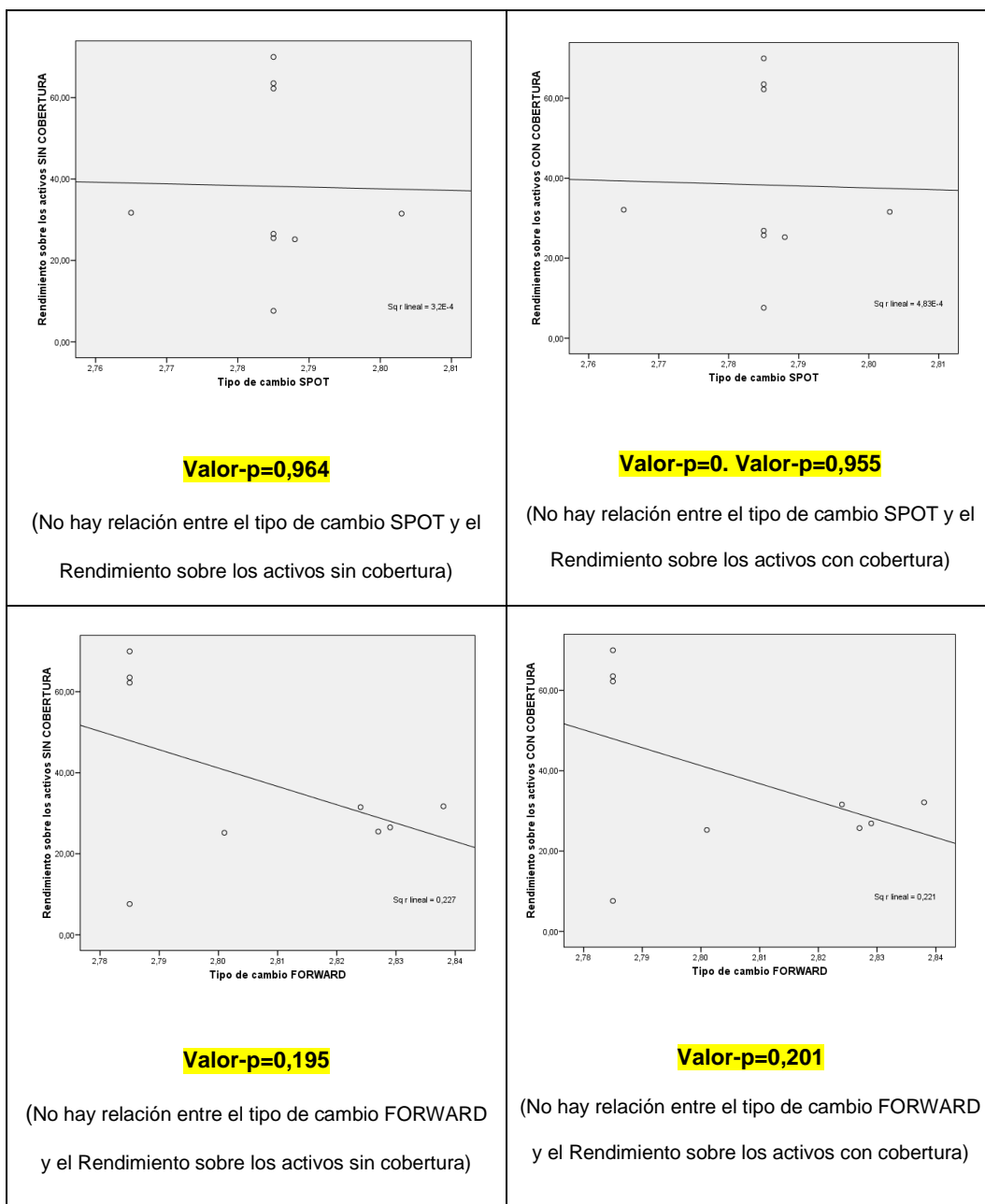


Figura 60: Diagrama de dispersión entre las variables tipo de cambio y el rendimiento sobre el capital de las empresas exportadoras agrícolas de la irrigación Pampas de en Arequipa

d. Regla de decisión

Rechazar H_0 si el valor-p es menor a 0,05

No rechazar H_0 si el valor-p es mayor a 0,05

e. Conclusión

Los resultados de la Tabla 35 y Figura 60, dan como resultado que los valores-p son menores que el nivel de significancia (0,05), por lo tanto se rechaza H_0 , caso contrario si son mayores al nivel de significancia (0,05) no se rechaza H_0 y se concluye con un nivel de confianza del 95% que:

- El tipo de cambio SPOT y el Rendimiento sobre los activos sin cobertura "No" se relaciona (sig=0,964).
- El tipo de cambio SPOT y el Rendimiento sobre los activos con cobertura "No" se relaciona (sig=0,955).
- El tipo de cambio FORWARD y el Rendimiento sobre los activos sin cobertura "No" se relaciona (sig=0,195).
- El tipo de cambio FORWARD y el Rendimiento sobre los activos con cobertura "No" se relaciona (sig=0,201).

f. Discusión

Al Verificar si la volatilidad del tipo de cambio afecta el rendimiento

sobre el capital de las empresas exportadoras agrícolas de la Irrigación Pampas de Majes en Arequipa. Se determinó que Los resultados no tienen relación directa con la con la variable de cobertura por diferencia de cambio

5.1.9. Hipótesis específica 8

a. Planteamiento de Hipótesis

H₀: Las fluctuaciones del tipo de cambio no afecta el rendimiento sobre los activos de las empresas exportadoras agrícolas de la Irrigación Pampas de Majes en Arequipa.

H₁: Las fluctuaciones del tipo de cambio afecta el rendimiento sobre los activos de las empresas exportadoras agrícolas de la Irrigación Pampas de Majes en Arequipa.

b. Nivel de significancia: 0,05 Para todo valor de la probabilidad igual o menor que 0,05, se rechaza H₀.

c. Elección de la prueba estadística: Correlación de Pearson

Tabla 36

Correlación entre las variaciones del tipo de cambio afecta el rendimiento sobre los activos de las empresas exportadoras agrícolas de la irrigación Pampas de en Arequipa

VARIABLES	ESTADÍSTICOS	Tipo de cambio SPOT	Tipo de cambio FORWARD	Rendimiento sobre el capital sin cobertura	Rendimiento sobre el capital con cobertura
Tipo de cambio SPOT	Correlación de Pearson	1	-0,191	-0,067	-0,075
	Valor-p (bilateral)		0,622	0,864	0,847
	N	9	9	9	9
	<hr/>				
Tipo de cambio FORWARD	Correlación de Pearson	-0,191	1	0,084	0,097
	Valor-p (bilateral)	0,622		0,831	0,805
	N	9	9	9	9
	<hr/>				
Rendimiento sobre el capital sin cobertura	Correlación de Pearson	-0,067	0,084	1	1,000(**)
	Valor-p (bilateral)	0,864	0,831		0,000
	N	9	9	9	9
	<hr/>				
Rendimiento sobre el capital con cobertura	Correlación de Pearson	-0,075	0,097	1,000(**)	1
	Valor-p (bilateral)	0,847	0,805	0,000	
	N	9	9	9	9
	<hr/>				

*La correlación es significativa al nivel 0,01 (bilateral).

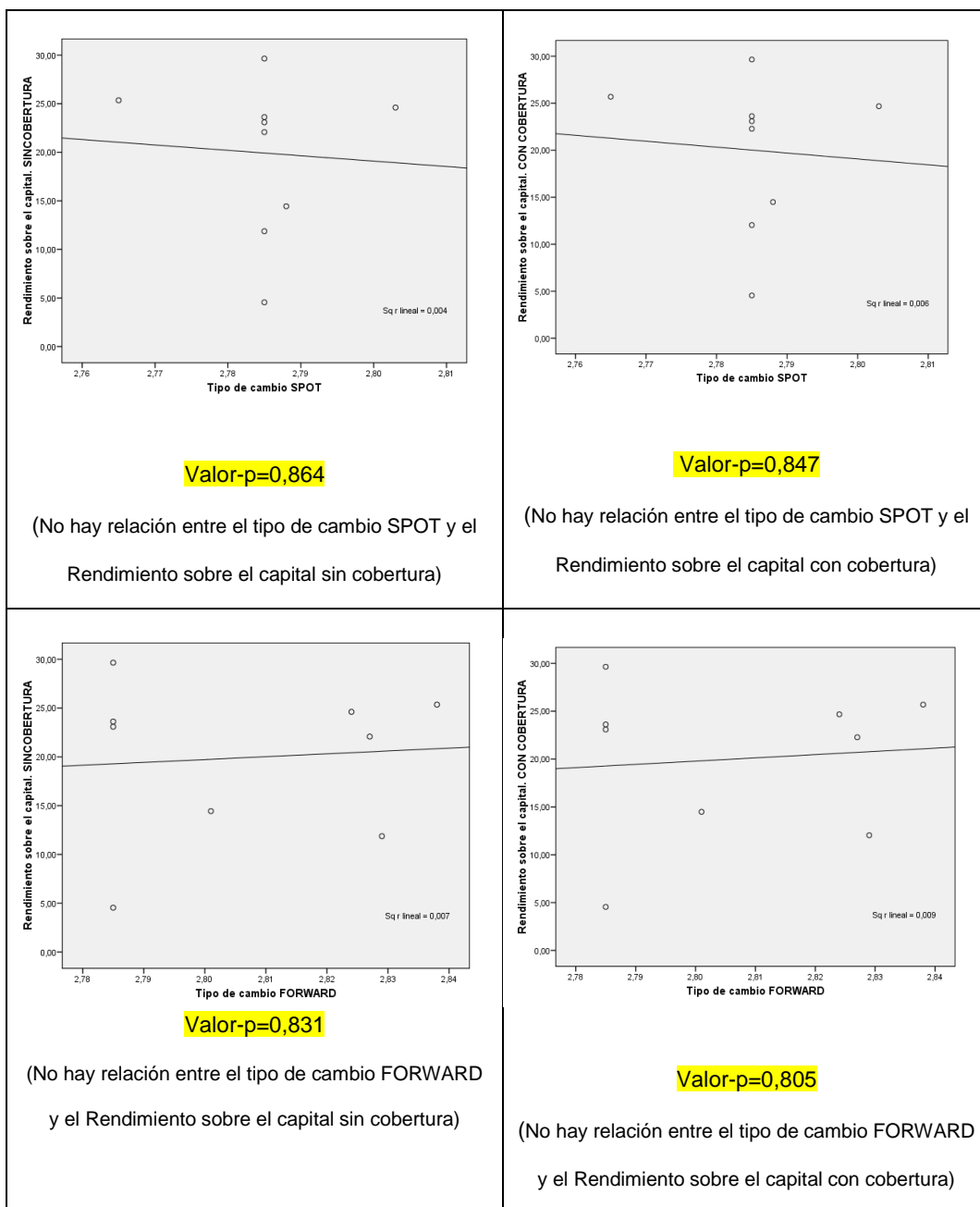


Figura 61: Diagrama de dispersión entre las variables tipo de cambio y el rendimiento sobre los activos de las empresas exportadoras agrícolas de la irrigación Pampas de en Arequipa

d. Regla de decisión

Rechazar H_0 si el valor-p es menor a 0,05

No rechazar H_0 si el valor-p es mayor a 0,05

e. Conclusión

Los resultados de la Tabla 36 y Figura 61, dan como resultado que los valores-p son menores que el nivel de significancia (0,05), por lo tanto se rechaza H_0 , caso contrario si son mayores al nivel de significancia (0,05) no se rechaza H_0 y se concluye con un nivel de confianza del 95% que:

- El tipo de cambio SPOT y el Rendimiento sobre el capital sin cobertura "No" se relacionan (sig=0,864).
- El tipo de cambio SPOT y el Rendimiento sobre el capital con cobertura "No" se relacionan (sig=0,847).
- El tipo de cambio FORWARD y el Rendimiento sobre el capital sin cobertura "No" se relacionan (sig=0,831).
- El tipo de cambio FORWARD y el Rendimiento sobre el capital con cobertura "No" se relacionan (sig=0,805).

f. Discusión

Al Verificar si la volatilidad del tipo de cambio afecta el rendimiento sobre los activos de las empresas exportadoras agrícolas de la Irrigación Pampas de Majes en Arequipa. Se determinó que los resultados no tienen relación directa con la con la variable de cobertura por diferencia de cambio.

CONCLUSIONES

Primera

La aplicación del contrato Forward como cobertura en el riesgo cambiario en la rentabilidad de las empresas exportadoras de la irrigación de las pampas de Majes en Arequipa, contribuyó a mitigar el efecto de la volatilidad del tipo de cambio, ya que se obtuvo en el presente un tipo de cambio futuro; logrando obtener rentabilidades más altas de las empresas que no coberturaron; minimizando el impacto negativo de la variación del tipo de cambio en los márgenes de utilidad.

Segunda

Según los resultados obtenidos, la volatilidad del valor del tipo de cambio afecta directamente los ingresos esperados en moneda extranjera, los costos de la exportación y gastos, originando resultados en el corto plazo desfavorables de las empresas que no aplicaron el *Forward* como cobertura.

Tercera

La aplicación del Forward, como un instrumento de cobertura disminuyó el impacto en las posibles pérdidas en la colocación de precios unitarios de

los productos a exportar; de este modo cualquier pérdida causada por la variación en el tipo de cambio en los precios pactados en moneda extranjera en las exportaciones, se minimizó por beneficios obtenidos en la posición de futuro.

Cuarta

El sector agroexportador es el más expuesto a la influencia del comercio exterior, por lo cual, en la investigación se presentaron diferencias significativas en los resultados del periodo, entre las empresas exportadoras agrícolas de la Irrigación Pampas de Majes en Arequipa que aplicaron el *Forward* como cobertura del riesgo cambiario y las que no; reflejándose en mayor grado en el rubro de los gastos por diferencia de cambio.

Quinta

Las empresas que aplicaron el *Forward* como cobertura gestionaron mejor la administración del riesgo cambiario, permitiendo manejar los ingresos, costos de exportación y los gastos operativos con mayor eficiencia; generando mayores rendimientos en la inversión del capital en moneda nacional en corto plazo.

Sexta

El rendimiento sobre los activos de las empresas exportadoras agrícolas de la Irrigación Pampas de Majes en Arequipa, muestran diferencias significativas en los resultados entre las empresas que coberturaron y las que no. Según el estudio, las empresas con mayores porcentajes en los resultados son las que aplicaron el *Forward* como cobertura frente al riesgo cambiario. Ellas manejaron mejor el uso de los activos disponibles, permitiendo el retorno y rendimiento de las inversiones efectuadas en las exportaciones del periodo en estudio.

RECOMENDACIONES

Primera

Para mitigar el riesgo frente a la volatilidad del tipo de cambio, las empresas exportadoras agrícolas deben desarrollar estrategias de cobertura del riesgo cambiario para cuantificar sus posibles pérdidas de manera que tengan información suficiente para la toma de decisiones y puedan así administrar eficientemente las ventas al extranjero, márgenes de utilidad y la inversión ocasionada por las operaciones al exterior, para mantener el equilibrio entre ingresos en moneda extranjera y los egresos en moneda nacional.

Segunda

Adoptar medidas de seguimiento y control, como el análisis probabilístico de las variaciones del tipo de cambio en un periodo determinado, para proteger y administrar los ingresos por venta al extranjero y los costos y gastos de las exportaciones de los productos, para evitar que sus clientes busquen otros proveedores en el exterior con mejores precios.

Tercera

Es recomendable analizar las condiciones económicas, cambios bruscos

en las finanzas en el corto plazo del entorno donde se va comercializar los productos a exportar, puesto que cualquier apreciación del dólar y depreciación de la divisa peruana redundará en un encarecimiento de los productos, y por tanto un aumento del precio de colocación.

Cuarta

Es imprescindible conocer la normatividad legal y contable en la que se desenvuelven las empresas exportadoras en el Perú, para realizar efectivamente la operatividad y gestión de los instrumentos financieros derivados que actúan como cobertura, para que el gastos por diferencia de cambio producto de la aplicación de una cobertura sea reconocido según las normas legales, contables y tributarias.

Quinta

Se recomienda diseñar sistemas de control y administración del riesgo cambiario, para incrementar el volumen de ventas sin aumentar los activos. Permitiendo medir la eficiencia y capacidad de la utilización de los activos disponibles en el periodo.

Sexta

Para aplicar coberturas con instrumentos financieros como el *Forwar*, es necesario que las empresas exportadoras utilicen, durante el periodo que

duren las exportaciones, medidas y estrategias de análisis financiero para estimar sus resultados con un tipo de cambio que se calcula en el presente y se aplica en el futuro, permitiendo la evaluación del rendimiento o los beneficios generados sobre el capital invertido.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Allayannis, G., Ofek, E., 2001. *Exchange rate exposure, hedging, and the use of foreign currency derivatives. Journal of International Money and Finance* 20, 273-296.

Antezana, David; Minaya, S.y Torrejón J. (2013). *Hacia una cultura de cobertura financiera en el Perú. Escuela de contabilidad. Pontificia Universidad Católica del Perú.*

Avilés, J. y Miranda, J. (2010). *DEFINICIÓN DE COSTO, GASTOS Y COMPRAS. Tesis de grado, Unidad de Ciencias Económico Administrativas. Universidad de Guanajuato.*

Banco Central de Reserva del Perú. (2016, Enero 31). Circular N° 002-2016-BCRP. Recuperado el 30 de junio de 2016 de <http://www.bcrp.gob.pe/docs/Transparencia/Notas-informativas>.

Banco Central de Reserva del Perú (2013) *.La Cobertura Cambiaria: Los forwards de divisas. Recuperado el 06 de Julio de 2016 de*

<http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Informes-Especiales>.

Banco Central de Reserva del Perú (2015) .Revista moneda. Tipo de cambio y obligaciones en moneda extranjera. 156.

Bancóldex S.A. Banco de Comercio Exterior de Colombia S.A (2013). Coberturas Cambiarias. Recuperado el 02 de julio de 2016 de <https://www.bancoldex.com/documentos/5139.pdf>.

Banco de Crédito del Perú (2015). Del día a día/Forward. Recuperado el 30 de Junio de 2016 de <http://www.tesoreriabcp.com/forward>.

BBVA Banco Continental (2015). Qué son los mercados Over The Counter (OTC). Recuperado el 30 de junio de 2016 de <http://www.bbva.com/es/noticias/economia/bancos/productos-financieros/operaciones-over-the-counter-otc>.

BBVA Banco Continental (2007). Mercados de Derivados en Perú. Recuperado el 30 de junio de 2016 de <http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Informes-especiales/Cobertura-Cambiaria-BBVA-3.pdf>.

BBVA Banco Continental (2013). Con tu empresa. Recuperado el 05 de julio de 2016 de <http://www.bbvacontuempresa.es/a/que-es-el-tipo-cambio>.

Banco Financiero del Perú (2008). Forward e moneda. División de tesorería. Recuperado el 30 de junio de 2016 de <http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Informes-Especiales/Cobertura-Cambiaria-Financiero.pdf>

Becerra, M. , Gutarra, M., Obregon, S. (2015). Efecto de derivados de cobertura de moneda en el valor de las empresas no financieras. (tesis). Universidad del Pacífico. Lima. 565 pp.

Bernedo, M., Málaga, J. (2014). La Banca Central y los derivados financieros. Banco central de reserva del Perú, 53(12), 40-45.

Contrato Marco para Operaciones con Derivados y su Anexo, Resolución SBS No. 5029-2011, ASBANC., Circular N° G-155-2011.

Díaz, M. (2006). Fundamentos de los costos. Capítulo 3: Diferentes conceptos de costo para diferentes propósitos. (Versión electrónica). Curso Fundamentos de los costos.

Deloitte. Grupo técnico/ IFRS. Centre of Excellence. (Junio, 2016). NIIF 9 Instrumentos financieros. Lo que hay que saber desde la perspectiva de las empresas no financieras. Recuperado el 06 de julio de <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/es/Documents/auditoria/Deloitte-ES-Auditoria-niif9.pdf>.

Diccionario de Marketing, de Cultural S.A. (2005, 340).

Ernst & Young (2012). Contabilidad de Coberturas. Efectividad de Coberturas. Recuperado el 31 de julio de 2016 de [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Riesgos_Financieros_y_su_relacion_con_IFRS/\\$FILE/Efectividad-de-Coberturas.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Riesgos_Financieros_y_su_relacion_con_IFRS/$FILE/Efectividad-de-Coberturas.pdf)

Guía de aplicación, GA 105. Apéndice A. Coberturas. Evaluación de la eficacia de la cobertura. (párrafo105).

