



Universidad Latinoamericana de Ciencia y Tecnología
Facultad de Ciencias Empresariales
Maestría en Administración de Empresas
con Énfasis en Finanzas

Mercado de derivados cambiarios: caracterización y evaluación de los
requisitos de la normativa de Costa Rica, sobre la base de una comparación
internacional con las normativas de Colombia y Chile

Investigación aplicada para optar por el grado de
Maestría en Administración de Empresas
con Énfasis en Finanzas

Autora
Amalia Palacino Castillo

Profesor tutor
César Pablo Enríquez Caruzo

San José, Costa Rica.

Diciembre, 2009

Índice

| | |
|--|-----------|
| <i>Resumen</i> | 4 |
| <i>Abstract</i> | 4 |
| <i>I. Introducción</i> | 5 |
| 1.1. Antecedentes del problema de investigación | 5 |
| 1.2. Planteamiento del problema de investigación | 7 |
| 1.3. Justificación del problema de investigación | 8 |
| 1.4. Objetivo general | 8 |
| 1.5. Objetivos específicos | 8 |
| <i>II. ¿Qué son derivados?</i> | 9 |
| 2.1. Derivados según tipos de contratos | 9 |
| 2.2. ¿Dónde se negocian los derivados? | 10 |
| 2.3. Orígenes de los derivados | 11 |
| <i>III. Perspectivas de la regulación orientada al riesgo</i> | 12 |
| 3.1. Estándares internacionales | 13 |
| <i>IV. Caracterización de las normativas de Costa Rica Chile y Colombia</i> | 14 |
| 4.1. Normativa de Costa Rica | 14 |
| 4.1.1. Acuerdo Sugef 9-08 | 15 |
| 4.1.2. Reglamento para operaciones con derivados cambiarios del Banco Central | 16 |
| 4.1.3. Resolución Sugef-R-845-2009. | 18 |
| 4.2. Normativa de Colombia | 19 |
| 4.3. Normativa de Chile | 20 |
| 4.3.1. Capítulo III.D.1-1 del Compendio de Normas Financieras | 20 |
| 4.3.2. Capítulo IX del Compendio de Normas de Cambios Internacionales | 21 |
| 4.3.3. Circular Bancos N.º 3.345 | 21 |
| <i>V. Comparación de los requisitos de las tres normativas</i> | 21 |
| <i>VI. Evaluación de la aplicabilidad de los requisitos para Costa Rica</i> | 25 |
| 6.1. El papel de la regulación | 25 |
| 6.2. Los productos autorizados | 25 |
| 6.3. Modelo de contabilización de cuentas | 26 |
| 6.4. Instructivo emitido por BCCR, Sugef y Sugeval para el envío de información | 26 |
| 6.5. El estándar electrónico | 26 |
| 6.6. Junta Directiva de operador con conocimientos en derivados | 27 |
| 6.7. Empresa certificadora | 27 |
| 6.8. Las garantías | 28 |
| 6.9. Otros requerimientos | 29 |
| <i>VII. Conclusiones</i> | 29 |

| | |
|---|----|
| Referencias | 32 |
| Libros | 32 |
| Artículos | 32 |
| Discursos | 33 |
| Presentaciones de Power Point | 33 |
| Reglamentos | 33 |
| Entrevistas | 34 |
| Consultas por correo electrónico | 34 |
| Artículos de periódicos | 34 |
| Sitios web | 35 |

Figuras y Tablas

| | |
|--|----|
| Figura N.º 1. ¿Dónde se negocian los derivados? | 10 |
| Tabla N.º 1. Requisitos solicitados en la normativa costarricense y su comparación con las normativas de Colombia y Chile | 21 |

Mercado de derivados cambiarios: caracterización y evaluación de los requisitos de la normativa de Costa Rica, sobre la base de una comparación internacional con las normativas de Colombia y Chile.

Licda. Amalia Palacino Castillo¹

Resumen

El artículo desarrolla una comparación internacional, caracterización y evaluación de los requisitos para operar con derivados cambiarios en Costa Rica, Colombia y Chile. Para efectuar un adecuado diagnóstico de los requisitos que exige la normativa del mercado de derivados costarricense, se realizó una caracterización de dicha normativa, sobre la base de una selección de requerimientos, y su comparación con la regulación de dos países latinoamericanos, Colombia y Chile, que cuentan con mercados avanzados en esta materia. Pese a que los lineamientos generales son similares para los tres países, la complejidad en el caso costarricense ha hecho más lento a los operadores el poder cumplir con todos los requisitos con el objeto de presentar su solicitud de inscripción, paso inicial para poder operar e iniciar el desarrollo de este mercado en el país.

Palabras clave: mercado de derivados cambiarios, regulación, normativa, bancos, cobertura, riesgo, *forward*, futuro, opción, *swap*, *over the counter*, *OTC*, Sugef, SBIF, SFC, Banco Central de Costa Rica, Banco Central de Chile, Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero, Superintendencia Financiera de Colombia, Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras de Chile, Superintendencia General de Entidades Financieras de Costa Rica, Bolsa de Valores de Colombia.

Abstract

The article develops an international comparison, characterization and evaluation of the requirements to operate with exchange derivatives in Costa Rica, Colombia and Chile. To carry out a suitable diagnosis of the requirements that demands the regulation of the Costa Rican market of derivatives, it was done a selection and a characterization of them, on the base of a comparison with the regulation of two Latin-American countries, Colombia and Chile. Both countries have advanced markets in this subject. In spite of standard requirements are similar for three countries, the complexity in the Costa Rican case has made slower for the operators to accomplish all the

¹ Licenciada en Periodismo. Candidata a la Maestría en Administración de Empresas con Énfasis en Finanzas de la Universidad Latinoamericana de Ciencia y Tecnología, ULACIT. Correo electrónico: amalia.palac@hotmail.com

requirements in order to present its request of inscription, initial step to be able to operate on and to begin the development of this market, in the country.

Key words: Exchange derivatives market, regulation, banks, coverage, risk, forward, future, option, *swap*, over the counter, OTC, Sugef, SBIF, SFC, Central Bank of Costa Rica, Central Bank of Chile, National Council of Supervision of the Financial System, Financial Superintendence of Colombia, Superintendence of Banks and Financial Institutions of Chile, General Superintendence of Financial Institutions of Costa Rica, Stock Exchange of Colombia.

I. Introducción

El presente artículo de investigación desarrolla una comparación internacional, caracterización y evaluación de los requisitos para operar con derivados cambiarios en Costa Rica, Colombia y Chile, con el propósito de analizar la aplicabilidad de la normativa costarricense, que ya permite las operaciones con derivados cambiarios, pese que, a la fecha, ningún operador está autorizado porque ninguno ha podido completar los requisitos que exige la solicitud de inscripción.

El artículo está estructurado de la siguiente manera: primero se habla del marco actual del mercado de derivados en Costa Rica, los productos autorizados y el estado de avance de operadores que quieren inscribirse. Seguidamente, se realiza una descripción general del concepto de derivados y su tipología dependiendo del tipo de contrato, de su lugar de negociación, del subyacente y de su finalidad. También se explican los orígenes del concepto y su evolución hasta nuestros días, enmarcada en los estándares internacionales que regulan dicha actividad. El trabajo también aporta un marco teórico para abordar la reglamentación local en cada país, a fin de determinar la flexibilidad o las limitaciones que imponen dichas normas al mercado.

Finalmente, la caracterización de las tres normativas se realizó en tres fases: primero, a la luz de la lectura de cada normativa, enfocada en determinar los requisitos de inscripción o funcionamiento para cada país. Seguidamente, se realizó un cuadro comparativo para cada requisito por país. Sobre la base de este análisis, se estableció un comentario comparado para cada requisito. El diagnóstico concluye con una evaluación sobre la aplicabilidad de las normas para Costa Rica y sus respectivas consideraciones finales.

1.1. Antecedentes del problema de investigación

Costa Rica vivió por 20 años bajo el sistema de mini devaluaciones (*crawling peg*) y desde el año 2007, hace tres años, pasó a un sistema de bandas cambiarias; no obstante, la posibilidad de que empresas y personas adquieran instrumentos financieros derivados para protegerse del riesgo de tipo de cambio se vislumbra hasta finales del 2010. Durante 2008 y en marzo de 2009, los entes

reguladores del sistema financiero costarricense emitieron la normativa y los requisitos de inscripción que regularán este mercado; sin embargo, a finales del 2009, ninguna entidad financiera ha podido presentar todos los requisitos solicitados en la normativa vigente para poder inscribirse y empezar a ofrecer estos instrumentos, pese a que existe interés. Se parte de la idea de que aunque todos los requisitos se pueden cumplir, el inicio de este mercado se ha visto frenado por la complejidad de los requisitos, aunado a un papel prudencial conservador por defender la estabilidad del sistema financiero, a partir de las últimas experiencias de las crisis internacionales.

En general, la normativa costarricense exige a las entidades interesadas contar con una unidad de análisis de riesgo especializada, capacitar al personal, certificar al personal cada dos años e instalar un sistema informático, tanto interno, como externos (con las contrapartes) para el seguimiento de las operaciones en el mercado, lo cual en general requiere de una importante inversión, organización y preparación. Aunque no son limitantes para empezar a operar en el mercado, además están pendientes el modelo de contabilización del Plan de Cuentas para Entidades, Grupos y Conglomerados Financieros y los formularios de captura de información que requieran los entes reguladores.

Respecto a las entidades que quieren participar en este mercado, existen al menos cinco bancos interesados en ofrecer derivados, con personal capacitado y con sistemas informáticos; sin embargo, aún les falta cumplir con varios requisitos, en especial el de las empresas certificadoras, que deben tener personal con mínimo de tres años de experiencia profesional en derivados y estar autorizadas por la Superintendencia General de Entidades Financieras (Sugef). Hasta la fecha no hay ninguna empresa certificadora inscrita en el país.

Los cuatro bancos que están interesados en ofrecer estos instrumentos financieros son: Banco Nacional, Banco de Costa Rica, Citi y Scotiabank. También se tiene conocimiento de que Banco BCT tiene interés en ofrecer estos productos. Según el semanario *El Financiero*, a octubre de 2009, el grado de avance que llevan los bancos para ofrecer derivados es el siguiente (Delgado, 2009):

1. Banco Nacional ya capacitó un equipo de funcionarios y ya contrató un *software* especializado. Se encuentra completando el resto de requisitos.
2. El Banco de Costa Rica está terminando de cumplir los requisitos y tiene un avance del 70% al 80%. Falta lo relacionado con la certificación de Sugef.

