

Uso De Instrumentos Financieros Derivados Para Pymes En Colombia Caso Le Pain Quotidien.

Tomás Noriega Rojas.

COLEGIO DE ESTUDIOS SUPERIORES EN ADMINISTRACIÓN – CESA-

Administración de empresas.

Bogotá.

2019.

Uso De Instrumentos Financieros Derivados Para Pymes En
Colombia Caso Le Pain Quotidien

Tomás Noriega Rojas.

Director:

Eduardo Andrade Jimeno.

COLEGIO DE ESTUDIOS SUPERIORES EN ADMINISTRACIÓN – CESA-

Administración de empresas.

Bogotá.

2019.

Tabla de contenido

| | |
|--|----|
| Resumen..... | 3 |
| 1. Revisión de la literatura. | 10 |
| 2. Metodología. | 22 |
| 3. El caso de la industria petrolera | 23 |
| 3.1 Empresa ABC | 25 |
| 4. Bancos que ofrecen estos servicios y como acceder a estos. | 32 |
| 4.1. Derivados en Colombia y bancos que los ofrecen a las PYMES | 32 |
| 4.2. Contrato Marco | 36 |
| 5. Caso Le Pain Quotidien. | 40 |
| 5.1. Ingreso de Divisas por concepto de Inversión Extranjera. | 42 |
| 5.2. Necesidad de divisas por pagos a la Casa Matriz. | 44 |
| 5.3. Necesidad de divisas por concepto de mobiliario, empaques y retail. | 46 |
| 5.4. Necesidades de divisas por concepto de importación de equipos de cocina. | 48 |
| 5.5. Operación de cubrimiento de Ingreso de divisas por concepto de Inversión Extranjera. | 51 |
| Conclusiones y recomendaciones | 53 |
| Anexos..... | 55 |
| Bibliografía | 58 |

Tablas

| | |
|---|----|
| Tabla 1 Precios pactados por contrato en lo corrido del año. | 26 |
| Tabla 2 Diferencias Forward Futuro..... | 33 |
| Tabla 3 Miembros del Mercado de Derivados Estandarizados | 34 |
| Tabla 4. Monetización vs Pago Industrias Taylor..... | 49 |
| Tabla 5 Monetización mercado Spot. Viernes 3 de mayo 2019. | 51 |
| Tabla 6 Operación Forward..... | 52 |

Tabla de ecuaciones

| | |
|---|----|
| Ecuaciones 1. Valor Futuro | 28 |
| Ecuaciones 2. Tasa Forward y Devaluación implícita..... | 29 |

Tabla de gráficas.

| | |
|---|----|
| Gráfica 1. Tasa de Cambio USDCOP 2019 | 52 |
|---|----|

Resumen

Colombia es el séptimo país más grande de América con una superficie de 1, 141,748 km². En el país hay cerca de 46 millones de personas según estimaciones del último censo del DANE. El PIB del país fue de 714,004 millones de dólares en 2017 siendo la economía número 26 en el mundo. El IDH es de 0.747, considerado como alto y la moneda oficial es el peso colombiano COP (IMF, 2018). El país es reconocido por su potencial agrícola y su riqueza en materias primas (Finagro, 2019). Según datos extraídos de DATLAS, el grueso de las exportaciones de Colombia está concentradas en materias primas como el café y el petróleo (Bancoldex, 2019).

Esta dependencia de exportaciones genera un efecto interesante en la moneda. El Peso Colombiano y el petróleo de Referencia WTI están correlacionados inversamente. Esto es debido a que el país tiene una fuerte dependencia a las exportaciones del crudo. En el momento en el que el precio del barril referencial BRENT aumenta, el país comienza a vender su petróleo más caro. Al vender más petróleo, más divisas (dólares) entran al mercado colombiano, por cual, el precio tiene una revaluación frente al dólar. Cuando el precio del crudo disminuye, se exporta menos petróleo, lo cual se traduce en menos dólares que le entran al país, por lo tanto, el precio se devalúa frente al dólar (Sectorial.co, 2015).

La producción de petróleo de Colombia es cercana a los 800.000 barriles diarios según datos de la Agencia Nacional de Hidrocarburos. Esta producción, comparada a los cerca de 30 millones de barriles que producen los países miembros de la OPEP y los otros cerca de 50 millones que producen los no miembros de la OPEP, es una producción baja que no puede controlar el precio de este commodity (Portafolio, 2018).

El Banco de la República de Colombia (BANREP) es el encargado de manejar la política cambiaria del país para responder a los choques exógenos que puede sufrir la moneda. Además de esto, desde la Constitución de 1991, el BANREP es el encargado también de mantener un rango meta de inflación en el país para proteger a la economía colombiana (Banco de la República de Colombia, 2019).

Las PYMES en Colombia hacen parte del sector empresarial que está clasificado en micro, pequeñas, medianas y grandes empresas; esta clasificación está reglamentada en la Ley 590 de 2000 y sus modificaciones (Ley 905 de 2004), conocida como la Ley MiPymes.

El término Pyme hace referencia al grupo de empresas pequeñas y medianas con activos totales superiores a 500 SMMLV y hasta 30.000 SMMLV” (Bancóldex, 2018). Este tipo de empresas en el momento en el que piensan exportar o importar regularmente se vuelven muy sensibles a los cambios del dólar -la moneda fuerte, globalmente aceptada en los negocios- ya que el dólar es una moneda muy volátil. Esta volatilidad se transmite como una incertidumbre fuerte al momento de realizar su planeación financiera ya que cuando calculan sus costos e ingresos estos dependerán en una parte del desempeño del peso respecto al dólar.

Para manejar esta volatilidad y solucionar los problemas cambiarios, las empresas tienen diferentes herramientas. Una de las soluciones es el uso de derivados financieros. Los derivados financieros son: “Los derivados son instrumentos financieros diseñados sobre un subyacente y cuyo precio dependerá del precio del mismo. En términos generales, un derivado es un acuerdo de compra o venta de un activo determinado, en una fecha futura específica y a un precio definido. Los activos subyacentes, sobre los que se crea el derivado, pueden ser acciones, títulos de renta fija, divisas, tasas de interés, índices bursátiles, materias primas y energía, entre otros.” (Bolsa de Valores de Colombia, 2019). Este tipo de instrumentos sirven a las empresas para cubrirse respecto a los riesgos cambiarios y a los riesgos de tasa de interés que puedan nacer de su operación. Sirven igualmente para la planeación financiera de las empresas, definida como: “el proceso de elaboración de un plan financiero integral, organizado, detallado y personalizado, que garantice alcanzar los objetivos financieros determinados previamente, así como los plazos, costes y recursos necesarios para que sea posible.” (AND Bank, 2015).

En Colombia, las Pequeñas y medianas empresas contribuyen al 80% de los empleos del país y aportan el 45% del PIB (Dinero, 2016). Al ser jugadores clave y un motor del trabajo en el país, el Estado debe generar prácticas y políticas que mejoren las condiciones laborales de los trabajadores de estas empresas, así como diseñar estrategias para potenciarlas. Se debe buscar incentivar la mejora de las condiciones de estas empresas, así como su competitividad a largo plazo, teniendo en cuenta la globalización en la cual vivimos.

Entre enero y julio de 2016 las exportaciones no mineras de las PYMES alcanzaron los US\$1.437 millones (Dinero, 2016).

Las franquicias son un modelo que se remonta a antes de la Edad Media, cuando los gobiernos locales cedían el derecho a un particular de mantener el orden y recolectar impuestos. Estos en retribución, debían pagar a los gobernantes un monto respecto a sus recaudos y tenían que mantener ciertos estándares y prácticas (Navas, 2014). Una franquicia es un acuerdo o licencia entre dos partes jurídicamente independientes que ofrece a una persona o un grupo de personas – el franquiciado- el derecho de comercializar un producto o servicio a través de la marca o nombre comercial de otra empresa - el franquiciador- (The Balance Small Business, 2019).

Le Pain Quotidien es una franquicia belga que nace en 1990 en Bruselas y se expande por toda Europa; en 1997 abre su primera sede en Estados Unidos. Hoy en día, la franquicia de restaurantes está presente en más de 20 países del mundo con más de 200 puntos, la última locación abierta fue Colombia. Esta franquicia fue adquirida en Colombia por LPQ Restaurants SAS, una empresa fundada por diferentes grupos de capital belgas y franceses, los cuales a través de una inversión superior a los 4 millones de euros buscan entrar con aproximadamente 10 puntos a la ciudad de Bogotá. El primer punto, ubicado en el edificio Salvio del Parque de la 93, fue constituido a través de una inversión de 700.000 euros, los cuales contaron con todos los gastos preoperativos, el CAPEX del establecimiento (todo el mobiliario, así como los instrumentos de cocina son importados y deben ser pagados tantos en euros como en dólares) y el primer mes de funcionamiento. De igual manera, tanto el menaje como todo lo que se vende en el retail es importado y constituye una inversión superior a los 100 000 euros según cifras evidenciadas en los modelos financieros de la compañía (Anexo 1). El segundo punto abre el 1 de junio de 2019 en el edificio Sancho en Bogotá. La inversión de este punto constituye 500.000 euros los cuales más del 60% son pagos que se deben hacer en divisas diferentes a los pesos.

Esta importante inversión en euros frecuentemente obliga a monetizar divisas extranjeras para poder pagar en pesos y en dólares la operación de esta PYME. De igual manera, los pagos que se deben hacer por concepto de importaciones de: menaje, mobiliario, equipos de cocina y artículos para la venta y operación (spreads, miel, tés...) igualmente deben ser pagados en dólares lo cual muestra una necesidad por parte del Restaurante y por parte del grupo de inversionistas de asegurar tasas interesantes en estas monetizaciones para

tener más claro el tema de la inversión y cómo mejorar este tema para facilitar la planeación financiera.

Problema De Investigación

Planteamiento Del Problema

Las Pymes en Colombia son un motor en la economía y deben buscar expandir sus operaciones y llegar a mercados distintos que el colombiano para así poder seguir contribuyendo a los ingresos del país y a la generación de empleo. Esto es un problema ya que, como se mencionó anteriormente, nos encontramos en bajos niveles de exportación por parte de estas empresas.

Las Pymes en Colombia, como lo han investigado varios autores (Barbosa, 2014), frecuentemente tienen una estructura financiera precaria en donde la falta de planeación financiera es uno de los factores por los cuales fracasan. Este es un problema interno que con organización y empleando métodos ya existentes se puede solucionar, para así poder enfrentar estas situaciones con las herramientas adecuadas.

De acuerdo con la última Gran Encuesta Pyme realizada por la Anif y apoyada por Bancóldex, BANREP y otras entidades, vemos que los principales hallazgos son:

- Baja profundización financiera. Los niveles de crédito formal están en mínimos históricos cercanos al 40% (Anif, 2018), pocas fuentes de financiamiento y de cubrimiento de operaciones (cerca del 5% de la muestra).
- Bajos niveles de innovación y vocación exportadora. Por un lado, hay poca inversión en innovación según datos del Banco Mundial (0.2% del PIB vs 2% del PIB el promedio mundial) (Dinero, 2018) Por otro lado, estamos en mínimos históricos en términos de exportación de estas empresas (15%).

De igual manera, varios autores han identificado que el conocimiento de los derivados financieros en Colombia no es muy amplio (Semenova, 2013). En la encuesta realizada por la autora a la base certificada 80 clientes de la Mesa PYME de Bogotá, es decir, empresas que ya usan estos instrumentos 9% de la muestra dijo no tener ningún conocimiento sobre los

instrumentos financieros derivados, 11% un nivel básico, 70% un nivel intermedio y 10% un nivel básico. Esto abre varias interrogantes respecto al conocimiento que tienen los tomadores de decisiones frente a estos instrumentos, sus usos y utilidades. Reforzando este punto, nos dirigimos a una investigación realizada en 2015 titulada *La Desinformación Expone a la PYME al Riesgo Cambiario*. En esta investigación, la autora evidenció la desinformación evidente que existe en Colombia por parte de los diferentes Gerentes y tomadores de decisiones frente al uso de estos instrumentos derivados financieros. De la muestra seleccionada en este estudio y frente a la pregunta: “Existe algún instrumento financiero que permita mitigar el impacto de la devaluación actual del peso colombiano” (Perez, 2016), tan solo el 30% de la muestra contestó que Si, mientras que el 70% contestó que no. Dentro de ese 30% de encuestados el 40% afirmó saber en que consiste un instrumento financiero derivado. Es decir, del 100% de la muestra solamente 12% sabe que es un instrumento derivado financiero.

Formulación Del Problema

¿Son los derivados financieros una herramienta útil para que las PYMES importadoras en Colombia como Le Pain Quotidien mejoren su eficiencia financiera?

Objetivos

Objetivos Generales

Determinar si el uso de derivados financieros en las PYMES importadoras en Colombia, como le Pain Quotidien, puede ayudar a mitigar riesgos cambiarios y ayudar con su planeación financiera.

Objetivos Específicos

- a) Exponer y explicar el caso de la industria petrolera, donde el uso de estos instrumentos financieros ha tenido impacto positivo.
- b) Identificar bancos los cuales ya están ofreciendo estos instrumentos a las PYMES del país.
- c) Explicar cómo las empresas pueden acceder a este mercado.
- d) Determinar de qué manera los derivados financieros podrían ayudar a una PYME con la estructura de Le Pain Quotidien.

Justificación

Es relevante estudiar este tema ya que como se ha mencionado, las PYMES son una parte importante de los países y tienen un enorme impacto en Colombia. Poder darles instrumentos para que se acoplen mejor a la globalización y se puedan volver más eficientes y competitivas debería ser una prioridad de los Estados.

En el caso de Colombia, en las PYMES recae un porcentaje importante de los empleos en el país, lo cual genera que estas sean un buen termómetro de la salud económica de este. Se vuelve clave proveer de todas las herramientas necesarias a estas para que se desenvuelvan positivamente en un contexto global y para que los empleos que estas generen

sean estables y bien remunerados. Se habla mucho en general de lo importante que es tener un régimen fiscal laxo con este tipo de empresas, pero poco se habla de volverlas eficientes financieramente buscando complejizar sus operaciones e informándolas de las diferentes herramientas existentes para hacer frente a situaciones macroeconómicas a las cuales están sujetas.

En Colombia tal y como se ha evidenciado existe poco conocimiento de estas herramientas por parte de los tomadores de decisiones. De igual manera y pensando en el futuro, al discutir con estudiantes de universidades que están bien calificadas en rankings nacionales como lo son la Universidad de los Andes de Bogotá, la Universidad Nacional de Colombia y del CESA (Dinero.com, 2017) se evidenció que los estudiantes la mayoría de las veces no saben que este tipo de herramientas existen. Se vuelve clave que los futuros gerentes de estas empresas conozcan la existencia de estas herramientas para poder tener mejores empresas con una eficiencia financiera alta.

De igual manera, el autor va a integrar la experiencia de sus dos prácticas empresariales en este escrito, extrayendo los factores pertinentes a este caso de cada una de sus prácticas.