Herranz, F.; Costa, A.; Zamora, C. (2004, 26). Instrumentos financieros derivados y operaciones de cobertura. Monografías sobre las normas internacionales de información financiera. http://www.elcriterio.com/niif/monografias_niif_aeca_expansion/libro4/009-168.pdf.

Hilbck, M. (2009). Operaciones de “carry trade” en el mercado de derivados peruano. Informe Profesional. Pontificia Universidad Católica del Perú.

Hinojosa, J. (2014, Octubre). Gestión Riesgo de tipo de cambio. Grupo de Instrumentos Financieros. Ernst &Young.

Informativo Caballero Bustamante. (2013). Forwards como medida para evitar pérdidas de tipo de cambio (cuaderno de trabajo No. 2). Recuperado el 04 de Julio de 2016 de <http://www.caballero Bustamante.com.pe/bibliotecavirtual>.

Faxas del Toro, J y Atucha, M. (2011). El análisis financiero del capital de trabajo en la empresa. Observatorio de la Economía Latinoamericana, N° 152. Recuperado el 04 de junio de 2016 de <http://www.eumed.net/cursecon/ecolat/cu/2011>.

Fragoso, J. C. (2002). Análisis y Administración de Riesgos Financieros. Exposición de la materia de Análisis de Riesgos, de la especialidad en Economía Financiera de la Universidad Veracruz, Capítulo 13: Mercado de Derivados.

Fisher, L. y Espejo, J. (2006). Mercadotecnia. Tercera Edición. Interamericana. Recuperado el 31 de julio de 2016 de <http://www.monografias.com/trabajos14/riesgospymes/riesgos/pymes/riesgos>.

Fisanotti, I. (2014). Antecedentes históricos de los mercados de futuros y opciones: cobertura y especulación. *INVENIO*,17 (33),9-19.

Groppelli, A. y Ehsan Nikbakht (2000). Finance. Barron's Educational Series. (4ta. Ed). http://es.wikipedia.org/wiki/Ratio_financiera. Recuperado el 31 de julio de 2016 de [http://www.laguiadelcafe.org/guia-del-cafe/operaciones de cobertura /función básica](http://www.laguiadelcafe.org/guia-del-cafe/operaciones_de_cobertura_funcion_basica).

Ley N° 29773, Art. 10. Modificatoria. Ley del impuesto a la renta. D.S.179-2004-EF. (Julio, 2011) Ley del impuesto a la renta, Decreto Legislativo 970,2006 y Decreto Legislativo 979, 2007.

López, P. y España, L. (2011). Gestión del riesgo cambiario en una compañía exportadora.

Norma Internacional de Contabilidad, (NIC) 32, Instrumentos

Financieros.Obj.11, pag.1533 párr. GA3 a GA23. (2013).

Norma Internacional de Contabilidad, NIC 39, Instrumentos Financieros:
Reconocimiento y Medición. Obj. 9, pag.1968. (2013)

Norma Internacional de Contabilidad, NIC 39, Instrumentos Financieros:
Reconocimiento y Medición. Tratamiento Contable de las
Coberturas Riesgos. Párr. 85 – 102. (2013).

Norma Internacional de Información Financiera 7 (NIIF 7), Instrumentos
financieros: Información a revelar. Obj. 1- 2, Pag. 2, Párr. 1 -
5. (2013).

Norma Internacional de Información Financiera 9 (NIIF 9), Instrumentos
Financieros. Obj. 1,2,3. Pag. 491, Párr. 27-30. (2013).

Norma Internacional de Información Financiera, (NIIF 9). Instrumentos
Financieros. Contabilidad de Coberturas y modificaciones a la
NIIF 9, NIIF 7 y NIC 39. IN5 – IN10. (Noviembre, 2013).

Norma internacional de información financiera 13 (NIIF 13). Medición del
Valor Razonable. Obj.1, pag. 489 párr. 9. (2013).

Manrique, Omar. (2015, Junio 01). BCR endurece medidas para reducir

especulación en mercado cambiario. Recuperado el 30 de junio de 2016, de <http://gestion.pe/economia>.

Ministerio de Comercio Exterior y Turismo (2011). Guía para la Competitividad Cambiaria del Sector Exportador. Tomo I Conceptos Básicos del Mercado Cambiario. Lima. 50 p.

Modificatoria del texto único ordenado de la Ley del impuesto a la renta, Decreto Legislativo. N° 970, Art. 5-A incorporado por el Artículo 2. (24.12.2006). Publicado (diciembre, 24 2006). Vigente (Enero, 1 2007).

Müller, Alexander. (2014, Diciembre 27). La dinámica entre el BCRP y los *Forwards* de tipo de cambio. Recuperado el 30 de junio de 2016, de <http://semanaeconomica.com>.

Ralph, S.; Polimeni, F.; Fabozzi, A. y Adelberg, H. (2009, 324). Contabilidad de costos. (3Ra. Ed).<http://libreria-universitaria.blogspot.com>

Perú.com: Empresas exportadoras. Recuperado el 26 de febrero de 2013, de <http://peru.com/actualidad/economia-y-finanzas/peru->

empresas-exportadoras.

Peña, A. (2003). Instrumentos Derivados: Una estrategia financiera para reducir el riesgo en las empresas mexicanas. (Tesis profesional de grado). Universidad Tecnológica de la Mixteca. Huajuapán de León, OAX. 128 pp.

Poitras, G. (2009). De Amberes a Chicago: la historia de los contratos negociados en bolsa de valores derivados. Canadá: World Scientific. Proinversión. Portal institucional (2013). Inversiones estratégicas. Irrigación de las Pampas de Sigüas - Majes-Sigüas.

Kummer, S., & Pauletto, C. (2012). La historia de los derivados: unos hitos. Seminario sobre Regulación de los mercados de derivados. Zurich, 3 May 2012.

Resolución SBS N° 1737-2006. Reglamento para la Negociación y Contabilización de Productos Financieros Derivados en las Empresas del Sistema Financiero (Art. 8°), Lima, Perú, 28 de diciembre 2006.

Sánchez, J. (2002): Análisis de Rentabilidad de la empresa. Recuperado

el 7 de abril de 2009 en <http://www.5campus.com/leccion/anarenta>.

Saunders, A., Millon, M., (2014). *Financial Institutions Management: A Risk Management Approach*. 8th Edition Boston. McGraw-Hill.

Salas, R. (2008). Banco Central de Reserva del Perú. Recuperado el 30 de junio de 2016 de <http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Informes-Especiales/Cobertura-Cambiaria-Forwards-Riesgos>.

Sierra, J. H. *Evidencia Sobre El Uso De Derivados Financieros*. Pontificia Universidad Javeriana. Working paper. 2007.

Suclupe, A. (2015). Tipo de cambio. *SEMANA económica*. Recuperado el 30 de junio de 2016 de <http://semanaeconomica.com/article/economia/macroeconomia/152936-tipo-de-cambio>.

Weber, E. (2010). "A short History of derivative securities markets" en *La universidad de Western Australia*. Discusión paper 08-10.

ANEXOS

1. ANEXOS

FICHA DE ANÁLISIS DOCUMENTAL (1)

INFORMACION FINANCIERA

FORWARD COMO COBERTURA DEL RIESGO CAMBIARIO EN LA RENTABILIDAD DE LAS EMPRESAS EXPORTADORAS AGRÍCOLAS DE LA IRRIGACIÓN PAMPAS DE MAJES EN AREQUIPA

I. Finalidad del instrumento

Mediante este análisis se podrá obtener los datos de los estados financieros de las empresas a investigar con la finalidad de realizar las tablas y figuras estadísticas.

Se garantiza la confidencialidad de la información, no se considerará el nombre o razón social de las empresas en estudio. Se denominarán con una abreviatura simbólica.

II. Ubicación:

La irrigación Pampas de Majes, se extiende a la largo de los distritos de Santa Isabel de Siguan y San Juan de Siguan provincia y departamento de Arequipa.

III. Sector: Agro exportador

IV. Periodo

Enero – junio	2014
---------------	------

V. Datos generales:

Empresa		Rubro:	
Exportador acopiador		Exportador intermediario	
Exportador Productor		Instrumento de cobertura	

VI. Datos financieros

ESTADO DE GANANCIAS Y PÉRDIDA ENERO – JUNIO DE 2014 EN NUEVOS SOLES	E-1	E-2	E-3	E-4	E-5	E-6	E-7	E-8	E-9
INGRESOS OPERACIONALES									
VENTAS NETAS									
OTROS INGRESOS OPERACIONALES									
TOTAL INGRESOS OPERACIONALES									
COSTOS DE VENTAS									
UTILIDAD BRUTA									
GASTOS OPERACIONALES									
GASTOS DE VENTA									
GASTOS DE ADMINISTRACION									
UTILIDAD OPERATIVA									
OTROS INGRESOS									
INGRESOS DIVERSOS									
INGRESOS FINANCIEROS									
INGRESOS EXCEPCIONALES									
GASTOS FINANCIEROS									
CARGAS EXCEPCIONALES									
GANANCIA Ó PÉRDIDA POR INSTRUMENTOS FINANCIEROS DERIVADOS									
RESULTADO ANTES DE PARTIC. E IMP. A LA RENTA									
PARTICIPACION DE LOS TRABAJADORES									
IMPUESTO A LA RENTA									
UTILIDAD (PERDIDA) NETA DEL EJERCICIO									

FICHA DE ANÁLISIS DOCUMENTAL (2)

CALCULO DE LA COBERTURA

FORWARD COMO COBERTURA DEL RIESGO CAMBIARIO EN LA RENTABILIDAD DE LAS EMPRESAS EXPORTADORAS AGRÍCOLAS DE LA IRRIGACIÓN PAMPAS DE MAJES EN AREQUIPA

I. Finalidad del instrumento

Mediante cálculos matemáticos se podrá obtener los datos necesarios para calcular el tipo de cambio fijo a futuro del contrato *Forward*. Los resultados tienen la finalidad de realizar las tablas y figuras estadísticas.

Se garantiza la confidencialidad de la información, no se considerará el nombre o razón social de las empresas en estudio. Se denominarán con una abreviatura simbólica.