3. El Banco Citi capacitó a los empleados de banca corporativa y espera empezar el proceso de registro en el segundo trimestre del 2010.
4. Scotiabank tiene avances en sistemas informáticos y en capacitación. Falta completar el resto de requisitos.

1.2. Planteamiento del problema de investigación

Se pretende analizar la normativa de los instrumentos derivados para caracterizar, y detectar requisitos que ponen mayor freno a la inscripción de intermediarios interesados en operar en el mercado de derivados en el país. Para tal efecto, se contrastará dicha reglamentación con la de Colombia y Chile, países que cuentan con información disponible, tienen esquemas de flexibilidad cambiaria similares al nuestro y cuentan con un mercado profundo de este tipo de productos.

Como delimitación de tema, el aspecto del riesgo del mercado y de las calidades patrimoniales que requieren los participantes no serán analizadas en este estudio, pues no se enmarcan en el objetivo principal que busca analizar como objeto de estudio los requisitos para que los intermediarios puedan solicitar una autorización para poder operar en este mercado. El estudio tampoco procura analizar los sistemas electrónicos en sí mismos para abordar dicho mercado, ni determinar si el instrumento de derivados es eficaz a la hora de prevenir el riesgo cambiario, o si la regulación excesiva permite disminuir el riesgo cambiario de estos productos pues para ello se requieren otros análisis del mercado extendidos en un tiempo a partir de que ya funcionen. Es importante aclarar que la entrevista con el funcionario de Sugef expresa una opinión personal.

En el ámbito mundial, es interesante observar, también, la tendencia de que la crisis internacional pone de manifiesto la necesidad de fortalecer la regulación, obligando a los reguladores a revisar sus políticas de regulación de los mercados, incluido el de derivados, para evitar que el abuso con estos instrumentos provoquen nuevas crisis financieras. Debe tomarse en cuenta también que una sobrerregulación genera costos grandes y reduce la dinámica y posibilidades de éxito del mercado de derivados.

Por lo tanto, se plantea el siguiente problema de investigación:

¿Qué requisitos de la normativa costarricense hacen más lenta la inscripción de las entidades que pretenden realizar operaciones con derivados cambiarios? ¿Cómo se abordan estos en Colombia y en Chile, donde este mercado ya funciona?

1.3. Justificación del problema de investigación

En Costa Rica es necesaria la implementación del mercado de derivados, porque a tres años de contar con el sistema de bandas cambiarias, en el mediano plazo se prevé una transición al sistema de flotación administrada, en el cual el dólar flotaría con más libertad. No obstante, aún no se cuenta con instrumentos derivados cambiarios y los operadores de la plaza costarricense aún no han podido inscribirse, debido a la complejidad de los requisitos solicitados por la normativa vigente. Pese a que los derivados cambiarios son instrumentos financieros complejos de manejo de riesgo, la eliminación del riesgo parece ser el norte prudencial de la regulación costarricense.

Actualmente, ciertos grupos exportadores e importadores del país ya cuentan con experiencia en el mercado de futuros y se protegen del riesgo de tipo de cambio en otros mercados del exterior; no obstante, el inicio del mercado de derivados también es necesario para el resto de empresarios nacionales, a fin de adaptarse al sistema de bandas, que en octubre 17 del 2009 cumplió tres años. En ausencia de un mercado de derivados, el resto de las empresas costarricenses ha optado por estrategias como: dar un seguimiento estricto al tipo de cambio en torno a su posición patrimonial, reducir sus créditos en dólares, “colonizarse”, generar reservas o realizar sus transacciones cuando la divisa baja de precio.

Los elementos de criterio que surgen de este estudio se constituyen en eventuales puntos de análisis tanto para las entidades interesadas en realizar operaciones con derivados cambiarios como para los entes reguladores del sistema financiero nacional: Banco Central de Costa Rica (BCCR), Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (Conassif), Superintendencia General de Entidades Financieras (Sugef) y Superintendencia General de Valores (Sugeval).

1.4. Objetivo general

La presente investigación tiene por objetivo general efectuar un adecuado diagnóstico de los requisitos de la normativa de derivados costarricense sobre la base de una comparación con los requisitos de la normativa de mercados similares al nuestro, como son Colombia y Chile.

1.5. Objetivos específicos

1. Caracterizar los requisitos de las normativas de Colombia, Chile y Costa Rica.
2. Analizar dichas normativas a la luz de una comparación de los tres países para extraer los elementos comunes y aquellos diferentes y exitosos que sean aplicables a la realidad costarricense.
3. Evaluar la aplicabilidad de la normativa para la plaza costarricense.

II. ¿Qué son derivados?

En términos generales, un derivado financiero o instrumento derivado es un producto financiero cuyo valor depende o deriva de la evolución del valor de otro activo denominado subyacente. Es un contrato entre dos partes, cuyos términos se fijan en el presente, pero la transacción se hace en una fecha futura.

Estos productos financieros nacieron para resolver problemas de almacenaje y transporte y para cubrir a productores de granos e industrias de los cambios de precios, por cambios climáticos, exceso o poca demanda.

Su función principal es cubrir el riesgo, principalmente de cambio de precio, del activo subyacente, que pueden ser de tres tipos: 1) financieros, como tipo de interés, acciones, divisas, bonos, riesgo crediticio, etc.; 2) no financieros; es decir, sobre recursos básicos o materias primas, como metales, cereales, cítricos, productos energéticos, etc.; y 3) de otros tipos como condiciones climáticas o índices de precios e inflación.

Debido a que los precios de los activos fluctúan diariamente, estos instrumentos se usan con tres fines principales: 1) Cobertura, para empresas que necesitan insumos y que para ellos desean cubrir sus inversiones, asegurando sus precios contra variaciones futuras, 2) especulación, que son inversionistas que negocian derivados para ganar dinero, debido a las expectativas de movimientos en los precios y 3) arbitraje, en el cual algunos participantes del mercado buscan breves desequilibrios del mercado para comprar y vender posiciones, obteniendo ganancias (Monge, 2009).

Es decir, los derivados permiten cubrir, transferir y disminuir el riesgo en el activo subyacente; por lo tanto, permiten alcanzar objetivos de cobertura y también sirven para obtener ganancias y alcanzar objetivos de inversión.

2.1. Derivados según tipos de contratos

Existen muchos tipos de instrumentos derivados. En el presente trabajo se explicarán los más comunes y los derivados cambiarios que están autorizados en Costa Rica, de acuerdo con las definiciones generales ofrecidas por Monge (2009) y por el Banco Central, respectivamente.

Los derivados más comunes son los futuros, las opciones, los *warrants*, los *forwards* y los *swaps*. Los derivados permitidos en Costa Rica y que se encuentran entre los tipos de derivados más simples, son los contratos *forwards* y dos tipos de *swaps*: la permuta cambiaria o *FX Swap* y la permuta de monedas o *currency swap*.

Futuros: Los contratos de futuros son los derivados más antiguos, y permiten fijar hoy el precio de compra o venta de un activo, para ser pagado y entregado en una fecha futura. Con contratos idénticos en tamaño, fecha de vencimiento, forma de liquidación y negociación; es decir, son estandarizados y además se negocian en bolsas de derivados.

Opciones: Las opciones son contratos en el cual el comprador paga una prima y adquiere el derecho, pero no la obligación de comprar o vender un activo subyacente a un precio pactado en una fecha futura. El vendedor está obligado a cumplir.

Warrants: Los contratos *warrants* son opciones de compra de acciones adheridas a una emisión de bonos. Pueden negociarse separadamente.

Forwards: El Contrato a Plazo o *Forward* es el acuerdo de partes tomado en el mercado extrabursátil, conocido como OTC, por sus siglas en inglés *Over The Counter*, por medio del cual se negocia una determinada cantidad de divisas cuya liquidación se hará en una fecha futura y con un tipo de cambio mutuamente acordado al inicio del contrato. La liquidación de las operaciones podrá ser de cumplimiento efectivo o de cumplimiento financiero; la modalidad que se acuerde deberá establecerse previamente en las instrucciones de liquidación del contrato.

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

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

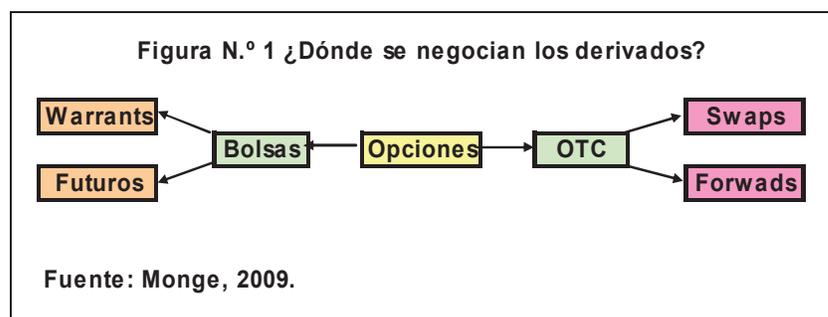
2.2. ¿Dónde se negocian los derivados?

Según su lugar de contratación y negociación, los derivados pueden cotizarse en mercados organizados, en mercados OTC, o en ambos.

Los mercados organizados, por ejemplo las bolsas, se distinguen porque los contratos de derivados son estandarizados, con subyacentes que el mercado haya autorizado, y donde los vencimientos y los precios de ejercicio son los mismos para todos los participantes.

En el mercado OTC o de común acuerdo, se negocian derivados hechos a la medida de las partes. En este mercado, los clientes o usuarios finales son empresas, instituciones financieras, entidades gubernamentales o inversionistas institucionales que realizan sus transacciones directamente con los intermediarios, que usualmente son bancos grandes, compañías de inversiones, bolsas de valores, y compañías aseguradoras y que también son conocidos como la contraparte.

En la figura N.º 1 se observa que los *warrants* y los futuros se negocian en mercados estandarizados como las bolsas y que los *swaps* y los *forwards* se negocian en mercados extrabursátiles. Las opciones se pueden negociar en ambos mercados.