Hipótesis de Investigación

Los instrumentos derivados son muy útiles para este tipo de PYMES para gestionar costos, potencializar los ingresos por parte de inversionistas extranjeros, tener un manejo adecuado de las finanzas de las empresas y disminuir riesgos. Al utilizar estas herramientas correctamente las PYMES mejorarán sus indicadores financieros lo cual llevará a que puedan acceder a mejores condiciones de crédito y al final podrán aumentar su valor.

Las Pymes que tienen flujos importantes de divisas diferentes a las de su operación se pueden llegar a ver aventajadas por el uso de derivados financieros. De igual manera, estos instrumentos pueden llevar a que las empresas accedan a recursos más caros frente a los que puedan acceder en ese momento en el mercado. Es por eso por lo que las empresas deben saber y tener claro cuándo debe utilizar una opción o un forward.

1. Revisión de la literatura.

Varios autores han escrito respecto a este tema generando diferentes conclusiones, así como enseñanzas para el uso e implementación de estos instrumentos en las empresas. Para este trabajo, el autor se va a concentrar en diez estudios realizados en los últimos años que buscan dar respuesta a este tema y generar consciencia y estrategias de implementación, así como aportar enseñanzas.

En primer punto comentará el escrito: “Efectos de los Derivados Financieros en 10 empresas PYME del sector industrial vinculadas con Bancolombia” tiene como problema de investigación: ¿Por qué las 10 empresas pyme colombianas seleccionadas deben implementar derivados financieros? ¿Cómo los deben implementar de manera más eficiente? y ¿cuáles serían los efectos financieros con sus respectivos beneficios y variables a cambiar? Este trabajo se realizó en 2013, para una especialización de Finanzas y mercado de capitales de la Facultad de ingeniería de la Universidad de Medellín. La escritura del trabajo es técnica, los autores buscan a través del estudio de diez diferentes empresas analizar si estas y el banco en cuestión (Bancolombia) se ven beneficiados implementar derivados financieros. Se usan diferentes metodologías para estudiar el problema y tratar la información. A través de un análisis técnico se especifica todo lo referente al mercado de capitales. Método cualitativo. Posteriormente, a través de la comparación de las diferentes empresas se muestran resultados financieros positivos y negativos que se generan a través de la decisión de implementar o no el uso de derivados financieros. Los autores concluyen: “Estar conscientes de que esta herramienta (cubrimiento forward) nos permitió llegar a cosas más positivas que negativas ya que las empresas se vieron beneficiadas de estabilidad en los flujos percibiendo el riesgo cambiario que hay en el pago de las importación o recepción de las exportaciones” (ORTIZ, 2013). Se encontró entonces en este estudio que el cubrimiento generalmente es bueno mas no siempre, pues hay que tener una tasa de referencia y tener en cuenta el tiempo de negociación.

En segundo punto, el escrito: *Derivados financieros y nuevas reglas para su manejo* describe el funcionamiento actual de los derivados financieros, su regulación y analiza qué le depara el futuro a esta nueva manera de negociación. En este trabajo, la autora hace una tesis

descriptiva para dar a conocer de qué se tratan estos contratos que pueden llegar a ser muy útiles. Esta tesis es de temas jurisprudenciales, (la autora es una abogada) y explica cuál es el manejo legal y contable de estos instrumentos. Esta tesis es de 2016, y busca a través de un enfoque descriptivo dar más información a los abogados respecto a este tipo de instrumentos, su reglamentación y sus usos, así como sus peligros y sus retos. Este estudio se basa en conceptos de oficinas de abogados en Colombia, así como escritores y profesores especializados en temas financieros. Partir desde la teoría y la regulación para entender el funcionamiento de estos instrumentos. Método cualitativo. Se analizan diferentes situaciones y se contraponen diferentes puntos de vistas de los autores y de diferentes situaciones para lograr entender qué piensan estos conocedores del tema respecto al uso y generalización de los diferentes instrumentos financieros. De igual manera, se habla de sus peligros y límites. Las conclusiones a las cuales llega la autora son que: “Son instrumentos novedosos que le permiten a las partes intervinientes en determinados negocios mitigar los riesgos a los que están expuestos con las operaciones diarias que tienen que realizar y los cuales son cada vez más utilizados por esa misma necesidad de asegurar el precio final que se pagará o recibirá por la respectiva compra o venta de algún bien.” (Jiménez, 2016). En las conclusiones, la autora resalta las bondades y ventajas que tienen estos instrumentos para las empresas, y muestra que tanto el marco tanto nacional como internacional respecto a la regulación de estos instrumentos está avanzado y es sólido.

En tercer punto: *Financial risk exposures and risk management: evidence from european nonfinancial firms*, investiga la relación entre el valor y la exposición a los riesgos financieros, y el impacto de las actividades operativas de la empresa y del uso de instrumentos de cobertura en el nivel de la exposición. Este es un documento que busca encontrar a través de métodos matemáticos relaciones entre diferentes factores así como niveles de impacto, para demostrar lo que pueden aportar los derivados financieros a una empresa. El estudio fue realizado por dos profesores de la Universidad de Coímbra en Portugal en el 2011 y buscaban profundizar más en temas que habían sido tratados con anterioridad. Respecto a firmas europeas. Método cuantitativo. Las metodologías usadas son en dos etapas propuestas por Jorion en 1990 y por Allayannis y Ofek en el 2011. Metodología cuantitativa. Se usan modelos estadísticos y de probabilidad para medir correlaciones entre el uso de estos instrumentos y la exposición al riesgo. Las conclusiones son que: “los resultados confirman la existencia de simultaneidad entre el nivel de exposición al riesgo y la decisión de implementar estrategias de cobertura de riesgos, pero sólo en relación con la exposición al

riesgo de cambio y al riesgo de fluctuación de los precios de las mercaderías.” (Maria Joao Da Silva, 2011)

En cuarto punto: *Factores que influyen en el desarrollo exportador de las PYMES en Colombia*. Tiene como problema de investigación: identificar los factores que influyen en el desarrollo exportador de las pequeñas y medianas empresas con internacionalización temprana en Colombia. Este documento es un artículo académico que tiene un enfoque teórico y matemático para analizar el fenómeno conocido como Born Global. El estudio fue realizado en el 2014 y buscaba entender y cuantificar este fenómeno en el contexto de Colombia, respecto a las empresas con ánimo exportador. Las metodologías usadas buscan: “Por medio del uso de la información incluida en el Global Entrepreneurship Monitor (GEM) en su reporte para Colombia en 2010, se toman las pymes que inician su proceso de internacionalización en sus primeros años de creación, y con un modelo de ecuaciones estructurales se comprueba que variables como características del emprendedor, factores internos, características del sector y del entorno, innovación y recursos y capacidades de la pyme determinan el proceso de internacionalización temprana de las pymes en Colombia.” (Barbosa, 2014) Método cualitativo y cuantitativo. Las conclusiones de este estudio son que efectivamente en Colombia también existe el auge del fenómeno conocido como Born Global donde las PYMES están comenzando a exportar más y más rápido. En este estudio se encuentran diferentes factores tanto internos como externos de la empresa que pueden motivar estos comportamientos, al igual que oportunidades de mejoramiento.

Como quinto punto: *Dinamismo de las Pymes en Colombia: Un estudio comparativo de empresa*. Tiene como problema de investigación: “Identificar los factores determinantes del dinamismo de ocho Pequeñas y Medianas Empresas (PYMES) colombianas, ubicadas en dos de las regiones más importantes del país, a través de un estudio de casos múltiples con una unidad de análisis.” (Franco-Ángel, 2014). El enfoque es para una revista de temas de administración y tuvo una metodología muy cualitativa. Teoría de recursos y capacidades, y la teoría institucional. Este documento es un artículo para una revista especializada en Administración publicado en 2014. Las dos personas que lo escriben son personas con PhD, busca ser un estudio exploratorio. Las metodologías usadas son entrevistas en profundidad con: empresarios fundadores y segunda persona de la línea de jerarquía. De igual manera hay observación e investigación propia de estos. Método cualitativo Los resultados de este

estudio exploratorio mostraron que es fundamental que los fundadores de las empresas tengan una visión global y pensamiento a futuro. Las relaciones con clientes y proveedores se muestran como elementos claves de apalancamiento.

Como sexto punto: *Does the use of foreign currency derivatives affect firm's market value? Evidence from Colombia* tiene como pregunta de investigación; ¿El uso de derivados en moneda extranjera afecta el valor de mercado de las empresas? Evidencia de Colombia. Este es un enfoque matemático y teórico. Es un documento que tiene un alcance muy macro al ser adaptado por el Banco de la República. El estudio no es propiamente del Banco de la República, sino que es un estudio que se hace globalmente, así como por países y esta versión es adaptada por el banco de la República. Las metodologías utilizadas son; matemáticas de correspondencia y de variabilidad. Crecimiento del índice de Tobin Q. Método cuantitativo. Este estudio concluye que controlar diferentes variables como la rentabilidad de la empresa, el apalancamiento, la edad de la empresa y un aumento en la cobertura conduce a un mayor crecimiento en el valor de la empresa.

Como séptimo punto: *Análisis del riesgo financiero de las PYMES – estudio de caso aplicado a la ciudad de Manizales* busca analizar de manera integral el riesgo financiero con base en los riesgos de liquidez, endeudamiento y manejo de cartera en las pymes. Es un enfoque matemático en el cual se van a señalar elementos que hay que tener en cuenta para aminorar los diferentes riesgos y maneras de medirlos. Es un estudio de caso que buscaba tener una idea más sólida respecto a la salud financiera de las PYMES en Manizales. Este documento es útil ya que da una visión de los diferentes problemas a los cuales las PYMES se enfrentan. La metodología utilizada fue una selección de muestra aleatoria de 100 empresas, cálculo de indicadores financieros, diferentes riesgos, y a continuación se usa un método probabilístico con la ayuda de una regresión logit que aceptada o rechazaba las diferentes hipótesis que se generaban. Método cuantitativo. Las conclusiones de este estudio son que: “El subsector que presentó mayor riesgo fue adecuación de obras de construcción, con un promedio del 89 % de los tres indicadores aplicados, situación que en general es más delicada para los subsectores de la construcción por su naturaleza (costos altos de insumos para la construcción, mayoría de construcciones sin preventas, algunas ventas a largo plazo, entre otros).” (Zurdo, 2014) Esta conclusión abre la puerta a utilización de Derivados financieros para esta industria en específico.

Como octavo punto: *El mercado de Derivados en Colombia: Obstáculos en su desarrollo y perspectivas de crecimiento (resultados preliminares)* tiene como problema de investigación: “Identificar los obstáculos que han impedido el crecimiento, diversificación, sofisticación y desarrollo del mercado de derivados estandarizados en Colombia y las perspectivas de su crecimiento futuro, como parte del esfuerzo para consolidar un mercado de capitales amplio y eficiente que promueva el desarrollo económico del país.” (BarbosaMontoya, 2015). Es un enfoque que busca señalar los problemas comparados a la operación en México y en Brasil, así como a través de una encuesta identificar los problemas que los usuarios de este mercado señalan. El estudio se hizo para encontrar las falencias que hay en el mercado colombiano de derivados financieros y para hacerse una idea de que se puede hacer para agrandar y complejizar este mercado. La investigación es de tipo inductivo. Se basa en una encuesta realizada por ellos mismos, así como datos recogidos comparando el mercado colombiano con otros. La conclusión a la que se llega es que el mercado colombiano todavía es muy pequeño y tiene poca profundidad. Los principales problemas que se encontraron fue el desconocimiento de la gente respecto a cómo operan estos productos, falta de incentivos para usarlos, falta de demanda y deficiencias en el marco regulatorio.

En penúltimo punto: *Desarrollo del mercado de Derivados en Colombia: Evolución y nuevos métodos de inserción de las empresas PYMES* tiene como problema de investigación: “Analizar y comprender las razones por las cuales las PYMES colombianas toman la decisión de negociar o no derivados financieros.” (Semenova, 2013). El enfoque teórico de este trabajo es explorativo, busca indagar más a fondo como está este mercado en Colombia y que se podría hacer para integrar plenamente a las PYMES para que tengan acceso a estas herramientas y a sus ventajas El autor tiene claro que las investigaciones externas respecto a este tema son varias y muy profundas, pero en Colombia son escasas y carecen de profundidad. Las metodologías utilizadas son: análisis cualitativo y cuantitativo, así como una exploración histórica del asunto y utilización de una encuesta realizada a 80 empresas PYMES los resultados serán estadísticamente tratados a través de regresiones lineales para encontrar relaciones. Las conclusiones a las que llega el autor son que las Pymes tienen una baja educación financiera respecto a estos productos. Los riesgos más importantes son de tasa de interés y tasa de cambio. Ninguna empresa tiene una política preestablecida respecto a los productos financieros derivados

Finalmente, el estudio: *Caracterización del Mercado de Derivados Cambiarios en Colombia* tiene como problema de investigación Caracterizar el Mercado de Derivados

Cambiaros en Colombia. Es un enfoque completamente descriptivo en donde se informa los montos, así como se comparan los datos del mercado colombiano con otros mercados. El estudio es publicado por el Banco de la República como una circular en donde se informa con cifras oficiales como está el mercado colombiano de Derivados financieros comparado con otros países de la región y cuantificando el mercado por producto. Las metodologías utilizadas son descriptivas, así como un análisis cuantitativo del mercado colombiano. Las conclusiones a las cuales llega este estudio son que el mercado en Colombia si bien es pequeño, poco complejizado y rezagado, los datos muestran que está dirigiéndose a ese objetivo. Los forwards son los más básicos y los más comercializados debido a que son los menos costosos, son más líquidos e implican menos procedimientos para la tributación. Los importadores netos eran los principales participantes en el 2014. Los exportadores tienen mayor sensibilidad a los precios. “los agentes extranjeros han jugado un papel importante en el desarrollo del mercado de derivados sobre divisas en Colombia, en la medida en que sus operaciones abarcan una gran variedad de instrumentos y que su participación ha sido históricamente significativa en cada uno de estos mercados.” (Alvarado, Rassa Robayo, & Rojas Moreno, 2014)

Marco Contextual

Nos basaremos en los hallazgos de la autora Daniela Ekaterina Cárdenas Semenova en su estudio *Desarrollo del Mercado de Derivados en Colombia: Evolución y Nuevos Métodos de inserción de las Empresas PYMES*. Los hallazgos de esta autora después de realizar más de 80 entrevistas en Pymes en Colombia arrojaron hallazgos muy interesantes los cuales se consideran como una imagen del contexto de este tema. Los riesgos principales a los cuales las PYMES se están enfrentando son la tasa de cambio y la tasa de interés. La baja educación financiera es un obstáculo para el uso apropiado de estos instrumentos ya que la gente en general no tiene conocimiento de estos. En las empresas ven que la mitigación de los riesgos se puede hacer a través de la diversificación de productos, así como el apalancamiento en los proveedores y distribuidores. En general las empresas no tienen políticas claras respecto al uso de derivados. Según datos recogidos por la autora: “El uso de los instrumentos derivados, es utilizado por un 51% de las empresas encuestadas” (Semenova, 2013)

Por otra parte, los volúmenes que se tranzan en Colombia de estos productos financieros no están al nivel de otras economías parecidas a la colombiana (Alvarado, Rassa Robayo, & Rojas Moreno, 2014) y el marco regulatorio todavía es deficiente. Hacen falta incentivos, así como pedagogía para el uso de estos.

