

UNIVERSIDAD DE COSTA RICA

FACULTAD DE DERECHO

Tesis para optar por el grado de Licenciatura en Derecho

Título:

**Análisis Jurídico de la Regulación del Riesgo Cambiario en las Entidades  
Financieras.**

Ismael Vargas Villalobos

San José, Costa Rica

2014



18 de junio del 2014  
FD-AI-420-2014

Dr. Alfredo Chirino Sánchez  
Decano  
Facultad de Derecho

Estimado señor:

Para los efectos reglamentarios correspondientes, le informo que el Trabajo Final de Graduación (categoría Tesis), del estudiante: *Ismael Vargas Villalobos*, carné A66039, denominado: "Análisis Jurídico de la Regulación del Riesgo Cambiario en las Entidades Financieras" fue aprobado por el Comité Asesor, para que sea sometido a su defensa final. Asimismo, el suscrito ha revisado los requisitos de forma y orientación exigidos por esta Área y lo apruebo en el mismo sentido.

Igualmente, le presento a los (as) miembros (as) del Tribunal Examinador de la presente Tesis, quienes firmaron acuso de la tesis (firma y fecha) de conformidad con el Art. 36 de RTFG que indica: "EL O LA ESTUDIANTE DEBERA ENTREGAR A CADA UNO DE LOS (AS) MIEMBROS (AS) DEL TRIBUNAL UN BORRADOR FINAL DE SU TESIS, CON NO MENOS DE 8 DIAS HABILES DE ANTICIPACION A LA FECHA DE PRESENTACION PUBLICA".

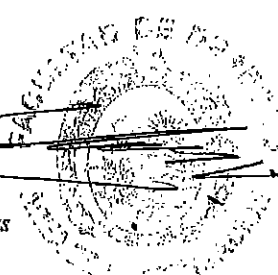
Tribunal Examinador

Informante	Dr. Enrique Rojas Solís
Presidente	Dr. Luis González Aguilar
Secretaría (o)	Prof. Diego Soto Solera
Miembro	Dr. Juan Enrique Muñoz Giró
Miembro	LL.M. Daniel Pérez Umaña

Por último, le informo que la defensa de la tesis es el 26 de junio del 2014, a las 6:00 p.m. en la Sala de Réplicas, 5to. Piso, Facultad de Derecho, Sede Rodrigo Facio.

Atentamente,

Ricardo Salas Porras  
Director



Ava  
Cc: Expediente

San José, mayo del 2014

Señores:  
Área de Investigación  
Facultad de Derecho  
Universidad de Derecho

De mi atenta consideración:

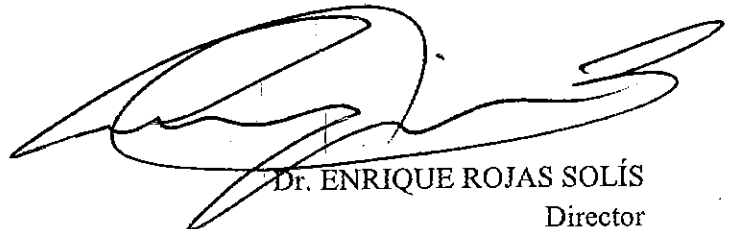
He fungido como director del trabajo final de graduación titulado **“ANÁLISIS JURÍDICO DE LA REGULACIÓN DEL RIESGO CAMBIARIO EN LAS ENTIDADES FINANCIERAS”**, por el postulante Ismael Vargas Villalobos, carné A66039 y portador de la cédula de identidad número 1-1299-0484.

El presente trabajo de investigación hace un análisis novedoso, relevante y actual. El tema de los efectos adversos del tipo de cambio es una problemática que desde la modificación del régimen de mini-devaluaciones ha tenido un impacto real en la economía costarricense afectando por igual a grandes y pequeños participantes. A medida que la liberalización del tipo de cambio avance, como ha sido anunciado por los encargados de dirigir las políticas monetarias del país, los riesgos que deberán enfrentar los operadores económicos serán cada vez mayores.

La presente investigación cumple con el objetivo de determinar cuál es el marco jurídico actual que permite a las entidades financieras que operan en el sistema financiero costarricense proteger sus operaciones del riesgo cambiario. La investigación analiza no sólo la legislación nacional sino que realiza un estudio comparativo de la experiencia de otras legislaciones comparando su situación e historia con la costarricense obteniendo importantes conclusiones al respecto.

Por todas las razones anteriores he aprobado la presente investigación.

Atentamente,



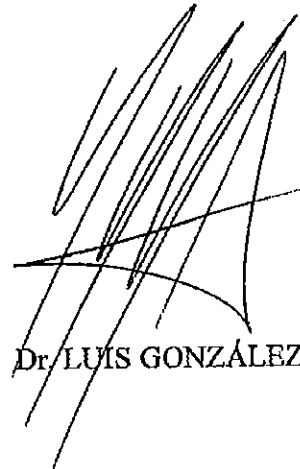
Dr. ENRIQUE ROJAS SOLÍS  
Director

San José, mayo del 2014

Señores:  
Área de Investigación  
Facultad de Derecho  
Universidad de Derecho

Quien suscribe, **LUIS GONZÁLEZ AGUILAR**, en mi condición de lector del trabajo final de graduación del estudiante Ismael Vargas Villalobos, carné A66039, titulado “**ANÁLISIS JURÍDICO DE LA REGULACIÓN DEL RIESGO CAMBIARIO EN LAS ENTIDADES FINANCIERAS**”, procedo por este medio a aprobar el mismo por cumplir con los requisitos formales y sustanciales que exigen para este tipo de trabajos.

Atentamente,

A handwritten signature in black ink, consisting of several overlapping, sweeping strokes that form a stylized, somewhat abstract representation of the name Luis González Aguilar.

Dr. **LUIS GONZÁLEZ AGUILAR**

San José, abril del 2014

Señores:  
Área de Investigación  
Facultad de Derecho  
Universidad de Derecho

Quien suscribe, **JUAN ENRIQUE MUÑOZ GIRÓ**, en mi condición de lector del trabajo final de graduación del estudiante Ismael Vargas Villalobos, carné A66039, titulado **“ANÁLISIS JURÍDICO DE LA REGULACIÓN DEL RIESGO CAMBIARIO EN LAS ENTIDADES FINANCIERAS”**, procedo por este medio a aprobar el mismo por cumplir con los requisitos formales y sustanciales que exigen para este tipo de trabajos.

Atentamente,

  
DE. JUAN ENRIQUE MUÑOZ GIRÓ

San José, 07 de julio de 2014

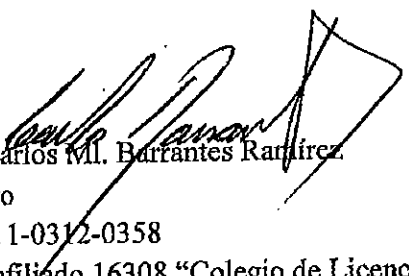
Señor  
Ricardo Salas Porras  
Director  
Área de Investigación  
Facultad de Derecho  
Universidad de Derecho

Estimado señor,

He revisado y corregido los aspectos referentes a la estructura gramatical, ortográfica, puntuación, redacción y vicios de lenguaje del Trabajo Final de Graduación (categoría Tesis) para optar por el grado de Licenciatura en Derecho, denominado "Análisis Jurídico de la Regulación del Riesgo Cambiario en las Entidades Financieras", elaborado por el estudiante Ismael Vargas Villalobos, carné A66039, por lo tanto, puedo afirmar que está escrita correctamente, según las normas de nuestra Lengua Materna.

Respeté, a lo largo del trabajo, el estilo de los autores.

Atentamente,

  
Prof. Carlos M. Barrantes Ramírez

Filólogo

Cédula 1-0312-0358

Carné afiliado 16308 "Colegio de Licenciados y Profesores"

Cel.: 8397-1348/6008-5668

## Contenido

Tabla de Abreviaturas.....	v
Resumen .....	vi
Ficha Bibliográfica .....	ix
Introducción .....	1
Hipótesis .....	4
Objetivos.....	5
Marco Metodológico .....	7
Acercamiento teórico .....	10
Riesgo .....	14
1. Definición.....	14
2. Tipos de Riesgo .....	19
2.1. Riesgo de Crédito .....	19
2.2. Riesgo de liquidez .....	19
2.3. Riesgo Operativo .....	21
2.4. Riesgo de Mercado .....	23
2.5. Riesgo Cambiario .....	24
3. Valor en Riesgo: VaR.....	27
4. Conclusión.....	31
Herramientas para mitigar el Riesgo .....	33
1. Derivados .....	33
1.1. Naturaleza del Contrato .....	33
1.2. Tipos de Derivados .....	35
1.2.1. Opciones .....	35
1.2.2. Forward.....	37
2. Back to Back .....	38

3. Conclusión.....	46
Análisis comparativo .....	48
1. Chile.....	48
2. México .....	54
3. Colombia.....	56
4. Conclusión.....	61
Régimen Cambiario en Costa Rica y la Supervisión Financiera .....	63
1. Supervisión Financiera.....	63
2. Marco Jurídico de la Supervisión Financiera en Costa Rica .....	69
2.1. Banco Central de Costa Rica .....	70
2.2. CONSEJO NACIONAL DE SUPERVISIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO... ..	77
2.3. Entidades Supervisoras.....	82
2.3.1. SUPERINTENDENCIA GENERAL DE VALORES.....	83
2.3.2. SUPERINTENDENCIA GENERAL DE ENTIDADES FINANCIERAS....	86
2.3.3. SUPERINTENDENCIA DE PENSIONES.....	88
2.3.4. SUPERINTENDENCIA GENERAL DE SEGUROS .....	92
3. Evolución Histórica del Régimen Cambiario en Costa Rica .....	94
3.1. Fase I.....	95
3.2. Fase II.....	96
3.3. Fase III .....	97
3.4. Fase IV .....	98
3.5. Fase V y Fase VI .....	99
4. Acuerdos del Comité de Basilea.....	99
5. Regulación en el sistema financiero costarricense de los Derivados .....	109
5.1. Reglamento para el Uso de Derivados en Moneda Extranjera - 2003.....	109
5.2. Reglamento para operaciones con derivados cambiarios – 2006.....	113
5.3. Reglamento para la Autorización y Ejecución de Operaciones con Derivados Cambiarios – 2008 .....	119
5.4. Reglamento para las Operaciones Cambiarias de Contado .....	129



6. Conclusiones .....	134
Marco Jurídico en Costa Rica actual referente al Riesgo Cambiario .....	136
1. Ley del Impuesto sobre la Renta .....	136
2. Reglamento SUGEF 24-00 .....	141
3. Reglamento sobre la Solvencia de Entidades de Seguros y Reaseguros .....	148
4. Conclusiones .....	154
Conclusiones .....	156
Bibliografía .....	158

## **Tabla de Abreviaturas**

<b>Abreviatura</b>	<b>Nombre completo</b>
CONASSIF	Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero
SUGEVAL	Superintendencia General de Valores
SUGESE	Superintendencia General de Seguros
SUPEN	Superintendencia de Pensiones
SUGEF	Superintendencia General de Entidades Financieras
CNPT	Código de Normas y Procedimientos Tributarios
LISR	Ley del Impuesto sobre la Renta
LOBCR	Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica
RLISR	Reglamento a la Ley del Impuesto sobre la Renta
DGT	Dirección General de Tributación
TFA	Tribunal Fiscal Administrativo
TCA	Tribunal Contencioso Administrativo
BCCR	Banco Central de Costa Rica

## **Resumen**

La presente investigación tiene un objetivo muy claro:

- Comprobar si en la normativa vigente en Costa Rica tiene algún tipo de regulación para las entidades financieras respecto del riesgo cambiario.

Mediante una investigación no experimental, exploratoria y descriptiva la presente investigación cumplió con dicho objetivo y comprobó la hipótesis respecto de la falta de regulación en la legislación costarricense en relación con el riesgo cambiario.

El riesgo cambiario es el riesgo de sufrir una pérdida por los movimientos adversos en el tipo de cambio. Este riesgo se aumentó a medida que los regímenes cambiarios son liberalizados en una economía. Este proceso de liberalización fue iniciado en Costa Rica por la modificación del régimen cambiario de mini-devaluaciones hacia un sistema de bandas cambiarias.

Ahora bien, el desarrollo histórico y legal para la protección del riesgo cambiario ha generado diversos instrumentos que permiten la cobertura ante los movimientos adversos mencionados. Uno de dichos métodos son los derivados cambiarios cuyos diferentes tipos (permuta, opciones, futuros, entre otros) permiten a diferentes operadores económicos obtener coberturas financieras. Otros de los instrumentos financieros utilizados para la cobertura ante el riesgo cambiario ha sido la utilización de los back-to-back. En el caso de los derivados, estos fueron incorporados en las legislaciones de México, Chile y Colombia

cuando dichos países fueron liberalizando sus regímenes cambiarios. A pesar de los ajustes normales ante cambios en las estructuras económicas, la inclusión y el impulso de los derivados cambiarios en cada uno de dichos países permitieron a los operadores contar no sólo con los mecanismos de cobertura, sino contar con mercados que impulsaban y generaban liquidaciones para su uso común y generalizado de alguna medida.

Por otro lado, en Costa Rica dada la estructura del sistema de supervisión desconcentrado, las Superintendencias, el CONASSIF y el BCCR han emitido algunos sistemas que permiten la cobertura del riesgo cambiario. Desde la implementación del sistema de bandas cambiarias, se publicaron reglamentos para permitir Operaciones de Contado y cobertura mediante derivados. Sin embargo, ambos sistemas no han tenido ni el desarrollo ni el impulso adecuado como para generar un mercado disponible para los operadores costarricenses.

Cuando la presente investigación revisó las leyes, reglamentos y disposiciones que mencionarían algún tipo de regulación respecto del riesgo cambiario se determinó que existían tan sólo dos normas expresas por parte del CONASSIF:

- SUGEF 24-00.
- Reglamento sobre la Solvencia de Entidades de Seguros y Reaseguros.

El reglamento SUGEF 24-00 establece tan sólo el método de medición del riesgo cambiario dentro de la metodología de los CAMELS. Por otro lado, el Reglamento sobre la Solvencia de Entidades de Seguros y Reaseguros establece disposiciones claras respecto de los ajustes

de capital que deben realizar las entidades aseguradoras cuando se determina un aumento importante en el riesgo cambiario al que está expuesto la entidad aseguradora.

De esta manera, la presente investigación concluye, en primer lugar, que la legislación vigente en Costa Rica es omisa respecto de la regulación del riesgo cambiario. En segundo lugar, la regulación que efectivamente hace referencia al riesgo cambiario se limita tan sólo a una obligación de identificar, pero no realiza una recomendación con base en los ajustes que deben realizar las entidades financieras para mitigar dicha exposición.

## **Ficha Bibliográfica**

*Vargas Villalobos, Ismael. Análisis Jurídico de la Regulación del Riesgo Cambiario en las Entidades Financieras. Tesis de Licenciatura en Derecho, Facultad de Derecho. Universidad de Costa Rica. San José, Costa Rica. 2014. ix y 160.*

*Director: Dr. Enrique Rojas Solís*

*Palabras claves: riesgo, riesgo cambiario, tipo de cambio, regulación financiera.*

## **Introducción**

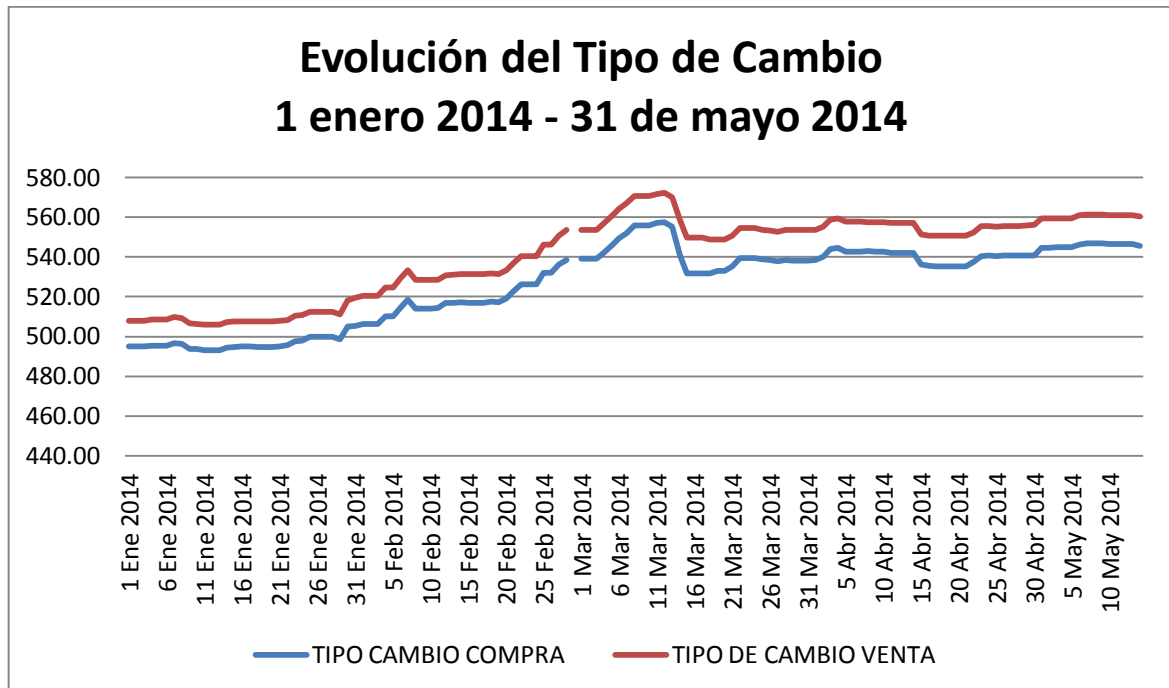
### *Justificación del tema*

En un reciente artículo publicado en el periódico La República el día 27 de enero de 2014 llamado “Viene intervención cambiaria” el diario advertía:

*“Este 2014 el riesgo de que la divisa norteamericana se encarezca aumentó, debido a un cambio de política de la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed), que ya ha impactado en el país. Y como sucedió en 2009 una suba repentina podría afectar fuertemente la economía local, altamente endeudada en dólares. Por ellos se espera que esta semana el Banco Central dé pistas sobre las reglas de intervención en caso de que el tipo de cambio suba muy aceleradamente.”*

Sin evaluar las afirmaciones y criterios del artículo, existen evidencias sobre cuáles fueron los hechos que sucedieron los eventos advertidos por la publicación. Según el siguiente gráfico, que demuestra el Tipo de cambio de compra y de venta del dólar de los Estados Unidos de América en colones, obtenido mediante los datos del Banco Central de Costa

Rica, se puede observar que durante el año 2014 el Tipo de cambio ha tenido un comportamiento alcista, hasta en un 10%:



En el artículo cita, se menciona que el Banco Central de Costa Rica publicaría las reglas de intervención ante una acelerada apreciación del dólar ante el colón. Sin embargo, más allá de dichas reglas de intervención, que suponen una medida paliativa y momentánea en nada evitan la apreciación reflejada. Aún más, las reglas de intervención publicadas por el Banco Central, nuevamente sin analizar cuál fue la historia con dichas “reglas de intervención”, en



nada ayudan a los diferentes operadores económicos cuando sus pagos en monedas extranjeras han aumentado a causa de la apreciación cambiaria antes citada.

La solución ante una situación cambiaria como la anteriormente apuntada ha sido solucionada por los mismos operadores económicos a través de la historia de una manera creativa y eficaz. Sin embargo, dada la regulación de los instrumentos de tipo financiero, la posibilidad de utilizar los mecanismos se encuentra muchas veces limitados a la aprobación por parte de los entes reguladores y del propio sistema jurídico y económico. De no existir un entorno jurídico que les permita a los operadores obtener soluciones que los proteja de los vaivenes de la economía, en este caso en particular del cambio en los tipos de cambio, el riesgo de sufrir pérdidas para los individuos y empresas es mucho mayor con un acceso de cobertura limitado a pocos usuarios.

## **Hipótesis**

Basados en los elementos anteriores, la información obtenida y el análisis preliminar del tema de estudio, se puede determinar como la hipótesis de la presente investigación :

*“El marco jurídico actual, respecto a los elementos de cobertura que permite a las entidades financieras cubrir sus posiciones frente al riesgo cambiario, carece de los elementos necesarios para una cobertura adecuado.”*

Así las cosas, la investigación pretende demostrar varios elementos. En primer lugar, se demostrará la insuficiente regulación del sistema regulador para proteger del riesgo cambiario. En segundo lugar, se mostrará que producto de las insuficiencias del sistema regulador, tanto operadores como reguladores, han tenido que idear diferentes formas de protección que escapan a los lineamientos de la legislación. Tercero, que el legislador ha fallado en la creación de instrumentos jurídicos que permitan a los operadores a protegerse ante los riesgos establecidos por el nuevo régimen de determinación monetaria.

## **Objetivos**

### *Objetivo General*

Investigar cuál es el marco jurídico que regula el sistema de riesgo cambiario para las entidades financieras.

### *Objetivos Específicos*

- Determinar cuáles son los vacíos legales que contiene.
- Analizar el caso sobre la experiencia de la regulación del riesgo cambiario durante los diferentes regímenes cambiarios que han regido el sistema económico costarricense.
- Determinar cuáles han sido los principales retos para las entidades financieras bajo el régimen de bandas cambiarias.

- Realizar un comparativo de la experiencia de países extranjeros en procesos de modificación del régimen cambiario similar al vivido por Costa Rica.

## **Marco Metodológico**

### *Investigación no experimental.*

El primer elemento en definir en la investigación se trata en determinar si ésta será de tipo experimental o de tipo no experimental. En el presente caso, debido a que se trata de una investigación empírica y sistemática. Donde no existe un control directo sobre las variables independientes, debido a que ellas ya han ocurrido en la realidad y no son manipulables, esta investigación es de tipo no experimental. Se trata de una investigación no experimental porque no existe un control directo sobre los elementos de estudio. La legislación, los pronunciamientos oficiales, las resoluciones judiciales, etc. ya han sido emitidos, y no existe control alguno, de parte del investigador sobre estas variables sobre las cuales se basa la investigación.

### *Investigación exploratoria y descriptiva.*

Seguidamente, es importante apuntar que la presente investigación será de tipo exploratoria y descriptiva. Se dice que será exploratoria en el tanto su objeto es la investigación de un tema poco estudiado. Como se determinó en los primeros capítulos del presente trabajo, en el área del derecho financiero, específicamente, riesgo y diferencial cambiario las

investigaciones y trabajos son casi nulos en nuestro medio. Esta investigación será pionera al investigar al mismo tiempo dos temas de tanta importancia y actualidad. Al mismo tiempo, representa una futura guía de investigación en un tema que será de obligatorio conocimiento para los futuros operadores financieros. Se llama descriptiva, además, porque la investigación se basará en la descripción del estado actual de la legislación, de los instrumentos disponibles y de los medios que han utilizado los operadores financieros para protegerse contra el riesgo cambiario.

### *Investigación bibliográfica y jurisprudencial.*

Evidentemente, dentro del área en estudio los principales recursos de investigación serán las fuentes bibliográficas. Específicamente, se utilizarán:

- Leyes, reglamentos y directrices.
- Doctrina sobre riesgo y su regulación. Para este fin, se utilizarán libros de autores nacionales e internacionales que permitan definir y delimitar de manera precisa los elementos más importantes de la investigación.
- Doctrina sobre sistemas cambiarios. Al igual que en el caso de la doctrina sobre riesgo y regulación, se utilizará como referencia más importante los libros de autores nacionales e internacionales para la correcta definición y delimitación.

Además, para el respaldo a los elementos doctrinales, se utilizará como referencia importante los pronunciamientos de los principales órganos reguladores. Si bien, estos pronunciamientos no forman parte de los llamados “pronunciamientos judiciales”, ellos revisten una importancia mayor al ser considerados como los lineamientos de base de interpretación para los operadores. Sobre todo de las Superintendencias de regulación financiera: SUGEF, SUVEGAL, CONASSIF, etc.

## **Acercamiento teórico**

Para entender de manera precisa en qué consiste el riesgo cambiario es importante tener claro la idea del tipo de cambio. Sin esta claridad conceptual es imposible entender de manera global la importancia de la utilización de un determinado sistema cambiario para la economía de un Estado. Así las cosas, el tipo de cambio nominal se refiere al “número de unidades de moneda nacional por unidad de moneda extranjera, la cual para muchos países se expresa normalmente en referencia al dólar de los Estados Unidos de América.” (Mora Arias & Prado Zúñiga, 2006, pág. 17). A la definición de tipo de cambio nominal se enfrenta la definición de tipo de cambio real. El tipo de cambio real se precisa como “el precio relativo de los bienes transables respecto de los bienes no transables” (Mora G & Torres G, 2007, p. 3). Sin embargo, este indicador no es utilizado de manera extendida debido a la dificultad de su determinación. El tipo de cambio es, de manera simplificada, la equivalencia en unidades que existe entre dos monedas determinadas, o una canasta de monedas determinadas frente a otra. Como lo expresa la cita anterior, en la mayoría de los casos, debido a la importancia comercial que los Estados Unidos de América ejerce en la economía mundial, los tipos de cambio nominales expresan su equivalencia frente al dólar estadounidense. Mora & Prado (2006) son muy claros al expresar la importancia que tiene el tipo de cambio nominal en la economía de un país:



*“En el caso de un país pequeño y abierto como Costa Rica, el tipo de cambio cumple una función dual en el logro de objetivos económicos. Sus fluctuaciones pueden coadyuvar a alcanzar y a mantener la competitividad con el exterior y una posición sostenible de balanza de pagos y, al mismo tiempo, su estabilidad puede servir como ancla para los precios internos.” (pág. 3)*

Para mantener esta competitividad de la que se habla, los estados “deben de procurar que el tipo de cambio no se desvíe significativamente de su “nivel de equilibrio”, entendido como el valor externo de la moneda que está en línea con los fundamentales económicos del país; más específicamente, el tipo de cambio de equilibrio sería aquél compatible con el balance en las cuentas externas del país y con el equilibrio interno.” (Mora Arias & Prado Zúñiga, 2006, pág. 3). Para procurar que el tipo de cambio se acerca lo más posible al “nivel de equilibrio” los Estados cuentan con la política cambiaria como arma más efectiva. En pocas palabras, la política cambiaria de un país es el nivel de intervención de las autoridades designadas en la determinación del tipo de cambio. Esta se refleja claramente en las compras y ventas de divisas que las autoridades reguladoras realizan en el mercado abierto. Su intervención es decisiva ya que en la mayoría de los casos los entes reguladores son los participantes más activos y más grandes (en términos de capital) en el mercado.

Ante la importancia que tiene el tipo de cambio para la economía de un país, los estudios económicos más especializados han esgrimido diferentes metodologías para la determinación del tipo de cambio. A estas metodologías se les conoce como “sistemas cambiarios”. Un sistema cambiario puede determinarse como el compromiso del ente regulador, en la mayoría de los casos el Banco Central, a intervenir o abstenerse de intervenir en el mercado de divisas extranjeras con intención de lograr algún tipo de nivel o rango de precio (valor) determinado para la moneda de su país (Méndez Quesada & Orozco Coto, 1996, pág. 2). Un sistema cambiario estará caracterizado normalmente por (Méndez Quesada & Orozco Coto, 1996, pág. 2):

- Reglas de intervención.
- Límites de variación del tipo de cambio.
- Esquema de crisis.