2.3. Orígenes de los derivados

Los orígenes de los derivados se remontan al siglo XVII en Japón, donde se desarrolló el primer caso conocido de un mercado de futuros, cuando los señores feudales, que percibían rentas de sus propiedades en forma de una fracción de la cosecha de arroz, obtenían liquidez por la emisión de recibos contra arroz depositado en sus almacenes. Estos recibos se podían comprar o vender, dejando una ganancia y daban a su dueño final el derecho a una cantidad específica de arroz, de una calidad específica, en una fecha también específica en el futuro (Mendoza, 2005).

En el siglo XVII la Bolsa de Ámsterdam, primera bolsa de valores moderna, operó opciones sobre acciones. A mediados del siglo XIX, surgen los mercados futuros de Nueva York y Chicago, donde se empezó a desarrollar lo que actualmente son los centros financieros en derivados más importantes del mundo. En 1848, la Bolsa de Comercio de Chicago de Estados Unidos empezó a facilitar el negocio de futuros con harina, y en 1865 estandariza contratos para granos con márgenes y mecanismo de liquidación. En 1973, nace la Chicago Board Options Exchange

(CBOE), pionera en estandarización y opciones sobre acciones para ser negociadas en mercados regulados y centralizados (Rodríguez, 1998).

Paralelamente, en la década de 1980 aparecieron los derivados OTC, que son ampliamente usados por las empresas, instituciones financieras y entidades públicas, como instrumentos para manejar el riesgo financiero, cubriendo así objetivos de largo plazo para comprar, vender o prestar dinero, donde están presentes los riesgos relacionados con el tipo de cambio y el crédito (Morris y Morris, 2004).

III. Perspectivas de la regulación orientada al riesgo

Las transacciones con instrumentos derivados son reguladas dentro de un marco bifurcado: la regulación institucional y la regulación funcional (Culp y Mackay, 2002).

En primer lugar, existe una regulación institucional relacionada con los diferentes tipos de empresas involucradas en los mercados financieros y en la intermediación. En segundo lugar, existe una regulación funcional; es decir, una regulación para los instrumentos financieros y los mercados según la función económica subyacente que cumplan.

Agregan estos autores que los derivados están sujetos a tres etapas de regulación institucional. En primer lugar, los mecanismos reguladores de los diversos usuarios de derivados comúnmente especifican las “actividades permisibles” a las que una institución puede dedicarse. En segundo lugar, una vez que se juzgó a las actividades como permisibles, se supervisa a las instituciones dedicadas a esas actividades. Y, en tercer lugar, los mecanismos de regulación tratan de juzgar la integridad total de cada institución, evaluando sus requisitos de capital y haciendo cumplir regulaciones prudenciales que garanticen el cumplimiento de los requerimientos de capital.

A partir de este análisis, Culp y Mackay (2002) consideran que no existe evidencia empírica que sustente la idea de que la estructura regulatoria, que tiene constante aumento y mejora, sea inadecuada para evitar los riesgos de los derivados.

Sin embargo, este criterio ha cambiado debido a la última crisis financiera, la cual ha llevado a la discusión sobre el tema de la supervisión de estos productos, pues también hay que tomar en cuenta que la evolución de la normativa en el mundo ha estado asociada a las crisis financieras internacionales.

Por ejemplo, a raíz de una crisis de derivados y la materialización de un riesgo, el terremoto de Cobe, que ocasionó que los índices bursátiles de la Bolsa de Tokio se fueran al suelo; el Banco Barings, la compañía bancaria comercial más antigua de Londres, creada en 1792, quebró en 1995,

debido a que uno de sus empleados, Nick Leeson, perdió 827 millones de libras (más de mil millones de euros) fundamentalmente especulando en contratos de futuro en ese mercado. El caso también menciona la ausencia de controles con estos contratos. Todo esto expuso al banco a perder su patrimonio. Como lecciones de esta crisis (Novoa, 2009), aparecieron las normas de Presentación y revelación –IAS 32 -1996, de Medición y reconocimiento –IAS 39 -2001 y de Revelación –IFRS 7 –2007.

Recientemente, a raíz de la crisis internacional *subprime*, que se originó en el mercado inmobiliario y que se expandió hacia los mercados de capitales, la inestabilidad financiera se disparó y esta se vio reflejada en la depreciación del dólar y en la inestabilidad de precios en alimentos, materias primas y metales. Como consecuencia de esta inestabilidad del sistema, una de las lecciones que dejó la crisis del 2008, desde el papel de los reguladores, es que “la autorregulación no es suficiente para mercados importantes sistémicos, instituciones e infraestructuras” (Tumpel-Gugerell, 2009).

Por lo tanto, ciertamente es fundamental que exista un sistema de medición y manejo del riesgo, así como la supervisión, las auditorías y el conocimiento actualizado de los profesionales que trabajen en este mercado, con una regulación flexible y funcional para la eficiencia de este.

3.1. Estándares internacionales

Es un hecho que las bolsas latinoamericanas han diseñado su marco institucional basado en las principales bolsas de operaciones y futuros del mundo.

Por ejemplo, en materia de regulación institucional, en Estados Unidos, la Commodity Futures Trading Commission (CFTC) es la agencia federal responsable del monitoreo de la actividad en las bolsas y junto con la Securities and Exchange Commission (SEC) y la Securities and Investments Board (SIB) son las autoridades en materia de derivados. Las bolsas también revisan y refuerzan sus regulaciones por medio de la National Futures Association (NFA), que realiza exámenes y registra a los profesionales de la industria; además, establece estándares financieros y de protección a clientes (Morris y Morris, 2004).

En materia de regulación funcional, el mercado de derivados mexicano, el segundo creado en Latinoamérica después de Brasil, presenta estándares internacionales de la International Finance Corporation (IFC), la International Organization of Securities Commissions (IOSCO) y los estándares propuestos por el G-30, que plantean, entre otros, los siguientes requerimientos (www.mexder.com.mx, recuperado en octubre 2009):

- Cámara. Establecer una Cámara de Compensación centralizada.
- Liquidación. Modernizar el sistema bancario de pagos.
- Regulación. Homologar los estándares internacionales de regulación, autorregulación y supervisión.
- Intermediación. Establecer esquemas competitivos de intermediación y alcanzar niveles adecuados de capitalización y capacidad tecnológica de los participantes.
- Cultura de derivados. Difundir y promover el conocimiento de los productos derivados entre intermediarios, empresarios e inversionistas y desarrollar principios de administración de riesgos.
- Nivel de riesgo. Utilizar los productos derivados de acuerdo con una política general de manejo de riesgo y capital; evaluando riesgos de mercado mediante análisis de probabilidad e indicadores de sensibilidad. Administrar riesgos de manera independiente. Realizar simulaciones para determinar el efecto de situaciones extremas de mercado y desarrollar condiciones de contingencia.
- Valuación. Valuar diariamente a precio de mercado (*marking to market*) y, en su defecto, valuar los portafolios con base en postura media de compra y de venta.
- Posiciones límite. Establecer límites de acuerdo con: recursos de capital, liquidez del mercado, utilidad esperada, experiencia del operador y estrategia general. Efectuar periódicamente proyecciones sobre necesidades de fondeo e inversión de acuerdo con posiciones en derivados (coberturas, colateral, efectivo).
- Certificación. Certificar la calidad ética y técnica de los participantes en las actividades del mercado.
- Tecnología. Contar con sistemas adecuados para captura, procesamiento y divulgación de información, liquidación, medición de riesgos y administración de cuentas.

A partir de estos lineamientos, en términos generales, se observa que los estándares de México y Estados Unidos van dirigidos a fomentar prácticas sanas en la administración del riesgo y a utilizar mecanismos eficientes para mantener actualizado al personal que trabaje ofreciendo estos productos.

IV. Caracterización de las normativas de Costa Rica Chile y Colombia

4.1. Normativa de Costa Rica

Instrumentos autorizados y participantes: Según el reglamento para operaciones con derivados cambiarios del Banco Central de Costa Rica, los instrumentos derivados permitidos en el mercado extrabursátil de Costa Rica son los contratos a plazo o *forwards* y dos variaciones de *swaps*: las permutas cambiarias y las permutas de monedas.

El intermediario es la entidad autorizada por la Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica para participar, por cuenta y riesgo propio, en el mercado cambiario, ofreciendo las operaciones de derivados a sus clientes.

El cliente o usuario final es la persona física o jurídica que realiza operaciones de derivados con un intermediario del mercado de derivados cambiarios, con el propósito de lograr objetivos de cobertura de riesgos o inversión.

Las autoridades u órganos fiscalizadores en materia de derivados son BCCR, Conassif, Sugef, Sugeval, mencionados anteriormente, y la Superintendencia de Pensiones (Supen).

Regulación vigente: La normativa de derivados en Costa Rica está constituida por tres documentos 1) el Acuerdo Sugef 9-08 del Conassif, 2) el Reglamento para operaciones con derivados cambiarios del Banco Central y 3) la Resolución Sugef-R845-2009, que se describen a continuación.

4.1.1. Acuerdo Sugef 9-08

El “Reglamento para la autorización y ejecución de operaciones con derivados cambiarios”, en adelante acuerdo Sugef 9-08, fue aprobado por el Conassif, el 30 de mayo de 2008 y publicado en *La Gaceta*, el 13 de junio de ese mismo año. Establece el trámite de autorización, los requisitos y los límites prudenciales que deberán cumplir las entidades que pretendan realizar operaciones con derivados. Además, regula los requerimientos patrimoniales para estas operaciones y habla de los requisitos para las contrapartes autorizadas y de la revocación de la autorización.

En resumen, los requisitos son los siguientes:

- a) Oficio de solicitud del trámite de autorización para ofrecer operaciones de derivados cambiarios, firmada por el representante legal de la entidad. El oficio deberá indicar, cuando menos, los tipos de operaciones que pretende ofrecer y los subyacentes.
- b) Copia certificada por notario público del acuerdo de Junta Directiva en el que se hace constar lo siguiente:
 - i) Manifestación del entendimiento claro del papel de las operaciones con derivados cambiarios en la estrategia de negocios y en la gestión de riesgos de la entidad (por parte de la Junta Directiva).
 - ii) Aprobación de los límites para el inicio de operaciones con derivados cambiarios.
 - iii) Aprobación de los Manuales de Operación y Control.
 - iv) Perfil de clientes.