Para caracterizar el mercado de instrumentos derivados en Colombia nos vamos a utilizar de la información mensual que publica el BANREP respecto al Mercado a Futuro Peso Dólar a octubre de 2018. En ese documento “se resume el comportamiento de las operaciones a futuro (forward, opciones y swaps) realizadas por los Intermediarios del Mercado Cambiario (IMC) así como las operaciones de derivados de productos básicos realizadas por residentes distintos de IMC” (Banrep, 2018).

El mercado de operaciones forward en Colombia fue de US\$40,494.6 millones con un número de 15,622 operaciones. El sector real, que es el que nos interesa para este trabajo, pactó US\$2,114 millones de dólares en compras de forwards de dólares, así como

US\$2,742.74 millones en ventas. Estas cifras muestran que es un mercado importante si bien al ser comparado con otros mercados (Alvarado, Rassa Robayo, & Rojas Moreno, 2014) se muestra pequeño.

La información relevante que se puede extraer sirve para mostrar que las empresas del sector real están utilizando mensualmente montos importantes de este tipo de contratos para cubrir sus operaciones. Siguiendo con la información que provee el documento, vemos que más del 50% de las operaciones pactadas tienen como plazo entre 15 y 35 días, lo cual nos va dando una idea de cada cuanto las empresas están cubriendo sus operaciones lo cual puede ser muy útil al contrastar este dato con lo que se encuentre en las PYMES. Las opciones peso-dólar tanto *call* como *put* del sector real representaron más de US\$1,500 millones en octubre. Estos dos derivados financieros sirven para cubrir las operaciones de las empresas para eliminar el riesgo cambiario.

Para eliminar el riesgo de tasa de interés ligado a adquirir deudas en dólares o en tasas compuestas, las empresas usan un instrumento financiero llamado SWAP. El sector real no hizo en octubre ningún Swap de Peso-dólar mientras que negociaron US\$23.5 millones en Swaps de tasa de interés peso dólar (Banrep, 2018). Esto muestra una precariedad y un nivel muy bajo en los montos negociados por las empresas.

Marco Conceptual

- Activo Subyacente: Es el activo financiero que es objeto de un Contrato negociado en el Mercado de Futuros.
- Contrato: Término genérico que incluye todos los Futuros y Opciones admitidos a negociación en el Mercado
- Contrato de Futuros: es “un contrato entre dos partes que se comprometen a, en una fecha futura establecida y a un precio determinado, intercambiar un activo, llamado activo subyacente, que puede ser físico, financiero, inmobiliario o de materia prima.” (BBVA, 2018)
- Contrato de Opción: “Es un contrato que le da al tenedor el derecho, más no la obligación, de comprar o vender alguna acción o valer en una fecha preestablecida (o antes) a un precio preestablecido” (Trillo, 2003, pág. 79)
- Contrato de Forwards:” contratos mediante los cuales el comprador se compromete a pagar en una fecha futura determinada el precio acordado a cambio del activo sobre el cual se firma el contrato” (Trillo, 2003, pág. 15) De igual manera el vendedor se compromete a vender en esa fecha a ese precio
- Contrato SWAP: “Es un contrato financiero entre dos partes que desean intercambiar dos corrientes de pagos de intereses en la misma (SWAP de tipos de interés) o en diferentes monedas (SWAP de divisas)” (Cáceres, 2002, pág. 179)
- Especulación: Compra o venta de un bien o un activo esperando que su precio futuro sea mayor para poder ganar un diferencial.
- Fecha de Liquidación: Día en que se liquida el Contrato. Sera establecida en las Condiciones Generales de cada Contrato.
- Fecha de Vencimiento:” Es el último día en que un Contrato puede ser registrado en el Mercado, será establecida en las Condiciones Generales de cada Contrato.” (Semenova, 2013)
- Precio de Ejercicio (Strike Price): Precio pactado en un Contrato al que el comprador de puede comprar el Activo Subyacente.

- Franquicia: un acuerdo o licencia entre dos partes jurídicamente independientes que ofrece una persona o grupo de personas (franquiciado), el derecho de comercializar un producto o servicio a través de la marca o nombre comercial de otra empresa (franquiciador) al franquiciado el derecho de comercializar un producto o servicio a través de los métodos de funcionamiento del franquiciador. (The Balance Small Business, 2019)
- Notas Estructuradas: “instrumentos financieros emitidos por un intermediario como una alternativa de inversión donde se puede llegar a obtener rendimientos superiores a los del mercado de renta fija” (Bolsa Mexicana de Valores, 2016)
- Riesgo Cambiario: “el fenómeno que se produce cuando un agente económico realiza una transacción económica o financiera con el exterior en una moneda distinta a la nacional, de tal forma que dispone de un volumen de activos en moneda extranjera distinto al volumen de pasivos en moneda extranjera, en cuyo caso las variaciones que registre el tipo de cambio a lo largo del tiempo afectarán a la rentabilidad de la transacción realizada” (Diccionario Empresarial, 2018).
- Riesgo de tasa de interés: Este riesgo se refiere a cuando una empresa adquiere una obligación con tasa variable. En Colombia las más utilizadas son la DTF y la inflación. Si la tasa de referencia aumenta, los intereses a pagar van a ser mayores.

Marco Legal

Respecto al marco legal que aplica en este estudio se deben tener en cuenta cuatro áreas de interés.

En un primer punto, la Ley 590 de 2000 que fue modificada por la Ley 905 de 2004. Esta ley conocida como LEY MIPYMES creó importantes espacios de concertación para el desarrollo de estas empresas tales como el Consejo Superior de la Microempresa y el Fondo FOMIPYME que sabe para la cofinanciación de este tipo de empresas entre otros espacios. De igual manera, estableció incentivos fiscales, parafiscales y generó sinergias para que en el 2001 se estableciera la modalidad de microcrédito (MINCIT, 2018)

En un segundo punto, es importante en el Marco Legal mencionar entidades como la Dian que es la encargada de todo el tema tributario y en especial su sección de importación y exportación ya que es uno de los ejes de este estudio.

En un tercer punto será importante tener en cuenta las leyes que regulan el uso de instrumentos derivados. Primero, está el Reglamento del Mercado de Derivados, este regula este tema y establece que el mercado es un conjunto de actividades, acuerdos, miembros, normas, procedimientos, sistemas de negociación y de registro, y mecanismos que tiene por objeto la inscripción de Contratos de Derivados y la celebración o registro de Operaciones sobre los mismos por parte de los Miembros del Mercado de Derivados, de conformidad con lo allí establecido. De igual manera en la Ley 9 de 1991 así como el Decreto 669 de 2007 y el decreto 1801 de 1994 (modificado por el Decreto 668 de 2007) contienen la regulación cambiaria respecto a este tema. De igual manera, el Congreso de la Republica en la Ley 964 de 2005 establece ciertos casos puntuales en los que algunos derivados pueden ser considerados como valores: “Lo dispuesto en la presente ley y en las normas que la desarrollen y complementen será aplicable a los derivados financieros, tales como los contratos de futuros, de opciones y de permuta financiera, siempre que los mismos sean

estandarizados y susceptibles de ser transados en las bolsas de valores o en otros sistemas de negociación de valores” (Congreso de Colombia, 2019)

Finalmente, será importante entender los contratos de franquicia. Estos contratos son denominados atípicos en el tema legal lo cual hace que se deban tratar con mucho cuidado. Estos contratos se suscriben entre un franquiciador y un franquiciado. El franquiciado deberá cumplir ciertos criterios que le estipule el franquiciador tales como imagen, concepto, materias primas y demás. El franquiciado en adición deberá pagar un importe previamente definido por el contrato, así como diferentes valores extra que pueden estar estipulados dentro de este.

2. Metodología.

Para realizar este estudio se van a utilizar diferentes metodologías. A través de cada una de las diferentes metodologías se buscará responder a cada uno de los objetivos.

Para responder al primer objetivo se ejemplificará una situación en donde a través del funcionamiento de una empresa petrolera, se entiendan los beneficios y utilidades de estos instrumentos financieros. Para esto desarrollaremos un caso hipotético en el cual mostraremos para que las empresas pueden utilizar este tipo de instrumentos y como estos mejoran su operación. El grueso de esta parte se hará siguiendo y explicando ejemplos del Libro de Hull *Introducción a los mercados de futuros y opciones*

Para responder al segundo y tercer objetivo se enunciarán los bancos que ofrecen estos servicios para PYMES, así como el funcionamiento del Contrato Marco. Los bancos que ofrecen estos servicios se buscaron a través de sus diferentes sitios web y se contactaron a través de sus líneas de Comercio Internacional o similares en las cuales estas brindan asesoramiento en este tipo de temas.

Para responder al último objetivo, se va a analizar el funcionamiento y entender las necesidades de esta empresa para visualizar en que momentos el uso de los derivados financieros como los forwards podría generarle valor tanto a los inversionistas como a la empresa. Para esto se va a utilizar la experiencia del autor como analista financiero y de costos de esta empresa con lo cual se podrá tener una visión interna de cómo se están haciendo las cosas y evidenciar como se podría mejorar la operación a través del uso de estos instrumentos derivados financieros. De igual manera se analizará una operación en donde se lleve a cabo una operación con un forward y sin para verificar en que esto puede ayudar a la empresa.

3. El caso de la industria petrolera

La industria petrolera ha sido desde el comienzo de la creación del mercado de futuros y forwards, una de las industrias que más ha utilizado este tipo de instrumentos. Tal y como lo enuncia John C Hull en su libro *Introducción a los mercados de futuros y opciones*: “Un contrato de futuros es un acuerdo para comprar o vender un activo en una fecha futura a un precio determinado” (Hull, 2002) Analizando esta pequeña definición podemos entender porque es tan importante para una industria como la petrolera este tipo de contratos. Los contratos específicos que usan estas empresas son contratos a plazo o *Forward contract*. Estos contratos le sirven tanto a las empresas como a quienes estén interesados en comprar las producciones de estas.

La utilidad de este instrumento radica en poder pactar un precio de algún activo en el futuro. Esto facilita muchas cosas tanto para productores como para compradores. Por un lado, es importante para los productores saber a cuánto van a poder vender su producción dentro de un tiempo específico. Esto da mucha fuerza a todos los procesos de planeación financiera que puedan tener las empresas. De igual manera, los compradores utilizan estos instrumentos para fijar precios lo cual desde un punto de vista financiero es muy interesante ya que saben exactamente cuánto van a pagar. En adición, algo común a las dos partes es asegurar que ya tienen tanto vendida como comprada el activo subyacente. Esto da mucha tranquilidad a la hora de hacer planes a futuro.

Las empresas petroleras planean con mucho cuidado su producción. Esto debido a que el sistema de extracción de petróleo debe tener un flujo constante del crudo para poder manejar niveles de presión que aseguran el pleno funcionamiento de todo el sistema. Debido a esta razón técnica, las empresas petroleras tienen un estimado muy real de su producción futura. Al tener esto tan claro, el uso de futuro sobre un activo subyacente como lo puede ser el petróleo se vuelve muy útil.

Las empresas petroleras utilizan estos futuros para vender su producción, la cual ya saben, de cuánto va a ser. Esto genera una tranquilidad importante para el tema de inversión.

Empresas petroleras tienen inversiones inmensas en todo el proceso de exploración, explotación y distribución de sus diferentes campos de producción. Al manejar unos costos muy elevados, este tipo de empresas no pueden dejar de lado la planeación de los ingresos. Si bien el objetivo de este trabajo es ver como se vuelve útil la utilización de estos instrumentos cuando el activo subyacente es una divisa es importante recalcar que esta industria asegura mediante contratos tanto la producción, como luego la monetización de estos ingresos.

3.1 Empresa ABC

3.1.1. Venta de producción.

Imaginemos una situación en donde la Petrolera ABC sabe que en el año a venir ($X+1$) va a producir 20.000 barriles de petróleo WTI mensualmente. La Petrolera ABC tiene su operación en Colombia, es decir, sus gastos operativos van a tener que ser pagados en Pesos Colombianos.

En un primer punto, la empresa ABC al tener la certeza que va a producir esta cantidad estipulada de barriles de petróleo puede salir al mercado de futuros de esta referencia de petróleo a ofrecer sus producciones a los compradores a través de un contrato de futuro.

El mercado más importante de este tipo de productos es la Chicago Mercantile Exchange. CME fue de las primeras mesas en donde se comenzaron a negociar diferentes tipos de activos los cuales estaban ligados a las actividades extractivas y de agricultura. Esto debido a que siempre fue muy importante poder pactar el precio futuro de una producción de algún bien tanto para los compradores como para los vendedores. (Hull, 2002). Concentrándonos en nuestro caso que es el de la industria petrolera, la mesa que se especializa en estos productos se llama *NYMEX WTI Light Sweet Crude Oil Futures*. En esta bolsa de futuros de petróleo se tranzan alrededor de 1.2 millones de contratos al día, cada contrato de alrededor 1.000 barriles de esta referencia de petróleo. El precio estimado de cada uno de estos contratos es de \$44.712USD el 28 de junio de 2017 (CME Group, 2019). Este tipo de datos comienzan a mostrar la inmensidad de este mercado y todo lo que se transa con este tipo de contratos.

Volviendo a nuestro ejemplo con la empresa ABC, esta empresa al tener clara su producción va a salir al mercado de futuros de WTI y va a ofrecer sus 20 contratos de futuro de WTI por cada una de su producción mensual. Es importante recalcar que generalmente estas empresas hacen esta planeación con al menos 6 meses de anticipación ya que es

importante operativamente estar cubiertos (Hull, 2002) .Por un ejercicio de oferta y demanda, además de expectativas dependiendo a que fecha quiere pactar el contrato, se va a asignar un precio el cual la empresa ABC podrá aceptar y vender su producción o esperar ya que ese precio no le sirve.

Imaginemos que la empresa ABC acepta el precio pactado por el mercado representados en la siguiente tabla. Los precios de esta tabla muestran que se espera que la oferta de petróleo WTI se contraiga en ese año por lo tanto cada contrato va a ser más caro que el pasado. Los contratos los acepta en el año X la empresa para hacer su planeación. Esta tabla muestra el precio de los 20 contratos que va a vender la empresa ABC durante el año X+1.