Las reglas de intervención se refieren a los lineamientos que se seguirán para comprar o vender en el mercado cambiario, el ente regulador encargado de la tarea, cuáles son los recursos que utilizará dicha entidad para intervenir y la frecuencia de la intervención. Los límites de variación del tipo de cambio se refieren se utilizan para “calificar el suceso que produce la intervención, el cual ocurre cuando el tipo de cambio ha alcanzado algún límite, máximo o mínimo.” (Méndez Quesada & Orozco Coto, 1996, pág. 2). Los esquemas de

crisis son utilizados para determinar los pasos por ante situaciones de tal envergadura y magnitud que las reglas de intervención sean insuficientes para una adecuada protección de la sostenibilidad del sistema cambiario.

# Riesgo

## 1. Definición

El riesgo es una de esas palabras propias del lenguaje cotidiano de la cual se cree que existe certeza absoluta sobre su significado, sin embargo, definirla de forma concisa se dificulta. Los diccionarios ayudan a encontrar definiciones de palabras que de primera entrada escapan al vocabulario diario y ayudan en la definición de alguna cuestión. De esta manera, el Diccionario de la Real Academia Española define el significado de la palabra riesgo como “contingencia o proximidad de un daño”. Se liga el concepto de “riesgo” al concepto de “daño”. Si se modifica la definición de la Real Academia Española para que en vez de definir el riesgo con un término indeterminado como “proximidad”, el cual hace más referencia a longitud lo cual no es aplicable para el caso presente, se utilice como parámetro de medición del riesgo mediante la “probabilidad” se obtiene que el riesgo sea entonces:

*La probabilidad de un daño o una pérdida*

Esta definición se acerca a los fines de la investigación en el tanto permite utilizar elementos objetivos de medición mediante los cuales los operadores pueden determinar

cuál es la probabilidad que en sus actividades se produzca una pérdida o un daño. La importancia de la medición del riesgo es evidente, pero importante de repasar en el tanto el riesgo observado en el campo de la actividad económica es un elemento inherente:

*“[...] cualquier actividad mercantil se encuentra sometida a una serie de contingencias, lo cual hace que se desarrolle en un entorno de incertidumbre, por cuanto las decisiones de carácter estratégico que adoptan los responsables de la empresa, como los riesgos de pérdidas accidentales a que está sometido un negocio pueden ser motivo de inseguridad.” (Venegas Barrantes, 2012)*

Aún más, se establece que “El valor de cualquier inversión en el mercado, está sujeto a variaciones por acontecimientos futuros e inciertos. Asimismo, la rentabilidad o eficacia de las empresas estará directa o indirectamente vinculada con los precios de los activos financieros que manejan éstas, razón por la cual toma importancia la posibilidad de anticipar las constantes fluctuaciones en el precio de las materias primas (como el petróleo), de otros bienes fungibles (“commodities”), de la propia moneda (tipos de cambio o tasas de interés) o de precios de algunos valores, entre otras.” (Retana Romero & Tristán Rodríguez, 2010, págs. 16-17). De esta manera en el mundo de la actividad económica, en entornos de cambio constantes, impredecible, volátil y cada día de mayor complejidad, el riesgo es un elemento inseparable de esta realidad. Históricamente, los operadores

económicos han observado el riesgo como un mal que debe ser minimizado o mitigado en la medida de sus posibilidades. Sin embargo, producto de los efectos de la crisis financiera del año 2008, los entes reguladores han aumentado los requerimientos de las medidas mitigadoras del riesgo imponiendo a los operadores económicos la obligación de destinar mayores recursos para mitigar o contener el riesgo, así lo indica Venegas Barrantes (2012) citando a Gómez Cáceres & López Zaballos:

*“Las crisis financieras, los cambios en divisas, la inestabilidad de la economía mundial, el deterioro en los sistema económicos, la caída del poder económico de los Estados Unidos y Europa, el estrechamiento paulatino del margen de intermediación de las entidades financieras de crédito en el último decenio, consecuencia de los profundos cambios registrados en su actividad, el aumento de la competencia, la guerra de precios en las operaciones tradicionales de activo y pasivo, las nuevas demandas de los clientes, la diversidad de la oferta de nuevos productos y servicios, la dificultad para diferenciarse de los competidores y el fuerte descenso de los tipos de interés, que han hecho que la tolerancia al error de estas entidades deba minimizarse y han forzado, y aún forzarán más, a sus órganos directores, para lograr niveles de rentabilidad y solvencia adecuados.”*

Es entonces cuando la administración del riesgo se configura como aquella materia que se dedica a proveer las herramientas para que los individuos puedan identificar los riesgos. Es cierto que se trata de una herramienta imperfecta, pero dentro de sus análisis se encuentran muchísimos elementos de utilidad. Si la administración del riesgo es el proceso sistemático mediante el cual se identifican y evalúan los eventos que puedan afectar los objetivos determinados por la administración de una entidad o institución de manera positiva o negativa. ¿Cómo logra la administración del riesgo este cometido? La gestión del riesgo lo logra asignando "... un grado de probabilidad a todos los diversos eventos que puedan alterar las utilidades de las empresas, el observar qué tan óptimo es que se manifieste un determinado riesgo que pueda alterar la inversión, surgiendo como producto de dicho análisis la necesidad de identificar, aislar y transmitir a terceros dichos riesgos..." (Venegas Barrantes, 2012, pág. 156) Esta definición es confirmada por Retana y Tristán quienes caracterizan el análisis de riesgo como "...El hecho de asignar una probabilidad a todos los eventos que puedan alterar las utilidades de las empresas, es lo que se denomina análisis de riesgos. Es decir, ver qué tan factible es que se manifieste o se lleve a cabo ese factor riesgoso que altera la efectividad de una inversión. Producto de dicho análisis se crea la necesidad de identificar, aislar y transmitir a terceros de determinados riesgos, por medio de lo que actualmente se conoce como el "risk management" (gestión de riesgos)." (Retana Romero & Tristán Rodríguez, 2010, págs. 17-18)

Sin embargo, esta asignación de probabilidades no es un elemento sencillo. El riesgo no es uno solo, ni hace referencia a una singularidad. Más bien, el riesgo se refiere al conjunto heterogéneo de causas que lo generan y que, basados en estas causas, son clasificados en diferentes categorías:

*“El ser humano vive tomando decisiones, muchas de ellas con un componente patrimonial, las cuales traen un riesgo intrínseco. En virtud de que la inmensa mayoría de las decisiones económicas o financieras se toman en condiciones que implican algún grado de incertidumbre, producto de dichos riesgos, conviene distinguir entre la incertidumbre endógena y la incertidumbre exógena.*

*La incertidumbre endógena se refiere al desconocimiento que tiene el propio individuo sobre su capacidad o incapacidad de reacción ante un determinado evento; y la incertidumbre exógena se refiere al desarrollo de los acontecimientos propios del ambiente de decisión que se encuentran fuera del control del agente.”*

(Retana Romero & Tristán Rodríguez, 2010, pág. 16)

En el tanto el fenómeno del riesgo tiene orígenes diversos, se ha clasificado para un mejor estudio y entendimiento. A continuación, se presentan algunas de las clasificaciones más importantes para este estudio sin pretensión alguna de ser una clasificación completa ni una indicación total de los riesgos que se encuentran en los estudios específicos de la materia.



## **2. Tipos de Riesgo**

### **2.1. Riesgo de Crédito**

El riesgo de crédito, según Venegas es uno de los riesgos más antiguos y de los más importantes que enfrentan las entidades financieras en el tanto su actividad, al menos en una época y en su mayoría, se dirigía a la alocaión de recursos financieros, mediante los créditos, a los elementos deficitarios del mercado. El riesgo de crédito se define como la pérdida potencial del producto financiero como consecuencia del incumplimiento de la contraparte, es decir, del prestatario, en una determinada operación que incluye un compromiso de pago. (Venegas Barrantes, 2012, pág. 161) Es decir, el riesgo de crédito es aquél que se genera por el incumplimiento de la contraparte en sus obligaciones como contraparte ante una operación crediticia (ibíd)

### **2.2. Riesgo de liquidez**

Este riesgo específico del riesgo de crédito se refiere “a todas las pérdidas que pueda sufrir una organización o institución al requerir una mayor cantidad de recursos con los cuales financiar sus activos a un costo probablemente inaceptable.

Es aquella situación en que el empresario, está imposibilitado para conseguir dinero, aún cuando tenga activos en otras denominaciones, el mercado se llena de solo vendedores, y

no es posible convertir en moneda los activos.” (Venegas Barrantes, 2012, pág. 162). Este riesgo, desde el punto estrictamente financiero, hace referencia a aquella situación en la que una de las partes incumple su porción en la realización de pagos a los cuales está obligado, esta situación genera evidentes pérdidas a la contraparte en el tanto ésta tenía una expectativa de ingresos por el acuerdo alcanzado (Retana Romero & Tristán Rodríguez, 2010, pág. 19) Aún más, para Gutiérrez Segnini, el riesgo de crédito es el riesgo “por excelencia de la actividad bancaria por las pérdidas potenciales que puede provocar y por su importancia en la generación de crisis bancarias. Es el que impacta la cuenta de resultados o situación patrimonial de una entidad crediticia, del que se puede derivar pérdidas.” (Gutiérrez Segnini, Basilea II: Logros y Retos para la Legislación Bancaria Costarricense, 2009, pág. 41)

Según la misma autora, el riesgo de crédito puede ser dividido de manera básica en dos tipos de riesgo distintos:

- Riesgo de impago: implica la incertidumbre que se relaciona con la capacidad de la empresa para hacer frente a sus obligaciones financieras futuras en el momento prefijado, tanto pagos de principal como interés (Gutiérrez Segnini, Basilea II: Logros y Retos para la Legislación Bancaria Costarricense, 2009, págs. 42-43).
- Riesgo de calificación: se trata de aquel riesgo de crédito en directa relación con la calificación que proporcionan los entes emisores o compañías dedicadas a la

actividad financiera sobre la calidad del deudor sobre las probabilidades del fallo en el pago (ibíd.)

### 2.3. Riesgo Operativo

Tal vez, se trate de una de las inclusiones más importantes e innovadoras del los acuerdos del Comité de Basilea en lo que se conoce como Basilea II, el riesgo operativo se define por estas normas cómo:

*“...riesgo de pérdida debido a la inadecuación o a fallos de los procesos, el personal y los sistemas internos o bien a causa de acontecimientos externos.”*

(Gutiérrez Segnini, Basilea II: Logros y Retos para la Legislación Bancaria Costarricense, 2009, pág. 50)

Desde dicha definición queda claro la relación del riesgo operativo con los sistemas internos de la compañía. Estos se refieren a los “procedimientos, en los modelos o en las personas que manejan dichos sistemas.” Es decir, “Es el riesgo de pérdidas financieras derivadas de un incorrecto funcionamiento de los diversos sistemas de información y control interno, fallos humanos en el tratamiento de las operaciones y sucesos inesperados,

relacionados con el soporte interno/externo e infraestructural operacional.” (Venegas Barrantes, 2012, pág. 164) Por lo tanto, se reconoce para este riesgo un conjunto de sistemas o procesos internos de cada compañía, que se traducen en la forma como las operaciones (procesos) de la entidad utilizan para alcanzar los objetivos de sus actividades. Sin embargo, estos procesos muchas veces no son identificados o reconocidos por la compañía. Debido a este desconocimiento se opera en la mayoría de los casos bajo sistemas sin orden ni claridad. Este desorden lleva inexorablemente a la imposibilidad de identificar los procesos repetidos (re-procesos) y aquellos procesos que resulta inútiles desde una perspectiva económica y, por lo tanto, generadores de pérdidas operativas en las compañías. Gutiérrez Segnini (2009, pág. 48) lo caracteriza entonces, desde la perspectiva de las operaciones financieras, cómo:

*“[...] El riesgo operativo proviene de las anomalías que pueden aparecer al efectuar una operación financiera. Éste es el riesgo de pérdidas que resultan del mal funcionamiento o falta de adecuación de los procesos, sistemas operativos y de control dentro de una entidad, como los fallos en los sistemas informáticos, los controles de cumplimiento normativo, los sistemas internos de control de riesgo, también por problemas legales derivados de la imposibilidad de ejecutar contratos o por sentencias adversas. También se puede dar por fallos del personal o bien por causas externas.”*

## 2.4. Riesgo de Mercado

A pesar de la importancia de los riesgos anteriores, el riesgo más importante de analizar, para efectos de la presente investigación, es el riesgo identificado como de mercado. Mientras Venegas Barrantes (2012, pág. 159) lo define como “...la pérdida que puede sufrir un inversionista, debido a la diferencia que se produce en los precios que se registran en los mercados o en los movimientos de los llamados factores de riesgo...”, Gutiérrez Segnini (Gutiérrez Segnini, Basilea II: Logros y Retos para la Legislación Bancaria Costarricense, 2009, pág. 46) lo caracteriza como “...la probabilidad de pérdidas a las que está expuesta la institución a consecuencia de los cambios que se producen en los mercados financieros, en los que se desenvuelven, debido a movimientos adversos en las variables financieras tales como tipos de interés, tipos de cambio y precio de las acciones. El elemento principal de este tipo de riesgo es que el impacto ocasionado por el movimiento de estas variables afecta en la misma dirección a todas las entidades, pero de manera no necesariamente igual.” Como se deriva de las definiciones, el riesgo de mercado se refiere a la probabilidad de pérdidas que puede sufrir una entidad debido a los movimientos, cambios, fluctuaciones que se generan en el mercado de los elementos de referencia con los que opera una institución como las financieras. No existe forma alguna que las entidades financieras, ni en su nivel más básico, se liberen de las fluctuaciones de las tasas de interés ¿Cómo hacerlo si su misma actividad es una actividad financiera basada en tasas de interés? Si esa es la

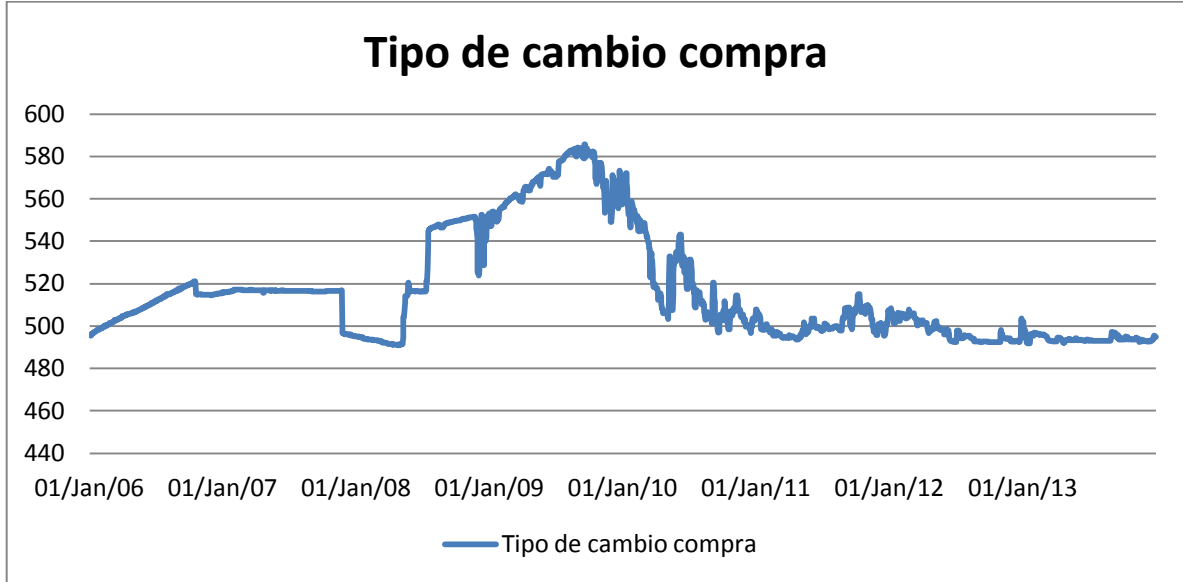
situación en el caso de las tasas de interés, donde la probabilidad de pérdida es un elemento inherente e imposible de liberarse, la situación con el tipo de cambio es la misma o aún más peligrosa. Las entidades viven de las transacciones en moneda, ya sea extranjera o nacional. Aún cuando se trata de transacciones de elementos diferentes a monedas, como por ejemplo petróleo, oro, arroz, azúcar, café y otros “commodities”, estos se transan mediante la referencia en una moneda específica exponiendo a las transacciones a los peligros inherentes de la subida o disminución en el valor de las monedas en referencia con otras. Este riesgo de mercado relacionado con el tipo de cambio es el riesgo cambiario o el riesgo del tipo de cambio.

## **2.5. Riesgo Cambiario**

Se configura éste como “el riesgo de incurrir en pérdidas que resulten del movimiento o cambio adverso en los tipos de cambio. Incluso se ha manifestado en los mercados que hasta las monedas más fuertes pueden experimentar movimientos de tipo de cambio considerables, durante períodos relativamente cortos. Estos cambios pueden tener como consecuencia la alteración del balance de la situación, si se tiene activos o pasivos en una moneda diferente en la que se prepara sus cuentas (riesgos de traducción). También, puede haber consecuencias estratégicas a largo plazo para el valor de su empresa si, por ejemplo, los tipos de cambio se fijan a niveles que alteran fundamentalmente la competencia en los mercados financieros...” (Venegas Barrantes, 2012, pág. 160) Consecuentemente, se trata

de la probabilidad de sufrir pérdidas por los movimientos del valor de la moneda de referencia en las finanzas de una entidad. Se podría pensar que la pérdida sufrida se trata de una simple ficción contable/financiera en el tanto si, por ejemplo, se tiene USD\$100 (cien dólares estadounidenses), a una tasa de cambio del colón de USD\$1 = CRC 500 (quinientos colones), una revaluación del colón a USD\$1 = CRC 400, implica que los USD\$100 ahora compran CRC 40.000 en vez de CRC 50.000. Es decir, siempre se tiene los USD\$100 sin importar su valor con respecto del colón. Sin embargo, si el individuo se relaciona en un entorno de colones su pérdida es muy real. Los valores de los bienes, normalmente, no van a registrar de manera rápida, o alguna, la disminución en el valor del dólar, por consiguiente, se disminuyó en un 20% la capacidad adquisitiva del individuo.

El ejemplo parece drástico, pero movimientos como el indicado en el ejemplo no son extraños en el entorno económico, sobre todo en uno poco preparado. La pérdida del valor de una manera tan brusca y producto de causas totalmente externas al individuo o entidad pueden hacer temblar a cualquiera. El siguiente gráfico indica que en los últimos siete años, el tipo de cambio del dólar de los Estados Unidos de América en colones ha tenido períodos de estabilidad prolongados seguidos de períodos de volatilidad bastante importantes (con apreciaciones y depreciaciones de más de un diez por ciento):



Desde la implementación del régimen de bandas cambiarias en el año 2006, el comportamiento del precio del dólar frente al colón ha sido menos que estable a menos que se utilice como referencia los últimos 3 años. Es decir, de los 7 años de historia del régimen de bandas cambiarias, sólo 3 años, han visto una estabilidad en el precio del tipo de cambio. Los demás 4 años han sido años de una importante volatilidad en el precio de la moneda costarricense lo cual conlleva una importante inseguridad con respecto del precio de la moneda y un inherente riesgo cambiario. Según las expectativas, tanto del Banco Central de Costa Rica, como de los principales grupos financieros, la estabilidad experimentada en los últimos 3 años no sostendrá en el futuro cercano.



### 3. Valor en Riesgo: VaR

La existencia del riesgo cambiario y las implicaciones tan reales, drásticas y rápidas que puede ocasionar sobre el individuo fue el principal eje de motivación de la presente investigación. Pero no es suficiente con identificar la existencia de dicho riesgo, es necesario en primer lugar determinar una forma empírica de medir el riesgo cambiario. Por otro lado, luego de la medición del riesgo cambiario es esencial la utilización de metodologías que permitan disminuirlo.

Respecto del primer punto, la medición empírica del riesgo cambiario, los mismos acuerdos de Basilea establecen formas de medición del riesgo de mercado y del riesgo cambiario mediante la introducción del VaR:

*“La evaluación de los riesgos de Mercado que se hace en Basilea II se fundamenta en la propuesta que se realizó en 1996 para enmendar el Acuerdo de Capital de 1988 para incorporar los riesgos de mercado. En esta “Modificación del Acuerdo de Capital de Basilea de 1988 para incorporar los Riesgos de Mercado”, el “Valor en Riesgo” (VaR) es un Sistema estadístico para Gestión del Riesgo de Mercado que resume los conceptos de sensibilidad a movimientos de mercado y volatilidad en un mismo número, mediante la mayor pérdida esperada en un*

*intervalo de tiempo, bajo condiciones de mercado normales y ante un nivel de confianza dado, por lo que el nuevo Acuerdo no incluye mayor novedad.”*  
(Gutiérrez Segnini, Basilea II: Logros y Retos para la Legislación Bancaria Costarricense, 2009, pág. 47)

Antes estas razones sería alarmante que las regulaciones de supervisión vigentes en el país no atacaran o mencionaran el del riesgo cambiario. Igual de alarmante sería, entonces, que además no existirán mecanismos legales dentro de la estructura regulatoria nacional que le permitiera a todos los actores protegerse de este tipo de riesgo asociado al movimiento adverso de los tipos de cambio. La búsqueda de las regulaciones y los métodos de protección del riesgo cambiario son el objetivo principal de la presente investigación.

El VaR es el método de determinación del riesgo de mercado preferido por el Acuerdo del Comité de Basilea ““Convergencia internacional de medidas y normas de capital” conocido como Basilea II. El VaR (por sus siglas en inglés “value-at-risk”) se basa en un análisis que asume que el riesgo está distribuido de manera aleatoria y sus valores no tienen correlación los unos con los otros. La norma establece que las entidades financieras tendrán la flexibilidad de diseñar la naturaleza precisa de sus modelos (modelos cuantitativos de

determinación del riesgo de mercado), pero respetando los requisitos mínimos establecidos para la determinación del modelo<sup>1</sup>:

- El valor en riesgo (VaR) debe ser calculado diariamente.
- Se debe utilizar el VaR con un intervalo de confianza del 99%.
- En el cálculo del VaR se debe utilizar un período de tenencia de 10 días de negociación.
- La muestra del periodo para el cálculo del VaR debe estar limitado a un mínimo de 1 año.
- Se deben actualizar los datos con una frecuencia no menor a 3 meses y deben recalibrar los cálculos siempre que el mercado sufra una modificación material.
- Los bancos deben cumplir con el requerimiento de capital de manera diaria expresado por el más alto de los valores entre (i) el número del valor en riesgo medido del día anterior y (ii) el promedio del valor en riesgo diario medido en cada uno de los 60 días previos, multiplicado por el factor de multiplicación.
- El factor de multiplicación es determinado por los supervisores.

Los métodos de medición se utilizan, según la norma, para los siguientes riesgos de mercado:

---

<sup>1</sup> “Banks will have flexibility in devising the precise nature of their models, but the following minimum standards will apply for the purpose of calculating their charge” **Invalid source specified.**

- Riesgo de tasas de interés.
- Riesgo de la posición de capital.
- Riesgo del tipo de cambio.
- Riesgo sobre materias primas.

El riesgo del tipo de cambio o riesgo cambiario determinado por Basilea II plantea el capital mínimo de cobertura estándar para proteger a la entidad por la tenencia o la posición en moneda extranjera, incluido el oro. Según la norma, existen dos procesos necesarios para el cálculo del requerimiento del riesgo cambiario: mediar la exposición en una moneda única y medir el riesgo inherente tomando en consideración las posiciones largas o cortas en las diferentes monedas<sup>2</sup>.

Para la primera de las mediciones, Basilea II requiere que se sumen:

- La posición neta al contado entendida como todos los activos menos los pasivos, incluyendo los intereses devengados en la moneda en cuestión.

---

<sup>2</sup> “Two processes are needed to calculate the capital requirement for foreign exchange risk. The first is to measure the exposure in a single currency position. The second is to measure the risks inherent in a bank’s mix of long and short positions in different currencies.” **Invalid source specified.**

- La posición neta a plazo entendida como todos los montos recibidos menos los montos que deberán pagarse basado en transacciones a plazo en moneda extranjera, incluyendo futuros en monedas y el principal de las permutas de divisas no incluidas en las posiciones de al contado.
- Garantías (e instrumentos similares) que serán cobradas o con posibilidad de determinarse como incobrables.
- Ingresos/gastos futuros netos que no hayan sido devengados todavía, pero sí cubiertos en su totalidad.

Por otro lado, la segunda de las mediciones requiere la escogencia entre dos métodos diferentes: “shorthand method” o la utilización de un modelo interno que tome en consideración el grado actual del riesgo de dependencia en la composición del portafolio del banco. En el tanto en Costa Rica esta situación no es normal en las entidades bancarias sólo será mencionada.

#### **4. Conclusión**

La información anterior lleva a concluir:

- El riesgo se entiende como la probabilidad de un daño o una pérdida, lo cual es una característica inherente de todo tipo de actividades.
- La administración del riesgo permite mediante parámetros objetivos la medición e identificación de los principales riesgos de un individuo o institución particular. Al mismo tiempo utiliza herramientas para mitigar y disminuir la exposición.
- El riesgo cambiario, como parte del riesgo de mercado, es la posible pérdida de una entidad o individuo producto de los movimientos adversos en el tipo de cambio.

# **Herramientas para mitigar el Riesgo**

## **1. Derivados**

### **1.1. Naturaleza del Contrato**

Ante la inclusión dentro de la economía de un país de variables de incertidumbre respecto del tipo de cambio de una manera más constante a través de los sistemas de flotación abierta o controlada, el mercado, a través de la historia, ha introducido instrumentos para mitigar la exposición de los agentes económicos al riesgo que se introduce en estos casos. Los instrumentos de mayor difusión y utilizados de manera histórica para lograr esta función son los derivados. Los derivados son, según la doctrina, contratos financieros que generan obligaciones contingentes. Según la Norma Internacional de Información Financiera (NIIF) 9 “Instrumentos Financieros” se establece que los derivados son contratos que se liquidan en términos brutos mediante la entrega del elemento subyacente (por ejemplo, un contrato a término para adquirir un instrumento de deuda a interés fijo.)

De esta definición se extraen dos elementos diferenciados:

- El contrato derivado.
- Elemento subyacente.