- v) Aprobación de la unidad de riesgos, estructura administrativa, ubicación dentro de la organización, así como el nombre del encargado de dicha unidad y copia de la certificación en derivados cambiarios de una persona integrante de la unidad de riesgos.
- vi) Designación del comité de riesgos y el nombre de quien lo preside y de los integrantes del Comité.
- c) Copia de los contratos marco con las contrapartes y contratos con clientes que se utilizarán para los diferentes tipos de derivados cambiarios, avalados por la asesoría jurídica de la entidad.
- d) Detalle con el nombre de los operadores de derivados cambiarios y copia de la certificación en derivados cambiarios.
- e) Calificación pública de riesgo emitida por una agencia calificadora.
- f) Descripción de los sistemas existentes para la valoración diaria de posiciones con derivados cambiarios, y para el seguimiento y reporte de dichas operaciones. En cuanto a los reportes, debe indicarse el destinatario, la frecuencia y el contenido mínimo de dichos reportes.
- g) Descripción del modelo para la fijación de precios diarios para los derivados cambiarios que pretende ofrecer, así como para la valuación y medición de riesgos de estas operaciones.
- h) Informe aprobado por el Comité de Auditoría que contenga la información y documentación que acredite el cumplimiento de lo dispuesto en el Capítulo IV sobre Administración Integral de Riesgos.

El artículo 27 indica que la validación de los modelos para valorar y medir riesgos debe realizarse una vez al año por expertos de reconocido prestigio, independientes de los que desarrollaron dichos modelos y del personal de operación y de seguimiento.

El artículo 28 trata los lineamientos sobre contabilidad y revelación de los derivados en el Plan de Cuentas para Entidades, Grupos y Conglomerados Financieros; no obstante, está pendiente por parte de Sugef un modelo de contabilización para definir cómo se incluyen estas operaciones en los estados financieros.

El capítulo V se refiere a los límites para operaciones con derivados, estimación por riesgo de precio de liquidación y obligaciones por derivados cambiarios en el calce de plazos.

4.1.2. Reglamento para operaciones con derivados cambiarios del Banco Central

El “Reglamento para Operaciones con Derivados Cambiarios”, aprobado por el Banco Central de Costa Rica, el 26 de noviembre de 2008 y publicado en *La Gaceta* el 18 de diciembre de 2008, regula las operaciones con derivados cambiarios y la información que sobre estas deben

enviar las entidades supervisadas al BCCR y a cada uno de los órganos fiscalizadores. El documento constituye la segunda normativa costarricense aprobada sobre derivados cambiarios y habla de varios aspectos relevantes para el funcionamiento del mercado y de los intermediarios.

Las operaciones autorizadas son cinco en total y deben documentarse por escrito y cumplir con la Ley N.º 8204, además de que las garantías de estos productos se registrarán por la normativa Sugef I-05 “Reglamento para la calificación de deudores”. El envío de información sobre las operaciones será diario y para ello se requiere de un instructivo o módulo de captura de información, tanto para Sugef como para el BCCR que todavía no existen. Menciona los diferentes tipos de sanciones por incumplimientos a la normativa.

Los puntos más relevantes por resaltar en relación con el objeto de estudio son:

Artículos 3 y 4. Además de los *forward*, *FX swap* y *currency swap*, este reglamento adiciona, como operaciones autorizadas, los contratos a plazo y contratos de diferencia. Informa que Conassif emitirá un reglamento para la organización de los mercados en los que se podrá llevar a cabo la negociación de contratos de futuros (que están en el mercado bursátil).

Artículo 5. En el mercado *over the counter* operarán las entidades autorizadas por Sugef.

Artículo 9. Todas las operaciones deben ser documentadas por escrito y el intermediario debe velar porque cumplan con la Ley N.º 8204, contra lavado de dinero, su reglamento y normativa.

El artículo 10 menciona que las garantías que se establezcan deberán cumplir con lo que disponga el reglamento que emita Conassif para cada superintendencia.

El artículo 15 afirma que es obligatorio comunicar diariamente al BCCR toda operación de derivados cambiarios y que el BCCR, Sugef y Sugeval emitirán un instructivo par el envío de esta información.

Respecto de las sanciones, el artículo 17 menciona las siguientes: amonestación escrita ante el primer incumplimiento reglamentario. Suspensión de uno a 30 días hábiles por el primer incumplimiento legal, o por un segundo y hasta un tercer incumplimiento reglamentario. Se cancelará la autorización de participar en el mercado cambiario por dos años, en caso de más de tres violaciones a lo dispuesto por la Ley Orgánica del Banco Central en materia cambiaria en un período de dos años.

4.1.3. Resolución Sugef-R-845-2009.

La Resolución del Superintendente Sugef R-845-2009, con fecha de 16 de marzo de 2009, emite los lineamientos generales para la aceptación de instituciones certificadoras en derivados cambiarios y para el reconocimiento de certificados emitidos en el extranjero.

Son tres las modalidades de instituciones certificadoras: a) instituciones domiciliadas en el territorio costarricense, b) entidades que operen con contratos de franquicias de instituciones certificadoras del extranjero y c) instituciones certificadoras del extranjero no domiciliadas en el territorio costarricense. También existe la modalidad de reconocimiento de certificados emitidos en el extranjero.

El artículo 7 menciona que “la institución certificadora deberá contar con una experiencia mínima de tres años en procesos de certificación. Deberá contar en todo momento con profesionales capacitados en aspectos técnicos y normativos en materia de derivados cambiarios. A la institución solicitante se le reconocerá la experiencia en procesos de certificación que obtenga mediante contrato de franquicia con una institución certificadora del extranjero autorizada en países pertenecientes al Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (OICV- Iosco en inglés)”. Las mismas características deben cumplir las entidades extranjeras que quieran operar en el país.

El artículo 8 establece que las instituciones certificadoras deberán contar con un comité de certificación integrado por al menos tres miembros, que, en conjunto, cuenten con conocimientos en las funciones y actividades que desempeñan los operadores, promotores y administradores de riesgos; además, estos miembros deberán tener una experiencia mínima de tres años en el ejercicio profesional de tales actividades.

El artículo 20 establece que el certificado emitido por una institución certificadora aceptada no podrá tener una vigencia mayor de dos años y que la renovación de estos certificados será mediante la aprobación de las pruebas de actualización. La renovación deberá obtenerse antes de su vencimiento.

El capítulo V norma los certificados emitidos en el extranjero y los requisitos que deben cumplir y el trámite para ser reconocidos por las autoridades costarricenses. Este debe ser equiparable con alguno de los tipos de certificación que establece la norma en su artículo 18, para operar el mercado de derivados cambiario costarricense.

En el caso de los certificados extranjeros, debe adicionarse una certificación emitida por una institución certificadora costarricense, aceptada por Sugef, donde conste la aprobación de la prueba sobre “Normativa y regulación costarricense”, en materia de derivados cambiarios. Dicha prueba específica, en tanto no haya quien la ofrezca, será aplicada por Sugef. Una vez vencida la certificación, el interesado deberá aportar la renovación o una nueva certificación.

Para efectos de este trabajo, en Costa Rica no hay ninguna empresa certificadora inscrita en la Sugef. Tampoco se tiene conocimiento de que existan empresas certificadoras en derivados con tres años de experiencia en el país.

4.2. Normativa de Colombia

El Capítulo XVIII de la Circular Básica Contable y Financiera de Colombia refiere a los instrumentos derivados y los productos estructurados que realicen las entidades sometidas a la inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera de Colombia, cuando estén autorizadas.

Entre otros aspectos, menciona los requisitos mínimos por cumplir para negociar instrumentos financieros derivados y ofrecer productos estructurados y que son objeto de esta investigación.

Las entidades vigiladas también deben cumplir con lo establecido en el Capítulo XXI de la Circular Básica Contable y Financiera (incorporado mediante la Circular Externa 051 de 2007), denominado “Reglas relativas al sistema de administración de riesgo de mercado”, y establece los siguientes requerimientos:

- a) Cuando se trate de instrumentos financieros derivados transados por fuera de sistemas de negociación de valores o de bolsas, las entidades vigiladas deben elaborar y suscribir con la respectiva contraparte un contrato marco que regule de manera general tales instrumentos.
- b) La alta gerencia debe implementar un programa de capacitación y actualización dirigido a todo el personal involucrado en la materia, con la frecuencia que se considere necesaria;
- c) Las entidades vigiladas deben tener sistemas de información y herramientas tecnológicas que permitan el procesamiento de los instrumentos financieros derivados y productos estructurados, con su respectiva y adecuada valoración diaria. Igualmente, estar en capacidad de realizar controles de riesgos en cualquier momento.
- d) Todos los instrumentos financieros derivados y los productos estructurados que negocien deben estar autorizados, plasmados en contratos marco, debidamente documentados, confirmados y registrados.

- e) Los sistemas de procesamiento de datos, de administración de riesgos y de valoración deben tener un adecuado respaldo y control, junto con un plan de contingencia.
- f) Tener y poner en práctica un manual de instrumentos financieros derivados.
- h) Todos los instrumentos financieros derivados y productos estructurados que se negocien en el mercado mostrador deben registrarse en un módulo de registro de un sistema de registro de operaciones sobre valores.

Es deber y responsabilidad de la junta directiva y de la alta gerencia velar porque, más allá de los cumplimientos formales de los requisitos mínimos exigidos, el cumplimiento se produzca en el ámbito de las prácticas cotidianas de la entidad y que exista en esta un efectivo control interno independiente. El área de auditoría o control interno de cada entidad vigilada es responsable de verificar y monitorear el cumplimiento de todos los requisitos aquí establecidos, como condición previa para la continuidad en el ofrecimiento de instrumentos financieros derivados y de productos estructurados.

4.3. Normativa de Chile

La normativa que rige el mercado de derivados en Chile se encuentra en los siguientes tres documentos: 1) el capítulo IX del Compendio de Normas de Cambios Internacionales, 2) el Capítulo III.D.1-1 denominado Contratos con productos derivados en el mercado local, del Compendio de Normas Financieras y 3) la circular Bancos N.º 3.345 de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras de Chile. Además, Zurita y Gómez (2003) mencionan que la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras también cuenta con otra normativa sobre *forwards* UF Pesos, compraventa de divisas en el futuro y *swaps* en el mercado local y operaciones con derivados en el mercado externo (Zurita y Gómez, 2003).