Tabla 1 Precios pactados por contrato en lo corrido del año.

| | | | | | | |
|------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Mes | Enero | Febrero | Marzo | Abril | Mayo | Junio |
| Precio pactado por contrato en USD | 900.000,00 | 920.000,00 | 940.000,00 | 960.000,00 | 980.000,00 | 1.000.000,00 |
| Mes | Julio | Agosto | Septiembre | Octubre | Noviembre | Diciembre |
| Precio pactado por contrato en USD | 1.020.000,00 | 1.040.000,00 | 1.060.000,00 | 1.080.000,00 | 1.100.000,00 | 1.120.000,00 |

Elaboración propia del autor. Valores Nominales

Al asegurar este precio, las compañías de petróleo deben por lo tanto concentrarse solamente en realizar su producción y en toda la parte operativa ya que esta producción ya está vendida. Esto les aligera mucho la carga comercial y les da una estabilidad muy interesante la cual deja espacio para realizar una planeación profunda la cual tiene que llevarse a cabo.

Habiendo asegurado a través de un instrumento financiero la venta de su producción de petróleo, esta empresa ya sabe exactamente cuánto y cuando va a recibir estos dólares. Ahora, retomando el ejemplo, sabemos que esta es una empresa petrolera que toda su operación es en pesos. Esto significa que tiene que declarar impuestos en pesos, tiene que pagar salarios en pesos toda la operación debe ser cubierta por la moneda local. Al ya tener los dólares asegurados de la primera “pata” de la operación, esta empresa va a asegurar ahora los recursos en pesos que necesita para cubrir su operación. Para esto hay diferentes estrategias que puede seguir una empresa de este tipo buscando cubrirse, pero vamos a

asumir un caso estándar en donde la empresa ya tiene calculado en su planeación financiera cuando y cuantos pesos necesita para pagar su operación.

En un primer punto, asumiendo que la empresa sabe perfectamente cuanto es el monto en pesos que le exige su operación hay un camino a seguir. Este consiste en negociar con algún banco que tenga una mesa de dinero y que mueva cantidades importantes de dinero (en Colombia JP Morgan, Citi, BNP y Bancolombia entre otros). Esto es importante ya que hay diferentes mesas. En los próximos puntos nos vamos a concentrar en las mesas de dinero para PYMES que entra más en el caso, pero en términos explicativos, las dos se comportan de la misma manera, lo que cambia son las tasas que le ofrecen a sus clientes y los montos tranzados, pero en términos legales es el mismo producto que debe registrarse y presentarse contablemente de la misma manera.

Durante esta negociación, que tiene que llevarse a cabo entre las 8AM y la 1PM, que son los horarios en donde funciona el mercado de dólar Spot en Colombia, las empresas llaman a las mesas de dinero las cuales les van a ofertar o demandar los recursos que el cliente dispone. Dependiendo del tiempo, y la curva de depreciación que tenga el trader en ese momento, se realiza una oferta la cual puede ser aceptada o rechazada por la empresa. Los dos factores que influyen principalmente en esta oferta por parte del banco son entonces el tiempo y la curva de depreciación.

Por un lado, el tiempo. Esto se refiere al número de días dentro de los cuales la empresa quiere comprar o vender las divisas. En eso tenemos dos fechas importantes: fecha de vencimiento y fecha de liquidación.

La fecha de vencimiento es cuando se va a comparar el precio de la divisa inicialmente pactada con los montos que se mueve ese día. Esto sirve para saber si la cobertura, además de generarle estabilidad financiera en temas de planeación, le generó algún ingreso o pérdida financiera. Esto es un tema que se va a tocar más adelante en donde se analizará estos instrumentos que aportan, que riesgos tienen y sus consecuencias. Hay maneras de realizar un contrato de compraventa de Divisas (forward o non-derivable forward) fijando una tasa de referencia de ese día por ejemplo la TRM de algún día del año. Esto es muy útil y lo vamos a ver a más adelante, si esa es la tasa a la cual la empresa tiene que hacer algún pago. La fecha de vencimiento va a ser el día frente al cual tanto la empresa como el banco van a comparar lo que se pactó con los montos de ese día para saber esta cobertura les hizo ganar o perder plata. Este día es más importante para los traders ya que el

trabajo de ellos consiste en que para esta fecha, el precio del dólar que estén vendiendo este por debajo o si están comprando, el precio del mercado este por arriba. El trabajo de los traders es comprar barato y vender caro como se diría popularmente. En cambio, las empresas que usan estos instrumentos generalmente no están buscando rendimientos financieros, no están buscando que gracias a este instrumento financiero tengan rentabilidad, ellos buscan mitigar riesgos.

La fecha de liquidación es el día en el cual los recursos se van a transferir de una parte a la otra.

En un segundo punto, la curva de depreciación. Esta curva de depreciación muestra las tasas a las cuales el trader o el banco están dispuestas a comprar (BID) a vender (OFFER). El Bid siempre es más bajo que el Offer. Esta curva de depreciación la construye el trader o el banco y depende de las expectativas que este tiene frente al mercado, así como lo que este quiera hacer frente a su posición. Esta curva está estrechamente ligada al tiempo ya que la fórmula para calcular la depreciación de la plata en el tiempo va ligada al tiempo. A continuación, se explica esto:

Ecuaciones 1. Valor Futuro

$$VF = VA (1+i)^n$$

Fuente: Elaboración propia.

Donde:

- VF: Valor Futuro
- VA: Valor Actual
- i: Interés o tasa la cual va a afectar el flujo.
- N: Número de periodos.

Es importante al momento de cotizar uno de estos instrumentos, poderlo hacer con diferentes traders y diferentes bancos ya que, si bien el contexto macro es igual, cada uno de ellos va a tener expectativas ligeramente diferentes las cuales van a mover sus curvas diferentemente. A continuación, se presenta la ecuación de la tasa Forward y la devaluación implícita.

$$TasaFWD = Spot \times \left(\frac{1+r_d}{1+r_f} \right)^{\left(\frac{n}{365} \right)} = Spot \times (1+dev)^{\left(\frac{n}{365} \right)}$$
$$dev\ Implicita = \left(\frac{1+r_d}{1+r_f} \right) - 1$$

Fuente: (Corficolombiana, 2011).

- Rd: Tasa de interés doméstica en términos E.A.
- Rf: Tasa foránea en términos de E.A.
- Dev Implícita: “El porcentaje en el cual la tasa de cambio pactada a futuro está por encima de la tasa de cambio de contado en el momento de la operación, y se expresa en términos anuales con el fin de realizar comparaciones entre los contratos que se transan a diferentes plazos” (Alvarado, Rassa Robayo, & Rojas Moreno, 2014)

3.1.2. Compra de pesos

Volvamos al ejemplo de la empresa ABC. Esta empresa al haber ya asegurado sus dólares que le van a llegar debido a las ventas de petróleo que pactó para el año entrante y ya teniendo asegurada esa “pata” ahora lo que buscará hacer será vender esos dólares para comprar pesos y pagar su operación en el país en esa moneda.

Para realizar esto, la tesorería de la empresa ABC va a iniciar un proceso de cotizaciones. En general y lo que el autor de este documento evidenció en su práctica empresarial en la mesa de dinero de JP Morgan, es que las empresas por política en general al escoger un día para realizar la operación ponen una hora tope para realizarla, generalmente esta hora son las 12 PM, pero esto no es ninguna regla. De esa manera las empresas establecen reglas para manejar la incertidumbre de un mercado como lo es el del USD/COP. Al escoger el día para cerrar la operación las empresas reducen la incertidumbre que tienen que manejar sus tesoreros o traders al momento de cerrar la operación. Un comité de la empresa escoge el día que se cierra el contrato y la persona encargada en negociar la tasa va a tener la potestad, buscando siempre lo mejor para la empresa, de cerrarla cuando el considere oportuno y ventajoso.

La empresa ABC en este ejemplo está buscando vender dólares, comprar pesos en diferentes operaciones:

- Valor Actual: Precio Spot del momento que le dé el banco o el trader
- i : Tasa de depreciación que da el banco. Para este caso será el Bid que el banco ofrece.
- N : número de días hasta la fecha de vencimiento. (en ese caso se divide en 365).

Lo que va a mover en este punto a la persona encargada en llevar a cargo la operación es, en este caso en el cual la empresa ABC está comprando pesos, vendiendo dólares, es la tasa más alta que le ofrezcan, así el Valor Futuro de sus dólares es más alto por lo tanto le dan más pesos por el mismo dólar.

Al cerrar esta operación con sus diferentes contratos de instrumentos financieros la empresa termina de cerrar la segunda “pata” de su operación. Por un lado, ya tiene asegurado

el precio al cual le van a comprar su producción y ya sabe qué día le van a entrar esos recursos y cuando. Ahora, ya sabe a qué tasa va a cambiar esos recursos en la fecha que los necesita. Al asegurar estas dos patas, la compañía queda cubierta frente a cualquier movimiento de precios tanto del petróleo como del dólar respecto al peso. Estos riesgos fueron neutralizados gracias a estos instrumentos financieros los cuales ayudan a las empresas a mitigar ciertos riesgos y a facilitar el manejo de variables como lo son los precios de los commodities y de las monedas. Al tener claro cuánto van a ser sus ingresos en pesos que es la moneda a través de la cual paga su operación, las empresas pueden empezar a planear sus egresos.

Este tipo de empresas pueden verse beneficiadas por los instrumentos derivados de otras maneras. Al tener un grado importante de importaciones las cuales deben ser pagadas en dólares, estas empresas muchas veces utilizan derivados financieros para cubrirse frente a inversiones que saben cuándo van a ocurrir.

Volvamos al ejemplo de la empresa ABC. Imaginemos que la empresa ABC va a comenzar un nuevo proceso de perforación en un nuevo campo que ya se comprobó que tiene petróleo. Para realizar esta perforación y viendo que su operación está creciendo, la empresa decide importar una nueva perforadora de Estados Unidos la cual va a costar puesta en el campo, 3.000.000 \$USD. Siendo T+0 el día que la empresa monte la orden y T+180 el día llegue esta. Las condiciones de pago son 50% al momento de la orden y 50% al momento de la entrega. Al planificar esta compra y conocer las condiciones de pago, así como el total de esta, la empresa ABC puede utilizar dos contratos forward para cubrirse respecto al riesgo cambiario que tiene en esta operación para así conocer el monto exacto en pesos que esta tendrá que desembolsar en los dos momentos (T+0 y T+180).

El primer contrato Forward va a ser una compra de 1.500.000 USD al día T+0 y el otro contrato forward va a ser una nueva compra de 1.500.000 USD al día T+180. Al tener estos contratos forward montados y funcionando, la empresa va a saber exactamente cuánto va a pagar en pesos por las máquinas y así no tener que preocuparse de las variaciones de esta divisa.

4. Bancos que ofrecen estos servicios y como acceder a estos.

4.1. Derivados en Colombia y bancos que los ofrecen a las PYMES

Tal y como se mencionó en la introducción y se evidenció en varios de la información secundaria que se estudió: (Alvarado, Rassa Robayo, & Rojas Moreno, 2014), (Jiménez, 2016), (ORTIZ, 2013), el mercado colombiano de Derivados financieros está muy rezagado respecto a países como Brasil, México o Chile. En Colombia existen problemas respecto a la legislación que rige estos instrumentos (Jiménez, 2016) lo cual limita mucho a los bancos a ofrecer productos competitivos y a las empresas a acceder a estos. De igual manera

La Bolsa de Valores de Colombia se creó en 2001 unificando las tres bolsas de valores que existían en el momento: La Bolsa de Bogotá, La Bolsa de Medellín y la Bolsa de Occidente. Esto debido a que se presentaban diferentes casos de arbitraje en los cuales las personas se podían aprovechar de la diferencia del precio de diferentes activos y productos en las diferentes bolsas. Años más tarde de esta unificación, en el 2008, se lanza el primer producto derivado estandarizado que era un futuro sobre la TRM. Este futuro permitía a quien deseara adquirirlo, tener una cobertura respecto a la Tasa Representativa del Mercado.

La TRM es un promedio de los valores que tuvo el dólar el día inmediatamente anterior. La metodología de cálculo de este indicador, que lo realiza la Súper Intendencia Financiera no es de interés del escrito explicarla más si es importante entender para que se usa. Al ser un promedio de los valores del dólar Spot, este indicador es comúnmente utilizado para calcular las liquidaciones de compras en dólares.

En este punto se considera pertinente hacer una clara diferencia entre los Futuros y los Forwards.

Tabla 2 Diferencias Forward Futuro

| | Forward | Futuro |
|----------------------------------|---|---|
| Fecha de Vencimiento | Las partes lo deciden. | Estandarizado. |
| Forma de Negociación | Negociación directa entre comprador y vendedor (Banco y empresa). | Cotizado y tranzado en una bolsa. |
| Tamaño | Las partes lo deciden. | Estandarizado. |
| Garantías | Ninguna. | Margen inicial que se ajusta diariamente. |
| Mercado Secundario | Ninguno. | Bolsa. |
| Garantías Institucionales | Contrato. | Cámara de compensación o de riesgo central de contraparte |
| Cumplimiento | Generalmente Financiero. | La posición se cierra antes del vencimiento |

Fuente: Elaboración propia basado en la Guía Colombiana del Mercado Valores de la BVC (BVC, 2019)

Como podemos ver, existen ciertas diferencias entre los Futuros y los Forwards. En los ejemplos usados anteriormente en la industria petrolera vimos como usaban Futuros estandarizados para cubrir la variación del precio del petróleo, y vimos como adicionalmente usaban Forwards para asegurar el precio de una divisa en el tiempo. A partir de este momento nos vamos a concentrar en los Forwards que son los que usan las empresas y en los que nos vamos a concentrar en el caso de Le Pain Quotidien.