En realidad, los contratos de derivados son tales en el tanto se negocian elementos subyacentes, es decir, no se contratan con los elementos en sí, sino que se utilizan únicamente como referencia y se negocian con dicha referencia. La NIIF 9 continúa en su desarrollo cuando establece que el elemento definitorio del contrato de derivado se basa en el hecho que la inversión neta inicial es inferior a la que se requeriría para otros tipos de contrato que se espera tengan una respuesta similar a cambios en las condiciones de mercado. Por ejemplo, un contrato de opción cumple la definición porque la prima es un importe menor que la inversión que se necesitaría para obtener el instrumento financiero subyacente al que está vinculado la opción. Aún más, la Norma Internacional de Contabilidad 39 establece que el derivado es “un activo financiero o un pasivo financiero no derivado cuyo valor razonable o flujos de efectivo generados se espera que compensen los cambios razonables o los flujos de efectivo de la partida cubierta.”

Desarrollando un poco más este tema, específicamente, el subyacente se define como “el activo sobre la cual se basa el instrumento. Los activos subyacentes puede ser acciones (S&P500), divisas, futuros, warrants, productos derivados estructurados...” (Azañero Saona & Bernedo Málaga, 2003, pág. 113)

En los últimos años los derivados han tomado un enorme auge, con consecuencias negativas y positivas. Las posibilidades que otorgan para la protección del riesgo cambiario son conocidas y representan el principal vehículo para dicha protección. A continuación, se caracterizan dos de los diferentes tipos de derivados que son utilizados para dicho fin (la protección del riesgo cambiario).



## 1.2. Tipos de Derivados

### 1.2.1. Opciones

Los contratos de opciones se refieren a contratos “que son adquiridos por sus compradores y emitidos por sus vendedores. Estos contratos brindan derechos, pero no obligaciones, a sus tenedores (compradores) de transar una cantidad especial del subyacente en (o antes) una fecha futura especificada y a un precio pactado conocido como precio de ejercicio. Estos derechos pueden ser de compra (caso de una opción call) o de venta (caso de una opción put). Las transacciones se realizarán entre el tenedor y el emisor de la opción. En general, la mayoría de opciones son de tipo over the counter (OTC), es decir, se transan fuera de la bolsa y son muy específicos a las necesidades del cliente.” (Azañero Saona & Bernedo Málaga, 2003, pág. 114) Se estructura un ejemplo de esta situación: una empresa de aviación calcula que en un plazo de 6 meses necesitará de 1.000 barriles de gasolina especial para el abastecimiento de su flota. Sin embargo, por determinadas razones (fluctuación del precio del barril de petróleo, problemas de abastecimiento, posibles conflictos en países productores, etc.) considera que es importante tener la posibilidad de adquirir el bien en el futuro. Para lograr dicho aseguramiento decide contratar una opción mediante la cual tiene la posibilidad a un precio negociado los 1.000 barriles de gasolina especial. Se nota, entonces, los diferentes escenarios que pueden ocurrir en los próximos 6 meses:

Movimiento del precio del barril de gasolina especial en 6 meses	Costo de adquirir en 6 meses los 1.000 barriles	Ganancia o Pérdida
Aumento: 120	120.000	20.000
100 (precio negociado en el contrato de opción)	100.000	-
Disminución: 85	85.000	-15.000

De los 3 posibles escenarios con 3 diferentes posibilidades de ganancia o de pérdida. Se deriva que, en el caso que el precio del barril aumentara hasta los 120, el precio de adquirir dichos 1.000 barriles sería de 120.000. Sin embargo, en el tanto el individuo compró la opción de adquirir dichos barriles a un precio de 100 tiene la posibilidad de adquirir los barriles a este último precio (100) y no al precio de los 120. Es decir, si ejerce la opción comprará los barriles con una diferencia de -16,67% del valor del mercado (descuento).

En el segundo de los escenarios, el precio de venta del barril es igual al precio de la opción, por lo tanto, hacer uso de la opción o comprar el barril en el mercado no le genera ningún tipo de ganancia o pérdida al individuo.

Finalmente, si el precio baja en 15 por unidad hasta los 85 al término de los 6 meses lo más conveniente para el individuo es no ejercitar la opción, sino adquirir los barriles al precio

del mercado, porque al utilizar la opción le significaría comprar en el mercado con un porcentaje de +17,65%. Es decir, el individuo en el caso de ejercer la opción estaría pagando un 17,65% más que el precio de venta en el mercado.

La posibilidad de obtener el beneficio de adquirir con un descuento y evitar el desequilibrio en las finanzas del individuo al asegurar un precio máximo definido es lo que motiva el uso de opciones dentro de los mercados.

### **1.2.2. Forward**

El forward se trata de una transacción mediante la cual se pacta la entrega de un activo diferido en el tiempo basado en el precio inicial en que se tasó la transacción. El contrato se realiza entre dos partes: el comprador/hedger y el vendedor/especulador. El primero busca protección contra los cambios desfavorables en los precios tomando una posición en el mercado que sustituye temporariamente a la compra o venta de la mercadería. Por otro lado, el vendedor quiere lograr una ganancia anticipando los cambios de los precios de la mercadería (Camerini, 2002, pág. 57). Según Camerini, el contrato de forward tiene como mínimo los siguientes elementos:

- Alcance del contrato: qué producto, subproducto, bien, activo, instrumento o índice se refiere el contrato.
- Valor y moneda de contrato.
- Unidades de negociación:

- Fluctuación mínima de precios.
- Fluctuación máxima de precios.
- Garantía.
- Diferencias diarias.
- Liquidación.

La mayor diferencia entre el forward y la opción se refiere al compromiso que se adquiere de cada uno de los contratos. En el caso de la opción, al final del plazo del contrato los individuos pueden escoger si efectivamente o no ejercen la opción de la que son dueños y por la que pagaron. Mientras que en el contrato de forward esto no sucede así, las partes están obligadas de cumplir las condiciones del contrato al término del plazo.

## **2. Back to Back**

Según la página del banco costarricense BICSA el préstamo conocido como el “Back-to-Back” se define como aquellos préstamos en los que “una empresa o persona natural puede utilizar sus propios recursos o los recursos de sus accionistas para financiar actividades que estén relacionadas con el giro propio de los negocios del deudor.” Esta definición, aunque se acerca al concepto del Back-to-Back se queda corto en su aclaración. Sin embargo, el Banco Lafise, en su página de Internet, es un poco más claro al establecer el Back-to-Back como un “Crédito concedido a personas naturales para cubrir necesidades de financiamiento

con propósito personal, garantizado por un certificado de depósito.” En la definición del Banco Lafise se desprende el elemento más importante del financiamiento mediante el Back-to-Back: la garantía.

En el tanto las instituciones financieras no ofrecen mayores detalles sobre la naturaleza jurídica del Back-to-Back, o al menos una descripción útil y pertinente para su configuración, es necesario recurrir a la doctrina.

Un primer acercamiento sobre al Back-to-Back es presentado por María Renée Fuentes Cabrera en su tesis para la Universidad Francisco Marroquín, Facultad de Ciencias Económicas: “EL PRÉSTAMO BACK TO BACK COMO HERRAMIENTA DE FINANCIAMIENTO A CORTO PLAZO PARA UN INVERSIONISTA”. En esta investigación la autora configura el Back-to-Back como “una modalidad diferente a los presentados ya que se pignoran los títulos que amparan la inversión del cliente para respaldar el crédito.” (Fuentes Cabrera, 2000, págs. 12-13) Estas y otras definiciones parecieran acercar la definición del Back-to-Back como una transacción financiera mediante la cual el deudor garantiza su deuda con una garantía por un monto igual al que está solicitando. La garantía puede diferir en su naturaleza pero mientras sea líquida se mantiene la naturaleza del arreglo. Un ejemplo:

Un individuo tiene en efectivo \$100.000,00 (cien mil dólares).

El individuo coloca su efectivo sobrante en certificados de depósito: 10 certificados de depósito cada uno por una valor de \$10.000,00 (diez mil dólares) por un plazo de 6 meses.

Antes que termine el plazo de los 6 meses de los certificados de depósito, aparece una necesidad de efectivo (entiéndase: emergencia personal, oportunidad de inversión, mayor liquidez en su negocio, etc.)

El individuo en vez solicitar el reintegro de los montos de los certificados de depósito antes de su maduración, con una penalidad del 10%, solicita a la entidad financiera un préstamo por \$100.000,00 garantizándolos con los 10 certificados de depósito de \$10.000,00 mediante su depósito en la entidad financiera. Es decir, el individuo solicita un préstamo garantizado en su totalidad por recursos líquidos a su disposición.

De esta manera se podría configurar el Back-to-Back como un instrumento financiero que permite a los individuos obtener un financiamiento por parte de una institución financiera respaldando el pasivo con activos por un monto igual al pasivo y de esta manera, lograr tasas de interés reducidas por el poco riesgo para la entidad financiera en el tanto tiene el 100% del pasivo garantizado.

¿Cómo se utiliza el Back-to-Back para limitar el riesgo cambiario? Antes de explicar el uso del Back-to-Back como herramienta para mitigar el riesgo cambiario, es importante realizar algunas observaciones. En otras latitudes, en especial en los países con un desarrollo financiero mucho más avanzado al costarricense, el Back-to-Back en su misma definición se le configura como una herramienta para mitigar el riesgo cambiario. Por ejemplo, dos páginas de referencia en Internet, [www.investopedia.com](http://www.investopedia.com) y [www.wikipedia.com](http://www.wikipedia.com), definen el

Back-to-Back como un préstamo en el que dos diferentes compañías se prestan montos compensatorios de cada uno en la moneda de curso legal del país en el que cada uno reside<sup>3</sup> o un acuerdo de préstamo entre dos entidades en dos países en el que las monedas de curso legal permanecen separadas, pero las fechas de vencimiento permanecen fijas<sup>4</sup>. Además de estas dos referencias dos estudios verificados también configuran el Back-to-Back como un préstamo cuyo principal objetivo es la mitigación de las contingencias cambiarias. Parecería, entonces, posible que la deformación de la definición o el sentido y la utilidad del instrumento ha sido modificado en el entorno costarricense impidiendo la utilización de una útil herramienta para los usuarios (esta valoración es digna de una investigación en si misma)

Ahora bien, Kelley (2001) presenta un claro ejemplo del concepto del Back-to-Back. Define este préstamo como un método utilizado por las corporaciones multinacionales para reducir la exposición a largo plazo del riesgo cambiario mediante un ejemplo muy sencillo: Supóngase que una compañía estadounidense desea adquirir un proyecto de fertilizantes en Argentina que le significará un importante rendimiento sobre la inversión y ganancias en pesos argentinos durante los próximos 7 años. El inversionista está seguro de que la inversión significará una ganancia en pesos, pero quiere evitar el riesgo que el valor del

---

3 “A loan in which two companies in different countries borrow offsetting amounts from one another in each other's currency. The purpose of this transaction is to hedge against currency fluctuations. With the advent of currency swaps this type of transaction is no longer used very often.” Definición de Back-to-Back según <http://www.investopedia.com/terms/b/backtobackloan.asp>

4 A Back-to-back loan is a loan agreement between entities in two countries in which the currencies remain separate but the maturity dates remain fixed. The gross interest rates of the loan are separate as well and are set on the basis of the commercial rates in place when the agreement is signed Definición de Back-to-Back loan según [http://en.wikipedia.org/wiki/Back-to-back\\_loan](http://en.wikipedia.org/wiki/Back-to-back_loan)

peso con respecto del dólar disminuya produciendo una pérdida en su inversión. Si dicho inversor pudiera indentificar una empresa argentina que quisiera invertir en los Estados Unidos en un monto similar al de su inversión en el proyecto de fertilizantes pudiera entonces establecer préstamos compensatorios. La compañía argentina le prestaría a la empresa estadounidense pesos y la empresa estadounidense le prestaría a la empresa argentina dólares para realizar las inversiones respectivas. La empresa estadounidense le pagaría a la empresa argentina con los pesos de las ganancias de su inversión en pesos y la compañía argentina le pagaría con los dólares ganados en su inversión en los Estados Unidos (Kelley, 2001, pág. 35)<sup>5</sup>. El arreglo parece simple y libre de riesgos para las dos entidades: la empresa estadounidense invierte en pesos argentinos y recibirá sus ingresos en pesos argentinos, es decir, que tanto sus activos como sus pasivos se encuentran en la misma moneda y, por lo tanto, eliminando el riesgo cambiario. Sin embargo, en la realidad se transformó el riesgo, no se eliminó. Por medio del arreglo sí se eliminó el riesgo cambiario, sin embargo, apareció un nuevo riesgo que antes no tenía contemplado el inversionista, ese riesgo se denomina como riesgo de impago. El riesgo de impago se asocia con la posibilidad o el riesgo que tiene el inversionista estadounidense que su prestatario, el inversionista argentino, no tenga los fondos suficientes para hacer valer su

---

<sup>5</sup> Multinational corporations can often reduce their respective long-term currency risk exposure by arranging parallel or back-to-back loans. For example, suppose a U.S. company wants to buy into a fertilizer project in Argentina that will repay the investment and earnings in pesos over the next seven years. The U.S. investor is confident of the rate of return in pesos, but wants to avoid the risk the value of the peso in dollars will decline, resulting in a negative return in dollars. If it can identify an Argentine company that wants to make a similarly sized investment in the U.S. it can arrange offsetting loans. The Argentine company will lend the U.S. company pesos and the U.S. company will lend the Argentine company dollars with which to make their respective investments. The U.S. company will repay the Argentine firm with its pesos earnings and the Argentine company will repay the U.S. firm with its dollar earnings



obligación de pago. Esta conclusión también es derivada por el Consultive Group to Assist the Poor (2006) cuando declara que la estructura presenta una serie de riesgos para el individuo que los utiliza como son (Consultative Group to Assist the Poor, 2006, pág. 4):

- Riesgo cambiario respecto de los intereses que asume en la moneda extranjera.
- Riesgo de impago.

Ahora bien, la estructura presentada por Kelly (2001) no es la única mediante la cual se utiliza el Back-to-Back para mitigar el riesgo cambiario. El Consultive Group to Assist the Poor en un informe del año 2006 emplea como ejemplo una estructura donde existe un único individuo asistido por 1 ó 2 bancos comerciales. En dicho ejemplo, el individuo recibe un préstamo en moneda extranjera por parte de una entidad financiera extranjera para una inversión en moneda local. Suponiendo que la inversión devuelva un retorno inmediato, el inversionista tendrá un pasivo en moneda extranjera (pago de intereses al banco) y un activo en moneda nacional (rendimiento de la inversión); generando así la posibilidad de un riesgo cambiario ante los movimientos adversos del tipo de cambio. El Back-to-Back se utilizaría, en este ejemplo, de la siguiente manera: el inversionista deposita el monto de financiamiento en moneda extranjera en un activo de rendimiento fijo en moneda extranjera que produzca intereses lo más cercanos a los intereses que debería de pagarle al banco extranjero que lo financió. Utilizando ese activo de rendimiento fijo en moneda extranjera como colateral, solicita a la misma entidad que emitió los instrumentos de activo de rendimiento fijo en moneda extranjera un préstamo en moneda nacional. De esta manera el inversionista tendrá una deuda en moneda extranjera que pagará con los

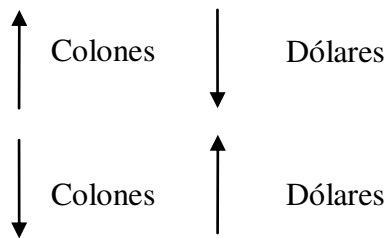
intereses de los activos de rendimiento fijo en moneda extranjera, y una deuda en moneda nacional que se pagará mediante los rendimientos de la inversión en moneda nacional; eliminando el riesgo cambiario (Consultative Group to Assist the Poor, 2006, págs. 3-4). El inversionista tiene entonces la posibilidad de pagar el principal de su deuda en moneda extranjera y pagar, aunque sea una porción de los intereses, con los rendimientos que generan los activos de rendimiento fijo. Al igual que en el ejemplo utilizado por Kelly (2001), el riesgo en sí no se elimina, se transforma. La estructura atenúa el riesgo cambiario, en vez de eliminarlo como se mencionó anteriormente, porque el riesgo cambiario ya no se tiene en el monto principal del préstamo en moneda extranjera, sino en el pago de los intereses (que como se mencionó antes es mucho menor que la contingencia que hubiera tenido con el principal). Aún más, en el caso de una apreciación de la moneda local la entidad financiera que otorgó el préstamo en moneda extranjera podría solicitar un aumento en el colateral al inversionista en el tanto los activos de rendimiento fijo en moneda extranjera no son suficientes para cubrir el monto del préstamo otorgado (Consultative Group to Assist the Poor, 2006, pág. 4).

Antes de continuar, se debe estudiar una tercera estructura<sup>6</sup> para la utilización del Back-to-Back como herramienta para mitigar el riesgo cambiario. Supóngase un agricultor costarricense de café que ha vendido en el exterior su cosecha. El agricultor recibirá su ingreso en dólares, sin embargo, sus obligaciones (sus pasivos) se encuentran en colones: pago de los peones, insumos, materiales, manutención, salarios, etc. (un típico ejemplo

---

<sup>6</sup> Estructura propuesta por el profesor Enrique Rojas.

de una contingencia por riesgo cambiario). El agricultor podría disminuir el riesgo cambiario de la siguiente forma: el agricultor pudiera utilizar efectivo, activos o cualquier instrumento que le sirva de colateral (por ejemplo una propiedad a su nombre) para solicitar ante una entidad financiera un back-to-back en el cual recibe una suma de dinero en colones por su colateral. ¿Cómo estaría entonces eliminando el riesgo cambiario? Lo eliminaría en el tanto y en el cuanto el monto del Back-to-Back solicitado en colones sea por una suma similar en dólares a la suma que espera recibir por su cosecha. De esta manera, si el colón se aprecia antes del pago de la cosecha, sus fondos en colones también se habrán apreciado, pudiendo, entonces, adquirir más dólares y, por lo tanto, creando un efecto neto en su posición. Es decir, no importa para el agricultor que el tipo de cambio fluctúe, tiene una posición contraria en sus activos que elimina la ganancia o la pérdida de la posición:



Como se observa, el aumento en el valor de los colones frente al dólar se elimina por medio de la posición en dólares producto de la disminución de su valor respecto del colón. Por otro lado, la disminución en el valor del colón respecto del dólar se elimina por el aumento

en el valor del dólar respecto del cólon. De esta manera, en el tanto el agricultor disminuye su exposición al riesgo cambiario. Es importante indicar también, que la estructura representa un importante gasto administrativo y financiero para el agricultor que debe ser tomado en cuenta. Sin embargo, la cobertura a este tipo de posición siempre genera un gasto como elemento necesario para su protección; no difiere del gasto o la prima que se paga por un seguro para la protección de otro tipo de riesgos en los que el individuo pueda incurrir.

### **3. Conclusión**

- A modo de conclusión se puede decir:
- Los derivados son las herramientas predilectas utilizadas por los diferentes agentes económicos para mitigar el riesgo, en especial el riesgo cambiario.
- En Costa Rica existe un importante número de reglamentaciones que permite la utilización de los derivados como instrumentos para mitigar el riesgo cambiario, sin embargo, no se ha desarrollado un mercado que permita a las entidades financieras utilizarlos, al tiempo que los mismos reglamentos imponen restricciones que desincentivan su utilización en el país..
- Los préstamos Back-to-Back han sido utilizados alrededor del mundo como un instrumento adicional para mitigar el riesgo cambiario más económico que los derivados y de mayor acceso. Sin embargo, su utilización supone limitaciones y

costos que deben ser valorados antes de su implementación. Además, en Costa Rica, a pesar de su utilidad, no se han empleado lo cual atenta contra la posibilidad de los operadores para mitigar su riesgo cambiario.

## **Análisis comparativo**

Como se observó la utilización de los derivados es un elemento básico para mitigar el efecto contraproducente de los movimientos del tipo de cambio en un sistema monetario que permite las fluctuaciones de la moneda nacional frente a otras monedas extranjeras. Si bien es cierto, la regulación sobre el tema del riesgo cambiario es muy reducida en el sistema legal nacional, existe un extenso número de Reglamentos que pretenden dotar al sistema financiero métodos de protección. Sin embargo, la implementación y utilización de dichos Reglamentos ha sido muy reducida por no decir nula (cómo se demostrará en páginas posteriores). A pesar de la realidad de los derivados y los métodos de cobertura del riesgo cambiario en el entorno costarricense, existen claros ejemplos de éxito en la utilización de estos mecanismos. Estos ejemplos son de suma importancia para determinar cuáles son las áreas de oportunidad de las autoridades reguladoras costarricenses para una correcta implementación y uso de los mecanismos.

### **1. Chile**

El caso de Chile es interesante no sólo por la utilización del mercado de coberturas, sino por quienes utilizaron principalmente dichos mecanismos de cobertura. Para empezar, es importante saber que a principios de la década de los años 80, Chile transformó de una

manera importante su sistema de pensiones (Avalos & Moreno, 2013, pág. 2). Anterior a esta fecha el sistema de pensiones chileno consistía en un sistema de prestación definida, muy al estilo costarricense en la actualidad. Con la modificación antes mencionada el sistema de pensiones chileno se modificó en un sistema privado de contribución definida. Según los autores Ávalos y Montero, en su “Cobertura en mercados de derivados: la experiencia de Chile”, el sistema tuvo una serie importante de efectos:

- Rápida acumulación y diversificación de recursos invertibles.
- Surgimiento de un sector financiero nuevo que para la primera década del siglo XXI había acumulado una serie importante de posiciones netas en activos exteriores.

Estos efectos mencionados por los autores tienen una información implícita que no se debe pasar por alto: la amplitud que tenían los administradores de fondos de pensión para invertir en diferentes activos. Esta amplitud se creería que le permitió a los fondos obtener rendimientos más elevados de los que hubieran conseguido con una restricción de invertir únicamente en activos estatales chilenos, sin embargo, esta afirmación debe ser estudiada por a parte. Los autores brindan información al respecto al determinar:

*“En principio, las AFP (administradores de fondos de pensión) estaban autorizadas únicamente a invertir en instrumentos chilenos de renta fija, pero posteriormente se permitieron tipos nuevos de activos, incluidas las inversiones en el mercado bursátil local (a partir de 1985) y en activos exteriores (a partir de 1990, con cuantías significativas a partir de 1993).” (Avalos & Moreno, 2013, pág. 3)*

Aún más, para el año 2011, el porcentaje invertido por los fondos de pensiones en activos exteriores era de hasta un 75% para el caso de carteras de riesgo intermedio y hasta de 100% en aquellos fondos más agresivos. Aún más, el artículo 45 del Decreto Ley N°3.500 que establece un nuevo sistema de pensiones, autoriza que las entidades Administradoras de Fondos de Pensión a invertir los recursos del Fondo de Pensiones, entre otros, en “operaciones con instrumentos derivados que cumplan con las características señaladas en el inciso duodécimo de este artículo y en el Régimen de Inversión.”

Producto de dicha posibilidad, las Administradoras de Fondos de Pensión utilizaron al máximo la autorización, acumulando una cantidad importante de activos extranjeros (según se mencionó anteriormente) aumentando de manera considerable su exposición a las fluctuaciones del tipo de cambio sobre todo luego de la crisis financiera de mediados de la primera década del siglo XXI. Para protegerse de alguna manera de este riesgo, las Administradoras de Fondos de Pensión se volcaron a los derivados en busca de cobertura. Fue tanta su apetito por la cobertura que “los principales participantes en el mercado de derivados chileno son fondos de pensiones, empresas no financieras y bancos locales (aseguradoras, fondos de inversión y otras entidades financieras tiene una participación muy limitada)” (Avalos & Moreno, 2013, pág. 4). Aún más, según Orellana y Rodríguez, los principales activos subyacentes<sup>7</sup> negociados en el mercado de derivados de Chile se encuentran:

- 90% tipos de cambio.

---

<sup>7</sup> Activos sobre los que se negocian los derivados.



- 7% materias primas
- 3%+/- tasas de interés

Por lo tanto, los derivados para la protección del riesgo cambiario ocupan alrededor del 90% de los valores negociados en el mercado (una utilización sumamente extensa de este tipo de coberturas).

En el tanto, la crisis del año 2008 golpeó la economía mundial es un excelente ejemplo de cómo se afectaron los Fondos de Inversión chilenos producto de las fluctuaciones vividas. Según los autores, “Al renovar continuamente coberturas de tipo de cambio preservaron el valor del CLP de sus carteras, y casualmente protegieron ininterrumpidamente a los residentes chilenos con posiciones estructurales cortas en USD.” (Avalos & Moreno, 2013, pág. 6). ¿Cómo lo lograron? La mayoría de los contratos a plazo utilizados por los fondos de inversión chilenos eran con liquidación por diferencias, por lo tanto, existía la obligación de compra o de venta de dólar (la moneda más usual de transar) liquidada en pesos chilenos. Consecuentemente “a fecha de liquidación, si el tipo de cambio el contado es mayor que el acordado (en CLP por dólar estadounidense), la parte con la posición corta debe abonar al titular de la posición larga diferencia en CLP entre el tipo al contado y a plazo.” (Avalos & Moreno, 2013, pág. 5). A pesar de la caída del valor del dólar durante la crisis los Fondos de Pensiones estos continuaron ofreciendo sistemas de cobertura. Lo hicieron por tres razones fundamentales:

- Las Administradoras tenían un fuerte incentivo financiero para seguir cubriendo a fin de beneficiarse de la futura recuperación del dólar. Es decir, las Administradoras de Fondos de Pensión querían aprovechar la apreciación inevitable del dólar frente al peso chileno.
- “El hecho de que cubrieron en alto grado a través de los NDF redujo las presiones de liquidez en divisa que podían haber surgido con contratos estándar a plazo o contratos de swaps, y que hubieran podido disuadir a las Administradoras de renovar posiciones.” (Avalos & Moreno, 2013, pág. 7)
- Las autoridades se encontraban en posición de entregar divisas en caso de necesidad por los agentes económicos, lo cual limitó la percepción del riesgo de contraparte. Según los autores Cowan y Valdivia “el Banco Central de Chile proporcionó swaps en USD que permitieron aliviar las tensiones de financiamiento en dólares” (ibíd.)

Ante este escenario la conclusión de los autores es categórica, en el tanto los fondos de pensiones acumularon una importante suma de activos extranjeros se generó un sector privado financiero (no bancario) con una gran posición positiva neta en activos exteriores como porcentaje del PIB de Chile. Al protegerse de su posición en divisas extranjeras, los fondos de pensión se convirtieron en compradores residentes de exposición corta en divisas. Esto permitió a otros residentes chilenos cubrir sus propias posiciones:

“El caso de Chile sugiere que los mercados resistentes de derivados sobre divisas pueden complementar a las reservas de divisas a la hora de amortiguar episodios severos de tensión financiera. Intuitivamente, estos mecanismos institucionales y de mercado protegen frente a

dos riesgos distintos: riesgo de financiación en divisa, al que el Banco Central puede hacer frente con reservas de divisas; y riesgo de tipo de cambio, al que pueden hacer frente los mercados de derivados sobre divisas que preservan su resistencia durante episodios de tensión financiera. En Chile la resistencia del mercado se vio aparentemente fortalecida por la necesidad de las AFP con activos exteriores de renovar continuamente sus posiciones cortas de cobertura.”