En resumen, todas estas normas establecen que los bancos comerciales están autorizados a ofrecer contratos derivados, y su perspectiva es la normativa funcional que menciona Culp y Mackay (2002).

4.3.1. Capítulo III.D.1-1 del Compendio de Normas Financieras

En lo relativo a la regulación institucional y a las actividades permitidas, este capítulo establece los tipos de contratos de derivados que las empresas del mercado cambiario formal (MCF) establecidas en Chile pueden celebrar entre ellas, o con personas domiciliadas o residentes en el exterior.

Dicha regulación también estipula el contenido básico de los contratos, señala los límites y normas sobre relación de las operaciones activas y pasivas, de los bancos y sociedades financieras.

También menciona que se debe cumplir la Ley General de Bancos, y lo dispuesto en el Capítulo IX del Compendio de Normas de Cambios Internacionales. La normativa le da a la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF) de Chile las atribuciones legales para establecer las normas de información al público que las instituciones financieras deberán proporcionar respecto de sus operaciones con productos derivados y los procedimientos de control aplicables a estos contratos. Asimismo, dictará las normas contables y fiscalizar el cumplimiento del Capítulo IX.

4.3.2. Capítulo IX del Compendio de Normas de Cambios Internacionales

Los usuarios que sean empresas bancarias establecidas en el país solo podrán realizar la operaciones prevista en los términos y condiciones establecidos en la Ley General de Bancos y cumpliendo las normas contenidas en los Capítulos III.B.I de normas sobre captación e intermediación, III.B.2 de normas sobre relación de las operaciones activas y pasivas de los bancos y sociedades financieras, III.B.5 de inversiones financieras de operaciones de crédito de empresas bancarias y hacia el extranjero y III.D.1 sobre contratos con productos derivados en el mercado local, del Compendio de Normas financieras.

Autoriza a los usuarios a realizar tanto operaciones con personas domiciliadas o residentes en el exterior como operaciones en Chile por entidades del mercado cambiario formal. Todas estas operaciones deben ser informadas al Banco Central. Indica esta normativa que deben existir cotizaciones o información diaria sea que estas sean informadas por el Banco Central de Chile, Asociación de Bancos e Instituciones Financieras o por servicios electrónicos de acceso público, como los son *Reuter*, *Bloomberg* u otros similares.

4.3.3. Circular Bancos N.º 3.345

La Circular Bancos N.º 3.345 de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras de Chile establece los criterios, para instrumentos derivados y otros, que deben aplicarse para la preparación de los estados financieros, remitiéndose a los estándares internacionales; por lo tanto, está más relacionada con la regulación funcional orientada a los propios instrumentos y a los mercados.

V. Comparación de los requisitos de las tres normativas

A partir de la revisión de las normativas de Costa Rica, Chile y Colombia, se elaboró una tabla, que caracteriza o describe los requisitos para Costa Rica, los cuales se compararon con las normativas de Chile y Colombia. El color amarillo destaca diferencias para Costa Rica, en aspectos más flexibles o que ya existen en las normativas de Colombia y Chile.

Tabla N.º 1
Requisitos solicitados en la normativa costarricense
y su comparación con las normativas de Colombia y Chile

| Requisito 1. Productos derivados permitidos en el mercado OTC | | |
|---|---|--|
| Costa Rica: <i>Forward</i> , <i>FX Swap</i> y <i>Currency Swap</i> . En Costa Rica se inicia con los tres productos más básicos porque no se quiere asumir más riesgo. | | |
| Colombia: Derivados básicos, derivados exóticos y productos estructurados. <i>Forward</i> peso-dólar americano, <i>forward</i> divisa X divisa Y o peso, diferente al dólar americano, <i>forward</i> sobre títulos o valores, <i>forward</i> sobre una tasa de interés a plazo, <i>foreign exchange swap</i> (<i>FX Swap</i>), futuros, opciones europeas de compra o venta (<i>call - put</i>), permutas financieras o <i>swaps</i> de tasas de interés (<i>interest rate swap</i>), de monedas (<i>cross currency swap</i>), contratos <i>swap</i> (IRS o CCS) pactado con reprecio diario de la tasa variable, derivados de crédito y productos estructurados que involucran derivados de crédito. Recientemente entró en funcionamiento la Cámara Central de Riesgo de Contraparte, que cumple las funciones de bolsa de futuros de tasa de interés, tipo de cambio y acciones. | | |
| Chile: Según el Capítulo IX las operaciones en bolsas del exterior permitidas son: <i>forward</i> , <i>swaps</i> , opciones, derivados de créditos y combinaciones de estos en monedas y tasas de interés extranjeras, instrumentos de renta fija o variable, colocaciones comerciales, productos básicos e índices accionarios. Además, las operaciones a realizar por entidades del Mercado Cambiario Formal de Chile son <i>forwards</i> , <i>swaps</i> , opciones o futuros sobre tasas de interés o monedas (incluidos el peso y la Unidad de Fomento). Según el Capítulo II.D.1-1 Normas Financieras están permitidas las opciones de compra o venta (<i>call</i> o <i>put</i>). Según Capítulo II.B.1, del Compendio de Normas Financieras del Banco Central, no se pueden vender derivados de crédito. No pueden operar derivados sobre acciones, índices de acciones y productos básicos (Caps. III.D.1 y II.B.5, del Compendio de Normas financieras del Banco Central). El mercado de derivados chileno está centrado principalmente en <i>forward</i> UF-Peso y <i>forwards</i> Peso-dólar, debido a la demanda de cobertura de los fondos de pensiones y las empresas exportadoras. Hay un desarrollo de <i>swaps</i> de monedas, pero es más reciente, producto de ciertas imperfecciones regulatorias que se corrigieron el año pasado. Se ha desarrollado un mercado muy líquido de <i>swaps</i> de tasas entre inversionistas extranjeros y los bancos locales. | | |
| Costa Rica | Colombia | Chile |
| Requisito 2. Modelo de contabilización del Plan de Cuentas | | |
| No hay todavía. Por el nivel de complejidad se espera estar emitiendo este modelo. Se informó en Sugef que es una adenda y no una limitante, para que una empresa que esté autorizada pueda iniciar a ofrecer el producto en este momento. | Sí existe. Capítulo XVIII Instrumentos Financieros Derivados y Productos Estructurados | Sí existe: Modelo de contabilización, según IAS 39 (2003) con las excepciones indicadas en el Capítulo A-1 del Compendio de Normas contables de la SBIF. Circular Bancos N.º 3.345 establece criterios contables para instrumentos financieros adquiridos para negociación o inversión, instrumentos derivados, coberturas contables y bajas del balance de activos financieros. Complementa y modifica instrucciones contables para operaciones en moneda extranjera. |
| Requisito 3. Empresa certificadora nacional o en el extranjero o franquicia con profesionales con tres años de experiencia autorizada por Sugef. | | |
| No se tiene conocimiento de ninguna certificadora con la experiencia que solicita Sugef. No hay ninguna autorizada en este momento. Según Sugef no es una opción viable eliminar este requisito, pues se parte de que todos los requisitos se pueden cumplir. | El intermediario debe implementar un programa de capacitación y actualización dirigido al personal que trabaje derivados, con la frecuencia que se considere necesaria indica el Capítulo XVIII, artículo 3. Debe además pasar unos exámenes de certificación dirigidos por el Autorregulador del Mercado de Valores (AMV). | La normativa no menciona este aspecto. Se informó que el mercado de derivados es básicamente bancario y las transacciones se documentan y si se preocupan por un reclutamiento de personal estricto, con capacidades y destrezas en la materia. |
| Requisito 4. Operadores, promotores y personal de riesgo certificados. Renovación cada 2 años | | |
| Sí solicitan. | El Autorregulador de Mercado de Valores conduce exámenes periódicos y de diferentes niveles para el personal vinculado a las actividades de tesorería, riesgos y directivo de las instituciones financieras que operan en los mercados de valores. | No lo solicita en la normativa revisada. |

Tabla N.º 1 (Continuación)
Requisitos solicitados en la normativa costarricense
y su comparación con las normativas de Colombia y Chile

| Costa Rica | Colombia | Chile |
|---|--|---|
| Requisito 5. Estándar Electrónico | | |
| No hay todavía. Se informó en Sugef que el estándar electrónico no es materia de la superintendencia, que pareciera más competencia de la Bolsa de Valores, y que probablemente los intermediarios deberían determinar cómo lo van a manejar, entre ellos o con contrapartes deberán crear su forma de intercambio de información o negociación. | Modulo de registro de instrumentos financieros derivados y productos estructurado de un sistema de registro de operaciones sobre valores. Se debe tener una mesa de derivados especializada y políticas de gobierno corporativo sobre la materia. | Según Zurita y Gómez (2003) en el Capítulo IX sobre derivados, establece que los contratos solo podrán pactarse sobre alguna de las monedas extranjeras y tasas de interés extranjeras para las cuales exista cotización o información diaria proporcionada por el Banco Central de Chile, las Bolsas establecidas en el país, o por servicios de información en línea internacionales como <i>Reuter</i> , <i>Bloomberg</i> u otros similares. |
| Requisito 6. Instructivo emitido por BCCR, SUGEF y Sugeval para el envío de información. | | |
| Falta un módulo para Banco Central y este va a estar a partir del 2010 y seguro que ahí vendrá un capítulo para derivados. Según se informó en Sugef, la información que se solicite dependerá de lo que el Banco Central quiera analizar. Sugef cuenta con un sistema de captura y se basará en los lineamientos que indica la norma, pero aún no está diseñado y el hecho de que Sugef no haya dado un machote o formato, no limita la operativa de la entidad, ni tampoco la forma en que se envíen los datos. | Cuenta con formulario para remitir información a la Superintendencia y en el caso de operaciones de tipo de cambio al Banco Central. | Cuenta con sistema para remitir información al Banco Central, de la manera señalada en el Manual de Procedimientos y Formularios de Información del Compendio de Normas de Cambios Internacionales (CNCI). |
| Requisito 7. Junta Directiva con claridad del tema en la estrategia de negocios y en la gestión de riesgos de la entidad. | | |
| Sí se solicita. No indica qué parámetros definen si estas personas conocen el tema. | La circular 88 de la Superintendencia Financiera establece el marco de gestión dentro del cual debe desarrollarse la actividad de tesorería y las operaciones con derivados. Se establecen obligaciones y deberes de la Junta Directiva. | No indica en la normativa revisada. No obstante la normativa le da a la SBIF atribuciones legales para establecer las normas de información al público que las instituciones financieras deberán proporcionar respecto de sus operaciones con productos derivados y los procedimientos de control aplicables a estos contratos. Asimismo, dictará las normas contables y fiscalizar el cumplimiento del Capítulo IX (Normas Financieras III.D.1-3). |
| Requisito 8. Garantías según normativa de crédito Sugef I-05 | | |
| Sí solicitan. Garantías: Son las mismas que para crédito, pero a escala internacional no se solicita eso, sino un análisis de hasta dónde puede pagar el cliente. | Futuros: Obligatoriedad de constituir garantías por parte del comprador y del vendedor para cubrir riesgos. La constitución de garantías adicionales se llevara a cabo en función de los precios de mercado. Opciones: El derecho se obtiene mediante el pago de una prima. Forwards: No existe. Hay riesgo de contraparte para el intermediario financiero y línea de crédito. Bolsa de Valores de Colombia. | No indica la normativa revisada |
| Requisito 9. Calificación Pública de Riesgo | | |
| Sí solicita | Sí solicita. Anexo 2 del Capítulo XVIII. | Sí solicita. Para opciones, las empresas bancarias establecidas en Chile deben tener Nivel A de solvencia según Ley General de Bancos. |