Para finalizar el en el tema de los derivados financieros estandarizados, a continuación, hay una lista de todos los miembros del mercado de derivados financieros estandarizados en Colombia:

Tabla 3 Miembros del Mercado de Derivados Estandarizados

| CODIGO | NOMBRE | NIT |
|--------|--|-------------|
| M001 | ADCAP COLOMBIA S.A CDB | 890931609-9 |
| M002 | CORREDORES DAVIVIENDA S.A CDEB | 860079174-3 |
| M004 | ITAU COMISIONISTA DE BOLSA COLOMBIA SA | 830035217-3 |
| M005 | BBVA - VALORES COLOMBIA S.A. | 800096036-9 |
| M007 | ACCIONES Y VALORES S.A. | 860071562-1 |
| M010 | VALORES BANCOLOMBIA S.A. C.B. | 800128735-8 |
| M013 | VALORALTA S.A. | 860079981-0 |
| M018 | ALIANZA VALORES S.A. | 860000185-4 |
| M029 | CREDICORP CAPITAL COLOMBIA S. A | 860068182-5 |
| M037 | ULTRASERFINCO S.A. | 800120184-3 |
| M045 | CASA DE BOLSA S.A. SCB | 800203186-5 |
| M050 | BTG PACTUAL COLOMBIA SA COMS | 890907157-0 |
| M051 | GLOBAL SECURITIES COLOMBIA S. A | 800189604-2 |
| M056 | SERVIVALORES GNB SUDAMERIS S. A | 830118120-5 |
| M309 | BANCOLOMBIA S.A. | 890903938-8 |
| M353 | FIDUCIARIA LA PREVISORA S.A. | 860525148-5 |
| M354 | BANCO DE BOGOTA S.A. | 860002964-4 |
| M356 | PORVENIR S. ASOC ADM DE PENSION | 800144331-3 |
| M359 | BANCO GNB SUDAMERIS | 860050750-1 |
| M375 | BANCO DAVIVIENDA | 860034313-7 |
| M376 | BANCO AGRARIO | 800037800-8 |
| M380 | BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARI | 860003020-1 |
| M395 | BANCO AV VILLAS | 860035827-5 |
| M399 | CITIBANK S.A. | 860051135-4 |
| M402 | ITAU CORPBANCA COLOMBIA SA | 890903937-0 |
| M405 | BANCO DE OCCIDENTE | 890300279-4 |
| M412 | PROTECCION FONDOS | 800138188-1 |
| M419 | FIDUCIARIA BOGOTA | 800142383-7 |
| M439 | CORP. FINANCIERA COLOMBIANA | 890300653-6 |
| M466 | FIDUCIARIA BANCOLOMBIA S.A. | 800150280-0 |

| | | |
|------|---|-------------|
| M592 | JPMORGAN CORP. FINANCIERA S.A. | 900114346-8 |
| M623 | BANCO SANTANDER DE NEGOCIOS COLOMBIA S.A. | 900628110-3 |

Publicado por la BVC, (BVC, 2019)

Entrando en nuestro tema respecto a los Forwards y los bancos que emiten estos productos no estandarizados en Colombia para PYMES son los siguientes:

- Banco Davivienda.
- Bancolombia.
- Colpatria.
- Banco de Occidente.
- Banco Agrario.
- Banco de Bogotá.
- Banco Popular.
- Banco GNB Sudameris.

Vemos que existen 8 opciones de bancos locales que ofrecen derivados financieros como lo son los Forwards a las PYMES. Cada uno de estos bancos cuenta con una mesa de dinero que es el área encargada de ofrecer este tipo de productos. De igual manera, estos bancos también cuentan con un área de comercio exterior o comercio internacional, dependiendo de que banco es, se brinda asesoría para aprender a utilizar este tipo de instrumentos, así como para diligenciar todos los papeles que se deben entregar y presentar diferentes documentos para que esto sea válido.

4.2. Contrato Marco

Para poder operar Derivados financieros a través de una mesa de dinero, debe existir un Contrato Marco firmado entre las dos partes. Este es un contrato que se utiliza para dejar claras las reglas de juego respecto al uso de estos instrumentos. De igual manera está diseñado para cumplir ciertas matrices de direccionamiento internacionales frente al uso de estos.

Antes de firmar el contrato, los bancos deben cumplir con ciertas investigaciones relativas a sus clientes. Estas investigaciones se concentran en la estructura de capital que estos tienen, quienes son los dueños, los PEP's que puede tener esta empresa (*Political Exposed Person*), y certificar que los ingresos o ganancias de estas empresas no vengán ni sean reinvertidos en operaciones ilegales de lavado de dinero o financiamiento al terrorismo (SARLAFT). Es importante conocer los PEP ya que son personas que están expuestas a la política por lo cual generalmente están más expuestas a la corrupción y a los sobornos, lo cual aumenta el riesgo a los cuales se exponen los bancos. Si después de hacer todos estos procesos que son generados para cumplir temas de *Compliance*, sale un perfil positivo, se prosigue a firmar el Contrato Marco.

Este Contrato marco generalmente está estandarizado bajo el modelo de Asobancaria en Colombia y el equivalente aceptado globalmente se llama el *ISDA*. La estandarización bajo un único modelo facilita bastante los procesos para las empresas ya que es un contrato en donde ellos son la Parte A, y el Banco es la Parte B por lo tanto si quieren poder realizar operaciones a través de diferentes bancos, solo deben rellenar en varios contratos todo referido a la Parte A y enviarlo a los bancos los cuales serán los encargados de rellenar los faltantes de la Parte B para proceder con el proceso de vinculación. Al aceptar este contrato, tanto las Empresas como los Bancos están aceptando realizar operaciones de derivados financieros entre ellas y dejando claras las reglas de juego respecto a:

- **Criterios de Interpretación:** “Este Contrato Marco Local para Instrumentos Financieros Derivados (el “Contrato Marco”) está sujeto a los siguientes criterios de interpretación, sin perjuicio de las reglas de interpretación vigentes en Colombia,

según lo establecido en los Artículos 1618 al 1624 del Código Civil y demás normas concordantes” (Asobancaria, 2019)

- **Objeto:** “Establecer el marco general al cual se someterán las Operaciones celebradas por las Partes”. (Asobancaria, 2019)
- **Manifestaciones y Declaraciones de las Partes:** En esta parte del contrato se deja claro si es una persona natural, una persona jurídica o si es una sociedad supervisada por la Superintendencia Financiera y que cumple con todos los aspectos legales que lo hacen capaz de firmar este contrato
- **Obligaciones de las Partes:** “Sin perjuicio de las demás obligaciones previstas en los Documentos del Contrato Marco, cada una de las Partes se obliga individualmente a favor de la otra Parte a:” (Asobancaria, 2019) En esta cláusula se citan las diferentes obligaciones que debe cumplir cada parte para llevar a cabo el contrato (Pagos, cumplir leyes, entregar documentos requeridos, mantener vigentes los permisos requeridos, notificar por escrito cuando existan Eventos de Terminación, entre otros)
- **Cumplimiento de las Operaciones:** Fecha y forma cumplimiento de las operaciones celebradas.
- **Confirmaciones:** Formas de confirmación de la operación celebrada. Los Forward generalmente se confirman mediante un documento escrito debidamente firmado por las personas autorizadas o por algún otro medio confirmable.
- **Compensación:** “Si las Partes llegaren a ser deudoras recíprocas, las obligaciones existentes entre ellas como consecuencia de este Contrato Marco se extinguirán de acuerdo con los términos de los Artículos 1714 y siguientes del Código Civil, y lo previsto en el Artículo 2.7.1.7 de la Resolución 400 de la Sala General de la Superintendencia de Valores de Colombia (hoy Superintendencia Financiera de Colombia), conforme a lo pactado por las Partes en el Suplemento o en la Confirmación respectiva. “ (Asobancaria, 2019). En este punto del Contrato se apela a las normas para enmarcar el punto de compensación, así como a lo ya pactado en diferentes partes del contrato
- **Garantías:** Si bien se deja un punto para pactar garantías en estas operaciones, lo común es no tener garantías. Esto debido a que es una de las diferencias que suelen tener los derivados no estandarizados como los Forward a los derivados estandarizado es decir los futuros.
- **Recouping:** “Realizar pagos o neteos periódicos (recouping) y compensar y liquidar instrumentos financieros derivados negociados en el mercado mostrador en

una cámara de riesgo central de contraparte; siempre que así lo hayan estipulado las partes en el contrato marco” (Banco de La República de Colombia, 2010)

- **Eventos de Incumplimiento:** En esta cláusula se estipulan todos los casos frente a los cuales se entiende como incumplidos los contratos y que hacer frente a estas situaciones si no son solucionadas durante el Periodo de Gracia que tienen las partes, así como la fórmula para calcular la Liquidación Automática por Evento de Incumplimiento.
- **Eventos de Terminación:** En esta cláusula se ven como o porque se puede dar por terminado el contrato ya sea unilateralmente (carta de mutuo acuerdo entre las partes), ya sea porque se extingue una de las partes, disminución de la Calificación Crediticia de la parte afectada dos niveles respecto a la que tenía al momento de firmar el contrato, y otras causales que dan por terminado el contrato. En esta cláusula hay un número importante de numerales que intentan abarcar todas las opciones posibles frente a las cuales hay que tener claridad de las fórmulas para que las dos partes den por terminado el contrato, estén de acuerdo con esto y se liquide justamente este
- **Cláusula Compromisoria.** “Toda controversia o diferencia relativa a cualquier Documento del Contrato Marco, se resolverá por un Tribunal de Arbitramento, que se sujetará al reglamento del Centro de Arbitraje y Conciliación de la Cámara de Comercio de Bogotá, de acuerdo con las siguientes reglas”. (Asobancaria, 2019) Son sólo dos reglas, la primera es que este Tribunal va a constar de 3 personas que las partes decidan en mutuo acuerdo, si esto no sucede será el Centro de arbitraje y Conciliación quienes lo decidan. La segunda enuncia que este tribunal decidirá en Derecho, siguiendo la ley colombiana.
- **Notificaciones:** Se estipula cual va a ser la forma de notificación dentro de este contrato, así como las situaciones que deben ser notificadas dentro de los plazos establecidos.
- **Definiciones:** En esta cláusula se definen todos los términos tal y como se deben entender de ahora en adelante. Entre las definiciones encontramos: Moneda, Garantía, IBR, Tasa de interés y Valor nocional entre otros. En un Contrato Marco estándar esta cláusula de definiciones abarca entre 8 y 10 páginas.
- **Misceláneos:** Parte en donde se busca sintetizar la mayoría del contrato, así como estipular confidencialidad entre las partes. De igual manera acá está la parte donde se firma entre las partes para cerrar el acuerdo.

Finalmente, hay anexos donde se estipula como se debe confirmar cada tipo de operación que se puede realizar a raíz de este Contrato (Swap, CCS, NDF, DF entre otros), quien está autorizado a cerrar las operaciones, quien está autorizado a confirmar las operaciones y quien está autorizado para firmar las cartas de confirmación físicas.

El Contrato estándar de Asobancaria consta de alrededor 90 páginas y puede ser consultado en la bibliografía de este escrito. Vale la pena resaltar que hay ciertos bancos que tienen su propio estándar de contrato el cual generalmente es aceptado por las partes ya que los cambios que se pueden hacer son mínimos.

Continuando con esta explicación del mercado de derivados en Colombia, una de las principales bibliografías consultadas y estudiadas es la tesis de Daniela Semenova. En esta, se enuncian las razones frente a las cuales las empresas deciden o no pactar derivados están ligadas a: “relación con la coyuntura internacional, la situación financiera del mundo, y de Colombia, el estrés financiero y finalmente el conocimiento de derivados” (Semenova, 2013). De igual manera este y otros estudios mencionados en la tesis anteriormente referida señalan que existe una correlación directa entre las coberturas y la exposición al comercio internacional que tienen las empresas importadoras y exportadoras. Esto debido a la cobertura tanto en tasas de interés que pueden hacer a través de los Swaps, o a la tasa de cambio a través de los Forwards.

La investigación de Semenova: *Desarrollo del mercado de derivados en Colombia: Evolución y métodos de inserción de las empresas PYMES*, se enfocaba en conocer diferentes empresas que usaban derivados o los querían usar debido a que cumplían al menos una de estas cinco condiciones:

- a. Negociación de divisas por concepto de importaciones o exportaciones.
- b. Negociación de divisas por concepto de pago de deuda en el exterior.
- c. Negociación de divisas por concepto de pago de deuda al banco en moneda extranjera.
- d. Negociación de dividas por concepto de inversión extranjera directa desde el exterior.
- e. Negociación de divisas por concepto de inversión en el extranjero.

5. Caso Le Pain Quotidien.

Esta empresa tiene como razón social LPQ RESTAURANTES S.A.S. Tal y como lo menciona la Superintendencia de Sociedades, más del 97% de las empresas creadas en el 2017 fueron S.A.S. (Castiilla, 2018) Esto debido a los beneficios que ofrecen este tipo de empresas los cuales ya han sido fuertemente estudiados y explicados en otros escritos (Villamizar, 2009). Esta empresa es una franquicia belga la cual está en más de 20 países del mundo y cuenta con más de 200 locales. En Colombia la empresa fue traída por una inversión extranjera la cual tiene la operación de esta franquicia en Brasil igualmente. La idea de los inversores es entrar muy fuerte a Bogotá con 3 puntos anuales y en 4 años buscar alguien que esté interesado en comprar esta operación.

El concepto de esta franquicia es bien especial ya que la Casa Matriz, que está en Bruselas, se interesa bastante por mantener el concepto intacto. Debido a esto, la operación de estos restaurantes está fuertemente influenciada por los lineamientos por parte de los *Headquarters* respecto a menú, mobiliario y diseño entre otros. De igual manera, hay reuniones semanales con una persona encargada de la marca en el país en donde se van tocando temas de marketing para estar en línea con los conceptos globales, así como mantener la comunicación fluida.

La primera tienda que abrió Le Pain Quotidien en Bogotá contó con una inversión de 700.000 euros y fue abierta al público en el mes de diciembre de 2018. Desde ese entonces las ventas brutas de este local ascienden a más de 1.500 millones de pesos. A partir de la segunda tienda y en adelante, el valor máximo de los costos asociados al CAPEX de inversión (obra civil, equipos, mobiliario) y los costos preoperativos, tienen que ser menores a 500.000 euros.

Como esto es una franquicia, hay un costo fijo que debe pagarse por la apertura de cada tienda que es de 10.000 USD los cuales se deben pagar los primeros cinco días del mes en el cual la tienda va a abrir. Este tipo de costos asociados a las franquicias son normales en todos estos modelos de negocio ya que es la manera de la cual las casas matrices tienen rentabilidad en dar prestar el nombre de la marca.

Siguiendo el lineamiento de la franquicia, todo el mobiliario y el menaje debe ser importado ya que debe ser de una marca llamada Antiques and Design. Esta es una empresa

belga la cual está fuertemente asociada con Le Pain Quotidien alrededor del mundo. Esto debido al concepto el cual deben tener las tiendas las cuales deben tener un diseño relacionado con antigüedades. Esta importación debe ser pagada en euros 50% anticipado el día que se negocie y 50% al momento que se reciba y se instale todo.

Respecto a los equipos de cocina que se deben utilizar, la marca de igual manera pide que se compren ciertas marcas las cuales en Colombia son importadas por Industrias Taylor. Dentro de esta compra que representa alrededor de 25% de esta inversión hay diferentes tipos de neveras, hornos, lavavajillas, máquinas de café y máquinas para pastelería entre otros. Esta importación debe ser pagada en dólares de la siguiente manera: 50% a la TRM del día que se haga la orden y 50% a la TRM del día que se entreguen el cual está estipulado en el contrato de compra.

En adición, la marca siguiendo el concepto orgánico y natural que maneja, también exige que los empaques (*To go*, bolsas, vasos...) sean importados y que todo lo que se vende en el retail de la tienda (Spreads, té, libros, mermeladas, chocolates) sean igualmente importados para que sea orgánico certificado. Esta importación debe pagarse 100% por anticipado en dólares al momento de hacer la importación.

Como podemos ver, esta empresa tiene una fuerte interacción con divisas mientras que su operación es en pesos, podemos ver diferentes necesidades de divisas y manejarlas eficientemente.