Este estudio se confirmó mediante el Documento de Trabajo del Banco Central de Chile “Is the FX derivatives market effective and eficiente in reducing currency risk?”<sup>8</sup>. En dicho estudio, los expertos Esteban Jadresic y Jorge Selaive presentaron evidencia que indicaba que el desarrollo de los mercados de derivados no incrementaba la volatilidad del tipo de cambio y, por otro lado, reduce la exposición de la economía al riesgo cambiario. A pesar de las hipótesis de los investigadores al inicio de la publicación, se demostró cómo la utilización del mercado de derivados de monedas extranjeras fue beneficioso para Chile en su efectividad para reducir el riesgo cambiario, en su eficiencia, y seguridad:

*“On the issue of effectiveness, our cross-country evidence suggests that development of the FX derivatives market helps a country to decrease its degrees of exposure to fluctuations in the foreign exchange rate, and that it does not increase the volatility of its foreign exchange rate. To further explore the issue of volatility, we used a unique database containing detailed statistics of foreign exchange market operations of private agents in Chile, and tested a pool of models to evaluate*

---

<sup>8</sup> Su traducción sería: Es el mercado de derivados eficaz y eficiente en la reducción del riesgo cambiario?

*whether derivatives exacerbated the volatility of exchange rate after the implementation of the free float. Consistently, we were not able to find a significant relationship between activity and volatility.*

*On efficiency of the FX derivatives market, we also have examined evidence on the ability of large participants in this market to forecast or affect the level or first moment of the nominal exchange rate during the free floating period. Our results on the relationship between their net positions in the spot and derivatives markets, and the foreign exchange rate, cast doubt on the hypothesis of asymmetric information and/or market power in the FX spot and derivatives markets.” (Jadresic & Selaive, 2005, pág. 32)<sup>9</sup>*

## 2. México

El caso de México y los derivados es interesante sobre todo por dos razones fundamentales:

---

<sup>9</sup> Parfraseando a Jadresic y Selaive “En el caso de efectividad, nuestro estudio de evidencia entre países sugiere que un mercado de derivados de moneda ayuda al país a disminuir el grado de exposición a fluctuaciones en el tipo de cambio extranjero, y no aumenta la volatilidad de su tipo de cambio extranjero. Para seguir estudiando el tema de la volatilidad, nosotros necesitamos una base de datos única que contenga estadísticas detalladas de las operaciones de intercambio de moneda extranjera de los agentes privados en Chile, y evaluar un conjunto de modelos para evaluar si los derivados exacerbaban la volatilidad del tipo de cambio después de la implementación de la flotación libre. Consistentemente, no fuimos capaces de encontrar una relación significativa entre actividad y volatilidad.

Sobre la eficiencia del mercado de derivados de moneda extranjera, nosotros también examinamos la evidencia de la habilidad de los grandes participantes en este mercado para pronosticar o el primer momento de tipo de cambio nominal durante el periodo de flotación libre. Nuestros resultados en el relación entre la posición neta en el “spot” y el mercado de de derivados, y el tipo de cambio, lo cual puso en duda hipótesis de la información asimétrica y/o poder de mercado en los mercados de derivados de divisas al contado.”

- Antigüedad.
- Duración.

En primer lugar, la creación del Mercado de Derivados de México se origina en el año 1996, cuando “la Comisión de Cambios consideró que por motivos prudenciales sería conveniente aumentar el nivel de reservas del instituto emisor.” (Azañero Saona & Bernedo Málaga, 2003, pág. 127). Se buscó un sistema que permitiera al Banco Central obtener reservas en un ambiente muy favorable al tiempo que inhibiera las compras por parte de los operadores cuando el Banco Central ocupara de los fondos y, por otro lado, se desea proveer al sistema de mayor incertidumbre respecto del tipo de cambio y de esta manera evitar la inflación anticipada por parte de los operadores económicos. Según lo detallan Azareño Soana & Bernedo Málaga, el sistema de opciones de divisas (escogido para lograr los cometidos operaba bajo las siguientes líneas:

- El Banco de México (BM) subastaba el último día hábil de cada mes entre las instituciones de crédito derechos de venta al Banco Central. Las instituciones financieras adquirirían estas opciones pagando una prima.
- La vigencia de la opción era de 1 mes desde el día siguiente de la subasta y se podía elegir una ejercicio parcial o total.
- Para lograr el ejercicio de la opción el promedio del tipo de cambio de los últimos 20 días hábiles inmediatos anteriores al día del ejercicio de los derechos respectivos no era mayor.

Con este sistema, apuntan los autores, se evita que en situaciones de depreciación considerables seguidas por apreciaciones el Banco Central de México acumule reservas en momento cuando el mercado cambiario presente una reducción de liquidez e incertidumbre y, por otro lado, no se señala ningún nivel específico para el tipo de cambio y de incentivar las compras del Banco Central cuando el mercado esté ofrecido y de inhibirlas cuando el mercado esté demandado.

### **3. Colombia**

Además del interesante caso de Chile, donde sus fondos de pensiones se volvieron en los agentes económicos más importantes del mercado de derivados de moneda extranjera proveyendo al mercado de una liquidez de tal importancia que sostuvo y estabilizó a la economía durante la crisis después de la quiebra del banco de inversión Lehman Brothers, el caso de Colombia refleja una realidad muy cercana la actual de la economía costarricense. Hasta el año 1999 Colombia operaba sus régimen cambiario mediante un sistema de bandas cambiarias (Azañero Saona & Bernedo Málaga, 2003, pág. 131). El 25 de setiembre el Banco de la República de Colombia decidió abandonar el régimen de bandas por un sistema de libre flotación. Como se ha mencionado a través del presente estudio, el sistema de libre flotación, así como cualquier evaluación del régimen cambiario en busca de la liberalización del sistema, tiene inherente un aumento importante en el

riesgo cambiario. Esta realidad no es ajena del Banco de la República de Colombia que decidió tomar dos mecanismos para mitigar el riesgo cambiario mediante la intervención utilizando dos mecanismos (Azañero Saona & Bernedo Málaga, 2003, págs. 131-132):

- Subasta cada fin de mes una cantidad limitada de opciones put en divisas (dólares).
- Subastar adicionalmente opciones put o call en divisas (dólares).

El primero de los mecanismos le permitió al Banco de la República de Colombia acumular reservas internacionales. Por medio de dicho mecanismo, el tenedor de la opción tenía el derecho de vender dólares al Banco de la República de Colombia sólo bajo ciertas características. Para poder ejercer la opción la tasa representativa de mercado (TRM) vigente del día cuando se desee hacer uso del derecho sea menor a su promedio de los últimos 20 días hábiles (Azañero Saona & Bernedo Málaga, 2003, pág. 132). La razón de esta restricción se encuentra en el hecho que de esta manera el Banco de la República de Colombia sólo compraría dólares cuando la TRM esté por debajo de su tendencia (media). Por otro lado, el segundo de los mecanismos se estableció con el fin de reducir la volatilidad del corto plazo de la tasa de cambio (ibíd.). Contrario a lo sucedido en el primero de los mecanismos, el tenedor de la opción tenía el derecho de vender o comprar al Banco de la República de Colombia dólares cuando en un día la TRM se desvíe al menos 5% del promedio móvil de los últimos 20 días hábiles. Adicional a esas medidas el Banco de la República de Colombia adoptó medidas para flexibilizar, agilizar y desarrollar el mercado cambiario:

*“Por otro lado, en materia de regulación, el BC durante el primer semestre del 2000, adoptó medidas encaminadas a flexibilizar, agilizar y desarrollar el mercado cambiario, al permitir la participación de un mayor número de agentes, tanto nacionales como extranjeros, y extender la utilización de operaciones de cobertura. Así, se redujo el depósito sobre el endeudamiento externo a 0 por ciento, se establecieron modificaciones al régimen de cambios internacionales que tienen que ver con el desarrollo del mercado de coberturas y con la autorización a las sociedades comisionistas de bolsa para actuar intermediarios del mercado cambiario. Finalmente, se realizaron modificaciones al régimen de cambios con el fin de hacerlo compatible con las nuevas normas aduaneras y con el fin de facilitar algunas operaciones de cambio.” (Azañero Saona & Bernedo Málaga, 2003, pág. 132)*

El sistema evolucionó hasta el régimen actual regulado bajo el “Reglamento General del Mercado de Derivados de la Bolsa de Valores de Colombia S.A.”. En dicho Reglamento existen elementos para una comparación con los reglamentos que regulan la actividad en Costa Rica. En primer lugar, el artículo 1.1.1., que establece el objeto del Reglamento, menciona que “Todas las operaciones sobre Contratos de Derivados que sean celebradas o registradas en los sistemas que la Bolsa disponga, serán compensados y liquidados a través de una cámara de riesgo central de contraparte...” Como se menciona en la cita del artículo 1.1.1. el Mercado de Derivados colombiano efectúa sus operaciones mediante la Bolsa de Valores de Colombia S.A. (en adelante BVC). La BVC es la unión de las Bolsas de Valores



de Bogotá, Medellín y Occidente que hasta el 3 de julio del año 2001 existieron en forma separada. A partir de dicha fecha, cuando se integraron en una sola, la institución privada se encarga de impulsar el desarrollo y crecimiento del mercado de activos financieros en Colombia. La Cámara Central de contraparte mencionada en el artículo citado se refiere, según el artículo 1.1.2. a la Cámara de Riesgo Central de Contraparte de Colombia S.A. (en adelante CRCC). Esta entidad, al igual que la BVC, es una entidad privada compuesta por órgano colegiado compuesto por:

- Representantes de entidades financieras colombianas (Por ejemplo: Banco Comercial AV Villas S.A., Bolsa de Valores de Colombia S.A., BME, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros S.A., DECEVAL S.A.
- Miembros principales sin suplementes.
- Miembros con carácter independiente.

Adicionalmente, la CRCC está bajo la supervisión de de la Superintendencia Financiera de Colombia. Esta entidad firmó, según el artículo 1.1.2. del Reglamento en estudio, un acuerdo con la BVC para el intercambio de información y coordinación y así facilitar el cumplimiento de las funciones de ambas entidades como Administradoras del Mercado de Derivados.

Por otro lado, se le exige a la BVC establecer un Comité Técnico del Mercado de Derivados el cual se conformará por el Presidente de la Bolsa, miembros de la Asociación de Sociedades Comisionistas de Bolsa, de la Asociación Bancaria y Entidades Financieras

de Colombia, de la Asociación Colombiana de Fondos de Pensiones y Cesantías, Asociación de Fiduciarias. Las funciones del Comité son varias y se establecen en el artículo 1.2.7. entre las que se encuentran:

- Estudio de los proyectos de modificación y adición al Reglamento, así como de las Circulares, las condiciones estandarizadas respecto de los contratos de derivados.
- Asesoramiento de la Bolsa, proponer cambios en el mercado, creadores de mercado, metodologías de generación de precios de cierre de los contratos, valoración de Derivados, y de precios teóricos de estos.

La lista de entidades que pueden registrarse como miembros del mercado se componen por las entidades sujetas de inspección y vigilancia permanente de la Superintendencia Financiera de Colombia en calidad de intermediarios de valores<sup>10</sup>. Como miembros del mercado se les otorga el derecho de celebrar y registrar operaciones en el sistema, consultar la información sobre las operaciones y las condiciones financieras de ellas, solicitar la creación de sus tipos de usuario, entre otros<sup>11</sup>.

---

10 Establecimientos de crédito, sociedades comisionistas de bolsa, sociedades fiduciarias, sociedades administradoras de fondos de pensiones y de cesantías, compañías de seguros, sociedades administradoras de inversión, etc.

11 Artículo 1.4.7. Derechos de los Miembros  
Los Miembros tendrán los siguientes derechos:

1. Celebrar y registrar Operaciones en el Sistema, en los términos establecidos en el presente Reglamento, las Circulares e Instructivos Operativos que lo desarrollen y en las normas legales aplicables;
2. Consultar la información sobre las Operaciones y las condiciones financieras de las mismas;
3. Solicitar la creación de sus diversos tipos de usuarios del Sistema, de acuerdo con los tipos, requisitos y procedimientos establecidos mediante Circular; y
4. Las demás que sean establecidas en el presente Reglamento, las Circulares y los Instructivos Operativos.

El título segundo del Reglamento, en su Capítulo Primero establece cuáles son los “Contratos Objeto de Negociación y Registro en el Sistema”. Un ejemplo más de la sofisticación del mercado de derivados colombianos lo expresa la diversidad de contratos disponibles o permitidos, por ejemplo:

- Contratos de Futuros y Contratos de Opciones de Renta Fija.
- Contratos de Futuros y Contratos de Opciones de Renta Variable.
- Contratos de Futuros y Contratos de Opciones de Divisas.
- Contratos de Futuros y Contratos de Opciones sobre Índices.

#### **4. Conclusión**

Los ejemplos anteriores proveen ejemplos claros de cómo se puede establecer un sistema de regulación del riesgo cambiario más allá de la imposición de reservas de capital mayores a mayor exposición al riesgo.

Por un lado, los sistemas antes mencionados fueron ejemplares en el tanto a medida que se liberalizaba el régimen cambiario se liberalizaba la forma como las entidades financieras podrían mitigar el riesgo cambiario (por ejemplo liberalizando las inversiones y los instrumentos de inversión de los fondos de pensiones).

Por otro lado, se promovió mediante medidas claras y utilizando reglas de participación explícitas mercados que permitían la mitigación del riesgo cambiario. Se promovieron mercados de derivados locales accesibles a cada vez mayor número de operadores. Esta promoción no sólo permitió mitigar el riesgo cambiario en sí mismo, sino que lo hizo más económico.

Finalmente, lo que demuestran los ejemplos anteriores es la debilidad de sistema costarricense en el tanto se liberalizó el régimen cambiario imperante sin la implementación y promoción de mecanismos claros de mitigación del riesgo cambiario. Por lo tanto, se dejó en desamparo a las entidades financieras ante un entorno de riesgo cada vez más fuerte.

# **Régimen Cambiario en Costa Rica y la Supervisión Financiera**

## **1. Supervisión Financiera**

La regulación del riesgo cambiario parte de una idea fundamental cual es la existencia de un sistema de regulación financiera que emita o no regulaciones sobre el riesgo cambiario. Antes de analizar la existencia de regulaciones respecto del riesgo cambiario, se realizará en esta sección una revisión inicial de los elementos característicos de la supervisión financiera y los principales sistemas de supervisión emanados principalmente de los Acuerdos del Comité de Basilea (los cuales serán revisados con posterioridad en el capítulo 3 de esta sección).

En primer lugar, es necesario mencionar que el sistema financiero desempeña un papel fundamental en la vida económica de una nación, según lo detalla Ware (1997, pág 2):

*“(a) Ocupan una posición central en el mecanismo de pagos para los hogares, el gobierno y los negocios.*

*(b) Aceptan depósitos, que son generalmente considerados como “dinero”; que se espera sean reembolsados por completo, ya sea a demanda o a su vencimiento; y que constituyen una parte de los activos financieros de la sociedad.*

*(c) En las economías de mercado, los bancos juegan un papel principalísimo en la asignación de los recursos financieros, al intermediar entre depositantes a fondos excedentes y prestatarios potenciales, sobre la base de juicios activos en cuanto a la capacidad de estos últimos para reembolsarlos. Esto ofrece marcado contraste con la práctica en condiciones de planificación central, donde los bancos típicamente actúan como meros conductos pasivos para la distribución de los fondos, sin necesidad de tener que tomar decisiones de crédito.”*

La importancia de la regulación del sistema financiero radica, entonces, en la necesidad de limitar el riesgo de pérdida para los depositantes manteniendo la confianza del público en las entidades financieras con el objetivo que éstas cumplan con ese rol estratégico (íbid, 1997, pág. 2). Sin embargo, la razón de la necesidad de la regulación del sistema financiero no se justifica tan sólo en la importancia del sistema financiero en la vida económica de una nación, sino también, la naturaleza propia del sistema financiero que genera una serie de condiciones que la tiñen con inestabilidad (íbid, 1997, págs. 2-3):

*“(a) Elevada relación (o “apalancamiento”) como resultado de la intermediación financiera de los bancos entre los depositantes y prestatarios; por comparación con la generalidad de las empresas industriales y comerciales, el capital de un banco es*

*pequeño con relación al tamaño de su hoja de balance. En consecuencia, cualquier pérdida puede tener un profundo efecto sobre la viabilidad del banco.*

*(b) Típicamente, los plazos de las estructuras de activos y obligaciones están fundamentalmente desparejados, es decir, no casan pues los activos tienden a tener un plazo de vencimiento más largo que las obligaciones, de nuevo una eficiencia virtualmente inevitable del papel de los bancos como intermediarios.*

*(c) De estas observaciones se sigue que la solvencia de un banco depende de su capacidad para conservar la confianza de sus depositantes y de los mercados o instituciones financieros, a los cuales tiene que recurrir para conseguir fondos.*

*(d) A veces, la falta de transparencia en las declaraciones financieras públicas obstaculiza, o aun frustra, los esfuerzos de las contrapartes para hacer un análisis racional de los esfuerzos de las contrapartes para hacer un análisis racional de los puntos fuertes y débiles del banco; las hojas de balance de los bancos y las posiciones fuera de la hoja de balance pueden cambiar más rápidamente que las de empresas industriales y comerciales, por lo que el conocimiento de sus bancos por los clientes es inevitablemente imperfecto.”*

Ahora bien, entendiendo la importancia de la supervisión del sistema financiero producto no sólo de la importancia y la necesidad de contar con un sistema financiero sano y seguro para los operadores sobre todo en consideración de la inestabilidad inherente que tiñe al

sistema financiero en sí mismo, el papel, o mejor dicho, la función del ente supervisor se puede determinar cómo “: (i) *actividades de protección del inversor centradas, fundamentalmente, en la elaboración y ejecución de las normas referidas a la gestión de las empresas y a sus obligaciones de información; (ii) supervisión microprudencial, que incluye inspecciones in situ y a distancia de la solidez y solvencia de entidades individuales, con el objetivo específico de proteger a los depositantes así como a otros acreedores particulares; (iii) análisis macroprudencial, que abarca todas las actividades destinadas a realizar el seguimiento del riesgo sistémico y a la identificación de las amenazas potenciales a la estabilidad derivadas de la situación macroeconómica, o bien de la evolución de los mercados financieros y de la infraestructura de los mercados*” (Banco Central Europeo , pág. 3).

Anteriormente, para cumplir con dichas metas existían dos corrientes de pensamiento respecto de la metodología sobre cómo alcanzarlas, según lo detalla el Gobernador Adjunto del Banco de la Reserva de Australia, Graeme Thompson, en una conferencia emitida el 28 de marzo de 1996 sobre “*Supervisión prudencial y el sistema financiero en cambio*” presentada en la Escuela de Derecho de la Universidad de Monash:

1. Supervisión prudencial.
2. Supervisión de producto.



Según explica el profesor Thompson la supervisión prudencial se enfoca en las instituciones financieras, con el objetivo de proteger la solvencia o la viabilidad de dichas instituciones<sup>12</sup>. A través de el establecimiento de adecuación del rangos de capital, rangos de liquidez y la solicitud de sistemas para el manejo de los riesgos, y sobre todo de los límites a la exposición del crédito otorgado, es que la supervisión prudencial intenta moldear las actuaciones de la entidades financieras con el objetivo de proteger la solvencia y la viabilidad de dichas instituciones (Thompson, 1996, pp. 30-31). Como se analizará más adelante, este sistema prudencial ha sido el escogido y promovido por el Comité de Basilea y condensados en los Acuerdos del Comité de Basilea I y II.

El segundo de los sistemas de supervisión identificados por el profesor Thompson es la supervisión de producto. Este sistema se enfoca no en la institución financiera en sí misma, sino que busca la supervisión de los productos e instrumentos ofrecidos por las instituciones financieras. El propósito de dicha supervisión es: 1) proteger a los consumidores en sus interacciones con las entidades financieras, sobre todo a aquellos individuos con un nivel técnico menor (no considerados como sofisticados) y 2) en la promoción de la competencia y la eficiencia a través de la mejora de la información disponible a los participantes del mercado (Thompson, 1996, p. 32).

---

<sup>12</sup> “*Prudential supervision focuses on institutions, with the aim of protecting their solvency or viability. As the term suggests, prudential supervisor are concerned with ensuring - or, more realistically, encouraging and promoting - prudent behavior by managers of financial institutions.*” (Thompson, 1996, p. 30)

Ahora bien, la realidad de la supervisión financiera no es tan blanca y negra como los teóricos lo apuntan o definen los diferentes sistemas. La supervisión financiera para Costa Rica aplica principios y condiciones que pueden ser identificados ante uno u otro de los sistemas de supervisión. Por ejemplo, el Reglamento sobre la Suficiencia Patrimonial de Entidades Financieras establece requisitos de requerimientos de capital que de no ser cumplidos por la entidad obtendrá una calificación deficiente con respecto de su suficiencia patrimonial. Por otro lado, el Reglamento sobre Oferta Pública de Valores establece restricciones para aquellos inversionistas calificados como no sofisticados, impidiéndoles su participación en determinados productos. Estos dos ejemplos, demuestran claramente la unión de los dos sistemas de un mismo sistema de supervisión financiera.

Finalmente, es importante mencionar que las tendencias modernas desde la crisis financiera del año 2008 y la extensión de los Acuerdos del Comité de Basilea III (Basilea III), apuntan a un sistema de supervisión macroprudencial. Según lo explicó el señor Rodrigo Bolaños Zamora, anterior presidente del Banco Central de Costa Rica, en la presentación “Reformas Financieras: Visión a futuro” realizada en mayo, 2013 en el marco de la I Cátedra de 30 aniversario de la Asociación Bancaria Costarricense, organizada por la Academia de Centroamérica, Reformas Financieras: El Camino Hacia Adelante, la supervisión macroprudencial de Basilea III debe:

1. Moderar el crecimiento de variables financieras (crédito, precios de activos reales).
2. Crear “amortiguadores” que puedan ser utilizados en épocas de tensión.
3. Reducir vulnerabilidad del sistema financiero a repentinas y agudas reversiones de variables económicas.

Alta coordinación entre Bancos Centrales y Reguladores/Supervisores.

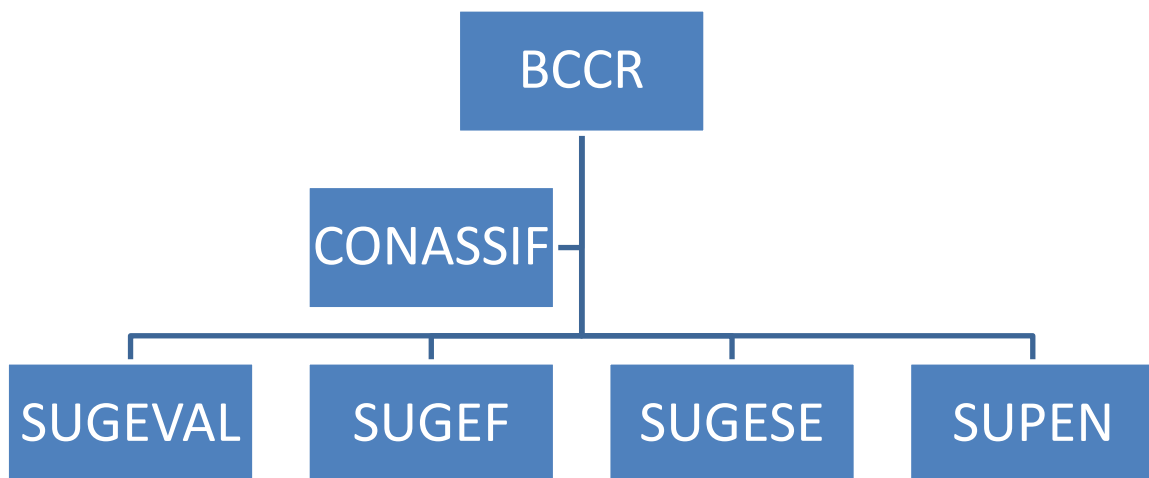
De esta manera, el señor Bolaños Zamora indica que la regulación y la supervisión bancaria en Costa Rica debe entrar en un proceso de consolidación y cobertura, siguiendo la tendencia internacional de Supervisión Basada en Riesgos (supervisión macroprudencial). Dicha tendencia más que establecer condiciones para evaluar a las entidades financieras mediante los indicadores de crédito, liquidez y otros; busca un manejo más estructural del riesgo por parte de las entidades financieras. De esta manera, la supervisión basada en riesgo tiende a solicitar la identificación de las áreas de riesgo en las entidades financieras con el objetivo de determinar cuáles son las medidas paliativas o los proyectos de contención en momentos de crisis (a través de stress-testing por ejemplo).

## **2. Marco Jurídico de la Supervisión Financiera en Costa Rica**

La regulación del régimen cambio en Costa Rica no escapa a esa tendencia legalista que ha caracterizado el entorno costarricense. Se podría pensar que en el tanto la regulación del

régimen cambiario es amplia en la legislación costarricense, o al menos no es omisa, la regulación del riesgo que los regímenes cambiarios proveen sería igual de amplia. Sin embargo, como se demostrará, a continuación, la situación es bastante disímil la legislación y regulación entre cada uno.

A continuación, se detalla la estructura del régimen de supervisión financiera del cual emanan las diferentes reglas respecto de regulación del régimen cambiario:



## 2.1. Banco Central de Costa Rica

El origen de la regulación del régimen cambiario es identificado, al igual que la mayoría de las normas regulatorias financieras de Costa Rica, en la Ley Orgánica del Banco Central de

Costa Rica (en adelante identificada como LOBCCR). Si se parte de la definición establecida en el artículo 1 de la LOBCCR, donde se establece el Banco Central de Costa Rica (en adelante identificado como BCCR) como una institución autónoma de derecho público<sup>13</sup>, el artículo 2° de la LOBCCR define los objetivos del BCCR (los cuales no son pocos), entre los que se incluyen:

*“Artículo 2.- Objetivos*

*El Banco Central de Costa Rica tendrá como principales objetivos, **mantener la estabilidad interna y externa de la moneda nacional y asegurar su conversión a otras monedas** y, como objetivos subsidiarios, los siguientes:*

*a) **Promover el ordenado desarrollo de la economía costarricense, a fin de lograr la ocupación plena de los recursos productivos de la Nación, procurando evitar o moderar las tendencias inflacionistas o deflacionistas que puedan surgir en el mercado monetario y crediticio.***

*b) **Velar por el buen uso de las reservas monetarias internacionales de la Nación para el logro de la estabilidad económica general.***

*c) **Promover la eficiencia del sistema de pagos internos y externos y mantener su normal funcionamiento.***

---

<sup>13</sup> Esta investigación no hará un análisis desde la perspectiva del derecho administrativo sobre la naturaleza jurídica del BCCR en el tanto existen muchas y mejores investigaciones que sí lo detallan a cabalidad.