Tabla N.º 1 (Continuación parte final)
Requisitos solicitados en la normativa costarricense
y su comparación con las normativas de Colombia y Chile

| Costa Rica | Colombia | Chile |
|--|--|---|
| Requisito 10. Manuales de Operación y Control aprobados por Junta Directiva | | |
| Sí solicita | Sí solicitan. Capítulo XVIII. Artículo 3. Es responsabilidad de la junta directiva y de la alta gerencia velar porque, más allá de los cumplimientos formales de los requisitos mínimos exigidos, el cumplimiento se produzca en el ámbito de las prácticas cotidianas de la entidad y que exista un efectivo control interno independiente. | No indica en la normativa revisada. |
| Requisito 11. Modelos para fijación diaria de precios | | |
| Sí solicita | Sí solicita. Capítulo XVIII | Sí solicita. |
| Requisito 12. Unidad y Comité de Riesgos conformados | | |
| Sí solicita | Sí solicita. Capítulo XVIII | No lo indica la normativa, pero se deduce que existen, por los controles que exige la auditoría de gestión del riesgo. |
| Requisito 13. Cumplir con lineamientos de administración integral del riesgo | | |
| Sí solicitan | Sí solicitan. Capítulo XVIII. Título 4 Disposiciones especiales en materia de gestión de riesgos. Y Título 7. Factores de riesgo, valoración y contabilización de instrumentos derivados y productos estructurados. Y Capítulo XXI que indica que el personal debe tener pleno conocimiento del riesgo de mercado. | Tanto la nueva normativa de liquidez, como el proyecto de norma para riesgo de mercado exigen políticas documentadas para la medición y gestión de esos riesgos, inclusive los atribuibles a posiciones en derivados. Considerando que la medición de riesgos requiere valuaciones confiables de los instrumentos financieros, la nueva normativa contable para instrumentos financieros, también prevé que existan políticas documentadas para la valuación de esos instrumentos (Huerta, 2004). |
| Requisito 14. Ley contra la legitimación de capitales (lavado de dinero) | | |
| Sí solicitan | Sí solicitan | Sí solicitan |
| Requisito 15. Documentar el Perfil del cliente | | |
| Sí solicitan. | Sí solicitan. Existe un normatividad tipo KYC | No indica la normativa revisada |
| Requisito 16. Contrapartes con calificación pública de riesgo, autorizadas para actuar como intermediarios o con Cámaras de Compensación de mercados organizados. | | |
| Sí solicitan. | Sí solicitan. | No indica |
| Requisito 17. Sistema para valuación y control de riesgos. | | |
| Sí solicitan | Sí solicitan. Capítulo XVIII: Título 4 Disposiciones especiales en materia de gestión de riesgos y Título 7. Factores de riesgo, valoración y contabilización de instrumentos derivados y productos estructurados y Capítulo XXI. | Huerta (2004) habla de la auditoría de gestión de riesgos con base en recomendaciones internacionales de existencia y calidad de políticas sobre la materia, centrándose en existencia de procedimientos para aprobación de nuevos productos, existencia y calidad de respaldos, confiabilidad de métodos de valuación, calidad de los sistemas de respaldo, y calidad de los sistemas operativos. |
| Requisito 18. Revisión anual de auditoría | | |
| Sí solicitan | Sí solicitan. Capítulo XVIII. Artículo 3 y Capítulo XXI | Sí solicita |
| Requisito 19. Respaldo de los sistemas | | |
| Sí solicitan | Sí solicitan. Capítulo XVIII. Artículo 3. | No indica, pero sí tienen. |
| Requisito 20. Contratos documentados, confirmados y registrados | | |
| Sí solicitan | Sí solicitan. Capítulo XVIII. Artículo 3. | Sí solicitan. Capítulo II. D.1-2 Normas financieras |
| Fuente: Elaboración propia, con base en la normativa de los tres países y comentarios para Costa Rica de Alfaro, B; Gamboa, A. y Vega, C., para Colombia de Alfaro, J. y para Chile de Huerta, S., Ahumada, L., Córdova, E. y Echeverría, C. | | |

VI. Evaluación de la aplicabilidad de los requisitos para Costa Rica

A continuación, para cada requisito caracterizado se presenta una evaluación de su aplicabilidad para el país.

6.1. El papel de la regulación

En materia de regulación, la visión del Conassif es fundamental pues el papel principal de los reguladores, según su presidente, Alberto Dent: no es el fomentar ningún mercado, sino dentro de mercados establecidos regular los riesgos en protección de los participantes del mercado.

Para Dent, las entidades financieras tienen la capacidad de asumir y medir sus propios riesgos dentro de un mercado. La regulación que el Conassif emite requiere, ahora y en el futuro, el que dichos riesgos sean claramente medidos por la institución de forma tal que al existir extremos que requieren a las instituciones pagar las posiciones que ha asumido, dichos pagos sean hechos con el patrimonio y las provisiones de los bancos y no con el ahorro de sus clientes. Las reglas de juego son siempre las mismas; el sistema se va perfeccionando a medida que el mercado se va desarrollando lo que permite una mayor participación de los tomadores de posiciones manteniendo siempre los principios básicos de control y medición del riesgo (2009).

Por su parte, Chile (Banco Central, 1997) y Colombia (Bolsa de Valores de Colombia, 2009) están enfocados en modernizar su normativa, para permitir nuevos productos, cada vez más complejos, ajustándose a las necesidades del mercado y operar con mayor flexibilidad en los mercados internacionales, siempre con el norte de contar con las mejores prácticas para la administración y supervisión de riesgos.

6.2. Los productos autorizados

En Costa Rica, los productos autorizados son los básicos, probablemente como una forma de iniciar paulatinamente este mercado e ir poco a poco generando un aprendizaje para ir asumiendo mayor control del riesgo con productos como opciones y otros productos combinados, que forman instrumentos más complejos.

La normativa de Colombia permite derivados básicos, derivados exóticos y productos estructurados, incluso recientemente creó una Cámara Central de Riesgo de Contra Parte. El mercado de derivados chileno permite las opciones y está centrado principalmente en *forward* UF-Peso y *forwards* Peso-dólar, debido a la demanda de cobertura de los fondos de pensiones y las empresas exportadoras. También hay un desarrollo de los *swaps* de monedas y *swaps* de tasas. Son mucho más productos, para economías muy abiertas con mercados más profundos que en su

oportunidad necesitaron adoptar estos instrumentos de riesgo cambiario para asistir a exportadores e importadores.

6.3. Modelo de contabilización de cuentas

En Costa Rica no existe todavía este modelo; según Cristian Vega, funcionario de Sugef, su ausencia en este momento no es una limitante si una empresa estuviera autorizada para operar con derivados, porque este modelo es una guía de ejemplos de como contabilizar los derivados.

Por ejemplo, en Chile, para una adecuada gestión y control de los riesgos de mercado asociados a los derivados, las entidades deben contar con modelos autorizados por la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras para el cálculo de factores de sensibilidad y volatilidades. En Colombia, el apartado 7 del capítulo XVIII establece factores de riesgo, valoración y contabilización para estos instrumentos.

Además, Chile habla del modelo de Contabilización, según IAS 39 (2003) y a raíz de la crisis *subprime* del 2008, Colombia habla de las novedades de la normativa IAS 39 para la clasificación de activos, deterioro de activos, baja de activos y cobertura (Novoa, H. 2009).

6.4. Instructivo emitido por BCCR, Sugef y Sugeval para el envío de información

Chile y Colombia sí cuentan con este sistema de captura. Costa Rica todavía no, aunque la normativa costarricense establece ya ciertas pautas que en su momento podría requerir el Banco Central. Con base en ellos, ambos países presentan estadísticas de la actividad del mercado de derivados. En la Sugef se informó que la ausencia de este sistema de captura o formulario de información tampoco es una limitante si una entidad ya estuviera autorizada para operar con derivados. El Banco Central debería definir si ese punto es o no una limitante para empezar a operar, porque el reglamento lo presenta como un requisito.

6.5. El estándar electrónico

Costa Rica todavía no lo tiene. Se informó en Sugef que el estándar electrónico no es materia de la Superintendencia, que pareciera más competencia de la Bolsa de Valores, y que probablemente los intermediarios deberían determinar cómo lo van a manejar, entre ellos o con contrapartes deberán crear su forma de intercambio de información o negociación. No obstante, al no ser productos bursátiles, esto sería competencia del Banco Central. En Colombia recientemente se creó una Cámara Central de Riesgo de Contra Parte, que cumple las funciones de bolsa de futuros de tasa de interés, tipo de cambio y acciones. En Chile, la ley autoriza que se puede obtener información diaria

proporcionada por el Banco Central de Chile, las Bolsas establecidas en el país, o por servicios de información en línea internacionales como *Reuter*, *Bloomberg* u otros similares.