- a. Ingreso de divisas por concepto de inversión extranjera.
- b. Necesidad de divisas por concepto de pago de apertura de tiendas.
- c. Necesidad de divisas por concepto de importaciones de mobiliario, empaques y retail.
- d. Necesidad de divisas por concepto de importaciones de equipamiento de cocina.

A continuación, se tocará cada uno de los puntos mencionados, se hará un paralelo entre cómo se hace hoy en día, cómo se haría a través del uso de derivados financieros como los forwards y cuáles serían las ventajas y desventajas de esto.

5.1. Ingreso de Divisas por concepto de Inversión Extranjera.

Para empezar, es importante explicar cómo es el funcionamiento actual de este tipo de procesos para entenderlos y así comprender en donde el uso de derivados financiero podría ponerse en funcionamiento.

Actualmente dentro de Le Pain Quotidien no hay una política estandarizada de que monto se va a recibir por parte de los inversionistas o cada cuánto. Hoy en día, depende más de las necesidades que vayan surgiendo. El grupo inversor y el analista financiero de le Pain Quotidien van monitoreando semanalmente la tasa de cambio y en el momento en el cual se considere hay una tasa interesante, se envían los recursos en euros y estos se monetizan directamente en la mesa de dinero a través del mercado spot. Los recursos entran a la cuenta de Bancolombia de la empresa la cual está destinada a recibir los recursos y realizar pagos de CAPEX e importaciones.

Este tipo de monetización tiene ciertas desventajas y es que como los recursos ya fueron transferidos al banco, este sabe que el cliente va a tener que monetizarlos a través de ellos. Los bancos ofrecen unas tasas muy favorables para ellos y muy desfavorables para los clientes. Se abre la posibilidad de una negociación real a partir de un monto alto, generalmente encima de los 250.000 dólares, pero no es una regla. Cuando se llama a la mesa de dinero para monetizar estos generalmente ofrecen tasas por encima de lo que está el mercado spot en el momento (dentro de la experiencia de la empresa cerca de 10 a 15 pesos por encima).

Hoy en día lo que se está haciendo es monitorear las ofertas de los bancos frente a los recursos y tener claro como se está comportando el mercado. Esto significa que toca estar atentos a las tasas de cambio a través de diferentes páginas que ofrecen esta información con cierto tiempo de retraso (SetFX, Bloomberg o Trading). De igual manera, es importante mantenerse informado respecto a este tema, tener claro el calendario financiero que pueda afectar las tasas las cuales se están monitoreando y estar llamando regularmente a las mesas de dinero para pedir un poco de *color del mercado*.

Este proceso hace muy difícil la planeación financiera al detalle ya que no se conoce con antelación el valor exacto en pesos el cual se va a recibir, ni el valor exacto en dólares. Si

bien hay una idea global de cuanto estos Euros pueden representar, los pagos de esta empresa se hacen tanto en pesos para la operación como en dólar para las compras e inversiones.

Estas monetizaciones se podrían hacer a través de derivados financieros como los Forwards o las Opciones. Al comienzo del año se planearía cuantas veces se esperan enviar recursos y siguiendo esta planeación, se negociarían los contratos forwards u opciones con el banco utilizando el día planeado en el cual los recursos se van a requerir. Como los inversionistas envían euros y las necesidades de la empresa son en dólares y pesos, se negociaría un contrato de venta de euros a dólar y luego un contrato de venta de dólar a peso, estos con la misma fecha por lo tanto ya se sabe exactamente cuántos dólares van a entrar y cuánto va a ser esto en pesos. De esta manera se destinan los dólares requeridos para pagar obligaciones e inversiones en dólares y los pesos para pagar la operación y demás. Si se usara una opción lo que se buscaría sería minimizar las pérdidas que se pueda tener ya que, al adquirir una opción, la empresa se compromete a pagar una prima para obtener la cobertura. Si la tasa de cambio sube, la empresa que ya congeló la tasa ejerce la opción y gana con esta cobertura. De otra manera, si esta tasa baja, la empresa no ejerce la opción, compra los recursos a través de una monetización spot y pierde la tasa más el diferencial que estos bancos siempre le están ganando a estos clientes PYME.

Ventajas: *Ayuda* a la planeación financiera tanto de la empresa como del grupo. Eliminación del riesgo cambiario. Si la tasa de cambio el día de vencimiento de los contratos está por encima de lo pactado, la empresa tiene un ingreso financiero extra debido a que ese día está comprando dólares más baratos de lo que están en el mercado.

Desventajas: Las desventajas de estos instrumentos es que, si la tasa de cambio está más baja el día de vencimiento de los contratos, la empresa si bien cubrió su riesgo cambiario, está comprando dólares más caros que lo que está el mercado en el caso de los forwards. De igual manera, si necesita los recursos antes o después, va a estar en un problema ya que si necesita los recursos antes va a entrar a un Proceso de Liquidación Anticipada y si necesita después va a tener o que tener una cuenta en donde pueda dejar estos dólares reposando o pagar anticipadamente lo cual puede afectar su flujo de caja fuertemente. Si estamos en la situación de opciones, la empresa deberá pagar la prima y conseguir estos recursos en el mercado spot a través de una monetización lo cual sería un retroceso en procesos.

5.2. Necesidad de divisas por pagos a la Casa Matriz.

Tal y como se explicó anteriormente, la empresa tiene que realizar pagos a la casa matriz por ser una franquicia. Cada vez que se abra un nuevo local se debe hacer un de pago de 20.000 USD.

Estos son unos pagos fijos que se deben realizar los primeros 5 días hábiles del mes en el cual se va a abrir el restaurante. El pago se debe hacer en dólares y transferirse a una cuenta en Bélgica. El primer pago que se realizó por este concepto se hizo monetizando recursos que se tenían en la cuenta Bancolombia a través de la mesa de dinero de ese banco en una operación spot y enviándolos ese mismo día. Tal y como se explicó anteriormente este método no es lo más rentable ni la mejor manera de hacerlo

Una solución respecto a esto sería monetizar estos recursos a través de un forward de compra de dólares siendo la fecha de vencimiento cualquiera de los 5 primeros días hábiles del mes de apertura (revisar flujo de caja y tomar la decisión) y el notional los 20.000 USD. De esta manera, se planea eficientemente y se conocen los montos que realmente se van a pagar. Esto es algo que se puede planear con cada una de las nuevas tiendas y va a ayudar bastante a conocer el valor real para así tener un estimado más cercano y facilitar el tema de planeación. De igual manera se podría hacer a través de una opción lo cual buscaría minimizar las pérdidas que pueda tener la empresa al usar estos instrumentos financieros derivados.

Ventajas: Ayuda a la planeación financiera tanto de la empresa. Eliminación del riesgo cambiario. Si la tasa de cambio el día de vencimiento de los contratos está por encima de lo pactado, la empresa tiene un ingreso financiero extra debido a que ese día está comprando dólares más baratos de lo que están en el mercado. De igual manera con la opción, si el día de cumplimiento es más alta la tasa de cambio que el strike pactado en la opción, esta se ejercerá generando un ingreso financiero.

Desventajas: Las desventajas de estos instrumentos es que, si la tasa de cambio está más baja el día de vencimiento de los contratos, la empresa si bien cubrió su riesgo cambiario, está comprando dólares más caros que lo que está el mercado. De igual manera, si necesita los recursos antes o después, va a estar en un problema ya que si necesita los recursos antes va a entrar a un Proceso de Liquidación Anticipada y si los necesita después va

a tener o que tener una cuenta en donde pueda dejar estos dólares reposando o pagar anticipadamente lo cual puede afectar su flujo de caja fuertemente. Si se usaron opciones, se deberá pagar una prima y buscar los recursos en el mercado spot.

5.3. Necesidad de divisas por concepto de mobiliario, empaques y retail.

La marca Le Pain Quotidien es reconocida mundialmente por el diseño de sus restaurantes y el ambiente que logran generar. Esto no es por nada, detrás de cada restaurante hay cerca de 2 meses de trabajo en el diseño, mobiliario e iluminación de los restaurantes. Todo estos productos y servicios los hace una empresa llamada Antiques and Design. Esta empresa de diseño es la encargada de darle vida a cada uno de los diferentes restaurantes de la franquicia y en Colombia no fue la excepción. La primera importación que hubo de A&D para el restaurante de Salvio consistió en una inversión de 70.000 USD por el mobiliario, 20.000 USD por el diseño y otro tanto por conceptos de importación.

Frente al tema de retail (Chocolate, spreads, libros, mermeladas, bolsas y té) y empaques, la encargada es una empresa llamada Havi Logistics. Esta empresa siempre ha trabajado de la mano de Le Pain Quotidien para el acopio y distribución de sus productos. El modo de funcionamiento de esto es interesante ya que es otro negocio que tiene la Casa Matriz aparte de las franquicias.

La Casa Matriz le envía a sus franquiciados un catálogo con una enorme variedad de spreads, mermeladas, chocolates, especies de té y empaques que ellos compran alrededor del mundo de producciones orgánicas y diferentes proveedores de empaques que usan plástico reutilizado. Esto son un tipo de maquilas que utiliza la empresa pero que cumplen con estándares internacionales de producciones orgánicas y responsables con el medio ambiente.

Cuando cada franquicia escoge lo que necesita, envía la orden de pedido a Havi Logistics que es la encargada de comprar todo y unificar todo en una misma factura y enviarlo todo en un mismo cargamento. Esto facilita mucho el acceso a productos para los franquiciados y al mismo tiempo crea una relación de dependencia entre Havi, Le Pain Quotidien y los franquiciados.

Esta importante inversión se hizo de una manera particular para el caso de LPQ Restaurantes S.A.S en su primer restaurante y se va a seguir haciendo así a menos que se encuentre una mejor manera de hacerlo. Para el primer restaurante, los inversores pagaron directamente en Europa esta inversión a las empresas: A&D y Havi Logistics. LPQ Restaurantes S.A.S sólo tuvo que pagar los costos de importación y nacionalización de los productos.

Mientras esta opción esté sobre la mesa, esta es la mejor manera de hacer las cosas. Experiencias que se pueden rescatar frente a que han hecho diferentes franquicias muestran que existe la posibilidad de homologar ese tipo de producciones con empresas nacionales y así reducir costos y no tener que depender tanto de la Casa Matriz.

5.4. Necesidades de divisas por concepto de importación de equipos de cocina.

El modelo de Le Pain Quotidien en Europa es muy interesante. Este es un continente en donde el transporte de mercancías es muy rápido y barato en comparación a otros continentes (Martinez, 2015) debido a estos bajos costos el modelo de los restaurantes allá es diferente. Al poder distribuir los productos fácilmente, le Pain Quotidien tiene dos centros de producción grandes en Bélgica en donde se hace la producción de todos los restaurantes de Europa. Uno se ocupa de los platos calientes y otro de todo el tema de panadería y pastelería. Haciendo esto de esta manera, se logra llegar a economías de escalas frente a lo cual estos dos centros de producción pueden venderles a los restaurantes productos estandarizados, de excelente calidad a un bajo precio. Bajo este modelo los restaurantes allá tienen un área de cocina muy pequeña ya que cada 2 o 3 días reciben todo lo necesario para su producción y en el restaurante solo deben regenerar ciertos productos, calentar y servir.

Frente a estos requerimientos, la inversión en equipos de cocina en esos restaurantes es muy baja. Cuando se comenzaron a estudiar los modelos que se podrían instalar con las franquicias de Colombia, se pensaron diferentes opciones. Por un lado, traer todo directamente desde Europa en importaciones mensuales y la inversión grande serían cuartos fríos en donde se pudiera almacenar estas importaciones. Esta opción salió de la mesa al realizar los enormes costos de importación que esta opción tenía. Segundo se pensó tercerizar toda la producción acá en Colombia con ciertos aliados estratégicos. Tercero, se consideró hacer toda la producción In-House e ir especializando cada uno de los restaurantes en las diferentes áreas críticas (Platos calientes, panadería y pastelería). Finalmente, se realizó una mezcla de la segunda y tercera opción y esto se tradujo en que las cocinas de los restaurantes requieren de una inversión importante.

Esta inversión también tiene una razón y es que la Casa Matriz para aceptar este tipo de modelos, requiere que todos los equipos sean de marcas reconocidas para que por ese lado se pueda asegurar la calidad. Debido a esto, la inversión en equipos de cocina y refrigeración del segundo punto ascendió a más de 180.000 USD.

Tal y como se mencionó anteriormente dentro de este numeral, toda esta compra se le hace a Industrias Taylor que es la encargada de distribuir este tipo de marcas en Colombia (True, Merrychef, Vitamix y Cimbali entre otros). Las condiciones de pago que generalmente exige esta empresa son 50% del valor de la compra en dólares liquidado a la

TRM que se confirma la compra y el 50% restante a la TRM del día que se entreguen los equipos (30 días después de la confirmación de compra).

Actualmente lo que se hace es que al tener un monitoreo constante de la tasa de cambio para hacer las monetizaciones de las entradas de recursos por parte de los inversores, este monitoreo sirve igualmente para tener la TRM en el radar. Para este tipo de pagos que son sobre la TRM lo que se busca es pagar una tasa menor que con la que se hizo la monetización. A continuación un ejemplo para visualizar el ejercicio que se hace actualmente.

Tabla 4. Monetización vs Pago Industrias Taylor.

| | Tasa USDCOP | Nocional en dólares | Total en pesos |
|-------------------|-------------|---------------------|----------------|
| Monetización | 3150 | 183.000 | 576.450.000 |
| Industrias Taylor | 3120 | 90.000 | 280.800.000 |

Elaboración propia.

En este ejemplo los inversores enviaron un nocional en euros que al momento de hacer la conversión a dólares dio un total de 183.000 USD. Esto debido a que ellos buscan maximizar la inversión que hacen más no está tan interesados en que los valores cuadren perfectamente. Para los inversores es importante que con los euros que ellos manden, acá puedan cambiarlo por el mayor valor de pesos posibles. Estos 183.000 USD se cambian en una operación spot a 3150 pesos por dólar lo cual da un total en pesos de 578.450.000 pesos. Días después se cierra la compra con Industrias Taylor por 180.000 USD de los cuales 90.000 USD deben ser pagados hoy a la TRM. Como ya se mencionó anteriormente, la TRM es un promedio que sale de las operaciones del día entre las 8 AM y la 1 PM. Uno puede tener una idea aproximada de la TRM antes que cierre el mercado y esta se publique a las 5 PM. Se estima una TRM en 3120 lo cual tal vez no sea exacto pero está 30 pesos por debajo de la tasa con la cual se hizo la monetización. Existe una ganancia de 30 pesos por dólar es decir 2.700.000 pesos se ganaron entre la monetización y el pago.

Esta es una manera interesante de hacer estos procesos, pero deja completamente el otro 50% del valor de la compra totalmente expuesto al riesgo cambiario.

En cambio, la empresa podría planear sus los días los cuales va a montar las órdenes de compra a Industrias Taylor para así poder cubrir su riesgo cambiario con uno de los primeros productos que se comenzaron a utilizar en Colombia como derivados financieros:

un forward TRM. A través de dos de estos contratos, la empresa pacta con el banco la venta de dólares a la TRM de dos días en específico. De esta manera asegura los recursos dejando cubierto su riesgo cambiario.