*d) Promover un sistema de intermediación financiera estable, eficiente y competitivo." (negrita no es original)*

Es decir, de la literalidad del artículo, el objetivo más importante de la Institución es la estabilidad interna y externa de la moneda nacional y su relación con otras monedas; por lo tanto, su mayor objetivo es el régimen cambiario y la política monetaria en sí misma. Por otro lado, debería derivarse de los objetivos a) y d) dos caminos para el BCCR en directa conexión con el régimen cambiario y el riesgo cambiario. Por un lado, la obligación de promover el ordenado desarrollo de la economía procurando evitar tendencias de inflación o deflación surgidas en el mercado monetario (regulación entorno al régimen cambiario) y por otro lado, el establecimiento de un sistema de intermediación financiero estable, eficiente y competitivo (regulación entorno al riesgo cambiario). Pero los objetivos determinados por la legislación al BCCR no fueron limitados a dicha norma, el artículo 3° de la LOBCCR precisa como “funciones esenciales”:

*“a) El mantenimiento del valor externo y de la conversión de la moneda nacional.*

....

*c) La definición y el manejo de la política monetaria y cambiaria.*

....

*j) El establecimiento de las regulaciones para la creación, el funcionamiento y el control de las entidades financieras.*

...

*l) El desempeño de cualesquiera otras funciones que, de acuerdo con su condición esencial de Banco Central, le correspondan.”*

Interesante observar en estas “funciones esenciales” del BCCR un importante número de mandatos que hacen referencia a los temas antes citados. En total, las funciones que detalla el artículo 3° son 11; pero tomando en cuenta que el punto 11 de las funciones (el punto j)) queda abierto para la discreción del BCCR, de 10 funciones específicas al menos 3, es decir, un 30% de las funciones encomendadas al BCCR como esenciales tienen relación directa con el régimen cambiario y la regulación del riesgo cambiario. Aún más, el artículo 28 y el artículo 85 de la LOBCCR establecen detallan aún más el mandato establecido al BCCR en estas materias. En primer lugar, el artículo 28 establece las atribuciones, competencias y deberes de la Junta Directiva del Banco Central, que según el artículo 17 de la misma Ley es el órgano de dirección de la entidad, entre las cuales resaltan:

*“a) En materia cambiaria:*

*i) Establecer, con el voto favorable de por lo menos cinco de sus miembros, el régimen cambiario que considere apropiado, ajustándose a las disposiciones legales.*

*ii) La Junta Directiva podrá establecer un régimen cambiario en el cual la determinación del tipo de cambio le corresponda efectuarla al Banco Central. En este caso, la fijación deberá hacerla la Junta Directiva con el voto favorable de, por lo menos, cinco de sus miembros. También podrá la Junta establecer un régimen cambiario, donde la determinación del tipo de cambio le corresponda hacerla al mercado. En este caso, podrá adoptar un sistema con intervención del Banco o sin ella.*

*iii) En el caso en que el sistema que establezca el Banco Central requiera, para el cumplimiento de los fines establecidos en esta ley, la intervención del Banco en el mercado de divisas, la Junta Directiva establecerá los límites de dichas acciones y ejercerá un control sobre ellas.*

...

*c) Dirigir la política monetaria, cambiaria y crediticia de la República y reglamentar de modo general y uniforme, las normas a que los intermediarios financieros deberán ajustarse.”*



Pero no se trata solamente de dos atribuciones dentro de más de 20 atribuciones, sino se trata de reglas específicas sobre el régimen cambiario de la manera más clara y específica.

Se le atribuye a la Junta Directiva del BCCR: establecer el régimen cambiario, la libertad de determinar ya sea un régimen cambiario rígido o un régimen cambiario estable (la decisión dependerá de la Junta Directiva) y una responsabilidad de autolimitación respecto de sus intervenciones en el mercado en el ejercicio de su función. Por otro lado, el artículo 85, antes mencionado, detalla sobre la determinación del régimen cambiario:

*“Artículo 85.- Determinación de régimen cambiario*

*El régimen aplicable a las transacciones cambiarias será determinado por la Junta Directiva del Banco Central con el voto favorable de por lo menos cinco de sus miembros. Tal determinación la tomará la Junta de acuerdo con las circunstancias económicas prevalecientes, con apego a lo dispuesto en el artículo 28 de esta ley y a las disposiciones legales vigentes.*

*No obstante, cualquier régimen que establezca deberá garantizar la libre conversión de la moneda nacional por otras monedas; en consecuencia, no podrá establecer restricciones a la venta de divisas, salvo las contempladas en esta ley.”*

Estas normas parecen demostrar de manera clara en primer lugar la obligación del BCCR de regular las relaciones cambiarias de la República de Costa Rica, y por otro lado, la potestad de la entidad en la figura de la Junta Directiva de la Institución, de establecer el régimen cambiario correspondiente. Al estas disposiciones, una serie importante, tal vez más numerosa que la anterior, detalla la obligación de la entidad por determinar las normas regulatorias para la estabilidad de las entidades financieras; normas que precisan entonces, la obligación de establecer normas respecto del riesgo cambiario y su regulación, mitigación y medición. Méndez Hidalgo & Barquero Paniagua (2010) configuran esta obligación del BCCR en la siguiente cita (pág. 91):

*“La conducción de la política monetaria, implica que el Banco Central defina y administre la política cambiaria, según el artículo 3 de la LOBCCR y por ende, tenga la potestad discrecional para determinar el régimen cambiario, conforme a los artículos 28 y 85 de ésta Ley, los cuales encomiendan a la Junta Directiva del BCCR entre sus atribuciones, competencias y deberes el establecimiento del régimen cambiario que considere apropiado de conformidad con las circunstancias económicas prevalecientes.”*

Ahora bien, a pesar de las indicaciones de manera clara y precisa sobre las obligaciones y atribuciones del BCCR, su autoridad la diluye en entidades de supervisión del sistema

financiero nacional de manera que pueda la institución regular aquellos parámetros macro dentro de sus atribuciones, delegando las atribuciones micro a entidades de supervisión. De esta visión de delegación de la potestad de supervisión nace dos tipos de instituciones:

- CONASSIF
- Superintendencias

Para entender la regulación que encierra en particular la regulación del riesgo cambiario en los reglamentos vigentes, es necesario entonces entender las instituciones de las que dichos reglamentos y disposiciones emanan.

## **2.2. CONSEJO NACIONAL DE SUPERVISIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO**

La configuración del sistema financiero costarricense, en particular su regulación, cambió de manera drástica con las reformas financieras llevadas a cabo en el año 1995:

*“la supervisión del Sistema Financiero costarricense da un giro radical al adoptar un modelo de supervisión prudencial -basado en riesgos- en sustitución del anterior modelo de simple fiscalización, como forma de organizar, operativa y legalmente,*

*la comercialización de servicios financieros.”* (Ramos Chacón & Rugama Carmona, 2009, pág. 159)

Las reformas llevaron, además a que la LOBCCR estableciera la importancia de crear entidades de supervisión del sistema financiero para un adecuado control de la actividad:

*“En lo que a intermediarios financieros se refiere, la importancia de esa función supervisora, a que hace referencia la jurisprudencia reseñada, quedó plasmada en el texto de los artículos 115 y 116 de la Ley Orgánica del Banco Central (Ley 7558 del 3 de noviembre de 1995), [...]”* (Ramos Chacón & Rugama Carmona, 2009, pág. 160)

Dentro de esta transformación que apuntan Ramos Chacón & Rugama, el evento que modifica claramente el panorama de la supervisión es la Ley N°7732 del 8 de diciembre de 1997 denominada “Ley Reguladora del Mercado de Valores” (en adelante LRMV). A pesar de la supuesta especificidad de la normativa, en ella se contiene la creación del Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (en adelante CONASSIF). Dicha entidad sería el órgano de dirección de las Superintendencias:

- Superintendencia General de Entidades Financieras (en adelante SUGEF)
- Superintendencia General de Valores (en adelante SUGEVAL)
- Superintendencia de Pensiones (en adelante SUPEN)
- Superintendencia de Seguros (en adelante SUGESE) en un momento posterior.

El papel del CONASSIF no es menor, el artículo 171 de la LRMV establece las principales funciones de la entidad, entre las que se destacan para efectos de la presente investigación:

*“a) Nombrar y remover al Superintendente General de Entidades Financieras, al Superintendente General de Valores y al Superintendente de Pensiones; asimismo, a los respectivos intendentes, auditores y al subauditor interno de la Superintendencia de Entidades Financieras.*

*b) Aprobar las normas atinentes a la autorización, regulación, supervisión, fiscalización y vigilancia que, conforme a la ley, deben ejecutar la Superintendencia General de Entidades Financieras, la Superintendencia General de Valores y la Superintendencia de Pensiones. No podrán fijarse requisitos que restrinjan indebidamente el acceso de los agentes económicos al mercado financiero, limiten la libre competencia ni incluyan condiciones discriminatorias.*

[...]

*i) Reglamentar el intercambio de información que podrán realizar entre sí las diferentes Superintendencias, para el estricto cumplimiento de sus funciones de supervisión prudencial. La Superintendencia que reciba información en virtud de este inciso, deberá mantener las obligaciones de confidencialidad a que está sujeto el receptor inicial de dicha información.*

*j) Aprobar las normas generales de organización de las Superintendencias y las auditorías internas.*

*[...]*

*n) Aprobar las normas que definan cuáles personas físicas o jurídicas, relacionadas por propiedad o gestión con los sujetos fiscalizados, se considerarán parte del mismo grupo de interés económico, para asegurar una diversificación adecuada de las carteras y resolver y evitar los conflictos de interés.*

*ñ) Aprobar las disposiciones relativas a las normas contables y de auditoría, según los principios de contabilidad generalmente aceptados, así como la frecuencia y divulgación de las auditorías externas a que obligatoriamente deberán someterse los sujetos supervisados. En caso de conflicto, estas normas prevalecerán sobre las emitidas por el Colegio de Contadores Públicos de Costa Rica.*

*[...]*

*q) Aprobar las normas garantes de la supervisión y el resguardo de la solidez financiera de los regímenes de pensiones del Poder Judicial y cualesquiera otros creados por ley o convenciones colectivas.*

*s) Ejercer las demás atribuciones conferidas en las leyes respectivas, sobre los sujetos supervisados por la Superintendencia General de Entidades Financieras, la Superintendencia General de Valores y la Superintendencia de Pensiones.*

*El Consejo Nacional podrá encargar el conocimiento de determinados asuntos a comisiones integradas por algunos de sus miembros, de conformidad con las reglas que establezca.”*

Las funciones del CONASSIF giran en torno a la aprobación final de los reglamentos y disposiciones que establecen las Superintendencias a sus entidades supervisadas y como regulador oficial de las relaciones entre las Superintendencias entre sí y con los supervisados. Esta afirmación es respaldada por el estudio realizado por Ramos Chacón & Rugama Carmona (2009) en la siguiente cita (pág. 163):

*“Por medio de la mencionada ley surge el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema*

*Financiero -CONASSIF- con la Ley 7732 del 17 de diciembre de 1997, como órgano colegiado superior de esas superintendencias, cuya función principal es la coordinación y en su momento la reestructuración del esquema de las Superintendencias existentes, a saber en ese momento SUGEF, SUPEN y SUGEVAL.*

*El nuevo órgano –CONASSIF- no sólo concentra la función de coordinación sino que también concentra función de nombramientos de los Superintendentes e Intendentes, la aprobación de los presupuestos de los órganos supervisores, la autorización, revocación, suspensión e intervención de los sujetos supervisados y de realización de oferta pública, y adicionalmente se le concede la potestad para dictar la regulación del Sistema Financiero en su conjunto.”*

### **2.3. Entidades Supervisoras**

En este momento, el CONASSIF es la entidad directora de 4 entidades supervisoras o superintendencias:

- SUGEVAL
- SUGEF
- SUPEN



- SUGESE

### **2.3.1. SUPERINTENDENCIA GENERAL DE VALORES**

La SUGEVAl es, al igual que las demás superintendencias, una entidad desconcentrada del Banco Central de Costa Rica. Fue creada mediante la Ley N° 7732 del 17 de diciembre de 1997. Según lo establece el artículo 3° de la Ley supra la SUGEVAl “velará por la transparencia de los mercados de valores, la formación correcta de los precios en ellos, la protección de los inversionistas y la difusión de la información necesaria para asegurar la consecución de estos fines. Regirá sus actividades por lo dispuesto en esta ley, sus reglamentos y las demás leyes aplicables.” Y además “La Superintendencia regulará, supervisará y fiscalizará los mercados de valores, la actividad de las personas físicas o jurídicas que intervengan directa o indirectamente en ellos y los actos o contratos relacionados con ellos, según lo dispuesto en esta ley.”

Es decir, el ámbito de aplicación de la SUGEVAl es el mismo ámbito de aplicación de la LRMV: regular los mercados de valores, las personas físicas o jurídicas que intervengan directa o indirectamente en ellos, los actos o contratos relacionados con tales mercados y los valores negociados en ellos (de acuerdo en el artículo 1° de la LRMV).

Si bien, la SUGEVAl puede contar con una serie de comités de consulta (siguiendo el artículo 7° de la LRMV), el órgano máximo de la institución es el Superintendente. De

acuerdo en el artículo 8°, el cual establece las atribuciones del Superintendente, serán las atribuciones del Superintendente, en mayor relación con la presente investigación:

*“a) Ejercer, en nombre y por cuenta del Banco Central de Costa Rica, la representación judicial y extrajudicial de dicho Banco para las funciones propias de su cargo, con atribuciones de apoderado generalísimo sin límite de suma. Podrá delegar poderes en los intendentes u otros funcionarios de la Superintendencia, conforme a las normas dictadas por el Consejo Nacional.*

*b) Someter a la consideración del Consejo Nacional los proyectos de reglamento que le corresponda dictar a la Superintendencia, de acuerdo con esta ley, así como los informes y dictámenes que este Consejo requiera para ejercer sus atribuciones.*

*[..]*

*d) Imponer, a las entidades fiscalizadas, las medidas precautorias y las sanciones previstas en el título IX de esta ley, salvo las que le corresponda imponer al Consejo Nacional.*

*e) Ejecutar los reglamentos y acuerdos del Consejo Nacional.*

*[..]*

*g) Aprobar los estatutos y reglamentos de bolsas de valores, sociedades de compensación y liquidación, centrales de valores y sociedades clasificadoras de*

*riesgo. El Superintendente podrá suspender temporalmente estos reglamentos, modificarlos o revocarlos cuando sea necesario para proteger al público inversionista o tutelar la libre competencia, conforme a los criterios generales y objetivos que definan los reglamentos dictados por el Consejo Nacional.*

*h) Autorizar las disminuciones y los aumentos de capital de bolsas, centrales de valores, sociedades administradoras de fondos de inversión, sociedades de compensación y liquidación y demás personas jurídicas sujetas a su fiscalización, salvo las entidades fiscalizadas por la Superintendencia General de Entidades Financieras, los emisores y puestos de bolsa. La autorización para disminuir y aumentar el capital de los puestos de bolsa corresponderá a las bolsas, las cuales deberán exigir el cumplimiento de los requisitos de capital establecidos reglamentariamente por el Consejo Nacional para los puestos de bolsa.*

*[..]*

*j) Adoptar todas las acciones necesarias para el cumplimiento efectivo de las funciones de autorización, regulación, supervisión y fiscalización que le competen a la Superintendencia según lo dispuesto en esta ley.*

*l) Exigir, a los sujetos fiscalizados, toda la información razonablemente necesaria, en las condiciones y periodicidad que determine, por reglamento el Consejo Nacional, para cumplir adecuadamente con sus funciones supervisoras del mercado de valores. Para ello, sin previo aviso podrá ordenar visitas de auditoría a*

*los sujetos fiscalizados. La Superintendencia podrá realizar visitas de auditoría a los emisores, con el fin de aclarar la información de las auditorías. Sin embargo, cuando el emisor coloque valores en ventanilla, la Superintendencia podrá inspeccionar los registros de las colocaciones de los emisores y dictar normas sobre la manera de llevarlos.*

*q) Solicitar al Consejo Nacional la suspensión, intervención y revocación de la autorización del funcionamiento de los entes supervisados y la suspensión o revocación de la autorización de la oferta pública.”*

Se podría afirmar, entonces, que los reglamentos que emanan del CONASSIF específicos a la regulación del mercado de valores nacen del Superintendente de la SUGEVAL. En ese tanto, si la regulación emana de alguna forma de la SUGEVAL, la introducción de regulaciones específicas, por ejemplo de tipo de riesgo cambiario, serán, tanto responsabilidad de la SUGEVAL como del CONASSIF. Por otro lado, es indiscutible la función de supervisor de las regulaciones por parte de la Superintendencia.

### **2.3.2. SUPERINTENDENCIA GENERAL DE ENTIDADES FINANCIERAS**

El origen de la Superintendencia General de Entidades Financieras (en adelante SUGEF) puede ser rastreado en diferentes departamentos al interno del Banco Central quienes se

encargaban de ejercer “la vigilancia y fiscalización permanente de todos los departamentos y dependencias del Banco, de las demás instituciones bancarias del país, incluyendo sucursales y otras dependencias, y cualesquiera otras entidades que las leyes sometan a su control.” como lo indicaba el artículo 44 de la Ley N°1552. Pero su forma actual se encuentra en el artículo 115 de la actual LOBCCR donde se establece su creación con el objetivo de “fiscalización de las entidades financieras del país”.

Le corresponde a la SUGEF, en primer lugar, el otorgamiento de la autorización para realizar intermediación financiera a las entidades que pretendan realizar esta actividad en el país (artículo 116). Por otro lado, y en segundo lugar, la SUGEF debe fiscalizar los bancos públicos y privados, empresas financiera no bancarias, las mutuales de ahorro y préstamo, las cooperativas de ahorro y crédito y las asociaciones solidaristas, y cualquier otra entidad autorizada para realizar intermediación financiera y los entes autorizados por el BCCR a participar en el mercado cambiario (artículos 117, 118 y 119). El artículo 119 de la LOBCCR, además de establecer la obligación de la SUGEF de fiscalizar y supervisar las entidades mencionadas anteriormente, determina en tercer lugar, la obligación de la SUGEF de “dictar las normas generales que sean necesarias para el establecimiento de sanas prácticas bancarias, todo en salvaguarda del interés de la colectividad.” Por otra parte, además de todas las tareas encomendadas en el artículo 131 de la LOBCCR, el inciso m) establece:

*“m) Recomendar, al Consejo Nacional, las normas generales para clasificar y calificar la cartera de créditos y los demás activos de las entidades fiscalizadas, para constituir las provisiones o reservas de saneamiento y para contabilizar los ingresos generados por los activos, **con el fin de valorar, en forma realista, los activos de las entidades fiscalizadas y prever los riesgos de pérdidas.** No obstante, el Consejo Nacional podrá dictar normas más flexibles, en relación con créditos por montos inferiores al límite que fije la Superintendencia.”*

Se debe hacer especial énfasis en el inciso anterior en el tanto se determina, al igual que en el caso del BCCR, aunque de manera más clara, la obligación de la institución de recomendar ante el CONASSIF las normas generales que permitan valorar en forma realista los activos de las entidades fiscalizadas de manera que se pueda prever los riesgos de pérdidas. Por lo tanto, sería obligación de la SUGEF de establecer recomendaciones acerca de la regulación del riesgo cambiario en atención al artículo 131 inciso m) de la LOBCCR.

### **2.3.3. SUPERINTENDENCIA DE PENSIONES**

La última de las entidades supervisoras creadas durante la década de los 90 del siglo pasado se refiere a la Superintendencia de Pensiones (en adelante SUPEN). El artículo 33 de la Ley

N° 7523 Ley del Régimen Privado de Pensiones Complementarias creó la SUPEN como otro órgano de desconcentración máxima adscrito al BCCR con el mandato que “autorizará, regulará, supervisará y fiscalizará los planes, fondos y regímenes contemplados en esta ley... y la actividad de las operadoras de pensiones, de los entes autorizados para administrar los fondos de capitalización laboral y de las personas físicas y jurídicas que intervengan, directa o indirectamente, en los actos o contratos relacionados con las disposiciones de esta ley.” Según el artículo el artículo 1 de dicha ley, ésta tiene como objetivo “autorizar y regular la creación de los sistemas o planes de pensiones complementarias destinadas a brindar los beneficios de protección complementaria antes los riesgos de la vejez y la muerte, así como los planes de capitalización individual destinados a fomentar y estimular la previsión y el ahorro a mediano y largo plazo.” Pero a pesar de la poca claridad de los objetivos indicados en la Ley N°7523, mediante la Ley N° 7983, Ley de Protección al Trabajador, el ámbito de acción del la SUPEN se amplió de manera considerable al incluir dentro de regulación los regímenes básicos de pensiones, el Régimen de Invalidez, Vejez y Muerte, los fondos complementarios de pensiones creados por leyes especiales o convenciones colectivas, el Régimen no contributivo de la Caja Costarricense del Seguro Social y el Régimen de Riesgos de Trabajador.

La SUPEN tiene como principales facultades las indicadas en el artículo 36, al tiempo que el artículo 38 establece las principales atribuciones (ambas normas de la Ley N° 7523). Al igual que lo indicado en el caso de la SUGEF, pero con mucha menor claridad, se indica en el artículo 38 normas sobre la obligación de la entidad de establecer regulaciones que de

alguna forma ayuden a la mitigación del riesgo en general y el riesgo cambiario en particular:

*“d) Imponer, a las entidades reguladas, las medidas precautorias y las sanciones previstas en esta ley, salvo las que corresponda imponer al Consejo.*

...

*f) Adoptar todas las acciones necesarias para el cumplimiento efectivo de las funciones de autorización, regulación, supervisión y fiscalización que le competen a la Superintendencia, según esta ley y las normas emitidas por el Consejo Nacional.*

*g) Proponer al Consejo Nacional las normas por seguir en materia de valoración y custodia de los activos de los Fondos regulados por la Ley de Protección al Trabajador.*

...

*j) Aplicar las normas y los reglamentos dictados por el Consejo Nacional.*

...

*m) Vigilar el cumplimiento estricto por parte de los entes supervisados, de los reglamentos, acuerdos y las resoluciones dictados por el Consejo Nacional.*

...



*o) Dictar las resoluciones necesarias y evaluar la solidez financiera de los regímenes supervisados.*

*p) Fiscalizar la inversión de los recursos de los fondos administrados por los entes supervisados y la composición de su portafolio de inversiones.”*

Aún cuando las atribuciones indicadas no menciona el riesgo en general o el riesgo cambiario en particular como un mandato de regulación y vigilancia para la entidad, el artículo 41 de la misma Ley sí cumple ese cometido al indicar de manera contundente (introducido mediante una reforma del artículo 79 de la Ley N°7983 del 16 de febrero del 2000):

*“Artículo 41.- Definición de grados de irregularidad financiera. Para velar por la estabilidad y eficiencia del sistema de pensiones, el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero dictará un reglamento que le permita a la Superintendencia determinar situaciones de inestabilidad o irregularidad financiera en los fondos administrados por los entes regulados. **Este reglamento incluirá, al menos, los siguientes elementos normativos: definiciones de grados de riesgo de los activos del fondo, grados de riesgo de liquidez, riesgo de variaciones de tasas de interés, riesgo cambiario y otros riesgos que considere oportuno evaluar. ...”***

La indicación es relevante por dos razones fundamentales: en primer lugar, establece la obligación de dictar normas específicas que incluya dentro de sus parámetros y regulaciones el riesgo cambiario (una norma pionera e innovadora) y, en segundo lugar, determina el mandato no a la SUPEN sino al CONASSIF. Es decir, la obligación de establecer dicha normativa debe provenir del CONASSIF y no de la SUPEN. Esta norma es un espejo del mandato establecido, además en la Ley de Protección al Trabajador artículo 41.

#### **2.3.4. SUPERINTENDENCIA GENERAL DE SEGUROS**

La más reciente de las Superintendencias fue creada en el año 2008 mediante la Ley N° 8653, Ley Reguladora del Mercado de Seguros. Esta Ley, en su artículo 28, crea la Superintendencia General de Seguros (en adelante SUGESE) con el objetivo, según el artículo 29, de “velar por la estabilidad y el eficiente funcionamiento del mercado de seguros, así como entregar la más amplia información de los asegurados.” Al ser la normativa más moderna respecto de la regulación financiera dicha Ley no escapa a la evolución de una supervisión basada en riesgos, como lo determina el artículo 30 de la Ley al indicar la obligación del Consejo Nacional, nuevamente un mandato para el CONASSIF, sobre la evaluación de riesgos e intervención. En detalle, el artículo 30 de la de Ley N° 8653 detalla:

*“El Consejo Nacional definirá el modelo de evaluación de áreas de riesgo y control del régimen de solvencia de las entidades aseguradoras y reaseguradoras, así como los parámetros de alerta temprana e intervención de la Superintendencia. Sin perjuicio de lo anterior, será aplicable el artículo 156 de la Ley reguladora del mercado de valores, N.º 7732, de 17 de diciembre de 1997.*

*Los entes que hagan oferta pública de seguros o reaseguros sujetos a supervisión de la Superintendencia, no podrán acogerse a los procesos de administración y reorganización por intervención judicial ni a los convenios preventivos de acreedores.*

*Los auditores internos y externos de las entidades supervisadas deberán poner en conocimiento de la Superintendencia, en forma inmediata, las situaciones detectadas que puedan concebirse como operaciones ilegales o pudieren poner en riesgo la estabilidad de la entidad.”*

Pero adicional a dicho mandato, el artículo 12 de la Ley Reguladora del Mercado de Seguros está llena de regulaciones sobre el riesgo. Por ejemplo, el artículo 12, en relación con el requerimiento de capital de las entidades reguladas establece:

*“Se entenderá como requerimiento de capital, el patrimonio mínimo libre de todo compromiso previsible que debe mantener la entidad aseguradora. **Este deberá ser suficiente para cubrir al menos la estimación del riesgo técnico, el riesgo de***

*crédito, el riesgo de mercado y el riesgo operacional que enfrenta la entidad aseguradora.*

*Para dicha determinación, el reglamento considerará la valoración de activos y pasivos a su valor económico y la cesión de riesgos por parte de la entidad mediante sistemas admitidos.”*

Es claro entonces que se vuelve a establecer la obligatoriedad del CONASSIF de dictar los reglamentos y disposiciones que evalúen el riesgo en general, y riesgo cambiario en particular, para una adecuada mitigación.

Una vez revisado cual es el marco de regulación del sistema financiero y de los mandatos respecto de la regulación del riesgo, se analizará la evolución histórica del régimen cambiario en Costa Rica.

### **3. Evolución Histórica del Régimen Cambiario en Costa Rica**

Se ha presentado el sistema legal y reglamentario que compone el régimen cambiario en Costa Rica, sin embargo, el estado actual no ha sido estático, sino que ha evolucionado en el tiempo a medida que las condiciones del país se han modificado al tiempo que el entorno mundial también lo ha hecho. Para la próxima descripción se sigue la presentación

realizada por Peralta y Alvarado (1994) en la que dividen el régimen cambiario del Costa Rica en cuatro etapas o fases de interés:

- Fase I: desde 1945 hasta 1979
- Fase II: desde 1979 hasta 1984
- Fase III: desde 1984 hasta 1992
- Fase IV: desde 1992 hasta 1994

Finalmente se presentará una etapa más, respecto del sistema actual y su futura proyección camino a un entorno mucho más liberalizado en relación con el tipo de cambio.