II. Empresa:

TIPO DE OPERACIÓN	MONEDA LOCAL	PLAZO DE FINANCIAMIENTO	FECHA DE LA TRANSACCIÓN	FECHA DE VENCIMIENTO	IMPORTE DEL CONTRATO	MONEDA DEL CONTRATO	T/C. SPOT (a la firma del contrato)	
							Compra	Fecha

III. Diferencial de tasas

SOLES		DOLARES	
PASIVA	ACTIVA	PASIVA	ACTIVA

$$\text{Diferencial de Tasas} = \frac{1 + \text{TASA MN}}{1 + \text{TASA ME}} - 1$$

IV. Calculo del diferencial de tasas

TASA MN	=	
TASA ME	=	
TASA MN	=	
1	=	
TASA ME	=	
1	=	
TASA MN/TASA ME	=	
-1	=	
Df	=	

$$\text{TC Forward} = \text{TC Spot} \times [1 + \text{Diferencial de Tasas}]^{n/360}$$

V. Outrights o el tipo de cambio futuro

TCs	=	
Df	=	
1	=	
PERIODO	=	
TC forward	=	

EL PUNTO SWAPS: El swaps es la diferencia entre el cambio del tipo de cambio forward y el tipo de cambio spot expresado en diezmilésimas.

TCf=
TCsc=
PSw=

TCf= TCs + Psw

FICHA DE ANÁLISIS DOCUMENTAL (3)

LIQUIDACION DEL CONTRATO Y RESULTADO DE LA COBERTURA

FORWARD COMO COBERTURA DEL RIESGO CAMBIARIO EN LA RENTABILIDAD DE LAS EMPRESAS EXPORTADORAS AGRÍCOLAS DE LA IRRIGACIÓN PAMPAS DE MAJES EN AREQUIPA

I. Finalidad del instrumento

Mediante cálculos matemáticos se podrá obtener los datos para la liquidación del contrato de cobertura *Forward*. Los resultados tienen la finalidad de realizar las tablas y figuras estadísticas.

Se garantiza la confidencialidad de la información, no se considerará el nombre o razón social de las empresas en estudio. Se denominarán con una abreviatura simbólica.

II. Liquidación a la fecha de vencimiento del contrato forward (venta)

INSTITUCION FINANCIERA	
EMPRESA	
FECHA DE LIQUIDACION	
TIPO DE OPERACIÓN	
IMPORTE DEL CONTRATO	
TIPO DE CAMBIO FORWARD	
IMPORTE DEL CONTRATO	

III. Resultado (perdida o ganancia por diferencia de cambio)

EMPRESA:	
IMPORTE PACTADO US\$	
T/C FORWARD (según contrato)	
IMPORTE EN S/.	
IMPORTE PACTADO US\$	
T/C SPOT AL VENCIMIENTO	
IMPORTE EN S/.	
DIFERENCIA DE CAMBIO (GANANCIA) S/.	

FICHA DE ANÁLISIS DOCUMENTAL (4)
ANÁLISIS DE INFORMACION FINANCIERA

**FORWARD COMO COBERTURA DEL RIESGO CAMBIARIO EN LA RENTABILIDAD DE LAS EMPRESAS
EXPORTADORAS AGRÍCOLAS DE LA IRRIGACIÓN PAMPAS DE MAJES EN AREQUIPA**

I. Finalidad del instrumento

Mediante cálculos matemáticos se podrá obtener los datos para el análisis de la información financiera. Los resultados tienen la finalidad de realizar las tablas y figuras estadísticas. Se garantiza la confidencialidad de la información, no se considerará el nombre o razón social de las empresas en estudio. Se denominarán con una abreviatura simbólica.

II. Información financiera

Moneda: :.....

Periodo: 90 días.

SIN COBERTURA	E-1	E-2	E-3	E-4	E-5	E-6	E-7	E-8	E-9
VENTAS NETAS									
COSTO DE VENTAS (Interno)									
COSTO DE VENTAS (Exterior)									
UTILIDAD BRUTA									
UTILIDAD NETA									
ACTIVO TOTAL									
PATRIMONIO									
PERDIDA DIFERENCIA DE CAMBIO									

Moneda: :.....

Periodo : 90 días.

CON COBERTURA	E-1	E-2	E-3	E-4	E-5	E-6	E-7	E-8	E-9
VENTAS NETAS									
COSTO DE VENTAS (Interno)									
COSTO DE VENTAS (Exterior)									
UTILIDAD BRUTA									
UTILIDAD NETA									
ACTIVO TOTAL									
PATRIMONIO									
PERDIDA DIFERENCIA DE CAMBIO									

III. Indicadores

a) Tipo de cambio	b) Precio
c) Ventas	d) Costos de la exportación
e) Gastos	f) Margen de utilidad Bruta
g) Margen de utilidad Neta	h) Rendimiento sobre los activos
i) Rendimiento sobre el capital.	

a) Tipo de cambio

EMPRESA	T/C SPOT	T/C FORWARD	PUNTO SWAP
E-1			
E-2			
E-3			
E-4			
E-5			
E-6			
E-7			
E-8			
E-9			

b) precio

EMPRESA	PRECIO	T/C SPOT	T/C FORWARD	PRECIO SPOT	PRECIO FORWARD

c) ventas

EMPRESA	INGRESO POR VENTAS INTERNAS	INGRESO POR VENTA AL EXTERIOR		TOTAL VENTAS (US\$)	T/C PROMEDIO	TOTAL VENTAS EN SOLES	T/C FORWARD	INGRESO POR VENTA AL EXTERIOR		INGRESO POR INGRESOS INTERNOS	TOTAL
		SIN COBERTURA	CON COBERTURA					T/C SPOT	T/C FORWARD		
E-1											
E-2											
E-3											
E-4											
E-5											
E-6											
E-7											
E-8											
E-9											

c.1) Resumen

EMPRESA	TOTAL VENTAS SIN COBERTURA	TOTAL VENTAS CON COBERTURA	GANANCIA POR CONTRATO FORWARD
E-1			
E-2			
E-3			
E-4			
E-5			
E-6			
E-7			
E-8			
E-9			

d) Costos de la exportación

EMPRESA	COSTOS DE VENTAS (Externo)	T/C PROMEDIO	T/C FORWARD	SIN LA APLICACIÓN DE COBERTURA	CON LA APLICACIÓN DE COBERTURA
E-1					
E-2					
E-3					
E-4					
E-5					
E-6					
E-7					
E-8					

e) Gastos

EMPRESA	GASTOS				TOTAL GASTOS
	DE VENTA	ADMINISTRATIVOS	FINANCIEROS	PERDIDA POR DIF.CAMBIO	
E-1					
E-2					
E-3					
E-4					
E-5					
E-6					
E-7					
E-8					
E-9					

f) Margen de utilidad bruta

EMPRESA	SIN COBERTURA	CON COBERTURA
E-1		
E-2		
E-3		
E-4		
E-5		
E-6		
E-7		
E-8		
E-9		

$$\text{MARGEN BRUTO} = \frac{(\text{Ventas} - \text{Costo de ventas})}{\text{Ventas netas}} \times 100 = \%$$

g) Margen de utilidad Neta

EMPRESA	SIN	CON
	COBERTURA	COBERTURA
E-1		
E-2		
E-3		
E-4		
E-5		
E-6		
E-7		
E-8		
E-9		

h) Rendimiento sobre los activos (ROA)

EMPRESA	SIN	CON
	COBERTURA	COBERTURA
E-1		
E-2		
E-3		
E-4		
E-5		
E-6		
E-7		
E-8		
E-9		

MARGEN NETO $\frac{\text{Utilidades netas}}{\text{Ventas netas}} = X \ 100 = \%$

RENTABILIDAD DE LOS ACTIVOS $\frac{\text{Utilidades netas } \dot{\text{o}} \text{ Ingreso neto}}{\text{Activo total}} = X \ 100 = \%$
 Ò RENDIMIENTO SOBRE LA INVERSION

j) Rendimiento sobre el capital (ROE)

EMPRESA	SIN	CON
	COBERTURA	COBERTURA
E-1		
E-2		
E-3		
E-4		
E-5		
E-6		
E-7		
E-8		
E-9		

RENTABILIDAD PATRIMONIAL $\frac{\text{Utilidades netas } \dot{\text{o}} \text{ Ingreso neto}}{\text{Patrimonio}} = X \ 100 = \%$

FICHA DE ANÁLISIS DOCUMENTAL (5)

INFORMACION DE LA COBERTURA

FORWARD COMO COBERTURA DEL RIESGO CAMBIARIO EN LA RENTABILIDAD DE LAS EMPRESAS EXPORTADORAS AGRÍCOLAS DE LA IRRIGACIÓN PAMPAS DE MAJES EN AREQUIPA

I. Finalidad del instrumento

Mediante el presente instrumento se clasifican las empresas que efectuaron la operación de cobertura por el tipo de operación, plazo, moneda de la divisa extranjera, las fechas de la transacción y el vencimiento de la misma y el importe de la cobertura. Se garantiza la confidencialidad de la información, no se considerará el nombre o razón social de las empresas en estudio. Se denominarán con una abreviatura simbólica

EMPRESA No.	EMPRESA	TIPO DE OPERACIÓN	PLAZO (Días)	MONEDA DEL CONTRATO	FECHA DE LA TRANSACCIÓN	FECHA DE VENCIMIENTO	IMPORTE DEL CONTRATO
E-1	CON COBERTURA	Venta	90	US\$	09/01/2014	09/04/2014	\$ 1,000,000
E-2	CON COBERTURA	Venta	90	US\$	02/01/2014	02/04/2014	\$ 700,000
E-3	CON COBERTURA	Venta	90	US\$	02/03/2014	31/05/2014	\$ 900,000
E-4	SIN COBERTURA	-	-	-	-	-	-
E-5	SIN COBERTURA	-	-	-	-	-	-
E-6	CON COBERTURA	Venta	90	US\$	22/02/2014	23/05/2014	\$ 500,000
E-7	CON COBERTURA	Venta	90	US\$	12/03/2014	10/06/2014	\$ 600,000
E-8	SIN COBERTURA	-	-	-	-	-	-
E-9	SIN COBERTURA	-	-	-	-	-	-

FICHA DE ANÁLISIS DOCUMENTAL (6)

CONTRATO MARCO PARA OPERACIONES CON *FORWARD*

FORWARD COMO COBERTURA DEL RIESGO CAMBIARIO EN LA RENTABILIDAD DE LAS EMPRESAS EXPORTADORAS AGRÍCOLAS DE LA IRRIGACIÓN PAMPAS DE MAJES EN AREQUIPA

I. Finalidad del instrumento

Mediante el presente instrumento se determina los acuerdos de la entidad financiera y la empresa que va a efectuar la venta de divisas extranjeras; en el que se establece el plazo, tipo de cambio *Spot* (actual), tipo de cambio futuro (*Forward*) y condiciones de la operación. Se garantiza la confidencialidad de la información, no se considerará el nombre o razón social de las empresas en estudio. Se denominarán con una abreviatura simbólica



CONTRATO MARCO PARA LA REALIZACIÓN DE OPERACIONES CON DERIVADOS

Conste por el presente documento el Contrato Marco para Operaciones con Derivados que celebran:

(I) BANCO INTERNACIONAL DEL PERÚ S.A.A. - INTERBANK, identificado con RUC 20100053455, con domicilio en Av. Carlos Villarán 140, La Victoria - Lima - Perú, debidamente representado por..... identificada con DNI y el señor identificado con DNI....., debidamente facultados según poderes inscritos en la partida del Registro de Personas Jurídicas de los Registros Públicos de Lima - Perú, en adelante INTERBANK.