Ventajas: La empresa cubre el riesgo cambiario de los dos pagos, ayuda a la planeación financiera de la empresa dando claridad frente a los flujos de las operaciones. Al hacer una operación a la TRM, las empresas consiguen los recursos exactos que necesitan, ni más ni menos.

Desventajas: Este tipo de operaciones no dejan espacio para generar ingresos financieros como los cuales se explicaron anteriormente en la primera de las operaciones.

5.5. Operación de cubrimiento de Ingreso de divisas por concepto de Inversión Extranjera.

En este punto se analizará que hubiera pasado si se hubiera realizado un forward para cubrir el ingreso de divisas por concepto de inversión extranjera, contrastando esto con la realidad que fue una monetización en Spot.

Para realizar este ejercicio debemos tomar ciertos supuestos y contrastarlos con la realidad para determinar si hubiera sido bueno o no realizar esta operación.

A continuación, se expondrá una tabla en la cual contrastará la operación real que se hizo el viernes 3 de mayo frente a lo que hubiera sido una operación Forward.

Tabla 5 Monetización mercado Spot. Viernes 3 de mayo 2019.

| | |
|-----------------|-------------|
| Monto en Euros | 180.000 |
| Tasa Euro-Dólar | 1.11 |
| Monto Dólar | 199.800,18 |
| Tasa Dólar-Peso | 3234.5 |
| Monto Pesos | 646.253.747 |

Fuente: Anexo 2, elaboración propia.

Frente a estas cifras se va a contrastar que hubiera sido si se hubiera realizado una operación forward para cubrir esta operación. Para realizar este ejercicio se asumirá como si este contrato forward se hubiera pactado el día 13 de febrero del 2019. Se utiliza esta fecha ya que se conocen tasas de este día ya que como se puede ver en el Anexo 3, este día se había realizado otra monetización a través del mercado Spot.

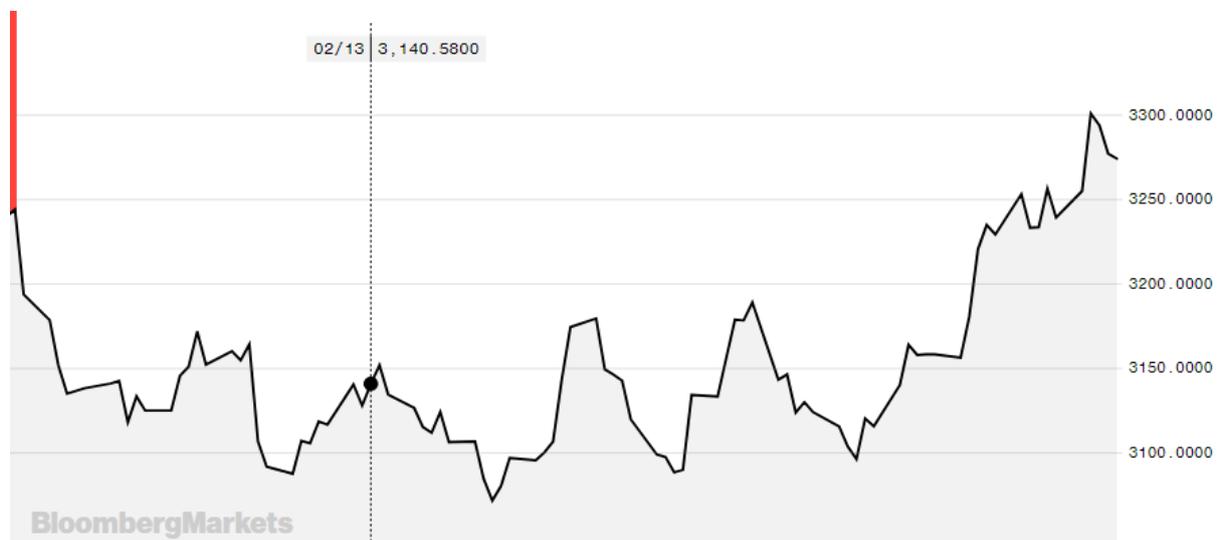
Tabla 6 Operación Forward.

| | |
|-------------------------|-------------|
| Monto Euros. | 180.000 |
| Tasa forward Eurodólar. | 1.1404 |
| Monto Dólar. | 205.272 |
| Tasa Dólar-Peso. | 3145.17 |
| Monto Pesos. | 645.615.337 |
| Fecha Fix: | 3/5/19 |
| Número de Días | 79 días. |

Fuente: Anexo 3, elaboración propia, (Mecklai, 2019), (Banco de Bogotá, 2019).

Se pueden observar diferentes cosas en este ejercicio. La tasa de cambio Eurodólar resultó mucho mejor a través de la operación forward. La tasa de cambio Dólar-Peso resulta mucho mejor a través de la monetización Spot. Esto se debe a que entre estos meses el dólar se apreció respecto al peso en una manera importante (Tabla 7). Esto no se puede calificar de normal o anormal pero es parte del porque las empresas al utilizar derivados financieros se protegen de este tipo de movimientos y tienen certeza de la cantidad de dinero que van a recibir y no se tienen que preocupar de movimientos en el precio de las divisas.

Gráfica 1. Tasa de Cambio USDCOP 2019



Fuente: (Bloomberg, 2019)

La empresa logra a través de un forward cubrir su operación.

Conclusiones y recomendaciones

Los instrumentos derivados financieros son una herramienta muy útil que pueden utilizar las empresas para cubrirse de riesgos cambiarios. Las compañías como las petroleras han utilizado estos instrumentos hace años para cubrir sus operaciones y asegurar sus producciones vendidas, así como sus ingresos. Ya que estos instrumentos se pueden hacer sobre cualquier activo y no solo sobre divisas, les da a los consumidores de estos una libertad muy amplia y un accionar importante.

En Colombia el mercado de instrumentos derivados financieros existe desde comienzos del 2000. Los primeros instrumentos existieron para cubrirse frente a la volatilidad de la TRM y estos han ido evolucionando hasta llegar a servir a las pequeñas y medianas empresas. En Colombia son 8 los bancos los cuales ofrecen estos productos a los diferentes clientes: Banco Davivienda, Bancolombia, Colpatria, Banco de Occidente, Banco Agrario, Banco de Bogotá, Banco Popular y Banco GNB Sudameris.

Para acceder a este tipo de productos los bancos exigen ciertos requisitos a las empresas. Por un lado, algunos bancos exigen ingresos mínimos para realizar las opciones, esto ya que estas tienen un costo de prima que deben pagar las empresas si la tasa que negociaron está por debajo del spot. De igual manera, los bancos exigen la firma de un contrato llamado Contrato Marco, el cual deja todas las reglas claras y establecidas para realizar este tipo de transacciones y todas las situaciones que puedan surgir dentro de estos contratos, así como todos los requisitos legales que exige la ley para el cumplimiento de estos.

Le Pain Quotidien es una empresa que tiene ingresos y egresos de diferentes divisas debido a su naturaleza. En un primer punto, debido a sus ingresos por concepto de inversión extranjera. Segundo, por su necesidad de divisas por concepto de pago de apertura de tiendas. Tercero, debido a su necesidad de divisas por concepto de importaciones de mobiliario, empaques y retail. Finalmente, por su necesidad de divisas por concepto de importaciones de equipamiento de cocina.

Frente a esta situación se recomienda a la empresa establecer unas políticas enfocadas al uso tanto de forwards como opciones para mejorar su eficiencia financiera, así como tener una planeación financiera más acertada y poder tomar decisiones con más herramientas. De

igual manera, al utilizar estos instrumentos financieros, la empresa va a cubrirse frente a posibles fluctuaciones de divisas las cuales hacen parte central de su operación y las cuales son un riesgo importante.

Para llevar a cabo estas políticas es importante que las personas encargadas de toda la parte de tesorería y finanzas sepan cómo y para que utilizar estas herramientas ya que estas en muchos casos pueden generar pérdidas financieras. Los derivados financieros para PYMES deben ser vistos como instrumentos de cobertura y no de especulación que las van a ayudar a planear mejor su operación y a evitar riesgos que si no son bien manejados pueden conducirlos a situaciones de liquidez complicadas que pueden terminar en situaciones difíciles para las empresas.

Al establecer estas políticas se debe tener en cuenta que, al ser instrumentos de cobertura, el objetivo principal va a ser tener claridad de operaciones futuras que se harán y estos instrumentos deben utilizarse con este propósito. Si bien el instrumento deja espacio para generar tanto un beneficio como una pérdida financiera, esto no debería ser el motivador de su uso ni el criterio de evaluación de estos instrumentos. Este beneficio o pérdida económica se entiende como el valor percibido gracias al contrato negocio frente al monto que se recibiría si se hiciera una operación spot el mismo día.

En el caso de Le Pain Quotidien, la empresa a través de un forward cubriría su operación y aseguraría en febrero las tasas a las cuales va a negociar en mayo de 2019. Revisando los valores del *All In* en pesos vemos que la operación spot dejó 638.410.76 pesos más que hubiera dejado el Forward. Esta diferencia representa cerca del 0.1% del valor total de la empresa. Vemos que, si bien la monetización dejó más recursos, esta diferencia se vuelve mínima respecto a lo que gana la empresa al cubrir su operación.

Es interesante analizar los diferentes costos que puede conllevar el cubrir o no su operación. Diferentes industrias han generado experiencias importantes respecto a las coberturas y a la decisión de hacerlo o no basados en la competencia, la exposición al riesgo y los costos asociados a cada una de las decisiones.

Anexos.

Anexo 1: Excel de Le Pain Quotidien.

Anexo 2: Documentos primera monetización.

Solicitud para envío y recepción de divisas

Seleccione el tipo de solicitud, declaración de cambio y tipo de operación de acuerdo a su necesidad. Recuerde que los campos marcados con ***, son requeridos

* TIPO SOLICITUD
Recepción de divisas del exterior

* DECLARACIÓN DE CAMBIO
Endeudamiento Externo

* TIPO OPERACIÓN
Inicial

* FECHA AAAA-MM-DD
2019-02-13

* CÓDIGO MONEDA
EUR - Euro

* VALOR MONEDA
200.000,00

DATOS DE LA EMPRESA O PERSONA QUE REALIZA LA TRANSACCIÓN

| | | | | |
|--------------------------------|---|---------|------------------------------------|------------------------|
| * TIPO IDENTIFICACIÓN NIT | * DOCUMENTO DE IDENTIDAD 901.093.159 | DV 9 | EMAIL ntomez@lepsinquotidien.co | TELÉFONO 3134064069 |
| NOMBRE LPQ RESTAURANTES SAS | | | TASA 3131,2 | FACTOR 1,1228 |

* FORMA DE PAGO POR PARTE DE BANCOLOMBIA

Forma de Pago

| | |
|------------------------|-----------------|
| ABONO CUENTA CORRIENTE | Nro 17880911781 |
| | Nro |

MODALIDAD DE LA COMPRA QUE REALIZA BANCOLOMBIA: TRANSFERENCIA PROCEDENTE DEL EXTERIOR CHEQUE (REMESA)

* DATOS MÍNIMOS OPERACIÓN DE CAMBIO

Número de préstamo o aval Nombre del acreedor (créditos pasivos) o del deudor (créditos activos) o avalista

| | |
|--|---------------------------|
| | PANQUOTIDIANO HOLDING SLU |
|--|---------------------------|

| Numeral | Moneda contratada | Valor moneda contratada | Moneda negociación | Valor moneda negociación | Valor USD |
|--------------|-------------------|-------------------------|--------------------|--------------------------|-----------|
| 4005 | EUR | 200.000,00 | EUR | 200.000,00 | |
| | | | | | |
| Total | | 200.000,00 | | 200.000,00 | |

OBSERVACIONES

Declaro bajo gravedad de juramento que la información aquí suministrada es cierta, completa y actualizada, corresponde a los datos mínimos de las operaciones de cambio requeridos por las autoridades cambiarias competentes, entiendo y asumo la responsabilidad por cualquier falsedad o inconsistencia en esta información. A su vez, reconozco y acepto que Bancolombia S.A. en su calidad de Intermediario del Mercado Cambiario en caso de ser requerido por las autoridades administrativas y sancionatorias competentes, frente a esta operación, entregue la información mínima suministrada, la cual se entenderá como cierta y veraz.

Ha leído el formato y el instructivo que con la firma se está aceptando las condiciones de esta solicitud.

FIRMA AUTORIZADA Y SELLO

*Nombre: DIANA CRISTINA RESTREPO CAMACHO

*Identificación: 52411010

Cargo: GERENTE

FIRMA AUTORIZADA Y SELLO

Nombre: MARCELA LOPEZ CAMARGO

Identificación: 52792018

Cargo: CONTADOR

*aplica para persona jurídica.

Anexo 3: Documentos segunda monetización.

Solicitud para envío y recepción de divisas 

Seleccione el tipo de solicitud, declaración de cambio y tipo de operación de acuerdo a su necesidad. Recuerde que los campos marcados con "*", son requeridos

* TIPO SOLICITUD: * DECLARACIÓN DE CAMBIO: * TIPO OPERACIÓN:

* FECHA AAAA-MM-DD: * CÓDIGO MONEDA: * VALOR MONEDA:

| DATOS DE LA EMPRESA O PERSONA QUE REALIZA LA TRANSACCIÓN | | | | | |
|--|---|---------|--|------------------------|--|
| * TIPO IDENTIFICACIÓN NIT | * DOCUMENTO DE IDENTIDAD 901.093.159 | DV 9 | EMAIL financiero@lepalnquotidlen.co | TELÉFONO 3133311559 | |
| NOMBRE LPQ RESTAURANTES SAS | | | TASA 3234,5 | FACTOR 1,11 | |

| *FORMA DE PAGO POR PARTE DE BANCOLOMBIA | |
|--|--|
| Forma de Pago <input type="text" value="ABONO CUENTA CORRIENTE"/> | Nro <input type="text" value="17880911781"/> |
| MODALIDAD DE LA COMPRA QUE REALIZA BANCOLOMBIA: TRANSFERENCIA PROCEDENTE DEL EXTERIOR <input checked="" type="checkbox"/> CHEQUE (REMESA) <input type="checkbox"/> | |

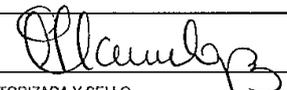
| * DATOS MÍNIMOS OPERACIÓN DE CAMBIO | |
|---|---|
| Número de préstamo o aval <input type="text"/> | Nombre del acreedor (créditos pasivos) o del deudor (créditos activos) o avalista <input type="text" value="PANQUOTIDIANO HOLDING SLU"/> |

| Numeral | Moneda contratada | Valor moneda contratada | Moneda negociación | Valor moneda negociación | Valor USD |
|---------|-------------------|-------------------------|--------------------|--------------------------|------------|
| 4005 | EUR | 180.000,00 | EUR | 180.000,00 | 199.800,19 |
| Total | | 180.000,00 | | 180.000,00 | 199.800,19 |

OBSERVACIONES

Declaro bajo gravedad de juramento que la información aquí suministrada es cierta, completa y actualizada, corresponde a los datos mínimos de las operaciones de cambio requeridos por las autoridades cambiarias competentes, entiendo y asumo la responsabilidad por cualquier falsedad o inconsistencia en esta información. A su vez, reconozco y acepto que Bancolombia S.A. en su calidad de Intermediario del Mercado Cambiario en caso de ser requerido por las autoridades administrativas y sancionatorias competentes, frente a esta operación, entregue la información mínima suministrada, la cual se entenderá como cierta y veraz.