### **3.1. Fase I**

La primera de estas etapas abarcaría los años desde 1945 hasta 1979. En este periodo, en la economía mundial privaba lo que era conocido como el patrón oro modificado (Peralta & Alvarado, 1994, pág. 1). Según este modelo, los Estados Unidos de América establecían el precio del oro por onza. Adicionalmente, existía el compromiso de compra y venta del oro a ese precio con los demás gobiernos. Los demás gobiernos, por su lado, se comprometían a mantener un tipo de cambio fijo de sus monedas, con respecto al dólar (Peralta & Alvarado, 1994, pág. 2). Sin embargo, el sistema colapsó debido a que los Estados Unidos de América comenzó a generar grandes déficits comerciales, estos dieron origen a un elevado número de dólares en el mercado. El sistema quiebra finalmente debido a la

negativa de los Estados Unidos de convertir dólares en oro (Peralta & Alvarado, 1994, pág. 2). Ante esta crisis el país, al igual que muchos otros países, deciden tomar medidas económicas que trajeran una mayor estabilidad a su tipo de cambio, y por ende, a sus economías. Antes de la implementación del nuevo régimen, los tipos de cambio se “establecen entre diversas monedas a partir de esquemas de flotación sucia con tipos de cambio de bandas, lo cual quiere decir que se permitía que el tipo de cambio fluctuara en determinado porcentaje hacia la alza o la baja.” (Peralta & Alvarado, 1994, págs. 2-3).

### 3.2. Fase II

La segunda fase dentro de la evolución histórica del tipo de cambio en Costa Rica, que abarca los años desde 1979 hasta 1984, comprende un sistema donde el país “practicó un proceso de liberalización cambiaria y flotación sucia...” (Peralta & Alvarado, 1994, pág. 1). Según los autores, antes mencionados, durante este periodo el país entra en una crisis económica. Esta crisis tuvo como principales características: una alta inflación y devaluación interna. Este período es explicado por los autores Peralta y Alvarado (1994, pág. 4):

*“problemas externos en balanza de pagos, tales como el incremento en el precio del petróleo y, en alguna medida la disminución en los precios internacionales del*

*café. A su vez en este período cesaron las negociaciones con el Fondo Monetario Internacional, así como otros acreedores internacionales, de tal manera que la falta de divisas en poder del Banco Central promovió una liberalización del tipo de cambio de manera no planeada, de ahí que los efectos especulativos se hicieron muy fuertes y el tipo de cambio prácticamente se cuadruplicó en este periodo.”*

### **3.3. Fase III**

La tercera fase de la de la evolución histórica del tipo de cambio. Este período comprende los años desde 1984 hasta 1992. Durante este período el Banco Central de Costa Rica establece el sistema de minidevaluaciones. Durante la administración de Luis Alberto Monge se intenta por todos los medios el saneamiento de las políticas fiscales y monetarias del país. Durante este periodo se inicia la política de las mini-devaluaciones. El sistema de mini-devaluaciones “la particularidad de que facilita la toma de decisiones de los agentes económicos, debido a que al mantenerse esta política es fácil pronosticar el tipo de cambio y, por ende, el proceso de planeación, en este campo, es más sencillo. Sin embargo, esta política presenta el inconveniente de que, en ocasiones, las decisiones sobre el monto y frecuencia de las mini-devaluaciones se realiza, según un criterio subjetivo, razón por la cual se puede perjudicar o beneficiar a diversos sectores económicos” (Peralta & Alvarado, 1994, pág. 6).

### 3.4. Fase IV

La fase cuatro se refiere al período comprendido durante 1992. Durante la administración de Rafael Ángel Calderón Fournier, se modificó el sistema de mini-devaluaciones por un sistema hacia la liberalización cambiaria. Este período es descrito por los autores Peralta y Alvarado (1994, págs. 6-7):

*“Este proceso generó una gran incertidumbre dentro del mercado costarricense, especialmente en el sector productivo, debido a que, producto del proceso de liberalización cambiaria, surgen expectativas y riesgos en el mercado, los cuales generaron un impacto muy importante dentro del sector importador, principalmente, el cual paralizó las importaciones de bienes puesto que no tenían claro cuál iba a ser la tendencia que seguiría el tipo de cambio luego de este proceso.*

*Por otro lado los inversionistas costarricense, tanto los que realizaban proyectos económicos así como transacciones financieras en títulos valor, al tomar en cuenta la incertidumbre generada en el proceso, disminuyeron el monto de transacciones en esta actividad, lo cual generó que parte de la inversión financiera, tanto en dólares como en colones, haya disminuido en este periodo.”*



De los elementos anteriores se desprende que el experimento hacia la liberalización cambiaria fue un fracaso para la administración Calderón, por lo que se volvió al régimen de las bandas cambiarias.

### **3.5. Fase V y Fase VI**

A las 4 fases antes mencionadas por Peralta y Alvarado, se deben de agregar dos periodos más. El quinto periodo, abarcaría los años de 1993 hasta el 2002. Dicho período supondría el sistema de mini-devaluaciones en su regreso luego del intento de liberalización. El sexto, dentro de los periodos de evolución del tipo de cambio de Costa Rica. Sería el actual régimen, caracterizado por un sistema de bandas cambiarias.

## **4. Acuerdos del Comité de Basilea**

Según lo explica el señor Lionel Van Lare Dosso, Vice-gobernador del Banco de Ghana, en el “Seminario regional de supervisión basada en riesgo” del año 2006, el escenario bancario internacional en general ha experimentado en los últimos años una fuerte tendencia a la globalización y consolidación del sistema financiero. De esta manera, la estabilidad del

sistema financiero se ha convertido en el reto central de los reguladores y supervisores bancarios alrededor del mundo<sup>14</sup> (Van Lare Dosso, 2006). Producto de esta evolución, continúa el experto, las crecientes diversidades y complejidades del negocio bancario, el aumento de la innovación en los productos ofrecidos en un intricado sistema de riesgo, el efecto de contagio que las crisis pueden producir debido a las interconexiones y la interdependencia de los bancos, adicional a la tendencia de los negocios sin fronteras, exigen de un nuevo enfoque para asegurar la salud del sistema financiero. Este objetivo, la salud del sistema financiero, es la meta del sistema de supervisión basado en riesgo. Este objetivo es logrado mediante la determinación si “el capital de los entes financieros es suficiente colchón como para responder en todo momento (o al menos en un 99,5% de los casos) por la totalidad de los riesgos asumidos.” (Vargas, 2009) Según Thelmo Vargas, anteriormente, el riesgo se medía mediante un sistema de silos, es decir, una medición por separado y en función de ésta se les asignaba un capital determinado. La suma de los capitales determinados se configuraba como el monto de capital de soporte para la entidad. Según el mismo autor “Esta técnica es un tanto débil, pues el riesgo es una medida de la volatilidad de los resultados (no de la pérdida esperada) y en esta materia operan importantes efectos mezcla que indican, por ejemplo, que el riesgo total de una cartera conformada por dos exposiciones es, en general, menor a la suma de los riesgos de los componentes.” (Vargas, 2009)

---

14 The international banking scene in general has in recent years witnessed strong trends towards globalization and consolidation of the financial system. Stability of the financial system has become the central challenge to bank regulators and supervisors throughout the world. The multi-lateral initiatives leading to evolution of international standards and codes and evaluation of adherence thereto represent resolute attempts to address these challenges.

Según lo define Van Lare Dosso, el sistema de supervisión basado en riesgo es un proceso de estimación que involucra el monitoreo continuo y la evaluación de los perfiles de riesgo en relación con la estrategia de negocio y la exposición. Sin embargo, el éxito de dicha supervisión está íntimamente unido al esfuerzo que realizan las instituciones reguladas para adaptar sus sistemas al método de supervisión basada en riesgo. La efectividad del sistema dependerá en la preparación de las entidades financieras en áreas críticas, por ejemplo, la calidad y confianza de la información, la solidez de los sistemas y las tecnologías de la información, mecanismos apropiados de control del riesgo, acompañamiento del recurso humano y soporte organizacional. El análisis realizado por el Dr. Va Lare Dosso es replicado por el Dr. K C Chakrabarty, Vice-gobernador del Banco de la Reserva de India, quien en la conferencia inaugural a los directores no ejecutivos de los bancos comerciales, organizada por la CAFRAL<sup>15</sup>, el 13 de mayo del 2013 estableció que no existe ninguna cantidad de regulación o supervisión para salvar a una institución (entiéndase entidad financiera) si la Junta o los mandos de gerencia altos no tienen la sensibilidad suficiente para determinar que es beneficio para su entidad (Chakrabarty, 2013). Las palabras del doctor Chakrabarty son importantes en el justifica la supervisión a la que las entidades bancarias son sometidas debido a la posición preeminente que ocupan dentro del sistema financiero debido al rol que juegan en el esparcimiento del crecimiento económico mediante la transformación de la liquidez y el apoyo a los sistemas de pagos. Menciona el autor, que en vista de dicha importancia, al lado de la volatilidad inherente de los sistemas financieros, el aumento de la competencia y la diversificación, los expone a una serie de

---

15 Centre for Advance Financial Research and Learning

riesgos. De esta manera, la necesidad de controlar los riesgos se aumenta cuando se toma en consideración el manejo de fondos públicos, la protección que reciben en la forma de garantías de depósitos y la posibilidad de soporte de liquidez. De ahí que la identificación de los riesgos y de formas para la mitigación de estos no solo es significativa desde la perspectiva de la seguridad y la solidez de las instituciones y desde la perspectiva de la estabilidad sistémica.

Es importante antes de continuar definir cuáles son las definiciones de dos aspectos muy importantes que en la literatura y en el lingo cotidiano se usan sin distingo, pero cuyos significados distan de manera importante como son la “regulación” y la “supervisión”. La primera, la “Regulación”, se refiere a las reglas y normas que deben seguir los participantes del mercado para la realización de las actividades económicas (Chakrabarty, 2013)<sup>16</sup> y aplicadas de manera general. Por otro lado, la “Supervisión” se refiere al proceso mediante el cual las reglas y las normas son aplicadas a entidades de manera individualizada.

Ahora bien, el modelo de supervisión basado en riesgo se refiere la evaluación de la calidad de los procedimientos de la entidad para evaluar, monitorear y manejar el riesgo, y los modelos internos de la entidad para determinar el capital económico. Estos modelos unen el capital con la el nivel de toma de riesgos y ayuda a la organización de la entidad a comparar los riesgos y los beneficios a través de una diferentes líneas de negocio y localidades. ¿Por qué la supervisión basada en riesgos es útil sólo en el tanto se dé la cooperación de la

---

<sup>16</sup> “Regulation” is synonymous with laying down the rules and norms for doing business by all the market players and, therefore, is uniformly applicable to al market participants.

administración de la entidad bancaria? Porque el modelo se alimenta de la información que provea la Institución. En este tanto, el modelo será tan efectivo como la administración del riesgo que realiza cada institución.

De esta manera, el Dr. Chakrabarty establece que la supervisión basada en riesgo tiene una visión a futuro. Esta supervisión trata de evaluar el riesgo acumulado en una entidad de una manera más dinámica. Este sistema se enfoca en dos objetivos conjuntos:

- El cumplimiento con el sistema regulatorio.
- El alineamiento de las expectativas regulatorias con los manejos internos de riesgo.

El método de análisis basado en riesgo debe ser utilizado por las entidades financieras para evaluar cada uno de sus procesos. Por ejemplo, en el caso de el precio o monto de los préstamos que otorga un banco. Normalmente, el nivel de riesgo de un determinado crédito es utilizado para aprobar o rechazar un gasto. Sin embargo, utilizando la metodología de análisis basado en riesgo la entidad debería utilizar el riesgo estimado en determinado crédito para determinar el monto óptimo del crédito. Este análisis implicaría, obviamente, en una determinación de intereses más altos para prestatarios con un riesgo asociado mayor y menores intereses para prestatarios con riesgos menores asociados. Otra de las aplicaciones del método de análisis basado en riesgo que deberían utilizar las entidades financieras se refiere a la determinación del capital que tienen las entidades para cubrir los

riesgos asumidos. En el tanto el capital viene asociado a un costo, las entidades financieras deben tener un marco diferenciado basado en riesgo de los precios de los productos y servicios.

La fuente de la supervisión basada en riesgo encuentra su asidero en el acuerdo del Comité de Basilea número II en su Pilar II: Revisión Supervisora. Según lo plantea Gutiérrez Segnini “este segundo pilar busca dirigir la supervisión bancaria hacia un papel más activo y que incite a los bancos por desarrollar modelos internos apropiados para gestionar y minimizar el riesgo y que de ellos resulte una mayor capacidad de mantenimiento de capital que sea suficiente para soportar los riesgos que asumen” (Gutiérrez Segnini, Basilea II: Logros y Retos para la Legislación Bancaria Costarricense, 2009, pág. 51). Esta configuración por parte de la autora hace eco de lo planteado por los doctores en la sección anterior. Los supervisores logran este cometido mediante la cuantificación correcta de las necesidades de las entidades de capital relacionada directa y minuciosamente con la evaluación de los riesgos que cada entidad realice:

*“De esta manera, se subraya la necesidad de que tanto los bancos como autoridades supervisoras deben poseer sólidas capacidades de evaluación de riesgo.”* (Gutiérrez Segnini, Basilea II: Logros y Retos para la Legislación Bancaria Costarricense, 2009, pág. 52)

Para entender cómo es que los Acuerdos del Comité de Basilea, conocidos como Basilea II, regulan y proponen un tratamiento específico de la regulación del riesgo es importante revisar los principios rectores del citado Pilar II. Este Pilar II se fundamenta en 4 principios básicos para la regulación basada en riesgo<sup>17</sup>:

- Los bancos deben tener un proceso que mida la suficiencia de su capital en relación en su perfil de riesgo y una estrategia para mantener sus recursos propios a niveles adecuados.
- Los supervisores deben examinar y evaluar las estrategias y valoraciones internas de la suficiencia de capital de los bancos, así como su capacidad para vigilar y asegurar la aplicación de los coeficientes de capital regulador. Las autoridades supervisoras, también, deben intervenir si no están satisfechos con el resultado de este proceso.
- Los supervisores deben esperar que los bancos operen por encima de los coeficientes mínimos de capital regulador y deberán tener la capacidad de exigirles que los mantengan por encima de ese mínimo.
- Los supervisores deben procurar intervenir lo antes posible para evitar que el capital descienda por debajo de los niveles mínimos necesarios para cubrir las características de riesgo de un banco y, también, deben exigir una acción correctiva inmediata cuando el capital no esté en el nivel requerido.

Los principios citados tienen como elemento definitorio el traspaso de una fuerte responsabilidad a las instituciones financieras y un requisito altísimo de nivel técnico por

---

<sup>17</sup> La siguiente clasificación de los principios fue tomada de Gutiérrez Segnini (2009).

parte de las entidades supervisoras. Se dice que de la “fuerte responsabilidad de las instituciones financieras” en el tanto, como se mencionó en párrafos anteriores que la supervisión basada en riesgos se fundamenta en permitir a las entidades por determinar, mediante sus propios procesos, cuáles son sus áreas de riesgo y a realizar las provisiones correspondientes a esos riesgos identificados. Luego de esta identificación y medición efectuada por las propias entidades financieras, los entes supervisores deben tener una calidad técnica altísima que les permita determinar cuáles de los parámetros utilizados por las entidades financieras son adecuados y a proponer mejoras a los modelos. No se trata entonces de una auto-supervisión de las entidades financieras, sino de otorgarles la posibilidad de utilizar modelos propios de prevención, no estandarizados, que a su vez, serán validados por el ente supervisor.

El primero de los principios “Los bancos deben tener un proceso que mida la suficiencia de su capital total en relación con su perfil de riesgo y una estrategia para mantener sus recursos propios a niveles adecuados.” Hace referencia directa la responsabilidad otorgada a las entidades financieras. En primer lugar, la existencia de métodos que midan la necesidad de ajustes en el capital, según su perfil de riesgo y, en segundo lugar, la forma como la entidad logrará mantener el capital requerido:

*“Se refiere al proceso interno de evaluación por los propios bancos de sus necesidades de capital. En este primer principio es importante que quienes dirigen*



*la entidad financiera comprendan su responsabilidad de entender la naturaleza y el nivel del riesgo que el banco asume y que su correspondencia con los niveles de capital sea suficiente; al mismo tiempo debe asegurar de que sus procesos de gestión de riesgos sean lo suficientemente sofisticados en relación a su perfil de riesgo y su plan de negocios.”* (Gutiérrez Segnini, Basilea II: Logros y Retos para la Legislación Bancaria Costarricense, 2009, pág. 53)

Por otro lado, los principios 2, 3, 4 hacen mayor referencia a la responsabilidad de supervisión del los entes de supervisión. Según el principio 2, las entidades deben “examinar y evaluar las estrategias y valoraciones internas de suficiencia” que realizaron las compañías bancarias. Para lograr este cometido el ente supervisor debe ser honesto con respecto de su propia posibilidad de vigilancia y sobre la aplicación de los niveles de capital que ha establecido para las instituciones:

*“Este segundo principio se refiere al proceso de revisión y evaluación realizado por el supervisor. Así pues, de dicha evaluación el supervisor debe valorar fundamentalmente la suficiencia de capital, la posición de riesgo de la entidad, los niveles de capital resultantes y la calidad del capital mantenido; examen que se centrará básicamente en la calidad de la gestión y control del riesgo del banco.”*

(Gutiérrez Segnini, Basilea II: Logros y Retos para la Legislación Bancaria Costarricense, 2009, págs. 54-55)

El 3° de los principios sigue indicando las responsabilidades de los entes supervisores. En esta ocasión, realiza un mandato acerca sobre qué se debe esperar de los bancos y sobre su capacidad de requerir ajustes. Es decir, Basilea II no sólo le indica a los supervisores que en un sistema de regulación ideal los bancos deben tener unas condiciones óptimas para su funcionamiento, sino que además en el caso que los bancos no cumplan con dichos requisitos las entidades supervisores deberán contar con las herramientas que les permitan exigir los ajustes que la regulación exige. Finalmente, el 4° de los principios detallados por Gutiérrez Segnini se refiere a la obligación de los entes supervisores de actuar de manera rápida y decidida en los momentos cuando los niveles de protección de las instituciones financieras se encuentren por debajo de los requerimientos establecidos los supervisores:

*“Finalmente, este principio habla de las acciones anticipadas por parte del supervisor, medidas entre las que se pueden mencionar el aumento de la supervisión del banco, restringir el pago de dividendo, forzar a la entidad bancaria a preparar y aplicar un plan adecuado de restablecimiento de suficiencia de capital; también una medida de carácter temporal sería exigirle al banco que obtenga de forma inmediata capital adicional, eso sí, hasta tanto el banco subsane*

*de forma definitiva sus carencias.”* (Gutiérrez Segnini, Basilea II: Logros y Retos para la Legislación Bancaria Costarricense, 2009, pág. 56)

Los Acuerdos del Comité de Basilea, Basilea II, fueron establecidos desde antes de la crisis del año 2008 y, sin embargo, a la fecha muchos países, en especial el caso de Costa Rica, sus recomendaciones y sugerencias no han sido introducidas en su totalidad en las regulaciones de las instituciones financieras “Pero en Costa Rica esta materia no ha calado lo suficiente, pues todavía no se tiene clara conciencia de que es riesgo.” (Vargas, 2009) Las razones de este atraso pueden ser muchas y esta investigación no pretende identificarlas, sin embargo, la falta de un adecuado sistema de regulación que permita a las instituciones contar con elementos claros para su desenvolvimiento en el sistema financiera del país supone una desventaja clarísima del sistema de supervisión al ubicar a la institución financiera en un ámbito de inseguridad producto de las limitaciones del ente supervisor.

## **5. Regulación en el sistema financiero costarricense de los Derivados**

### **5.1. Reglamento para el Uso de Derivados en Moneda Extranjera - 2003**

La reglamentación costarricense en el tema de los derivados empezó en el año 2003. Mediante el artículo 11 del acta de sesión 5166-2003 de la Junta Directiva del Banco Central, celebrada el 2 de julio de 2003, se aprobó el Reglamento para el Uso de Derivados en Moneda Extranjera. La norma supone uno de los primeros tipos de aplicación de mecanismo para amortiguar los efectos del riesgo en la normativa costarricense.

En el tanto, el mercado costarricense establecía en aquella fecha un sistema cambiario rígido y sin márgenes para la fluctuación de la moneda, el Reglamento para el Uso de Derivados en Moneda Extranjera versaba sobre la posibilidad de utilizar mecanismos de cobertura mediante las tasas de interés. De esta manera el reglamento define que los derivados son “operaciones financieras que se establecen a partir del valor futuro de un instrumento o activo denominado subyacente.”

El artículo 2° de dicha normativa establecía las definiciones de los instrumentos que en aquel momento se determinaron como derivados de moneda extranjera:

- Acuerdo de tasas de interés futuro (Forward rate agreement-FRA): es un contrato en el que dos partes concuerda hoy el tipo de interés que se va pagar sobre un depósito teórico, con un vencimiento específico, en una determinada fecha futura. Son transados en mercados no organizados.
- Futuros de tasas de interés (Futures): es un contrato estandarizado en el que dos partes acuerdan hoy el tipo de interés que se va a pagar sobre un depósito teórico,

con un vencimiento específico, en una determinada fecha futura, negociado a través de las bolsas oficiales extranjeras.

- Mecanismos de protección de tasas de interés (conocidos internacionalmente como cap, floor y collar): Son instrumentos que se negocian en mercados no organizados. Un cap de intereses es un acuerdo realizado entre dos partes con respecto del valor máximo de un tipo de interés flotante, basado en un índice determinado. Un floor es muy similar al cap, pero a diferencia de éste, lo que se especifica es un valor mínimo de un tipo de interés flotante, basado en un índice determinado. Un collar es una operación combinada de cap y floor.
- Opciones sobre tasas de interés (en sus modalidades call o put): Las opciones sobre tasas de interés son contratos donde una de las partes, denominada comprador de la opción, adquiere el derecho de recibir (en el caso de una opción call) o entregar (en el caso de una opción put) un tipo de interés que se va a pagar sobre un depósito teórico durante un periodo o fecha futura establecida. Su contraparte, denominado vendedor de la opción, vende el call o put a cambio de una prima.
- Permutas financieras de tasas de interés (swaps): Son transacciones que se negocian en mercados no organizados, donde dos partes se comprometen a intercambiar flujos de dinero iguales a la diferencia entre dos tasas de interés sobre un principal en fechas futuras, durante un plazo determinado en el momento de concertar la operación.

Queda más que claro que la regulación sólo establece los mecanismos de cobertura para las tasas de interés, lógico en un sistema que no permitía una fluctuación del tipo de cambio y cuyos elemento de incertidumbre lo aportaba la determinación de las tasas de interés. Según el artículo 3° del Reglamento las entidades financieras que estuvieran autorizadas “podrán realizar las operaciones con derivados financieros, directamente o mediante la contratación de compañías de inversión. **El objeto de dichas operaciones será cubrir el riesgo derivado de las fluctuaciones de las tasas de interés en el mercado internacional,** que las afecten por los descalces que registren por mantener activos a tasas fijas y pasivos a tasas variables o viceversa, como también, en los casos en que las tasas de interés de sus activos y pasivos sean variables, pero estén pactadas a plazos distintos o con tasas de referencia diferentes.” ¡Finalmente, una norma que reconoce el riesgo y que establece mecanismos para su protección! Y es el Reglamento en su artículo 7° el que determina cuáles son las operaciones autorizadas para la cobertura del riesgo por medio de las tasas de interés:

*“Artículo 7°—Operaciones autorizadas. Para efectos de lo normado en el presente reglamento, solo se podrían realizar las operaciones con derivados financieros en moneda extranjera sobre tasas de interés que se especifican a continuación, y según se definen en el artículo 2°:*

*- Contratos a futuro de tasas de interés (futures) y opciones (en sus modalidades call o put) en bolsas oficiales extranjeras.*

*- Acuerdos de tasas de interés a futuro (forwards), permutas financieras de tasas de interés (swaps) y mecanismos de protección de cambios en las tasas de interés (conocidos internacionalmente como cap, floor y collar) en mercados internacionales no organizados llamados over the counter.*

*- Combinaciones de los productos anteriores.”*

Sin embargo, se establecen disposiciones que limitan la voluntad de las partes a la hora de negociar los instrumentos mediante el artículo 9º, donde se determina plazos máximos a la cobertura:

*“Artículo 9º—Plazos de cobertura. Los plazos a los cuales se pacten las operaciones de cobertura no podrán exceder en más de un mes el plazo del activo u obligación cuyo riesgo se pretende cubrir.*

*Cuando los plazos de los contratos de cobertura disponibles en los mercados financieros sean menores al plazo del activo u obligación respectiva, se podrá restablecer la cobertura deseada sustituyendo el instrumento por vencer con contratos de posterior vencimiento.”*

El reglamento es un excelente primer esfuerzo en el camino de la cobertura cambiara.

## **5.2. Reglamento para operaciones con derivados cambiarios - 2006**

Era lógico que si el sistema cambiario costarricense se modificaba en algún momento, un nuevo reglamento debía aparecer para regular los derivados que fueran funcionales con el nuevo régimen. Luego de varias consultas a los operadores económicos, mediante el numeral I, artículo 14, del acta de sesión 5306-2006, en la Junta Directiva del BCCR celebrada el 22 de noviembre se aprobó el Reglamento para operaciones con derivados cambiarios. La justificación la planea correctamente la Junta Directiva del Banco al establecer en los considerandos:

*“a) A partir 17 de octubre del presente año el Banco Central de Costa Rica implementó un nuevo sistema cambiario en el cual el tipo de cambio fluctúa dentro de una banda cambiaria, **que incorpora un grado de incertidumbre sobre la trayectoria del tipo de cambio en el futuro. Esta situación implica un riesgo sobre los agentes económicos que dependiendo del grado de exposición y el impacto de la incertidumbre en sus negocios, podrían optar por mecanismos de cobertura de tales riesgos (...)***

*c) El mercado de instrumentos de cobertura aún no existe en el país, por lo que se requiere brindar el inicio de un marco regulatorio general para la constitución de estas operaciones.”*

*De esta manera, y ante la aceptación del BCCR del riesgo inherente en el nuevo régimen cambiario se establecen nuevos mecanismos de cobertura que distan mucho de aquellos propuestos en el Reglamento establecido en el año 2003:*



*“Artículo 3°—Operaciones autorizadas. Las operaciones de derivados cambiarios que se permiten son: Contratos a plazo (forward), Permutas cambiarias (FX swap) y permutas de moneda (currency swap) como se definen en este reglamento.*

*Estas operaciones se realizarán de forma individualizada, es decir pactadas según las condiciones acordadas por las partes, dentro de los límites que establece este reglamento y las superintendencias.*

*De acuerdo al desarrollo del mercado la SUGIVAL podrá analizar la conveniencia de emitir un reglamento para la operación de un mercado estandarizado, que se ubique en una bolsa de valores. En todo caso tales operaciones también cumplirán con los requisitos de posición autorizada en divisas y suministro de información que dicte el BCCR, así como los principios de este reglamento.”*

Al igual que en el Reglamento 2003, se permiten los contratos de plazo (forward), aunque en el caso de las permutas cambiarias o swaps se determinan dos instrumentos posibles:

- FX swaps: permutas cambiarias.
- Currency swaps: permutas de monedas.