6.6. Junta Directiva de operador con conocimientos en derivados

La normativa de Colombia establece deberes y responsabilidades para las juntas directivas, que junto con la Gerencia deben velar porque en la institución exista un efectivo control interno independiente. Costa Rica solicita que este cuerpo colegiado apruebe los manuales de operación y control sobre derivados, además de que tenga conocimientos, pero no especifica bajo cuáles parámetros. Chile no lo indica expresamente, pero la ley le da potestad a su Superintendencia de establecer las normas que considere y de fiscalizar lo relativo a derivados en su país.

6.7. Empresa certificadora

Específicamente Chile y Colombia no solicitan certificación de los profesionales que trabajen en riesgo ni que dicho documento sea renovado cada dos años, como es el caso de Costa Rica. En Colombia, el Autorregulador de Mercado de Valores conduce exámenes periódicos y de diferentes niveles para el personal vinculado a las actividades de tesorería, riesgos y directivo de las instituciones financieras que operan con derivados. En Estados Unidos solo basta ser agremiado de la Asociación Nacional de Futuros, con todos los requisitos que este cuerpo colegiado establece.

La normativa de Chile ni los expertos consultados indicaron nada al respecto, aunque “dada la importancia que han adquirido estas operaciones, cada vez más los usuarios u operadores principales de estos instrumentos (bancos, grandes empresas, agentes institucionales, etc.) como también los mismos entes reguladores, sí se preocupan de un reclutamiento estricto en cuanto a la orientación de perfiles profesionales con destrezas y competencias demostrables en esta disciplina”, expresó Carlos Echeverría Olalquiaga, funcionario del Banco Central de Chile.

Para Cristian Vega, funcionario de Sugef, el requisito está bien establecido para desarrollar un mercado ordenado y no es una opción viable eliminar al certificador con la característica de contar profesionales con tres años de experiencia: “si las entidades costarricenses quieren que exista un certificador en el país, la misma Asociación Bancaria Costarricense podría promover que exista uno... Si el día de mañana, tenemos un colegio de profesionales, que les pide un examen, y que nos dé la certeza plena que tienen un nivel requerido para eso, pues perfectamente la normativa puede llegar a cambiar”, agregó. No obstante, los exámenes y certificaciones aplican en el resto del mundo solo para derivados bursátiles.

Aquí en Costa Rica no existe formación universitaria especializada y por eso se solicita la certificación, pero también el problema radica en que no hay ninguna entidad certificadora domiciliada

en Costa Rica, con el desarrollo que exige Sugef; es decir, con profesionales con tres años de experiencia, lo cual es en este momento un requisito difícil de cumplir, para el operador que quiera certificar a sus empleados. Por lo tanto la alternativa para certificarse involucra mayores costos, pues para iniciar en el corto plazo, los operadores tendrían que buscar una empresa extranjera no domiciliada en Costa Rica, que esté autorizada por Sugef, y además tener la capacidad de poder enviar a su personal a certificarse a ese país.

6.8. Las garantías

Otro aspecto conservador es el tema de las garantías, ya que en Costa Rica el mercado de derivados tendría la misma regulación que los productos de crédito (Sugef 1-05), pero a escala internacional este requisito no se solicita, sino que el intermediario realiza un análisis de hasta dónde puede pagar el cliente. Se están refiriendo a títulos valores, y eso podría generar poca flexibilidad al sistema porque los clientes van a tener que traer dinero para poder hacer un título y endosarlo a favor del Banco, para poder solicitar un derivado. Al respecto, en Sugef, Vega considera que esta norma obedece a la necesidad de que todo riesgo sea cubierto de una manera real y tangible, pues en los mercados de países desarrollados, que funcionan perfectamente, cuando no se le puede hacer frente a la operación esta se lleva al mercado, donde alguien la compra, o la vende, o se cambia a otra entidad en una posición equivalente, mientras que en el mercado de valores en Costa Rica ni siquiera se transan acciones:

“Habrá un momento en que nosotros tengamos un mercado de valores bien desarrollado y ya no sea necesario. Tenemos que visualizar la cobertura de riesgos en la realidad. Las normas no son estáticas sino flexibles, en el momento que cambien, probablemente se quiten, pero lanzar al mercado instrumentos tan complicados como los derivados, con el riesgo que representa, al dar sus primeros pasos, y no pedir que se cubran bien de los riesgos, sería muy irresponsable” (Vega, 2009).

En Colombia, los forwards no requieren garantías. Con las opciones se confiere el derecho, mas no la obligación, de comprar (call) o vender (put) un activo a un precio específico hasta o en una fecha futura. Por este derecho se paga una prima y en futuros, se requiere una garantía tanto del comprador como del vendedor (Bolsa de Valores de Colombia). Para el instrumento opciones, en el caso de Chile, las entidades deben tener nivel de solvencia A y el Consejo del Banco Central (2005, junio 23) aprobó un nuevo marco regulatorio que recoge las recomendaciones sobre mejores prácticas para la administración y supervisión de esos riesgos propuestas por el Comité de Basilea, y que permite cuantificar los riesgos asociados a la mantención de posiciones abiertas en opciones y limita su exposición al riesgo de crédito.

Es interesante el planteamiento de Siems (1996) en el sentido de que ciertamente la garantía reduce la probabilidad de pánicos bancarios, pero también puede estimular a estos a insistir en estrategias de más alto riesgo, porque precisamente elimina la disciplina proporcionada por el mecanismo del mercado, de restringir a los bancos de riesgos innecesarios.

6.9. Otros requerimientos

Es normal en la industria que los intermediarios y la contraparte tengan sus *ratings* de calificación y que el propio ente financiero haga sus análisis de cómo está la contraparte. También es normal solicitar el perfil del cliente, contar con los modelos, las políticas, los sistemas y departamentos para la administración, valoración y medición de riesgo.

Las normativas de los tres países hablan de contratos documentados, confirmados y registrados, sistemas con respaldo, revisiones de auditorías en derivados. En todos los países deben cumplir con leyes contra la legitimación de capitales provenientes del lavado de dinero y cumplir con los estándares internacionales contables, así como someterse a auditorías y asumir el riesgo cambiario acorde con los límites del patrimonio que tiene el intermediario operador.

VII. Conclusiones

“En el mundo, los principales instrumentos ofrecidos por *market makers* son forwards, futuros, *fx swaps*, *currency swaps* y opciones. Sin embargo, la reglamentación e infraestructura local pueden limitar el uso extensivo de cada uno de estos instrumentos, y de esta manera, el desarrollo del mercado de derivados cambiarios de la economía y las oportunidades de transferencia de riesgo entre los agentes” (Ahumada y Selaive, 2007).

Se observa en general que la normativa costarricense está concebida en función de un mercado que todavía no está desarrollado y donde se quiere asumir todo riesgo de manera real y tangible, pese a que en sus objetivos fundamentales dicha regulación no busca fomentar o poner obstáculos a este u otro tipo de mercado. La aplicación de los estándares internacionales es diferente para Costa Rica, pues para empezar, en Chile y Colombia, las entidades que quieren ofrecer derivados, que fundamentalmente son bancos, no tienen que solicitar autorización ni presentar toda esa gran cantidad de requisitos para quedar autorizados, sino solo sujetarse a los estándares indicados en sus respectivas normativas.

El papel de las superintendencias de Colombia está más enfocado a analizar factores de riesgo, valoración y contabilización de derivados mientras que la normativa de Chile es sumamente liberal, práctica y abierta. Ambos países cuentan con modelos de contabilización basados en los estándares internacionales de IAS 39, que en definitiva coadyuvan al control del riesgo; es decir,

son normativas más enfocadas a una regulación funcional más que a una regulación institucional, como se podría calificar la de Costa Rica.

Respecto al requisito de la entidad certificadora, en Colombia, las propias entidades ofrecen capacitación interna y existen exámenes periódicos externos. Chile del todo no solicita este requisito en su normativa, no obstante su superintendencia exige el control del riesgo en las operaciones, que quedan documentadas. Para operar en Costa Rica se exige tener al personal certificado, con renovaciones cada dos años, mediante una empresa certificadora que tenga tres años de experiencia, en el país o en el extranjero y que esté autorizada por Sugef. No es posible cumplir en el corto plazo con este requisito, pues no hay ninguna certificadora autorizada en el país. Ciertamente, certificar la calidad ética y técnica de los participantes en las actividades del mercado es un requisito importante, pero en ausencia de empresas certificadoras, la propia Superintendencia podría pensar en crear un transitorio para ofrecer exámenes periódicos para certificar la calidad técnica y ética del personal que trabaje derivados, mientras una certificadora obtiene la autorización.

Las garantías en Chile y Colombia no están sujetas a las garantías estipuladas en la normativa de crédito, mientras que Costa Rica solicita garantías para todas sus operaciones con derivados según varios incisos del artículo 14 de su normativa Sugef I-05. La razón es que este es un mercado no desarrollado, pero a la vez este requisito representa un gran obstáculo para la plaza costarricense. Por lo tanto, debido a que la regulación por sí misma no puede eliminar o evitar los riesgos propios del mercado de los derivados, las pautas generales en materia prudencial y contable que determinen los reguladores, tanto a ámbito institucional como funcional podrían más bien estar enfocadas a darle más importancia, según Siems (1996), a la publicación de las tendencias de derivados y sus respectivos riesgos, a la fijación de normas apropiadas sobre suficiencia de capital y el establecimiento de guías para fomentar prácticas sanas en la administración del riesgo.

El tema del modelo de contabilización también resulta fundamental. Costa Rica solicita sistemas existentes para la valoración diaria de posiciones con derivados cambiarios, el modelo para la fijación de precios diarios para los derivados cambiarios que pretende ofrecer, pero todavía no cuenta con el modelo de contabilización del plan de cuentas. Pese a que se informó que este no es un requisito que limite en este momento al mercado, el mercados de Chile habla IAS 39 y Colombia habla de IAS 32 Presentación, IAS 39 Medición y Reconocimiento y IFRS 7 Revelación.

Luego de un diagnóstico comparativo de tres normativas, basadas en estándares internacionales, se comprueba la principal hipótesis del presente estudio en el sentido de que la

normativa costarricense es menos flexible que las regulaciones de Chile y Colombia, mercados que ya operan con éxito y con capacidad ética, técnica y tecnológica en la administración del riesgo.