He leído el formato y el instructivo que con la firma se está aceptando las condiciones de esta solicitud.

| | |
|--|--|
| <p></p> <p>FIRMA AUTORIZADA Y SELLO</p> <p>*Nombre: <u>DIANA CRISTINA RESTREPO CAMACHO</u></p> <p>*Identificación: <u>52411010</u></p> <p>Cargo: <u>GERENTE</u></p> | <p></p> <p>FIRMA AUTORIZADA Y SELLO</p> <p>Nombre: <u>MARCELA LOPEZ CAMARGO</u></p> <p>Identificación: <u>52792018</u></p> <p>Cargo: <u>CONTADOR</u></p> |
|--|--|

*aplica para persona jurídica.

BANCOLOMBIA S.A. Distribución Bancaria. VIGILADO

Bibliografía

- Alvarado, N. C., Rassa Robayo, J. S., & Rojas Moreno, J. S. (20 de Diciembre de 2014). *Banco de la República*. Recuperado el 23 de Septiembre de 2018, de Banco de la República:
http://www.banrep.gov.co/sites/default/files/publicaciones/archivos/be_860.pdf
- AND Bank. (22 de Julio de 2015). *ANDBANK*. Recuperado el 25 de Noviembre de 2018, de ANDBANK: <https://www.andbank.es/observatoriodelinversor/las-4-claves-de-la-planificacion-financiera-objetivos-plazos-presupuesto-y-control-de-las-decisiones/>
- Anif. (22 de Junio de 2018). *Anif.co*. Recuperado el 1 de Noviembre de 2018, de Anif.co:
http://www.anif.co/sites/default/files/publicaciones/gepnacional_i-18.pdf
- Asobancaria. (17 de Abril de 2019). *Asobancaria.com*. Obtenido de Asobancaria.com:
<https://www.asobancaria.com/wp-content/uploads/2016/03/2contratomarcolocal.pdf>
- Banco de Bogotá. (12 de Mayo de 2019). *Banco de Bogotá*. Obtenido de Banco de Bogotá:
<https://pbit.bancodebogota.com.co/Simuladores/Forward.aspx>
- Banco de La República de Colombia. (28 de Diciembre de 2010). *Banrep.gov.co*. Obtenido de Banrep.gov.co: http://www.banrep.gov.co/economia/pli/Asunto_6_-_20101228.pdf
- Banco de la República de Colombia. (20 de Abril de 2019). *Banrep.gov.co*. Obtenido de Banrep.gov.co: <http://www.banrep.gov.co/es/politica-monetaria>
- Bancoldex. (10 de Enero de 2018). *Bancoldex*. Recuperado el 23 de Septiembre de 2018, de Bancoldex: <https://www.bancoldex.com/Sobre-pymes/Que-es-Pyme.aspx>
- Bancoldex. (20 de Abril de 2019). *DatlasColombia*. Obtenido de DatasColombia:
http://datlascolombia.bancoldex.com/#/location/0/source/products/visualization/treemap/export_value?endDate=2017&startDate=2017
- Banrep. (5 de Noviembre de 2018). *Banrep.gov.co*. Recuperado el 26 de Noviembre de 2018, de Banrep.gov.co: <http://www.banrep.gov.co/sites/default/files/paginas/forwoct18.pdf>
- Barbosa, D. M. (1 de Diciembre de 2014). *Scielo*. Recuperado el 23 de Septiembre de 2018, de Scielo: <http://www.scielo.org.co/pdf/eg/v30n131/v30n131a09.pdf>

- BarbosaMontoya, E. (6 de Junio de 2015). *Academia*. Recuperado el 23 de Septiembre de 2018, de Academia:
https://s3.amazonaws.com/academia.edu.documents/43630787/Financial_Aspects_of_Determining_Optimal20160311-20624-11rq240.pdf?AWSAccessKeyId=AKIAIWOWYYGZ2Y53UL3A&Expires=1537743550&Signature=IoVYauiq3nIm6jJnWpmFeBsG6Jc%3D&response-content-disposition=inline
- BBVA. (1 de Enero de 2018). *BBVA*. Recuperado el 14 de Noviembre de 2018, de BBVA:
<https://www.bbva.com/es/que-son-los-contratos-de-futuros/>
- BBVA. (18 de Enero de 2018). *BBVA*. Recuperado el 23 de Septiembre de 2018, de BBVA:
<https://www.bbva.com/es/tipos-de-derivados-financieros/>
- Bloomberg. (12 de Mayo de 2019). *Bloomberg.com*. Obtenido de Bloomberg.com:
<https://www.bloomberg.com/quote/USDCOP:CUR>
- Bolsa de Valores de Colombia. (6 de Mayo de 2019). *BVC.com.co*. Obtenido de BVC.com.co:
<https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Mercados/descripciongeneral/derivados?action=dummy>
- Bolsa Mexicana de Valores. (27 de Abril de 2016). *Bolsa Mexicana de Valores*. Recuperado el 14 de Noviembre de 2018, de Bolsa Mexicana de Valores:
<http://bolsamexicanadevalores.com.mx/que-son-las-notas-estructuradas/>
- BVC. (30 de Marzo de 2019). *BVC*. Obtenido de BVC:
https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Empresas/Empresas/Documentos+y+Presentaciones?com.tibco.ps.pagesvc.action=updateRenderState&rp.currentDocumentID=5d9e2b27_11de9ed172b_-1cf87f000001&rp.revisionNumber=1&rp.attachmentPropertyName=Attachment&co
- BVC. (14 de Abril de 2019). *BVC.com.co*. Obtenido de BVC.com.co:
<https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Mercados/descripciongeneral/derivados?action=dummy>
- Cáceres, G. G. (2002). *Riesgos Financieros y Operaciones Internacionales*. Madrid: ESIC.

Castiilla, J. D. (15 de Noviembre de 2018). *AsuntosLegales.com*. Obtenido de Asuntos Legales : <https://www.asuntoslegales.com.co/actualidad/los-beneficios-de-las-sas-para-el-desarrollo-de-empresas-nacionales-2793745>

CME Group. (3 de Abril de 2019). *CME Group*. Obtenido de CME Group: <https://www.cmegroup.com/trading/why-futures/welcome-to-nymex-wti-light-sweet-crude-oil-futures.html>

Congreso de Colombia. (30 de Marzo de 2019). *BVC*. Obtenido de BVC: https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Regulacion/Mercado_de_Valores/Leyes?com.tibco.ps.pagesvc.action=updateRenderState&rp.currentDocumentID=5d9e2b27_11de9ed172b_-2e677f000001&rp.revisionNumber=1&rp.attachmentPropertyName=Attachment&com.tibco.ps

Corficolombiana. (01 de Marzo de 2011). *Corficolombiana.com*. Obtenido de Corficolombiana.com: <https://www.corficolombiana.com/wps/wcm/connect/corficolombiana/9f953140-6ae3-45ad-9546-d7fdef88a8d9/taller-de-derivados-i.pdf?MOD=AJPERES>

Diccionario Empresarial. (1 de Enero de 2018). *Diccionario Empresarial*. Recuperado el 10 de Noviembre de 2018, de Diccionario Empresarial: http://diccionarioempresarial.wolterskluwer.es/Content/Documento.aspx?params=H4sIAAAAAAAEAMtMSbF1jTAAASMzA3NDtbLUouLM_DxbIwMDS0NDIwOQQGZapUt-ckhlQaptWmJOcSoAZdz3WDUAAAA=WKE

Dinero. (10 de 12 de 2015). *Dinero*. Recuperado el 16 de 9 de 2018, de Dinero: <https://www.dinero.com/inversionistas/articulo/efectos-tasa-cambio-empresas-colombianas/217195>

Dinero. (18 de Septiembre de 2016). *Dinero*. Recuperado el 23 de Septiembre de 2018, de Revista Dinero: <https://www.dinero.com/edicion-impresa/caratula/articulo/porcentaje-y-contribucion-de-las-pymes-en-colombia/231854>

Dinero. (5 de Julio de 2018). *Dinero.com*. Recuperado el 2 de Noviembre de 2018, de Dinero.com: <https://www.dinero.com/empresas/articulo/cuales-son-los-desafios-de-las-pymes-en-colombia/259243>

- Dinero.com. (25 de 05 de 2017). *Dinero.com*. Obtenido de Dinero.com:
<https://www.dinero.com/edicion-impresa/caratula/articulo/mejores-universidades-de-colombia-en-administracion-de-empresas/245769>
- Finagro. (20 de Abril de 2019). *Finagro*. Obtenido de Finagro:
<https://www.finagro.com.co/noticias/el-momento-del-agro>
- Franco-Ángel, M. (1 de Abril de 2014). *Repositorio del CESA*. Recuperado el 23 de Septiembre de 2018, de Repositorio del CESA:
<http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=29031265009>
- Hull, J. C. (2002). *Introducción a los mercados de futuros y opciones*. Madrid: Prentice Hall.
- IMF. (15 de Enero de 2018). *International Monetary Fund*. Recuperado el 10 de Noviembre de 2018, de International Monetary Fund:
<https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2018/01/weodata/weorept.aspx?pr.x=19&pr.y=7&sy=2016&ey=2023&scsm=1&ssd=1&sort=country&ds=.&br=1&c=311%2C336%2C213%2C263%2C313%2C268%2C316%2C343%2C339%2C273%2C218%2C278%2C223%2C283%2C228%2C288%2C233%2C293%2C238%2C36>
- Jacques, M. (1992). *Écologie des liens, entre experiences, croyances et connaissances*. Paris: L'Harmattan.
- Jiménez, P. S. (18 de Diciembre de 2016). *Repositorio Universidad EAFIT*. Recuperado el 23 de Septiembre de 2018, de
https://repository.eafit.edu.co/bitstream/handle/10784/12020/SolorzanoJimenez_Paulina_2016.pdf?sequence=2
- Maria Joao Da Silva, M. A. (18 de Diciembre de 2011). *Scielo*. Recuperado el 23 de Septiembre de 2018, de Scielo: <http://www.scielo.br/pdf/ram/v12n5/a04v12n5.pdf>
- Martinez, C. M. (2015). Una nueva Política Europea de Infraestructuras de Transporte El Mecanismo Conectar Europa. *Revista Universitaria Europea*, 71-94.
- Mecklai. (5 de 12 de 2019). *Mecklai*. Obtenido de Mecklai:
http://www.mecklai.com/Digital/MecklaiData/HistoryData_Forward?AspxAutoDetectCookieSupport=1

- MINCIT. (1 de Enero de 2018). *mincit.gov.co*. Recuperado el 14 de Noviembre de 2018, de *mincit.gov.co*: http://www.mincit.gov.co/publicaciones/13638/ley_mipyme
- Navas, M. L. (1 de Diciembre de 2014). *Revista Ploutos EAN*. Obtenido de *Revista Ploutos EAN*: <https://journal.universidadean.edu.co/index.php/plou/article/view/1369/1329>
- ORTIZ, S. A. (18 de Diciembre de 2013). *Repositorio Universidad de Medellin*. Recuperado el 23 de Septiembre de 2018, de *Repositorio Universidad de Medellin*: <http://repository.udem.edu.co/bitstream/handle/11407/149/Efectos%20de%20los%20derivados%20financieros%20en%2010%20empresas%20pyme%20del%20sector%20industrial%20vinculadas%20con%20BANCOCOLOMBIA.pdf?sequence=1>
- Pakman, M. (2011). *Palabras que permanecen, palabras por venir. Micropolítica y poética en psicoterapia*. Barcelona: Gedisa.
- Perez, G. G. (01 de Abril de 2016). *Repository.unimilitar.edu.co*. Obtenido de *Repository.unimilitar.edu.co*: <https://repository.unimilitar.edu.co/bitstream/handle/10654/14882/GONZALEZPEREZGERALDIN2016.pdf;jsessionid=5728F1637A7083EFA5C0E18B00DE1134?sequence=1>
- Portafolio. (3 de 03 de 2015). *Portafolio*. Recuperado el 16 de 9 de 2018, de *Portafolio*: <http://www.portafolio.co/economia/finanzas/importadores-revisan-cuentas-debido-alza-dolar-40028>
- Portafolio. (15 de Agosto de 2018). *Portafolio*. Recuperado el 10 de Noviembre de 2018, de *Portafolio*: <https://www.portafolio.co/internacional/produccion-mundial-de-petroleo-alcanzo-su-maximo-de-2018-en-julio-519570>
- PORTAFOLIO. (02 de Abril de 2018). *Portafolio.co*. Recuperado el 5 de Septiembre de 2018, de *Portafolio.co*: <http://www.portafolio.co/negocios/empresas/petrolera-canadiense-hara-millonaria-inversion-para-exploracion-en-colombia-515715>
- Portafolio.com. (13 de Diciembre de 2017). *Portafolio.co*. Recuperado el 5 de Septiembre de 2018, de *Portafolio.co*: <http://www.portafolio.co/economia/en-2018-se-invertiran-4-500-millones-de-dolares-en-exploracion-y-produccion-petrolera-512542>

- Sectorial.co. (1 de Diciembre de 2015). *Sectorial*. Recuperado el 13 de Noviembre de 2018, de Sectorial: <https://www.sectorial.co/articulos-especiales/item/51248-icomo-es-la-relacion-del-dolar-y-el-petroleo-en-colombia-expectativas-para-el-2015>
- Semenova, D. E. (10 de Junio de 2013). *Repositorio Universidad Javeriana*. Recuperado el 23 de Septiembre de 2018, de Repositorio Universidad Javeriana: <https://repository.javeriana.edu.co/bitstream/handle/10554/10802/CardenasSemenovaDanielaEkaterina2013.pdf?sequence=1&isAllowed=y>
- The Balance Small Business. (31 de Marzo de 2019). *The Balance Small Business*. Obtenido de The Balance Small Business: <https://www.thebalancesmb.com/franchising-basics-4161470>
- Trillo, J. D. (2003). *Futuros Opciones Financieras: una Introducción*. Ciudad de México: Limusa.
- Villamizar, F. R. (2009). *SAS: la sociedad por acciones simplificada*. Bogotá: Legis.
- Zurdo, J. T. (1 de Julio de 2014). *Universidad de la Rioja*. Recuperado el 23 de septiembre de 2018, de Dialnet: <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=5002956>