Las diferencias de uno y otro instrumento se encuentran en las definiciones de los mismos establecidos en el artículo 2° el mismo Reglamento. Respecto de la permuta cambiaria, el Reglamento la configura como “Contrato en el cual dos partes acuerdan el intercambio de

dos monedas diferentes a un precio pactado en la fecha del contrato; y acuerdan, a su vez, el intercambio inverso, en una fecha futura, de las mismas monedas a un precio (generalmente diferente al aplicado en la primera transacción) pactado desde el inicio del contrato.” Por otro lado, la permuta de monedas se refiere al “Contrato en el cual dos partes intercambian montos en dos monedas, a un tipo de cambio definido, en la fecha del intercambio o inicio del contrato. A su vez, se comprometen a intercambiar flujos de pagos de intereses en dos diferentes monedas por un periodo determinado. Las tasas de interés de estos flujos se precisan en el momento del inicio del contrato y hacen equivalentes el valor presente de los flujos esperados. En la fecha de término del contrato se intercambian nuevamente los montos del principal de cada moneda”. Por lo tanto, en el primer caso, las permutas cambiarias, lo que se negocia es el precio de cambio de dos monedas en la fecha del contrato con el compromiso de devolución en un futuro de las mismas monedas a un precio pactado desde el inicio de los acuerdos. Por otro lado, en el caso de las permutas de monedas se pacta el intercambio del monto de las monedas, pero el pacto se realiza mediante el intercambio de los flujos de pagos de intereses en cada una de esas monedas.

Ahora bien, el Reglamento establece que para ser considerado un intermediario de este tipo de instrumentos es necesario que la entidad que desea convertirse en intermediario solicite ante la SUGEF el otorgamiento del calificativo de “intermediario del mercado de derivados cambiarios” y de esa manera poder ofrecer los instrumentos aprobados por los entes de Supervisión. Según el artículo 8° del Reglamento los requisitos mínimos que deben cumplir

las entidades que quieran convertirse en “intermediarios del mercado de derivados cambiarios”:

- Deberán presentarse documentos que demuestren el conocimiento y la aprobación por parte de la Junta Directiva de la entidad para el uso de operaciones basados en derivados cambiarios.
- Planes operativos respaldando la ejecución de las operaciones (aprobados por la Junta Directiva).
- Informe de los auditores internos de la entidad sobre: procesos, procedimientos, separación de funciones, entre otros para la administración de los instrumentos.
  
- Adicionalmente, la normativa establece que será el CONASSIF la entidad responsable de emitir un reglamento específico para la autorización de las entidades que puedan efectuar este tipo de operaciones (este reglamento se analiza en el sección 2.1.3.3.).

Por otro lado, al igual que se hizo en el Reglamento para el Uso de Derivados en Moneda Extranjera del año 2003, se estableció, esta vez en el artículo 19, plazos máximos para la constitución de operaciones. En aquella ocasión se determinó que el plazo máximo que se podía pactar una operación de cobertura era de una mes más allá del plazo del activo u obligación cuyo riesgo se pretendía cubrir. En el Reglamento para operaciones con

derivados cambiarios se establece que “Las operaciones de derivados se pactarán a un plazo mayor a 2 días hábiles para su liquidación. Los contratos a plazo tendrán un vencimiento máximo de 3 meses, las permutas cambiarias tendrán un plazo máximo de 6 meses y las permutas de moneda no tendrán restricción de plazo.” De esta manera se observa cómo el nuevo Reglamento establece plazos mucho más amplios para la negociación de los instrumentos, al mismo tiempo que limita el tiempo mínimo para la liquidación. Se pensaría que el plazo máximo determinado para cada uno de los instrumentos responde a la naturaleza de cada uno de ellos. Sin embargo, su limitación vuelve a ser un punto de desventaja para los operadores económicos.

También, en el reglamento se establece respecto de la posición que asuman los intermediarios del mercado de derivados que dicha posición deberá agregarse a la posición propia autorizada en divisas que se originen producto de las operaciones realizadas de contado, según se determina en el artículo 15:

*“Artículo 15.—Límites de posición propia autorizada en divisas para los intermediarios del mercado de derivados cambiarios”. La posición neta en divisas que asuman los intermediarios del mercado de derivados por las operaciones de derivados cambiarios, deberá agregarse a la posición propia autorizada en divisas que se origina en las operaciones de contado, para el cálculo de las restricciones que establece el “Reglamento para las Operaciones Cambiarias de Contado”.*

Ambos Reglamentos forman un solo cuerpo normativo en lo relativo al cálculo de la posición propia autorizada de divisas. La verificación de ésta se realizará de forma diaria.

Dicho cálculo estará determinado por la diferencia entre los activos y los pasivos totales en moneda extranjera de la entidad a la fecha, más la posición neta en divisas que asuman las entidades autorizadas para las operaciones de derivados cambiarios, la cual se establecerá utilizando los saldos de las cuentas en que se debe registrar estas operaciones, según el Plan de Cuentas para Entidades Financieras aprobado por el CONASSIF.”

### **5.3. Reglamento para la Autorización y Ejecución de Operaciones con Derivados Cambiarios - 2008**

En fecha 30 de mayo de 2008, el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero, mediante el artículo 9 del acta de la sesión N° 720-2008 dispuso aprobar el acuerdo SUGEF-9-08 “Reglamento para la Autorización y Ejecución de Operaciones con Derivados Cambiarios”. El objetivo de la normativa era establecer los trámites para la autorización, así como los requisitos y los límites que deberían de cumplir las entidades que deseen realizar ese tipo de operaciones. La justificación de las medidas asumidas por la institución se derivan del considerando de la normativa cuando se establece que

*“En el tanto los instrumentos derivados se configuran como “un producto especializado y novedoso para el mercado financiero costarricense.” La falta de información sobre el futuro de los precios, la incertidumbre respecto a cuál sería el*

*funcionamiento del nuevo régimen cambiario y en el tanto, se ocupa un tiempo importante para aprender el manejo de la nueva estructura se justifica que las entidades que deseen ser intermediarias de este tipo de instrumentos “cuenten con una sólida base patrimonial, así como infraestructura tecnológica y de sistemas de información robusta que permita apoyar estas operaciones, por lo que es de esperar que no todos los supervisados por la Superintendencia General de Entidades Financieras (SUGEF) cumplan los requisitos necesarios para ofrecer productos derivados”*

Por otro lado, se establece que las entidades que realicen operaciones con derivados cambiarios “deben contar permanentemente con sólidos procesos de identificación, medición, monitoreo, gestión y control de riesgos.”

La Institución considera, además de los requisitos anteriores es necesario establecer “las consideraciones metodológicas necesarias para que estas operaciones sean consideradas en diferentes normativas prudenciales, tales como las relacionadas con límites de crédito, riesgo de precio, riesgo de liquidez y suficiencia patrimonial” debido a la exposición a la que se pueden exponer los intermediarios al negociar con este tipo de instrumentos.

Finalmente, se mencionan las recomendaciones establecidas por el Comité de Basilea de Supervisión Bancaria respecto de los requerimientos de capital por concepto de riesgo cambiario.

De esta manera, los considerandos enunciados por el CONASSIF permean toda la normativa en el tanto se busca administrar de una manera eficiente el riesgo estableciendo altos estándares para las entidades que quieran participar en este tipo de operaciones al tiempo que se exigen condiciones que imposibilitan de una manera importante a muchos operadores económicos que pudieren no estar totalmente preparados para asumir los riesgos que la actividad conlleva. Así las cosas, el artículo 4° del Reglamento determina los requisitos para operar como intermediario. Dentro estos los requisitos establecidos se pueden mencionar:

- Manuales de operación y control.
- Modelos para la fijación diaria de precios, así como sistemas para la valoración diaria de posiciones con derivados cambiarios, y para el seguimiento, registro contable y reporte de las operaciones.
- Unidad de riesgos y comité de riesgos.

Aún más, las limitaciones para la participación en el mercado de derivados cambiarios existen no sólo para los intermediarios de los instrumentos, sino para las entidades supervisadas por SUGEF que deseen ser clientes en operaciones de derivados cambiarios. Estas entidades podrán participar en dichas operaciones, sin la necesidad de previa

autorización por parte de SUGEF, siempre y cuando cumplan con las condiciones establecidas en el artículo 5° del Reglamento:

*“a) las operaciones deberán tener como fin exclusivo la cobertura de riesgos,*

*b) las operaciones deberán realizarse con contrapartes autorizadas, según lo dispuesto en el artículo 7 de este reglamento, y*

*c) la entidad supervisada deberá informar mensualmente a los miembros de su Junta Directiva u órgano equivalente, sobre la efectividad de las operaciones de cobertura, las condiciones de las operaciones y el cumplimiento de límites.”*

Del inciso a) del artículo 5° del Reglamento se determina la primera gran restricción establecido por la normativa respecto de las operaciones permitidas. En contraste a esta norma, en el Artículo 5° del Reglamento para operaciones con derivados cambiarios se establecían como finalidad de las operaciones con derivados cambiarios “coberturas ante el riesgo cambiario o con fines de inversión”, sin embargo, en el Reglamento de autorización se le permite a las entidades supervisadas por la SUGEF por utilizar estos mecanismos sólo para la “cobertura de riesgos” Si bien es cierto, que la SUGEF como la supervisora de las entidades financieras debe velar por el adecuado funcionamiento de estas instituciones, la norma es demasiado amplia en el tanto la supervisión de SUGEF también lo es y, por lo



tanto, se podría estar impidiendo a instituciones dedicadas a la inversión en el mercado financieros por realizar inversiones en el mercado de coberturas única y exclusivamente producto de la supervisión ampliada de la que goza la SUGEF.

Para los efectos de esta investigación, la sección más relevante del Reglamento es el Capítulo IV: Administración integral de riesgos. Para la correcta administración del riesgo en las entidades autorizadas como intermediarios del mercado de cobertura se deberán cumplir con los lineamientos dispuestos en el artículo 23 de la norma donde se establece, entre otros, el establecimiento de “límites operativos de riesgo de mercado, de crédito, contraparte y otros riesgos considerados como aceptables por la entidad”. También, se deberá determinar una Unidad de Riesgos que estará encargada de “medir, evaluar y dar seguimiento a los riesgos de mercado, de crédito y de contraparte”. Adicional a la Unidad de Riesgo se deberá designar un comité de riesgos que velará por el cumplimiento de las políticas, objetivos y lineamientos sobre la administración de riesgos. Las obligaciones de la Unidad de Riesgo se detallan en el inciso c) del artículo 23 del Reglamento al precisar:

“c) La Junta Directiva deberá aprobar la creación de una Unidad de Riesgos, la cual deberá ser independiente de las áreas tomadoras de riesgo, a fin de evitar conflictos de interés y asegurar una adecuada separación de responsabilidades. La Unidad de Riesgos deberá contar con al menos una persona competente, debidamente capacitada y entrenada para la

administración del riesgo en operaciones de derivados y, en relación con estas operaciones, la unidad de riesgos deberá:

- “i) Medir, evaluar y dar seguimiento a los riesgos de mercado, de crédito y de contraparte provenientes de estas operaciones.*
- ii) Comunicar, en el momento que se conozcan, a la Gerencia General y a las áreas tomadoras de riesgo cualquier desviación a los límites establecidos para que se tomen las acciones correctivas que corresponda.*
- iii) Reportar diariamente a la Gerencia General y a las áreas tomadoras de riesgo y al menos mensualmente al comité de riesgos sobre la operación del intermediario en el mercado. El reporte deberá informar, como mínimo, sobre la utilización de los límites regulatorios y operacionales; y el VeR total de las operaciones con derivados.”*

Al mismo tiempo que fue designado la Unidad de Riesgos, la Junta Directiva deberá designar un comité de riesgo. Dicho comité deberá procurar el cumplimiento de las políticas, objetivos y lineamientos sobre la administración de riesgos de mercado, de crédito y contraparte, así como cualquier otro riesgo relevante. Dentro de las funciones enumeradas en el artículo 23 del Reglamento, inciso d), se destacan:

- Proponer objetivos, lineamientos y políticas para la administración integral del riesgo.
- Proponer límites globales y específicos de exposición de riesgos.
- Aprobar la metodología y procedimientos para identificar, medir, monitorear, controlar y mitigar los riesgos.
- Aprobar los parámetros y escenarios que deberán utilizarse para llevar a cabo la valuación, medición y control de riesgos.
- Informar al menos trimestralmente sobre la exposición al riesgo asumida por la entidad.

A diferencia de la Unidad de Riesgo, que debe ser independiente de las áreas tomadoras de riesgo, para así evitar conflictos de interés y lograr una separación en las responsabilidades de cada área, el Comité de Riesgo tendrá la configuración detallada en el inciso e) del Reglamento:

- 2 directores propietarios de la Junta Directiva (el presidente del comité se elegirá de alguno de ellos).
- El Gerente de la entidad.
- Responsable de la Unidad de Riesgo.

Además de las medidas establecidas en el Reglamento para la evaluación del Riesgo, el inciso f) del artículo 23 establece una importante potestad para la Gerencia General de la entidad:

*“f) La Gerencia General deberá tener un plan de contingencia, aprobado por la Junta Directiva, que le permita actuar oportunamente cuando las políticas, procedimientos, controles internos, el sistema de información gerencial o los niveles de tolerancia de riesgo no sean los idóneos para la realidad del mercado, el volumen y complejidad de las operaciones, o en caso de suspensión de operaciones del mercado cambiario, por violaciones a las leyes y a normas reglamentarias.”*

Ahora bien, el artículo 24 detalla los “Lineamientos sobre operación” para aquellos intermediarios que deseen realizar la labor de intermediarios del mercado de derivados:

- Contar con calificación pública de riesgo cuyo resultado deberá ubicarse en la Categoría 4 o de menor riesgo.
- Tolerancias máximas de riesgo aceptable por área.
- Al menos 2 operadores de derivados cambiarios.
- Sistemas para la supervisión, seguimiento, procesamiento de operaciones, la valuación de riesgo intradía, sistemática y oportuna la actividad.

El Reglamento es detallado al declarar Lineamientos mínimos para: Validación de modelos (1 vez al año por expertos de reconocido prestigio), sobre contabilidad y revelación (utilizar criterios de registro y valoración, según cada operación, según lo establecido en el “Plan de

Cuentas para Entidades, Grupos y Conglomerados Financieros” y otras normativas) y jurídicos (opinión legal sobre la validez de las cláusulas de los contratos, se deben analizar además, los mecanismos de compensación de saldos y las garantías para la mitigación del riesgo de incumplimiento de liquidación). Los intermediarios deberán enviar a la SUGEF, en marzo de cada año, una comunicación del visto bueno del Comité de Auditoría y aprobado por la Junta Directiva, donde se hace constar que el intermediario cumple con los requerimientos.

Finalmente, en el Capítulo V se establecen los “Límites para operaciones con derivados, estimación por riesgo de precio de liquidación y obligaciones por derivados cambiarios en el calce de plazos.” En la mayoría de los casos, el Reglamento impone un límite del 10 del capital y reservas del intermediario. Así, por ejemplo, se establece ese límite respecto de las operaciones de derivado cambiarios con un único cliente. También, se aplica dicho límite en el caso de la “posición neta en moneda extranjera de derivados cambiarios.” Sin embargo, el límite se relaja al establecer el artículo 33 que en el caso para la posición bruta en moneda extranjera de derivados cambiarios no debería de exceder el 100% del capital base de la entidad. En esos casos, la posición bruta en moneda extranjera se deberá calcular de forma diaria. Por otro lado, para la posición neta total en moneda extranjera se establece un los mismos límites determinados en el artículo 4 del “Reglamento para las Operaciones Cambiarias de Contado”. Al igual que en el caso de los límites de la posición bruta, se deberá verificar el límite de manera diaria.

Adicionalmente, el intermediario deberá calcular las estimaciones por riesgo de precio de liquidación con cada cliente o contraparte. Para obtener este cálculo el intermediario deberá:

*Estimación por riesgo de precio de liquidación =*

*Importe artículo 28 inciso e) acuerdo N°SUGEF 3 – 06 × Porcentaje de estimación según la calificación del deudor.*

Finalmente, respecto de las obligaciones por derivados cambiarios en el calce de plazos el artículo 36 establece que deberán incluirse en el calce de plazos, de acuerdo en el tramo de vencimiento y el tipo de moneda que corresponda a las operaciones, según se indica en la tabla que provee el reglamento:

Cuentas para el registro de derivados cambiarios con valor positivo	
Código	Sub-Cuenta
126.01	Compras a futuro de divisas
126.02	Ventas a futuro de divisas
126.11	Compras a futuro de divisas (operación diferente de cobertura)
126.12	Ventas a futuro de divisas (operación diferente de cobertura)

Cuentas para el registro de derivados cambiarios con valor negativo	
Código	Sub-Cuenta
241.01	Compras a futuro de divisas
241.02	Ventas a futuro de divisas
241.10	Compras a futuro de divisas (operación diferente de cobertura)
241.11	Ventas a futuro de divisas (operación diferente de cobertura)

#### 5.4. Reglamento para las Operaciones Cambiarias de Contado

De la lectura del “Reglamento para la Autorización y Ejecución de Operaciones con Derivados Cambiarios” se deriva que la norma supletoria a las disposiciones ahí contenidas es el “Reglamento para las Operaciones Cambiarias de Contado”. Este último Reglamento fue emitido por la Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica mediante el numeral II, artículo 6 del Acta de la Sesión 5293-2006, celebrada el 30 de agosto del 2006. En dicha ocasión se aprobó el reglamento emitido por el Comité de Flexibilidad Cambiaria. Según se expone en el considerando los objetivos del Reglamento son: 1) procurar que la normativa cambiaria esté acorde con las modificaciones que sufrió el entorno cambiario, 2) otorgar a los intermediarios la posibilidad de vender divisas directamente al Banco Central sin estar sujetos a la variación diaria máxima permitida en la posición autorizada en divisas, 3)

fortalecer los flujos de información hacia el BCCR para un mejor seguimiento del mercado y una mejor y más eficiente formación de precios en el mercado de moneda extranjera:

*“3. El Banco Central considera que los intermediarios del mercado cambiario deben contar con una mayor libertad en la gestión de las posiciones propias en moneda extranjera que puedan asumir, a fin de procurar una mejor administración de los riesgos cambiarios y una mayor flexibilidad de su accionar en el mercado. Asimismo, considera conveniente corregir la asimetría que representa la posibilidad de que esas entidades puedan vender divisas directamente al Banco Central sin estar sujetos a la variación diaria máxima permitida en la posición autorizada en divisas.*

*4. El Banco Central debe fortalecer los flujos de información hacia la Institución para un mejor seguimiento del mercado así como la comunicación de los tipos de cambio de compra y venta al público para una formación de precios más eficiente en el mercado de moneda extranjera. dispuso: aprobar el “Reglamento para las Operaciones Cambiarias de Contado”*

Por lo tanto, y así como lo determina el artículo 1° del Reglamento, su objetivo es el establecimiento de las normas que vayan a regular las operaciones cambiarias de contado y los lineamientos a que deben someterse los agentes que realizan dicha actividad como parte



de su giro normal del negocio para obtener un lucro producto de la intermediación en el mercado del tipo de cambio. Las operaciones de contado son entendidas por el Reglamento como “aquellas transacciones por medio de las cuales se efectúa un intercambio de moneda nacional por moneda extranjera o viceversa, el cual se hace efectivo en un período no mayor a dos días hábiles.” Es decir “se adquiere un activo financiero para su venta posterior, liquidada en una moneda diferente a la de la transacción original de compra, cuando entre las fechas de cumplimiento efectivo de tales operaciones exista un plazo no mayor de dos días hábiles.” Los agentes que se regularán, según las disposiciones del Reglamento serán: BCCR, las entidades financieras supervisadas por SUGEF, los Puestos de Bolsa y otras empresas bajo la figura de la Casa de Cambio (como intermediarios entre comprador y vendedor). Sin embargo, las entidades que estén autorizadas para participar en el mercado cambiario podrán participar en el Mercado de Monedas extranjeras (MONEX), pero no podrán participar en el servicio denominado MONEX-CENTRAL DIRECTO.

En el artículo 5°, se establecen las disposiciones correspondientes al “Margen de Intermediación Cambiaria”. Claramente, determina la norma que el “margen de intermediación cambiaria” se refiere a la diferencia entre el tipo de cambio de venta y el de compra de las monedas extranjeras. Adicional a las disposiciones de publicidad y transparencia que detalla la norma<sup>18</sup>, la norma detalla el monto que corresponde al BCCR producto de las ganancias de la entidad financiera producto de sus operaciones:

---

18 Cita el artículo 5° respecto a este tema “Dichos tipos de cambio deberán contemplar cualquier recargo o costo adicional, de forma tal que el tipo de cambio reportado corresponda al monto final que recibirá o pagará el cliente por la divisa, transada.

*“Con fundamento en el artículo 97 de la Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica, las entidades autorizadas deberán trasladar al Banco Central un 25% del margen de intermediación cambiaria total, en el tanto éste sea positivo.”*

El monto en colones del margen de intermediación cambiaria total se obtiene, según lo establece el mismo artículo, mediante la multiplicación del margen promedio por el total de ventas en monedas extranjeras que realice la entidad durante el día. Ahora bien, el margen promedio se refiere a la diferencia entre el tipo de cambio promedio ponderado de las ventas y el tipo de cambio promedio ponderado de las distintas compras de monedas extranjeras.

Respecto de la participación del BCCR el artículo 7° dictamina que dicha entidad podrá vender y vender divisas en el mercado cambiario para evitar fluctuaciones violentas del tipo de cambio. Esta disposición le brindaría un enorme nivel de libertad al mercado, al tiempo que permitiría un desempeño del mismo, según las fluctuaciones y los movimientos de la oferta y demanda del mercado. Lamentablemente, el permiso otorgado al BCCR no se limita en esa disposición, sino que se amplía para incluir “y para llenar sus propias necesidades.” Es decir, se introduce un elemento subjetivo a la posibilidad de intervención del BCCR limitando, según dicha disposición la operación del mercado y otorgándole al

---

Esas entidades deberán exhibir permanentemente y en forma visible al público en sus instalaciones y en sus sitios Web, los tipos de cambio en ventanilla.”

ente supervisor la posibilidad de intervenir en el mercado a su antojo y sin justificación técnica.

Contrario a lo observado en el “Reglamento para la Autorización y Ejecución de Operaciones con Derivados Cambiarios – 2008” el Reglamento en estudio establece disposiciones de funcionamiento para los Puestos de Bolsa (Capítulo V) y Operación de las Casas de Cambio (Capítulo VI), pero no se indicaron condiciones para las demás instituciones financieras participantes de dichas operaciones. Según la normativa, las entidades antes mencionadas deberán rendir ante el BCCR una garantía, mediante títulos valores emitidos por el Gobierno de Costa Rica o por el BCCR, por un valor mínimo de mercado de CRC30.000.000,00 (treinta millones de colones). Este monto será revisado y ajustado por la Junta Directiva del BCCR, según las recomendaciones de SUGEF. Esta garantía será utilizada para responder a eventuales daños y perjuicios que pudieren causar las entidades a sus clientes o terceras personas en sus operaciones. Una clara medida de protección para los usuarios de las entidades autorizadas.

Desdichadamente, no se establecen mayores medidas de protección para las entidades más allá de lo estipulado en el artículo 14 del Reglamento:

*“Artículo 14.—Posición propia autorizada en divisas. Con fundamento en lo que establecen los artículos 86 y 88 de la Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica, se dispone que la posición propia efectiva en divisas de los puestos de bolsa*

*autorizados por el Banco Central de Costa Rica para operar en el mercado cambiario, deberá mantenerse al final de cada día hábil entre el más y el menos ciento por ciento ( $\pm 100\%$ ) del patrimonio total más reciente reportado por la SUGEVAL al Banco Central de Costa Rica, expresado en dólares de los Estados Unidos de América con base en el Tipo de Cambio de Referencia para la compra que compute el Banco Central de Costa Rica para el día hábil anterior.*

*Al momento en el que el puesto de bolsa empiece a operar en el mercado cambiario nacional, la SUGEVAL calculará y verificará que la posición propia inicial cumpla con la disposición citada en el párrafo anterior. La SUGEVAL comunicará al Banco Central de Costa Rica el monto de la posición propia inicial para que éste autorice la participación de la entidad en el mercado cambiario.*

*La posición propia autorizada en divisas de cada puesto de bolsa podrá variar diariamente por concepto de operaciones cambiarias hasta un +4% o hasta un -4% del valor del patrimonio total más reciente reportado por la SUGEVAL al Banco Central de Costa Rica, expresado en dólares según se define en el presente artículo.”*

## **6. Conclusiones**

Las conclusiones del capítulo 3° son:

- El sistema financiero nacional se basa en un sistema de supervisión descentralizada. El Banco Central de Costa Rica por mandato legal ha desconcentrado su mandato de supervisión en el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero
- El Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero ha delegado la supervisión a las superintendencias, sin embargo, es su responsabilidad la emisión de reglamentos sobre los cuales funcionan y operan las entidades participantes. Particularmente, es su obligación emitir reglamentos sobre la regulación del riesgo cambiario.
- Por otro lado, los Acuerdos del Comité de Basilea inspira las disposiciones emitidas por los entes reguladores del sistema financiero costarricense. Los Acuerdos del Comité de Basilea han establecido reglas claras sobre la regulación del riesgo cambiario dictando parámetros de medición.