_____ con _____ domicilio en _____ en
_____, identificado _____ con
_____, sociedad inscrita en _____ del
registro de _____, debidamente representado por
_____ identificado con
_____ facultado según poderes inscritos en
_____ del Registro de _____, en adelante el
CLIENTE;

Conforme a las siguientes declaraciones y cláusulas:

DECLARACIONES

Declaran el CLIENTE e INTERBANK, tanto en la fecha de este Contrato Marco como en cada fecha en que se celebre una Operación al amparo del mismo, que:

(a) Son sociedades válidamente constituidas y existentes de acuerdo con las leyes peruanas, y que cuentan con todos los poderes y autorizaciones requeridas para conducir su negocio, desarrollar su objeto social y cumplir con los derechos y obligaciones a su cargo derivadas de este Contrato Marco y de las Confirmaciones;

INTERBANK, adicionalmente, declara que es una institución bancaria que cuenta con las autorizaciones pertinentes por parte de la SBS para realizar Operaciones;

(b) Sus apoderados y las personas autorizadas que celebren y confirmen Operaciones, cuentan con facultades suficientes para obligarlas en los términos establecidos en el Contrato y en las Operaciones;

(c) Las obligaciones asumidas en el Contrato no infringen ni contravienen (i) su estatuto social; (ii) ninguna Ley, decreto, reglamento o cualquier otra norma jurídica que le sea aplicable; (iii) ninguna orden, sentencia, laudo, resolución de cualquier tribunal judicial, arbitral u otra dependencia judicial o administrativa que le sea aplicable y de la cual tenga conocimiento; y, (iv) ningún contrato que le resulta aplicable, instrumento u otro compromiso en que sea parte o a cuyos términos y condiciones se encuentre obligado, de manera que pudiera afectar negativamente su capacidad de cumplir con las obligaciones que asume bajo el Contrato.

(d) Que han cumplido o cumplirán cuantos actos, requisitos y trámites exija la formalización, desarrollo y cumplimiento de los Contratos que se celebren y que sean exigibles conforme a la legislación vigente. Los cuales, de ser necesario, acreditarán a la otra Parte cuando ésta lo solicite por escrito.

(e) Que las obligaciones que asumen en el Contrato son obligaciones válidas de acuerdo con las leyes aplicables.

(f) Que conocen y aceptan los riesgos inherentes o que pueden derivarse del Contrato, de las Operaciones que se celebren al amparo del mismo, así como aquellos riesgos que se generen como consecuencia de las fluctuaciones del mercado con relación al Activo Subyacente.

(g) Que la sola suscripción del presente Contrato Marco no constituye ni genera para ellas la obligación de celebrar Operación alguna, en tanto que este Contrato Marco regula las Operaciones que las Partes pudieran celebrar en el futuro, las que en cada caso se concretarán mediante la suscripción de las Confirmaciones respectivas.

CLÁUSULAS

PRIMERA. Definiciones

A efectos de la interpretación de los términos que e inicien con mayúscula en este Contrato Marco y en las Confirmaciones, en el Anexo I se indica el significado que se atribuye a dichos términos.

SEGUNDA. Función del Contrato Marco

2.1 Por convenir a sus intereses, mediante el presente Contrato Marco INTERBANK y el CLIENTE establecen los términos y condiciones generales a los que se sujetarán las Operaciones que INTERBANK y el CLIENTE decidan efectuar a partir de la fecha de suscripción de este documento, así como los términos y condiciones establecidos en la Confirmaciones de las Operaciones que celebren.

2.2 El Contrato Marco, sus Anexos y las distintas Operaciones concretas que se realicen a través de cada Confirmación, serán considerados como un conjunto.

TERCERA. Confirmaciones

3.1 Las Operaciones que las Partes decidan realizar al amparo del Contrato Marco deberán necesariamente ser materializadas a través de un acuerdo expreso y escrito denominado "Confirmación". Las condiciones establecidas en las Confirmaciones se integrarán a aquellas establecidas en el Contrato Marco.

3.2 Las Confirmaciones deberán contener los elementos esenciales para cada tipo de Operación, así como una referencia al Contrato Marco. Entre los elementos esenciales que deben contener las Confirmaciones se encuentran: (i) clase de Operación, (ii) obligaciones de cada Parte, (iii) quien asume la posición de Comprador y a quien la de Vendedor; (iv) el valor y moneda de la Operación, (v) plazo de la Operación, (v) las fechas y formas de pago.

Las Partes podrán establecer en las Confirmaciones condiciones particulares a cada Operación, que podrán primar sobre lo estipulado en el Contrato Marco.

3.3 Las Confirmaciones podrán ser comunicadas a la otra parte por medio de los mecanismos establecidos en la cláusula Décimo Cuarta del presente documento. Una vez recibida la propuesta de Confirmación la parte receptora, a más tardar, el Día Hábil siguiente a su recepción, enviará a la otra parte la Confirmación aceptada o, de ser el caso, las objeciones que pudiera tener a la misma, mediante la firma del representante autorizado. Tanto la aceptación a la Confirmación como las objeciones que pudieran manifestarse sobre la misma, deberán efectuarse por escrito.

Si la parte receptora, dentro del plazo establecido en el párrafo anterior, no manifiesta expresamente su aceptación a la totalidad de los términos contenidos en la Confirmación o, no manifiesta expresamente su objeción a tales términos, la Confirmación se entenderá aceptada tácitamente bajo los términos contenidas en ésta.

3.4 En el supuesto de existir alguna discrepancia entre las disposiciones contenidas en el Contrato Marco y alguno de sus Anexos, prevalecerá la disposición contenida en el Anexo. En caso de discrepancia entre las disposiciones contenidas en el Contrato Marco (incluyendo sus Anexos) y una Confirmación, prevalecerá la Confirmación.

3.5 Para efectos de las Confirmaciones, las Partes indicarán la relación de sus representantes legales autorizados a negociar los términos y condiciones contenidas en éstas, de acuerdo con lo establecido en la cláusula Décimo Novena de este Contrato Marco.

3.6 Cada una de las Partes deberá comunicar en forma inmediata y por escrito a la otra parte sobre el cambio de algún representante legal designado oportunamente. La parte comunicada no asume ninguna responsabilidad por los hechos derivados del incumplimiento tardío de la obligación antes descrita a cargo de la otra parte.

CUARTA. Ejecución de Operaciones; Pagos; Cálculo.

4.1 Las obligaciones derivadas de las Operaciones se entenderán ejecutadas mediante el pago en efectivo o la entrega del Activo Subyacente contratado, en los términos de la correspondiente Confirmación y los demás términos aplicables en el Contrato Marco.

4.2 Todos los pagos o entregas que deban ser hechos por las Partes conforme al Contrato se harán en las Fechas de Pago, en la forma y moneda estipulada para cada Operación y a las cuentas o domicilios señalados en la Confirmación, sin necesidad de previo requerimiento. No obstante, las Partes podrán señalar cuentas o domicilios distintos mediante notificación por escrito a la otra parte, comunicada por lo menos con cinco (5) Días Hábiles de anticipación a la Fecha de Pago o entrega respectiva.

4.3 Salvo pacto en contrario en la Confirmación, todo pago generado por la ejecución de las Operaciones se efectuará en la cuenta designada por las Partes para tal efecto, hasta las 12:00 a.m. Lima – Perú, de la Fecha de Pago o entrega respectiva. Cualquiera de las Partes podrá cambiar la/s cuenta/s designada/s para la recepción de el/los pago/s o entrega/s, previa notificación por escrito a la otra Parte, dentro del plazo establecido en el numeral anterior de la presente cláusula.

4.4 Las entregas se efectuarán en la fecha y en la forma y/o a través del Sistema de Compensación o Cámara que las Partes acuerden y que se especifique en la correspondiente Confirmación.

4.5 El cumplimiento de las obligaciones de pago o de entrega de una de las Partes, no será exigible cuando la otra Parte esté en situación de incumplimiento.

4.6 En caso no existiera disponibilidad de fondos suficientes para cualquier pago, el CLIENTE autoriza en forma expresa a INTERBANK a cargar en cualquier momento y en cualquiera de las cuentas que EL CLIENTE tenga o pudiera tener en INTERBANK, los montos cuyo plazo haya vencido y no se hubieran pagado, siendo de aplicación lo establecido en la cláusula Décimo Séptima de este documento.

4.7 Todos los cálculos necesarios para determinar las cantidades a pagar o bienes o valores a entregar por cualquiera de las Partes en relación con cada Operación, se harán por INTERBANK.

QUINTA. Compensación. Retención

5.1 En caso de existir cantidades pagaderas en la misma moneda por ambas Partes respecto de una misma Operación, las dos deudas, hasta la cantidad que importa la menor, serán forzosamente compensadas y, por lo tanto, se extinguirán, debiendo la parte cuyo importe a pagar sea mayor, realizar el pago por la cantidad en exceso de las cantidades compensadas.

5.2 Las cantidades pagaderas al amparo de este Contrato con respecto a cualquier Operación, podrán compensarse por INTERBANK, contra cantidades pagaderas al CLIENTE originadas de obligaciones con INTERBANK al amparo de convenios o instrumentos diferentes a este Contrato Marco, incluyendo sin limitar, operaciones de crédito y/o depósitos bancarios.

5.3 En caso de que el CLIENTE no cumpla puntualmente con alguna de sus obligaciones de pago o entrega conforme al Contrato, INTERBANK podrá retener cualquier pago o entrega que deba al CLIENTE, mientras exista y perdure el incumplimiento.