Referencias

Libros

- Chesney, M., Hernández Trillo, F., Marois, B., y Wojakowski, R. (2001). *El manejo del riesgo cambiario: las opciones sobre divisas*. México: Limusa, Centro de Investigación y Docencia Económicas.
- Kozikowski, Z. (2007). *Finanzas internacionales*. México: Mc Graw Hill.
- Morris, K y Morris, V. (2004) *The Wall Street Journal Guide to Understanding Money and Investing*. Tercera Edición. Nueva York.
- Rodríguez, J. (1998) *Introducción al análisis de productos financieros derivados. Futuros, opciones, forwards, swaps*. México: Limusa.

Artículos

- Ahumada, L. y Selaive, J. (2007). *Desarrollo del mercado de derivados cambiarios en Chile*. En Revista de Análisis Económico, Vol. 22, N.º 1, pp. 35-38. Banco Central de Chile, obtenido el 25 de noviembre de 2009 en la dirección <http://web.ebscohost.com/ehost/pdf?vid=8&hid=104&sid=d20e905d-acbe-4eb5-977d-ff005a179377%40sessionmgr113>
- Jadresic, E., Selaive, J. (2005). *Is the FX Derivatives Market Effective and Efficient in Reducing Currency Risk?* Documentos de Trabajo N.º 325. Recuperado el 8 de noviembre de 2009, de Banco Central de Chile: <http://www.bcentral.cl/estudios/documentos-trabajo/fichas/325.htm>
- LR 21 (2009, marzo 27). Regulación o autorregulación de las Bolsas como centro de polémica. México. LR 21, obtenido el 15 de noviembre de 2009, en la dirección: <http://www.larepublica.com.uy/economia/357810-regulacion-o-autorregulacion-de-las-bolsas-como-centro-de-polemica>
- Marshall, E. (2007, agosto 17) Algunas reflexiones sobre regulación y supervisión del sistema financiero. Santiago. Banco Central de Chile, recuperado el 15 de noviembre en la dirección <http://www.bcentral.cl/politicas/presentaciones/consejeros/pdf/2007/emr17082007.pdf>
- Martínez, J. (2008, diciembre 9). Los derivados desatan nueva regulación. CNN Expansión.com obtenido el 15 de noviembre de 2009, en la dirección: <http://www.cnnexpansion.com/economia/2008/12/09/los-derivados-desatan-nueva-regulacion>
- Mendoza, M. (2005, diciembre). *Contratos derivados: apuntes jurídicos para el desarrollo de un mercado en Colombia*. Facultad de Derecho. Universidad de los Andes. Colombia. Obtenido el 27 de noviembre en la dirección: <http://web.ebscohost.com/ehost/pdf?vid=7&hid=104&sid=9d117694-f212-46f3-87e4-299a5f2cb33c%40sessionmgr104>
- Ochoa, F., & Bentjerodt, C. (mayo de 1996). *El mercado de derivados financieros en Chile: Regulaciones vigentes, evolución reciente y perspectivas*. Recuperado el 8 de noviembre de 2009, de Banco Central de Chile: <http://www.bcentral.cl/estudios/estudios-economicos/pdf/serieestudios40.pdf>
- Zurita, S., Gómez, L. (2003) Normativa de los Mercados Derivados en Chile. Estudios Públicos 89: 63-90 Centro de Estudios Públicos de Chile, obtenido el 8 de noviembre de 2009, en la dirección www.cepchile.cl/dms/archivo_3182_1394/rev89_zurita.pdf

Discursos

Tumpel-Gugerell, G. (2009, junio 15): *Beyond the turmoil – rules, supervision and infrastructures*. Discurso de Ms. Gertrude Tumpel-Gugerell, miembro del Executive Board of the European Central Bank, en el panel de apertura de la Conferencia SPIN 2009, Roma. Obtenido el 4 de noviembre en la dirección <http://www.bis.org/review/r090617e.pdf>

Presentaciones de Power Point

Huerta, S. (2004, octubre). Convergencia a estándares internacionales: visión contable y financiera de operaciones con derivados. Unidad de Riesgos. Dirección de Estudios y Análisis Financiero de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras. Chile. Obtenido el 25 de noviembre de 2009 en la dirección http://www.sbif.cl/sbifweb/internet/archivos/DISCURSOS_2289.pdf

Monge, J. (2009) Derivados. Presentación de Power Point. Curso Instrumentos de Inversión para la Toma de Decisiones. Ulacit. San José.

Novoa, Héctor (2009, octubre). Manejo contable de las coberturas con derivados. Deloitte, Bolsa de Valores de Colombia. Obtenido el 8 de diciembre de 2009 en la dirección http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Mercados/descripciongeneral/Derivados/Documentos_Derivados?com.tibco.ps.pagesvc.action=updateRenderState&rp.currentDocumentID=1345fdb6_124535a448b_-5a23c0a84c5b&rp.revisionNumber=2&rp.attachmentPropertyName=Attachment&com.tibco.ps.pagesvc.targetPage=-36c0e342_11de59a6ea2_-7972c0a84c5b&com.tibco.ps.pagesvc.mode=resource&rp.redirectPage=-36c0e342_11de59a6ea2_-797bc0a84c5b

Rosillo, M. (2008, octubre 22). Desafíos del Gobierno Corporativo en las Bolsas Desmutualizadas: Autorregulación. Presentación de Power Point para el Seminario Nuevas Tendencias en el desarrollo del mercado e infraestructura: análisis de los principios de IOSCO. Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia (AMV). Santiago de Chile, obtenido el 15 de noviembre de 2009, en la dirección: http://www.svs.cl/sitio/publicaciones/doc/present_mrosillo_22_10_2008.ppt

Bolsa de Valores de Colombia (2009, abril). Innovación financiera mercado de derivados. Colombia. Obtenido el 8 de diciembre de 2009 en la dirección http://www.bvc.com.co/recursos/MemoriasEventos/20090506_BVC_Innovaciones_Financieras.pdf

Reglamentos

Banco Central de Chile (1997, setiembre 17) Comunicado. Banco Central de Chile.

Banco Central de Chile (2005, junio 23). *El Banco Central de Chile moderniza la normativa sobre operaciones con productos derivados*. Banco Central de Chile.

Banco Central de Chile. Capítulo III.D.1-1 Compendio de Normas Financieras. Chile.

Banco Central de Chile. Capítulo IX. Compendio de Normas de Cambios Internacionales Chile.

BCCR. (2008, Noviembre 26). Reglamento para operaciones con derivados cambiarios. Publicado en el diario oficial *La Gaceta* 245 del 18 de diciembre del 2008. Costa Rica: Banco Central de Costa Rica. Sugef. Resolución del Superintendente Sugef R 845-2009.

Conassif. (2008, Mayo 30). Acuerdo Sugef 9-08 Reglamento para la autorización y ejecución de operaciones con derivados cambiarios. Publicado en el diario oficial *La Gaceta* 114, del 13 de junio del 2008. Costa Rica: Conassif.

Sugef. (2009, Marzo 16). Resolución del Superintendente Sugef-R-845-2009. Costa Rica: Sugef.

Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras de Chile. Circular Bancos N.º 3.345. Chile.

Superintendencia Financiera de Colombia. Circular Básica Contable y Financiera. Capítulos XVIII y XXI. Colombia: Superintendencia Financiera de Colombia.

Entrevistas

Alfaro, B. (2009, noviembre 19). Subgerente General de Riesgos del Banco Nacional de Costa Rica.

Gamboa, A. (2009, noviembre 19) Funcionario de la Dirección Corporativa de Riesgo del Banco Nacional de Costa Rica.

Vega, C. (2009, noviembre 25), funcionario de la Unidad de Inscripciones de Sugef.

Consultas por correo electrónico

Ahumada, L. (2009, noviembre 30). Coordinador Grupo Mercados Financieros de la División de Política Financiera del Banco Central de Chile.

Alfaro, J. (2009, noviembre 27). Funcionario de la Dirección de Riesgos de Estudios Económicos del Fondo Latinoamericano de Reservas, Organismo Financiero Internacional, con sede en Bogotá, Colombia.

Córdova, E. (2009, diciembre 8), Consejero de Cooperación. Embajada de Chile. Costa Rica.

Dent, A. (2009, noviembre 25), Presidente del Conassif. Costa Rica.

Echeverría, C (2009, diciembre 9), funcionario del Banco Central de Chile.

Huerta, S. (2009, diciembre 3). Jefe de Unidad de Riesgos de la Dirección de Estudios y Análisis Financiero de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras de Chile.

Artículos de periódicos

Leitón, P. (2008, agosto 11). Bancos dudan dar cobertura cambiaria. *La Nación*. Obtenido el 22 de octubre de 2009, en la dirección http://www.nacion.com/ln_ee/2008/agosto/11/economia1631407.html

Delgado, E. (2009, octubre 25). Derivados tardarán en llegar. *El Financiero*. 740. Obtenido el 22 de octubre de 2009 en la dirección http://www.elfinancierocr.com/ef_archivo/2009/octubre/25/finanzas2122506.html

Delgado, E. (2009, noviembre 1). Enfrente el temporal cambiario. *El Financiero*. 739. Obtenido el 22 de octubre de 2009 en la dirección <http://www.elfinancierocr.com/edactual/inteligencia2121035.html>

Delgado, E. (2008, junio 1). Hay hambre por seguros cambiarios. *El Financiero*. 669. Obtenido el 6 de diciembre de 2009 en la dirección http://www.elfinancierocr.com/ef_archivo/2008/junio/01/finanzas1544385.html

Sitios web

<http://www.banrep.gov.co/> Banco de la República de Colombia

http://www.bccr.fi.cr/flat/bccr_flat.htm Banco Central de Costa Rica

<http://www.bcentral.cl/> Banco Central de Chile

<http://www.bis.org/> Bank for International Settlements

<http://www.bolsadesantiago.com/web/bcs/home> Bolsa de Comercio de Santiago

<http://www.felaban.com> Federación Latinoamericana de Bancos

<http://www.iosco.org/> International Organization of Securities Commissions

<http://www.mexder.com.mx> Bolsa de derivados de México

<http://www.sbif.cl/> Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras de Chile

<http://www.Sugef.fi.cr/> Superintendencia General de Entidades Financieras de Costa Rica

<http://www.superfinanciera.gov.co/> Superintendencia Financiera de Colombia