SEXTA. Causas de Terminación Anticipada

Cuando una de las Partes incurra en alguna de las Causas de Terminación Anticipada que se especifican a continuación, la Parte Afectada podrá (i) resolver el Contrato Marco; o, (ii) anticipar la terminación de la totalidad de las

Operaciones, sin necesidad de declaración judicial, mediante notificación escrita ("Notificación de Incumplimiento") a la Parte Incumplidora fijando una Fecha de Terminación Anticipada:

(a) El incumplimiento de las obligaciones de pago y/o de entrega, de conformidad con lo establecido en la cláusula Cuarta de este Contrato Marco, siempre que dicho incumplimiento no haya sido subsanado en un plazo de un (1) Día Hábil a partir del día en que debió haberse cumplido la obligación correspondiente;

(b) El incumplimiento de cualquier obligación derivada del Contrato Marco y/o de las Confirmaciones, distinta de la de pago y/o entrega, y siempre que dicho incumplimiento no haya sido subsanado en el plazo de quince (15) días calendarios a partir de que la Notificación de Incumplimiento sea efectiva.

(c) El incumplimiento respecto de la Garantía en cualquiera de los siguientes casos:

a. Incumplimiento por el/los Garante/s de la obligación de pago y/o entrega derivada de los Documentos de Garantía, siempre que dicho incumplimiento no haya sido subsanado en un plazo de tres (3) Días Hábiles del día en que debió haberse cumplido la obligación correspondiente. b. Incumplimiento por el/los Garante/s de cualquier obligación distinta de la de pago y/o entrega derivada de los Documentos de Garantía siempre que dicho incumplimiento no fuese subsanado en el plazo previsto en el correspondiente Documento de Garantía o, en su defecto, en el plazo de quince (15) días calendarios a partir de la notificación por la Parte Afectada. c. La extinción o suspensión de la Garantía por cualquier causa, con anterioridad al cumplimiento o extinción de las obligaciones que por el mismo se garantizan, sin el consentimiento previo y por escrito de la otra Parte. d. La impugnación de la eficacia o validez de la Garantía por una de las Partes, por el/los propio/s Garante/s o por un tercero.

(d) La falsedad, incorrección o inexactitud de las declaraciones realizadas por una de las Partes o alguno de sus Garantes, con relación al Contrato Marco, las Confirmaciones o con cualquier Documento de Garantía.

(e) Cualquier incumplimiento por las Partes en el pago de cualquier otra obligación que mantengan entre ellas o con terceros (cross – default), distintas a las derivadas del Contrato Marco y las Confirmaciones, que se encuentren vencidas, sean exigibles y que individual o conjuntamente asciendan a un monto igual o superior a US\$ 100,000.00 (Cien Mil y 00/100 Dólares de los Estados Unidos de América) o su equivalente en moneda nacional, salvo que tales obligaciones sean materia de un proceso administrativo, judicial o arbitral.

(f) Cuando alguna de las Partes o sus Garantes, incurra en cualquiera de las siguientes situaciones:

a. Si uno o más acreedores le iniciaran un proceso de insolvencia ante la Autoridad o instancia competente, y estos no fueran dejados sin efecto en un plazo que no exceda de cuarenta y cinco (45) Días Hábiles, contados desde la fecha en que sea notificado del procedimiento. El plazo mencionado no será de aplicación si se consiente al procedimiento iniciado. b. Se comprende dentro de esta cláusula cualquier proceso con el fin de declararlo insolvente o en quiebra, o liquidarlo, dividirlo, reestructurarlo; o con el propósito de obtener el nombramiento de un síndico, fideicomisario, custodio u otro similar respecto de una de las Partes o una parte sustancial de los bienes de ésta.

c. Si reconoce su imposibilidad para pagar sus deudas o iniciara por propia voluntad procedimientos de declaratoria de insolvencia, reestructuración, suspensión de pagos, o

similar ante la autoridad o instancia competente. Para estos efectos, también se comprende los casos en que celebre con sus acreedores contratos o convenios de reestructuración o refinanciación o similar, dentro del marco de reestructuración patrimonial u otro similar, por un monto equivalente a por lo menos US\$ 100.000.00 (Cien Mil y 00/100 Dólares de los Estados Unidos de América) o su equivalente en moneda nacional y que se originen o impliquen un incumplimiento, prórroga o suspensión de alguna de las obligaciones previstas en el presente Contrato o de los contratos suscritos con los referidos acreedores. d. Adopte un acuerdo de disolución ó varía su actual objeto social, o cambia el giro del negocio. e. Si no mantuviera vigentes las concesiones, autorizaciones, licencias, permisos y demás derechos que les hubieran sido concedidos por el Estado o por cualquier Autoridad competente para ello, para el desarrollo de sus actividades y operaciones que constituyen su objeto social. f. Si los activos, el negocio o las actividades, sea en forma total o en parte sustancial, fueran expropiados, nacionalizados, embargados, intervenidos o cualquier otra acción o evento derivado de decisiones gubernamentales; o se tome alguna medida que desplace a la gerencia o limite su autoridad en la realización de sus negocios. g. Si alguna sentencia de última instancia, laudo arbitral o transacción judicial o extrajudicial, que posea la naturaleza de cosa juzgada, ordenara a una de las Partes el cumplimiento de una o más obligaciones de pago que, individual o conjuntamente, representen un monto igual o mayor a US\$ 100,000.00 (Cien Mil y 00/100 Dólares de los Estados Unidos de América) o su equivalente en moneda nacional, salvo que al momento en que deba realizarse dicho pago, tal Parte pueda acreditar que posee fondos suficientes para realizar el mismo sin afectar el pago de las obligaciones derivadas del Contrato.

SÉTIMA. Efectos de la Fijación de una Fecha de Terminación Anticipada.

Sin importar si continúan o no existiendo cualquiera de las Causas de Terminación Anticipada, en la Fecha de Terminación Anticipada que se haya fijado conforme al primer párrafo de la cláusula Sexta precedente, se darán por terminadas anticipadamente todas las Operaciones que en ese momento estén en vigor entre las Partes por haberse producido una de las Causas de Terminación Anticipada.

A partir de la Fecha de Terminación Anticipada quedarán en suspenso las obligaciones de pago y/o entrega establecidas en la cláusula Cuarta del presente Contrato Marco, respecto de las Operaciones cuyo vencimiento se haya anticipado. Una vez efectiva la Fecha de Terminación Anticipada, se procederá al cálculo del Monto de Liquidación Anticipada conforme lo establecido en las cláusulas siguientes.

OCTAVA. Cálculo y Fecha de Pago del Monto de Liquidación Anticipada.

La cantidad a pagar por la terminación anticipada de Operaciones motivada por Causas de Terminación Anticipada será determinada por la Parte Afectada, quien efectuará la liquidación de todas las obligaciones pendiente de pago en relación a las Operaciones Terminadas (incluyendo cualquier obligación que no haya sido cumplida y respecto de la cual la Fecha de Pago corresponde o es anterior a la Fecha de Liquidación.

La liquidación a ser efectuada por la Parte Afectada a causa de algún incumplimiento por la otra parte deberá hacerse bajo las siguientes pautas:

1. La Parte Afectada deberá calcular la pérdida o, si fuera el caso, la ganancia que ha tenido lugar, de la siguiente manera:

1.1. Por cada obligación pendiente de pago deberá calcular un "Monto de Liquidación Anticipado" por cada una de las Operaciones Terminadas que corresponderá a: a. en el caso de una obligación cuya Fecha de Pago es la misma o es posterior a la Fecha de Liquidación, el monto de tal obligación; o b. en el caso de una obligación cuya Fecha de

Pago es anterior a la Fecha de Liquidación, el monto de tal obligación más los intereses devengados desde la primera fecha hasta el día anterior a la Fecha de

Liquidación inclusive, a la tasa moratoria que para estos efectos determine la Parte Afectada, en base a las condiciones vigentes en el mercado (Tasa Moratoria Promedio) a la fecha de cálculo; y c. para cada monto expresado en moneda distinta de la moneda en que la Parte Afectada debe efectuar el pago de las obligaciones a su cargo ("Moneda Base"), se deberá convertir dicho monto a la Moneda Base al tipo de cambio, al que en la fecha de cálculo, la Parte Afectada pueda adquirir tal Moneda Base con o contra la moneda de la respectiva obligación pendiente de pago según la Fuente establecida por las Partes en la Confirmación. Si las Partes no han determinado ninguna Fuente o, si el tipo de cambio establecido por la Fuente determinada por las Partes no está disponible, la conversión deberá ser efectuada por la Parte Afectada mediante el uso de cualquier método razonable comercialmente; y

1.2. Determinar en relación a cada Fecha de Pago: (i) la suma de todos los montos liquidados relacionados a las obligaciones pendientes de pago que la Parte Afectada hubiera tenido derecho a recibir en dicha Fecha de Pago, y (ii) la suma de todos los montos liquidados relacionados a las obligaciones pendientes de pago que la Parte Afectada hubiese estado obligada a entregar a la parte que incurrió en incumplimiento en dicha Fecha de Pago; y

1.3. Si la suma determinada según el literal (1.2)(i) fuese mayor a la suma determinada según el literal (1.2)(ii) anterior, la diferencia sería la ganancia de la Parte Afectada para tal Fecha de Pago; si la suma determinada según el literal (1.2)(i) es menor a la suma determinada según el literal (1.2)(ii), la diferencia será la pérdida de la Parte Afectada para tal Fecha de Pago.

2. Si la legislación peruana lo permite, La Parte Afectada ajustará la ganancia o la pérdida para cada Fecha de Pago posterior a la Fecha de la Liquidación al valor presente, descontando la ganancia o la pérdida de la Fecha de Pago, incluyendo la Fecha de Pago pero excluyendo la Fecha de la Liquidación, a la tasa que para estos efectos determine la Parte Afectada, en base a las condiciones vigentes en el mercado.

3. La Parte Afectada sumará los montos a que se refieren los literales (i) y (ii) siguientes, de tal modo que dichos montos sean compensados en un único monto liquidado pagadero a o por la Parte Afectada: (i) las ganancias para todas las Fechas de Pago (descontadas a valor presente, cuando sea aplicable, de conformidad con lo señalado en el numeral 2 anterior) (que, para efectos de la suma, será un número positivo); y, (ii) las pérdidas para todas las Fechas de Pago (descontadas a valor presente, cuando sea aplicable, de acuerdo con las estipulaciones del numeral 2) anterior (que, para efectos de la suma, será un número negativo).

4. Si el monto neto resultante fuera positivo, la Parte Incumplidora deberá pagar dicho monto a la Parte Afectada. Si fuera negativo, el valor absoluto de dicho monto deberá ser pagado por la Parte Afectada a la Parte Incumplidora.

5. De resolverse el Contrato Marco de mutuo acuerdo y sin una Parte Afectada, INTERBANK será el Agente de Cálculo para todas las transacciones sujetas a este Contrato Marco, de conformidad con lo establecido en el numeral 4.7. de la cláusula Cuarta de este documento.

NOVENA. Caso Fortuito o Fuerza Mayor y Riesgo Soberano

En caso que por causa de un Evento de Riesgo Soberano (tal como se define más adelante) alguna de las Partes quedase impedida de cumplir con cualquiera de las obligaciones a su cargo contenidas en el Contrato, la otra Parte contratante podrá

notificar la terminación anticipada de aquellas Operaciones que hayan sido afectadas por la ocurrencia del Evento de Riesgo Soberano (“Operaciones Afectadas”), que en ese momento estén en vigor entre las Partes al amparo del Contrato Marco. En dicha notificación la Parte Afectada fijará una Fecha de Terminación Anticipada, aplicándose lo establecido en las cláusulas Séptima y Octava de este Contrato Marco. Asimismo, ante la ocurrencia de un Evento de Riesgo Soberano las Partes renuncian a interponer cualquier reclamo, demanda, pleito o acción similar contra la otra o cualquiera de sus vinculadas, sucursales y/o subsidiarias. Para estos efectos, se entiende por Evento de Riesgo Soberano cualquiera de los siguientes hechos:

1. Que el BCR y/o la SBS prohíban el intercambio de cualquiera de los Activos Subyacentes materia de este Contrato Marco, o retiren la autorización otorgada a INTERBANK para realizar Operaciones con Derivados, o cualquier otra acción del Gobierno Peruano que tenga como efecto prohibir o restringir dichas operaciones, o se modifique la legislación bancaria Peruana en ese sentido;
2. Una declaración de moratoria bancaria o cualquier suspensión de pagos por los bancos en el Perú, la imposición por el Gobierno Peruano de cualquier moratoria sobre el pago de cualquier endeudamiento, el requerimiento por el Gobierno Peruano de reprogramar cualquier endeudamiento o el requerimiento de aprobación por el Gobierno Peruano de cualquier endeudamiento que no sea obtenida después de esfuerzos razonables;
3. El inicio de cualquier guerra (ya sea declarada o no declarada), conmoción civil u otros eventos similares en los que esté involucrado el Perú;
4. Cualquier expropiación, confiscación, incautación, nacionalización u otra acción por el Gobierno Peruano que prive a alguna de las Partes de todos o de una parte sustancial de sus bienes, y que dicha ocurrencia impida o restrinja a la Parte Afectada, el cumplimiento de su obligación bajo el presente Contrato Marco.

En general, se entenderá por Riesgo Soberano cualquier hecho o circunstancia proveniente del Gobierno Peruano, ajeno al control de las Partes, que impida, limite, o demore el cumplimiento de cualquiera de los acuerdos del presente Contrato Marco y/o de las Confirmaciones.

De acordarlo así las Partes, el plazo para dicho cumplimiento será prorrogado por tanto tiempo como el hecho o circunstancia continúe impidiendo, limitando o demorando la ejecución del Contrato.

DECIMA. Terminación Anticipada Voluntaria

Cualquiera de las partes podrá dar por vencida en forma anticipada cualquier Operación mediante acuerdo por escrito de las Partes, debiendo las Partes convenir para dichos efectos, los términos de tal terminación anticipada.

DÉCIMO PRIMERA. Intereses Moratorios

Cualquier monto vencido y no pagado con respecto a cualquier Operación devengará intereses moratorios a la Tasa de Interés Moratoria aplicable a dicha Operación, desde su vencimiento (inclusive) hasta la Fecha de Pago (exclusive) pagaderos a la vista, en los términos de la cláusula Cuarta de este Contrato Marco, sin necesidad de requerimiento o aviso previo alguno, aplicándose la mora automáticamente.

Las Partes acuerdan que los intereses moratorios serán capitalizados diariamente desde la Fecha de

Terminación Anticipada hasta el día en que se cubra el adeudo en su totalidad.

Adicionalmente, la Parte que incumpla sus obligaciones, deberá rembolsar a la Parte perjudicada, los gastos y costos de cualquier naturaleza que esta última haya tenido que sufragar como consecuencia del referido incumplimiento.

DECIMO SEGUNDA. Cesión

Si el CLIENTE o INTERBANK decidiesen ceder su posición contractual en este Contrato Marco, requerirá la aceptación expresa, previa y por escrito de la otra Parte. Para ese efecto, la Parte que pretenda ceder su posición contractual deberá comunicar su intención a la otra Parte, indicando el nombre o razón social del cesionario, a efectos que dicha Parte acepte o rechace tal cesión en forma expresa, dentro de un plazo de cinco (5) días calendario de recibida tal comunicación. Si no hubiese respuesta expresa, se entenderá que la otra Parte no ha aceptado la cesión. Por tanto, no hay obligación de rechazar la propuesta de cesión dentro de este plazo. En caso de aceptar la cesión, es requisito indispensable que el cesionario acepte expresamente todas las obligaciones contraídas por la Parte cedente.

DÉCIMO TERCERA. Plazo

Este Contrato Marco estará en vigor por un período indefinido y mientras permanezcan vigentes las Operaciones celebradas a su amparo.

Las Partes podrán dar por terminado el Contrato Marco sin incurrir en ninguna responsabilidad, dando aviso por escrito y conducto notarial a la otra parte con por lo menos diez (10) días calendarios de anticipación a la fecha de terminación propuesta, pero cualquier Operación que esté en vigor en ese momento se seguirá rigiendo por dicho Contrato Marco, hasta su ejecución total regulándose por las disposiciones contenidas en el Contrato.

Las Operaciones celebradas con posterioridad a la fecha del Contrato Marco se regirán exclusivamente por este Contrato Marco y no por los contratos marcos celebrados con anterioridad, los cuales solo regirán las operaciones existentes antes de la fecha de celebración de este Contrato Marco, a menos que las Partes acuerden otra cosa.

DÉCIMO CUARTA. Domicilios y Notificaciones

Los avisos de Confirmación, comunicaciones judiciales o extrajudiciales y cualquier otra notificación o comunicación establecida en este Contrato Marco serán por escrito, en idioma castellano y se remitirán para que surtan efectos contractuales, por mensajería, facsímil o correo electrónico, con arreglo a los datos siguientes:

INTERBANK

Att. Sr.

Teléfono:

Correo Electrónico:

CLIENTE

Tales avisos, Confirmaciones y otras comunicaciones serán efectivas, si son entregadas personalmente, cuando sean entregadas, y si son enviadas por facsímil, correo electrónico o cualquier otro medio electrónico o de comunicación, cuando hayan sido recibidas o cuando se reciba el acuse de recibo de mensaje de datos correspondiente.

Cualquier cambio o modificación en los datos arriba indicados deberá ser comunicado a la otra Parte con una anticipación no menor de cinco (5) días calendarios a la fecha desde la que se regirá dicho cambio o modificación, por cualquiera de los medios anteriormente indicados, no surtiendo efectos contractuales en tanto la otra Parte no haya recibido la comunicación de dicho cambio o modificación.

DÉCIMO QUINTA. Solución de Controversias

Las Partes acuerdan que cualquier conflicto o controversia que pudiera surgir entre ellas exclusivamente como consecuencia de desavenencias relativas al presente Contrato Marco y/o a las Confirmaciones, a sus alcances, incumplimiento, terminación o nulidad, serán resueltas mediante arbitraje de derecho, a cargo de un Tribunal Arbitral compuesto por tres (3) miembros que necesariamente deberán ser abogados colegiados, de acuerdo a las siguientes reglas:

1. El Tribunal Arbitral estará constituido de la siguiente manera: cada una de las Partes designará a un árbitro y el tercero será designado de común acuerdo por los dos primeros, quien será el Presidente del Tribunal Arbitral.

En caso de que no se completara el procedimiento de designación de árbitros dentro de los diez (10) días calendario siguientes al requerimiento de la Parte que lo solicita para el inicio de un procedimiento arbitral, o si existiese alguna discrepancia sobre la identidad de los árbitros que no haya sido resuelta dentro de ese mismo plazo o si por alguna razón no se pudiese completar la designación e inicio de funciones del Tribunal Arbitral, la designación de los árbitros, así como todo el procedimiento arbitral, quedará a cargo del Centro de Arbitraje de la Cámara de Comercio de Lima, a cuyas normas y reglamentos las Partes se someten en forma expresa. 2. El arbitraje se llevará a cabo en la ciudad de Lima, el idioma que se utilizará en el procedimiento arbitral será el español y la duración del mismo no podrá exceder los sesenta (60) Días Hábiles contados a partir de la fecha de instalación del Tribunal Arbitral hasta la expedición del laudo respectivo. Asimismo, el Tribunal Arbitral puede quedar encargado de determinar con precisión la controversia, así como otorgar una prórroga en caso fuera necesario para emitir el laudo.

3. El laudo del Tribunal Arbitral será definitivo e inapelable.

4. Los gastos que ocasione el arbitraje serán de cargo de la Parte que no se vea favorecida con la decisión del Tribunal.

5. En caso de que alguna de las Partes decidiera interponer recurso de anulación contra el laudo arbitral ante el Poder Judicial, deberá constituir previamente a favor de la otra Parte una Carta Fianza otorgada por un Banco de primer orden con sede en Lima, equivalente a US\$ 50,000.00 (cincuenta mil y 00/100 Dólares de los Estados Unidos de América), ejecutable en caso de que dicho recurso, en fallo definitivo, no fuera declarado fundado. Dicha Carta Fianza deberá estar vigente durante el tiempo que dure el proceso promovido.

6. Para cualquier intervención de los jueces y tribunales ordinarios dentro de la mecánica arbitral, las Partes se someten expresamente a la jurisdicción de los jueces y tribunales del Distrito Judicial de Lima Cercado, renunciando al fuero de sus domicilios. Asimismo, se entenderán válidamente efectuadas las notificaciones, judiciales o extrajudiciales, hechas en los domicilios señalados en el presente instrumento.

DÉCIMO SEXTA. Gastos y Tributos

Los gastos que se deriven del incumplimiento de estas condiciones generales o de cualquier contrato regido por ellas, serán de cargo exclusivo de la parte incumplidora.

Cualquier tributo que grave o pudiera gravar las Operaciones materia del Contrato Marco y de las Confirmaciones será asumido por las Partes según corresponda, de acuerdo con lo que establezca la legislación vigente.

DECIMO SÉTIMA. Cargo en cuenta

En caso cualquiera de las Partes sea sujeto pasivo de un procedimiento de insolvencia o sea declarado insolvente o, en caso de incumplimiento de cualquiera de las obligaciones materia del Contrato Marco, la Parte deudora autoriza a la Parte acreedora a cargar los

importes adeudados en cualquiera de las cuentas o depósitos de cualquier orden, o contra fondos, valores u otros bienes que mantenga la parte acreedora a nombre de la parte deudora (sin que ello implique el sobregiro de una cuenta corriente), en sus oficinas del país o del exterior, así como en las empresas vinculadas a la Parte acreedora, incluso si tales cuentas no cuentan con fondos disponibles suficientes para atender el respectivo cargo. El cargo será por cualquier obligación directa o indirecta que adeude, comprendiendo capital, intereses, tributos, comisiones, gastos de todo tipo, de acuerdo a las tarifas que tenga vigente la otra parte en cada oportunidad.

Asimismo, la Parte deudora faculta a la otra para que pueda aplicar a la amortización o cancelación de las obligaciones provenientes de los Contratos que celebren, toda cantidad que por cualquier concepto tenga en su poder sin reserva ni limitación alguna, siendo entendido que no asumirá responsabilidad alguna por la diferencia de cambio que resulte de la adquisición de la moneda de pago, destinada a la amortización o cancelación de la o las obligaciones, cualquiera que sea la oportunidad en que se efectúen dichas operaciones. La Parte acreedora procurará que el cambio de moneda se realice a la mejor tasa de cambio disponible al momento de efectuar la conversión, sin que ésta incurra en responsabilidad alguna por la diferencia de cambio que resulte, si fuera el caso, al convertir la moneda destinada a la amortización o cancelación de la obligación.

Esta facultad la tendrá cualquiera de las Partes que sea acreedora, no siendo necesario requerimiento ni aviso previo, constituyendo la firma puesta en el presente documento la autorización expresa e irrevocable al respecto, autorización que no podrá ser tachada de insuficiente por la otra parte. Esta facultad subsistirá aún cuando el cargo de la suma adeudada implique giro al descubierto o sobregire la cuenta.

DÉCIMO OCTAVA. Legislación Aplicable

El presente Contrato Marco y las Confirmaciones respectivas se encuentran sujetos a las leyes peruanas.

DECIMO NOVENA. Cláusulas Nulas o Anulables

Las Partes dejan constancia que las cláusulas del Contrato Marco son separables y que la nulidad, invalidez o ineficacia de una o más de ellas no perjudicará a las restantes.

VIGÉSIMA. Garantías

INTERBANK calculará el Valor de Mercado de todas las Operaciones con Derivados del Cliente registradas bajo este Contrato Marco.

En el caso en el que la suma del Valor de Mercado de todas las Operaciones registradas bajo el Contrato Marco, supere el nivel máximo establecido como "Límite" y en caso INTERBANK resulte como parte acreedora, podrá exigir al CLIENTE que constituya un depósito de dinero en efectivo o, por excepción, de común acuerdo entre las Partes, otra garantía similar o equivalente constituida por la diferencia entre la suma de los Valores de Mercado y el Límite determinado.

En caso se haya constituido la garantía, una vez que la suma de los Valores de Mercado de las Operaciones regrese a un nivel inferior al Límite, INTERBANK deberá devolver la garantía al CLIENTE.

En caso el colateral en garantía sea dinero en efectivo, éste deberá ser depositado en INTERBANK y, y será remunerado con una tasa de interés equivalente a la tasa de ahorros que INTERBANK pague a sus clientes en la Moneda del colateral durante el período vigente de éste.

Para efectos de lo señalado en esta Cláusula, el Límite será de US \$ _____.

El monto mínimo para las transferencias respecto de las garantías a que se refiere esta cláusula, será de US\$ 25,000.00 (veinticinco mil y 00/100 Dólares de los Estados Unidos de América). Si se presenta el caso de una resolución contractual o vencimiento anticipado de plazos de cualquier Operación, este monto mínimo dejará de aplicar y se deberá transferir cualquier monto que se adeude.

VIGÉSIMO PRIMERA. Nuevo representante y personas autorizadas a negociar
Las Partes acuerdan designar a las siguientes personas como las únicas autorizadas a negociar y suscribir, en su nombre y representación, las Confirmaciones u otras transacciones reguladas por el presente Contrato Marco:

(EL CLIENTE)

- Sr. DNI
- Sr. DNI

INTERBANK

Cualquier cambio o variación, incluidos los nuevos nombramientos, en el personal facultado para negociar y/o suscribir las Confirmaciones deberá ser comunicado por la Parte que realice dichas modificaciones a la otra, en forma inmediata y por escrito para que surta efectos. En caso contrario, esta última Parte continuará reputando como representantes autorizados a los que a la fecha de celebración de la respectiva operación tuviera registrados como tales.

EL CLIENTE será responsable de entregar a INTERBANK la documentación que acredite los poderes y facultades suficientes del personal facultado para negociar y/o suscribir las Confirmaciones a efectos de que INTERBANK lo registre internamente.

En señal de conformidad con el presente Contrato Marco, las partes firman dos (2) ejemplares en la ciudad de Lima - Perú, a los 31 días del mes de marzo de 2011.

EL CLIENTE

INTERBANK

ANEXO II

Anexo II del Contrato Marco para la realización de Operaciones con Derivados (“Contrato Marco”) celebrado con fecha de ..., de entre Banco Internacional del Perú S.A.A – INTERBANK (“INTERBANK”) y _____ (“CLIENTE”).

Este Anexo es parte integrante del mencionado Contrato Marco y contiene las estipulaciones aplicables a las operaciones financieras derivadas.

OPERACIONES DE COMPRAVENTA A FUTURO DE MONEDA EXTRANJERA (FORWARD)

PRIMERA. Definiciones

Los términos definidos que inicien con mayúscula inicial en este Anexo, tienen el significado que se les da en el Contrato Marco, salvo por los siguientes términos que tienen los siguientes significados (dichos significados serán igualmente aplicables a las formas singular y plural):

Activo Subyacente: significa, respecto de una Operación de Compraventa a Futuro de Moneda Extranjera, el tipo de cambio de la Moneda que pacten las Partes y se establezca en una Confirmación.

Diferencia Cambiaria: significa el resultado de restar al Tipo de Cambio de Referencia el Tipo de Cambio Pactado.

Fecha de Liquidación: Significa la fecha seleccionada por las Partes en una Confirmación, en que una Operación de Compraventa a Futuro de Moneda Extranjera sea pagadera conforme a los términos de dicha Confirmación.

Operación de Compraventa a Futuro de Moneda Extranjera: es la transacción a través de la cual el Vendedor se obliga a transferir una cantidad determinada de unidades de Moneda Extranjera a favor del Comprador al Contravalor pactado, quedando su obligación diferida en el tiempo hasta el vencimiento del plazo pactado.

Tipo de Cambio Pactado: significa el tipo de cambio para la conversión de una Moneda a una unidad de otra Moneda, acordado por las Partes en la fecha en que una Operación de Compraventa a Futuro de Moneda Extranjera sea celebrada mediante una Confirmación.

Tipo de Cambio de Referencia: significa (i) el tipo de cambio vigente en la Fecha de Liquidación para la conversión o el Día Hábil anterior a una Fecha de Liquidación para la conversión de una Moneda a una unidad de otra Moneda, según convengan las Partes y que se incluya en una Confirmación, expresando la Fuente. En caso las Partes no establezcan la Fuente en la Confirmación respectiva se aplicará el tipo de cambio que para tal efecto se establezca en la pantalla PDSC del Sistema REUTERS a horas 11:00 a.m. Lima – Perú, de la Fecha de Liquidación o, en su defecto, del Día Hábil anterior a una Fecha de Liquidación.

SEGUNDA. Cumplimiento de las Obligaciones en una Operación de Compraventa a Futuro de Moneda Extranjera.

Cada Operación de Compraventa celebrada conforme a este Anexo se cumplirá en la Fecha de Liquidación, conforme a lo siguiente:

a) Las obligaciones a cargo del Comprador se entenderán ejecutadas mediante el pago del importe total de la Moneda materia del Contrato, multiplicado por el valor de cotización acordado. El pago deberá efectuarse al contado o mediante depósito en la cuenta bancaria que indique el Vendedor.

b) Las obligaciones a cargo del Vendedor se entenderán ejecutadas con la entrega del monto total de la Moneda Extranjera determinada en la Confirmación.

c) En el caso de Operaciones de Compraventa contratadas bajo la modalidad "Con Entrega o Delivery", el pago por parte del Comprador del precio convenido se efectuará necesariamente en la Moneda de Pago establecida en la Confirmación, renunciando así el Comprador al derecho que le asiste de pagar en moneda nacional de acuerdo con lo dispuesto en la legislación peruana. Por su parte, la obligación a cargo del Vendedor se entenderá ejecutada con la entrega del monto total de la Moneda Extranjera determinada en la Confirmación.

d) En el caso de Operaciones de Compraventa contratadas bajo la modalidad "Sin Entrega" o "Non-Delivery" el pago de la obligación se entenderá efectuado mediante el pago de la Diferencia Cambiaria: (i) si la Diferencia Cambiaria es un número positivo, el Vendedor se obliga a pagar al Comprador, en la Fecha de Liquidación la cantidad igual al resultado de multiplicar el monto total de la Moneda Extranjera determinada en la Confirmación por la Diferencia Cambiaria, (ii) si la Diferencia Cambiaria es un número negativo, el Comprador se obliga a pagar al Vendedor, en la Fecha de Liquidación, la cantidad igual al resultado de multiplicar el monto total de la Moneda Extranjera determinada en la Confirmación por el valor absoluto de la Diferencia Cambiaria, o (iii) si la Diferencia Cambiaria es cero, las Partes no tendrán obligación de hacer pago alguno. El pago de la Diferencia Cambiaria determinada deberá efectuarse del mismo modo al indicado en los literales (a) y (b) anteriores.