# Marco Jurídico en Costa Rica actual referente al Riesgo Cambiario

## 1. Ley del Impuesto sobre la Renta

La Ley del Impuesto sobre la Renta en su artículo 81 establece:

*“ARTÍCULO 81.-*

*Todos los contribuyentes afectos a los tributos establecidos en esta ley, que realicen operaciones o reciban ingresos en monedas extranjeras que incidan en la determinación de su renta líquida gravable, deberán efectuar la conversión de esas monedas a moneda nacional utilizando el tipo de cambio "interbancario" establecido por el Banco Central de Costa Rica, que prevalezca en el momento en que se realice la operación o se perciba el ingreso. Todas las operaciones pendientes o los ingresos no recibidos al 30 de setiembre de cada ejercicio fiscal, se valuarán al tipo de cambio fijado por el Banco Central de Costa Rica a esa fecha.”*

Al mismo tiempo, y mediante el artículo 8 del Reglamento a la Ley sobre la Renta se establece:

*“ARTÍCULO 8º.- Renta bruta. Está constituida por el total de ingresos o beneficios, en dinero o en especie, continuos o eventuales, percibidos o devengados durante el período del impuesto y provenientes de cualquier fuente costarricense de las actividades a que se refiere el párrafo cuarto del artículo 1º de la ley. **También está constituida por las diferencias cambiarias originadas en activos en moneda extranjera, relacionadas con operaciones del giro habitual de los contribuyentes.**”*

Ambos artículos suponen la principal fundamentación por parte de la Administración Tributaria, en la figura de la Dirección General de Tributación, para gravar los ingresos que perciben los contribuyentes por ganancias cambiarias producto de los pasivos y activos que registran en sus cuentas por actividades en moneda diferente al colón costarricense. Como lo declaran categóricamente Chinchilla Fernández & Fernández Chavarría (2013):

*“...de la lectura de ambos artículos no logra desprenderse de manera alguna el gravamen a estas ganancias cambiarias, sino que, por el contrario, se logra evidenciar las lagunas jurídicas existentes con respecto del tema, las cuales se generan del desconocimiento, tanto del legislador como de la Administración Tributaria, de principios y conceptos básicos de la materia tributaria y contable,*

*desconocimiento que se manifiesta en interpretaciones ilegales, extensivas e incluso analógicas de la Ley Tributaria Nacional.” Pág. 108-109*

Las autoras ponen en evidencia las violaciones cometidas por la Administración Tributaria en el tanto establecen claramente que el artículo 81 determina únicamente una técnica contable de convertir las operaciones en moneda extranjera a moneda nacional para efectos de mantener la contabilidad en colones (pág. 109). En ningún lugar se desprende de la norma legal que el resultado de dicha conversión de la moneda extranjera dé como resultado un posible gravamen al ingreso que se pudiera percibir. Esto es así en el tanto los artículos que establecen el hecho generador de dicho impuesto no establece de ninguna manera el gravamen a este tipo de “ingresos”:

*“El hecho generador de este impuesto fue desarrollado anteriormente mediante los artículos 1 a 5 de la ley, en los cuales no sólo se establece que el impuesto de utilidades aplicado en el país sigue el principio de renta-producto (según el cual no se gravan las ganancias de capital), sino que, además de manera expresa la misma ley de renta excluye el gravamen a las ganancias de capital tal y como se desarrolló ampliamente en acápite anteriores.*

*No sólo no se incluye dentro de los primeros artículos de la ley el gravamen a las ganancias cambiarias, sino que, además el mismo artículo 81 no señala en ningún*



*momento que las diferencias cambiarias originadas de la conversión a moneda nacional van a ser gravadas por el impuesto a las utilidades, ni tampoco que el resultado de la valuación va a estar sujeto al Impuesto sobre la Renta.” (Chinchilla Fernández & Fernández Chavarría, 2013, págs. 109-110)*

Ahora bien, la pretensión de la Administración Tributaria de gravar las ganancias cambiarias está en directa violación del artículo 5° del Código de Normas y Procedimientos Tributarios el cual declara de manera clara y precisa:

*"Artículo 5°.- Materia privativa de la ley. En cuestiones tributarias solo la ley puede:*

***a) Crear, modificar o suprimir tributos; definir el hecho generador de la relación tributaria; establecer las tarifas de los tributos y sus bases de cálculo; e indicar el sujeto pasivo;***

***b) Otorgar exenciones, reducciones o beneficios;***

*c) Tipificar las infracciones y establecer las respectivas sanciones;*

*d) Establecer privilegios, preferencias y garantías para los créditos tributarios; y*

*e) Regular los modos de extinción de los créditos tributarios por medios distintos del pago.*

*En relación a tasas, cuando la ley no la prohíba, el Reglamento de la misma puede variar su monto para que cumplan su destino en forma más idónea, previa intervención del organismo que por ley sea el encargado de regular las tarifas de los servicios públicos.”*

La interpretación que hace la Administración es una creación de un tributo cuando de acuerdo con la Ley y a la Constitución es materia privativa de ley el establecimiento de tributos. Pretender aplicar dicha interpretación ilegal a los contribuyentes es someterlos a una inseguridad jurídica intolerable. Aún más, este mismo artículo del Código de Normas y Procedimientos Tributarios declara la razón del porqué no es posible utilizar el artículo 8 del Reglamento a la Ley sobre la Renta para aplicar el gravamen:

*“Teniendo claro este artículo 5 del CNPT, se logra derivar la ilegalidad del artículo 8 reglamentario. Este artículo 8 del RLISR pretende introducir vía reglamento parte del hecho generador de un tributo, pues incluye dentro del concepto de renta bruta a las diferencias cambiarias, las cuales no se encuentran incluidas expresamente en el concepto de renta bruta desarrollado en la ley.”*

Lo más grave de esta situación, más allá de la aplicación de dicho criterio por parte de la Administración Tributaria, es la generalidad con que ha utilizado este criterio. Desde el año 2007 existen más de 86 Oficios por parte de la Dirección General de Tributación donde se utiliza una y otra vez los argumentos que Chinchilla Fernández & Fernández Chavarría (2013) desnudaron en su investigación como ilegales e ilegítimos.

## **2. Reglamento SUGEF 24-00**

En atención al artículo el artículo 131 de la LOBCCR, el CONASSIF emitió el Acuerdo SUGEF 24-00 “Reglamento para juzgar la situación económica-financiera de las entidades fiscalizadas” aprobado mediante el artículo 8, del Acta de la Sesión 197-2000 y publicada en el Diario Oficial “La Gaceta” N°6, del 9 de enero del 2001. El reglamento contiene las normas generales para que la SUGEF juzgue la situación económica-financiera de las entidades supervisadas:

- Bancos comerciales del Estado, incluido el Banco Popular y de Desarrollo Comunal.
- Bancos privados.
- Cooperativas y Solidaristas.

- Empresas Financieras no Bancarias.
- Banco Hipotecario de la Vivienda.
- Caja de Ahorro y Préstamo de la Asociación Nacional de Educadores.
- Organización Cooperativas de Ahorro y Crédito.
- Cooperativas de Ahorro y Préstamo para la Vivienda.

La forma como la SUGEF juzga la situación económica-financiera de las entidades supervisadas se basa en una supervisión basada en riesgo, en el tanto se utilizan los diferentes tipos de riesgos y la exposición a cada uno de ellos como un parámetro de evaluación para la determinación de uno de los parámetros del análisis CAMELS (sensibilidad a riesgos de mercado). El Riesgo Cambiario definido en la norma como el momento cuando “Una entidad se enfrenta a este tipo de riesgo cuando el valor de sus activos y pasivos en moneda extranjera se ven afectados por las variaciones en el tipo de cambio y los montos correspondientes se encuentran descalzados.” De esta manera, el artículo 7 del Acuerdo 24-00 establece que la sensibilidad se evaluará con un indicador compuesto de tres elementos:

- Riesgo por tasas de interés en colones.
- Riesgo por tasas de interés en moneda extranjera.
- Riesgo cambiario.

Es decir, la sensibilidad a riesgos de mercado es evaluada con el riesgo de tasas de interés y con el riesgo cambiario. Aún más, el artículo 14 establece que en el indicador de la

sensibilidad a riesgos de mercado, el indicador de “Riesgo cambiario” tendrá un peso relativo al 50%, mientras que los otros dos elementos se dividirán por partes iguales el resto del por ciento:

*“Artículo 14.*

*En la sensibilidad a riesgos de mercado, el indicador de “Riesgo cambiario” tiene un peso relativo del 50% y los indicadores de “Riesgo por tasas de interés en colones” y “Riesgo por tasas de interés en moneda extranjera” tienen un peso relativo del 25% cada uno.”*

Ahora bien, el Anexo 2 al Acuerdo 24-00 detalla el cálculo de los numeradores y denominadores de la calificación global. En el caso del “Riesgo Cambiario” se determina que la calificación se establecerá de la siguiente manera:

$(\text{Activos en moneda extranjera} - \text{pasivos en moneda extranjera}) \times \text{Variación máxima esperada en el tipo de cambio en un año}$   
*Capital Base calculado según el Acuerdo SUGEF 3 – 06*

En realidad, a la fórmula le hace falta un elemento que es detallado en el Anexo 2.2 “Detalle del Cálculo del Indicador de Riesgo Cambiario para lo establecido en el Artículo 7 del presente Reglamento”. La fórmula entonces sería la siguiente:

$$\frac{\left( \frac{\text{Activos en moneda extranjera} - \text{pasivos en moneda extranjera}}{\text{Tipo de cambio de compra}} \right) \times \text{Variación máxima en el tiempo de cambio en un año}}{\text{Capital base}}$$

El Anexo 2.2, además detalla que para los activos en moneda extranjera se deben utilizar los saldos del plan de cuentas, es decir, las sumatorias de las partidas de activo que tienen como sexto dígito el número 2, según detalla la normativa de la SUGEF sobre las partidas contables en las que se deben registrar estos activos. En el caso de los pasivos en dólares se deben utilizar los saldos del plan de cuentas, es decir, la sumatoria de todas las partidas de pasivos que tienen como sexto dígito el número 2. Con respecto de la obtención de la variación esperada en el tipo de cambio, ésta se obtiene utilizando un cálculo de la volatilidad utilizado para los índices del calce de precios. Es decir:

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
31 Ene	381,72	421,04	461,06	498,77	517,11	493,93	555,51	555	500,85	503,68	496,32
29 Feb	384,89	423,94	464,25	501,38	517,01	493,45	560,41	548,54	497,28	504,83	495,73

31 Mar	388,22	427,15	467,46	504,84	516,91	491,64	558,42	518,51	495,66	502,58	492,72
30 Abr	391,1	430,36	470,41	506,59	516,8	491,34	568,29	505,9	495,6	498,54	493,36
31 May	394,76	433,43	473,72	508,8	516,65	516,46	572	535,14	499,98	496,17	493,22
30 Jun	397,91	436,61	476,91	511,93	516,53	516,34	570,61	529,91	498,61	492,57	493,03
31 Jul	401,42	440,05	479,97	514,96	516,53	546,49	581,55	511,64	499,72	495,11	492,99
31 Ago	404,53	443,41	482,76	517,21	516,44	547,93	584,27	504,12	505,91	492,65	497,14
30 Set	407,77	446,98	486,4	519,73	516,39	549,59	582,49	502,55	508,36	492,42	493,51
31 Oct	411,48	450,73	489,16	515,04	516,71	550,82	576,87	508,52	509,78	492,46	493,64
30 Nov	414,86	454,27	492,32	514,62	496,17	525,22	549,24	503,18	501	492,81	492,93
31 Dic	418,04	457,58	495,65	515,84	495,23	550,08	558,67	507,85	505,35	502,07	495,01

Se calculan los crecimientos interanuales del tipo de cambio de compra para los últimos 12 meses (los valores del último día del mes) = logaritmo natural resultante del tipo de cambio del último día de un determinado menos sobre el tipo de cambio del último día para ese mes del año anterior.

9,80% 9,08% 7,86% 3,61% -4,59% 11,75% -0,09% -10,27% 0,56% -1,47%

9,66% 9,08% 7,69% 3,07% -4,66% 12,72% -2,14% -9,81% 1,51% -1,82%

9,56%	9,02%	7,69%	2,36%	-5,01%	12,74%	-7,42%	-4,51%	1,39%	-1,98%
9,57%	8,90%	7,41%	2,00%	-5,05%	14,55%	-11,63%	-2,06%	0,59%	-1,04%
9,35%	8,89%	7,14%	1,53%	-0,04%	10,21%	-6,66%	-6,80%	-0,76%	-0,60%
9,28%	8,83%	7,09%	0,89%	-0,04%	9,99%	-7,40%	-6,09%	-1,22%	0,09%
9,19%	8,68%	7,04%	0,30%	5,64%	6,22%	-12,81%	-2,36%	-0,93%	-0,43%
9,18%	8,50%	6,89%	-0,15%	5,92%	6,42%	-14,75%	0,35%	-2,66%	0,91%
9,18%	8,45%	6,63%	-0,64%	6,23%	5,81%	-14,76%	1,15%	-3,19%	0,22%
9,11%	8,18%	5,16%	0,32%	6,39%	4,62%	-12,61%	0,25%	-3,46%	0,24%
9,08%	8,04%	4,43%	-3,65%	5,69%	4,47%	-8,76%	-0,43%	-1,65%	0,02%
9,04%	7,99%	3,99%	-4,08%	10,50%	1,55%	-9,54%	-0,49%	-0,65%	-1,42%

Se calcula la varianza de los crecimientos interanuales. Y se le calcula la raíz cuadrada para obtener la desviación estándar.

Varianza	6,45175E-06	1,5804E-05	0,00017308	0,00057433	0,00314505	0,00167612	0,00216394	0,00160412	0,00028149	8,6984E-05
----------	-------------	------------	------------	------------	------------	------------	------------	------------	------------	------------



Desviación estándar 0,00254003 0,00397539 0,01315609 0,02396523 0,05608076 0,04094039 0,04651814 0,04005143 0,01677775 0,0093265

Se le aplica a la desviación estándar obtenida un nivel de confianza al 99%.

Al 99% 0,0059 0,0093 0,0307 0,0558 0,1307 0,0954 0,1084 0,0933 0,0391 0,0217

La variación absoluta esperada en el tipo de cambio es el producto la desviación estándar con un nivel de confianza al 99% multiplicado por el tipo de cambio de compra del último día del mes.

2,49 4,27 15,29 28,87 64,54 52,99 60,15 46,74 19,69 10,79

2,51 4,30 15,37 28,87 64,48 53,46 59,45 46,41 19,73 10,77

2,53 4,33 15,48 28,86 64,24 53,27 56,20 46,25 19,65 10,71

2,55 4,36 15,53 28,86 64,20 54,21 54,83 46,25 19,49 10,72

2,57 4,39 15,60 28,85 67,48 54,56 58,00 46,66 19,40 10,72

2,58 4,42 15,69 28,84 67,47 54,43 57,44 46,53 19,26 10,71

2,60 4,45 15,79 28,84 71,41 55,47 55,46 46,63 19,35 10,71

2,62 4,47 15,85 28,84 71,60 55,73 54,64 47,21 19,26 10,80

2,65 4,51 15,93 28,83 71,81 55,56 54,47 47,44 19,25 10,72

2,67 4,53 15,79 28,85 71,97 55,03 55,12 47,57 19,25 10,73

2,69 4,56 15,78 27,71 68,63 52,39 54,54 46,75 19,27 10,71

2,71 4,59 15,81 27,65 71,88 53,29 55,04 47,16 19,63 10,76

**2,60 4,43 15,66 28,66 68,31 54,20 56,28 46,80 19,43 10,74**

### **3. Reglamento sobre la Solvencia de Entidades de Seguros y Reaseguros**

El día 18 de setiembre de 2008 el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero emitió el “Reglamento sobre la Solvencia de Entidades de Seguros y Reaseguros”. La motivación y la razón principal de dicha normativa se encuentra en el “considerando”, en especial el inciso d), donde se declara:

*“d) de acuerdo con los estándares internacionales de supervisión del mercado de seguros es necesario establecer los requerimientos de capital, valoración de activos y pasivos, definición de provisiones técnicas de seguros así como de los activos susceptibles para su cobertura para las entidades aseguradoras y reaseguradoras sometidas al régimen especial de supervisión, ...”*

Así mismo, el inciso g) del “considerando” establece el modelo seguido por el CONASSIF en el tema de seguros:

*“g) el modelo de solvencia conocido como **Margen de Solvencia**, establecido de manera amplia en la Comunidad Europea y América Latina, se encuentra en revisión a efecto de adecuar los requerimientos de capital al riesgo específico de las entidades de forma individual. Si bien algunas jurisdicciones han evolucionado hacia modelos basados en riesgo, el esfuerzo de Europa se ha concentrado en el proyecto conocido como Solvencia II, el cual tiene programada su implantación para el año 2011, ...”*

Explicado aún más en el inciso j):

*“j) el modelo básico de solvencia exige requerimientos que permitan cubrir las pérdidas no esperadas por concepto de riesgo de inversión y riesgo técnico de seguros, diferenciando en seguros de vida y no vida. Se ha observado modelos de avanzada en el caso de riesgos de inversión en donde se incorpora los conceptos de riesgo de precio, crédito, concentración y descalce. Por su lado, el riesgo técnico de seguros se aborda en el modelo Europeo mediante la definición de parámetros regulatorios que exigen capital adicional en función de las primas o los siniestros enfrentados. Dicho requerimiento es corregido por la calidad y nivel de cesión de riesgos en compañías reaseguradoras. Finalmente, la incorporación de riesgos catastróficos, en el caso de Costa Rica las coberturas de terremoto, constituyen un nivel adicional de prudencia,...”*

De esta manera es clara la intención del CONASSIF de establecer una normativa de supervisión basada en riesgo mediante el cual las entidades identifiquen los riesgos a los que están expuestos y se les establece una metodología para asignar un determinado monto de capital para proteger las entidades ante esas exposiciones identificadas. Siguiendo esta clara intención, el artículo 1° del Reglamento precisa como su objetivo el “establecer las normas de valoración de activos y pasivos, los requerimientos del régimen de suficiencia de capital y solvencia, las provisiones técnicas y reservas, así como el régimen de inversión de los activos que los respalda aplicable a las entidades aseguradoras y reaseguradoras.” La

forma como la norma intenta lograr ese cometido es mediante el “Índice de suficiencia de capital”. El Índice se calcula mediante la siguiente fórmula:

$$ISC = \frac{CB}{RCS}$$

En dicha fórmula:

- ISC = Índice de Suficiencia de Capital.
- CB = Capital Base
- RCS = Requerimiento de Capital de solvencia

El Capital Base de acuerdo en el artículo 5° del Reglamento se define como “la suma del capital primario y el capital secundario, neto de deducciones, según se define en este reglamento. Para efectos del cálculo del capital base se considerará el capital secundario hasta en un 100% del capital primario.” Por otro lado, el Requerimiento de Capital de Solvencia se define en el artículo 11° como “la suma lineal de los siguientes requerimientos de capital individuales:

- a) Riesgo de inversiones (Anexo RCS-1).
- b) Riesgo de seguro del ramo de vida (Anexo RCS-2).
- c) Riesgo de seguros de ramos distintos al de vida (Anexo RCS-3).
- d) Riesgo de reaseguro cedido (Anexo RCS-4).

e) Riesgo catastrófico (Anexo RCS-5).”

Ahora bien, la regulación del riesgo cambiario se encuentra en alguna medida en el indicador del Riesgo de Inversiones. Este indicador se compone por la suma lineal de los siguientes riesgos:

- Requerimiento de capital por riesgo de precio.
- Requerimiento de capital por riesgo de créditos.
- Requerimiento de capital por riesgo de concentración de inversiones.
- Requerimiento de capital por riesgo de descalce de inversiones.

$$RCS_{ri} = R_{mer} + R_{act} + R_{con} + R_{des}$$

El último de los requerimientos se refiere al riesgo de los activos y pasivos por moneda y plazo, y para determinarlo se debe utilizar la metodología que mediante lineamiento General definirá la Superintendencia. Por lo tanto, la entidad aseguradora debe valorar dentro de los cálculos base al Índice de Suficiencia de Capital su exposición al riesgo cambiario mediante la determinación del requerimiento de capital por riesgo de descalce de inversiones. Sin embargo, la norma no se detiene ahí, el Título V establece “Operaciones de Cobertura con Derivados Financieros”. El artículo 36 determinó:

*“Artículo 36.—Instrumentos financieros derivados y definiciones. Las entidades pueden realizar operaciones con instrumentos financieros derivados con el fin de alcanzar coberturas de riesgo de tasa de interés, precios y de tipo de cambio.”*

El Reglamento dispone que las operaciones con derivados deben “ser valoradas diariamente a precios de mercado” y en aquellos casos en que no exista un mercado líquido “el método de valoración por utilizar debe ser consistente con el mercado” Además, se deberán registrar contablemente según la normativa contable contenida en las Normas Internacionales de Información Financiera (artículos 41 y 42). Más específico aún, sobre la negociación de dichos instrumentos se permite la negociación de los instrumentos, según el artículo 43, en los mecanismos de negociación en el país y en el extranjero; pero para las coberturas de tipo de cambio (riesgo cambiario) se permite realizar las transacciones en mercados “Over-the-counter” OTC. Pero la negociación en los mercados OTC estará limitada a los agentes bursátiles, intermediarios e instituciones financieras, de países miembros de la Unión Europea y del Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores o IOSCO. Además, los contratos de operaciones de derivados que no se realicen en Bolsas de Derivados deberán seguir los lineamientos de los Contratos Marco. Los contratos marco son los reconocidos por el International Foreign Exchange

Master Agreement, los de la International Swap Dealers Association (ISDA) y los del International Securities Market Association (ISMA).

#### **4. Conclusiones**

La información anterior demuestra varios puntos que son básicos para la investigación presente. En primer lugar, existe un riesgo doble para los individuos respecto de tratamiento de las ganancias cambiarias en el Impuesto sobre la Renta. La Administración Tributaria ha emitido y defendido un criterio que ante los análisis de los expertos, es ilegal y violatorio de principios constitucionales. Esta situación impone ante los individuos, en este caso en especial, a las instituciones financieras ante dos riesgos latentes:

- Riesgo cambiario.
- Riesgo legal o de entorno.

Por otro lado, en la SUGEF 24-00 se observa la intención del CONASSIF de emitir disposiciones que de alguna forma midan la exposición del riesgo cambiario en las entidades financieras. Sin embargo, lo indicado en la norma se refiere a una simple medición y una capital determinada dependiendo del monto de la exposición. En ningún momento se regula de alguna manera el riesgo cambiario otorgando herramientas para mitigarlo. Esta situación supone una debilidad importante para el sistema.



Adicionalmente, la normativa emitida por el CONASSIF para las entidades aseguradoras sigue el modelo utilizado en la SUGEF-24-00. Se establecen modelos de medición del margen de exposición al riesgo cambiario sin proveer elementos de protección o mitigación más allá de la aportación de un mayor número de capital.

Estas normas, por lo tanto, son insuficientes en un entorno en donde el riesgo cambiario es latente y formará parte fundamental de las operaciones de las entidades financieras a medida que el régimen cambiario sea liberalizado.

## Conclusiones

La presente investigación inició con la siguiente hipótesis:

*“El marco jurídico actual, respecto a los elementos de cobertura que permite a las entidades financieras cubrir sus posiciones frente al riesgo cambiario, carece de los elementos necesarios para una cobertura adecuado.”*

La investigación demostró que el sistema jurídico actual carece de los elementos necesarios para proteger de manera adecuada a los diferentes individuos del sistema del riesgo cambiario propios del sistema de bandas cambiarias y mucho menos frente a un escenario de flotación administrada o flotación libre de la moneda nacional.

El marco jurídico actual y vigente sí tiene elemento que permiten mitigar el riesgo cambiario de las entidades financieras:

- Derivados.
- Operaciones de contado.

Sin embargo, el sistema ha sido inoperante en el tanto establece limitaciones a las operaciones posibles que imposibilitan una utilización de dichas herramientas en el mercado local y, por lo tanto, lo vuelven inexistente. Las instituciones financieras han

preferido mitigar su exposición al riesgo cambiario mediante la utilización de mecanismos de mitigación del riesgo cambiario en el exterior a un costo mayor producto de la inexistencia de un mercado local que les permita mitigar la exposición.

Por otro lado, las regulaciones emitidas, en conjunto por el CONASSIF y por las superintendencias, son muy limitadas en el tanto se concentran en la identificación del margen de exposición al riesgo cambiario. Esta regulación es efectiva en un sistema de supervisión prudencial, pero en un sistema de supervisión basada en riesgo no lo es tanto.

Finalmente, la hipótesis planteada se confirma y demuestra la necesidad de una modificación en la regulación para prevenir fallos en el sistema producto de una regulación insuficiente.

## **Bibliografía**

Avalos, F., & Moreno, R. (2013). *Cobertura en mercados de derivados: la experiencia de Chile*. Bank for International Settlements.

Azañero Saona, J. M., & Bernedo Málaga, M. d. (2003). *La Banca Central y los derivados financieros: El caso de las opciones de divisas*. Lima: Revista Estudios Económicos del Banco Central de Reserva del Perú.

Banco Central Europeo . *El Papel de los Bancos Centrales en la Supervisión Prudencial*. Luxemburgo: Banco Central Europeo.

Camerini, M. A. (2002). *Mercado de Valores*. Buenos Aires: Editorial Ad-Hoc.

Chakrabarty, K. C. (2013). Strengthening the banking supervision through risk based approach - laying the steppin stones. *K C Chakrabarty: Strengthening the banking supervision through risk based approach – laying the stepping stones*, (pág. 8). Mumbai.

Chapoy Bonifaz, D. B. (1983). *Imposición a la Riqueza en México*. México: Universidad Nacional Autónoma de México.

Chinchilla Fernández, J., & Fernández Chavarría, S. (2013). *Análisis doctrinal y jurisprudencial del gravamen a las ganancias cambiarias y su tratamiento a nivel del impuesto sobre la renta en Costa Rica*. San José.

Consultative Group to Assist the Poor. (2006). *Foreign Exchange Risk Mitigation Techniques*. Washington: Consultative Group to Assist the Poor/The World Bank.

Fuentes Cabrera, M. R. (2000). *El préstamos Back to Back como herramienta de financiamiento a corto plazo para un inversionista*. Guatemala: Tesis de Graduación, Universidad Francisco Marroquín.

Gutiérrez Segnini, M. A. (2009). *Basilea II: Logros y Retos para la Legislación Bancaria Costarricense*. San José.

Gutiérrez Segnini, M. A. (2009). *Basilea II: Logros y Retos para la Legislación Bancaria Costarricense*. San José: Trabajo Final de Graduación para la Licenciatura en Derecho.

- Jadresic, E., & Selaive, J. (2005). *Is the FX derivatives market effective and efficient in reducing currency risk?* Santiago: Documentos de Trabajo, Banco Central de Chile.
- Kelley, M. P. (2001). Foreign Currency Risk: Minimizing Transaction Exposure. *International Law Section* , 32-35.
- Méndez Hidalgo, A. M., & Barquero Paniagua, H. (2010). *La legislación de bance central en Costa Rica y el esquema de banda cambiaria*. San José: Trabajo Final de Graduación - Universidad de Costa Rica.
- Méndez Quesada, E., & Orozco Coto, N. (1996). *Sistema de Bandas Cambiarias*. San José: Departamento de Investigaciones Económicas, División Económica, Banco Central.
- Mora Arias, M., & Prado Zúñiga, E. (2006). *El régimen de banda cambiaria: hacia la flexibilidad cambiaria y el control de la inflación*. San José: Decimotercer Informe sobre el Estado de la Nación.
- Mora G, C., & Torres G, C. (2007). *Estimación del Tipo de Cambio Real de Equilibrio para Costa Rica: Período 1991-2006*. San José: Banco Central de Costa Rica.
- Oreamuno Linares, J. M. (21 de Abril de 2002). Renta Global y Universal. *El Financiero* .
- Peralta, L. C., & Alvarado, J. (1994). *El Tipo de Cambio en Costa Rica. Evolución y Comportamiento. 1945-1994*. San José: Instituto de Investigaciones en Ciencias Económicas. Universidad de Costa Rica.
- Ramos Chacón, R., & Rugama Carmona, M. (2009). *Supervisión del Sistema Financiero Nacional, análisis de su constitución, desarrollo, responsabilidad del Ente Supervisor en la implementación de los Principios de Basilea y situación actual*. San José: Tesis de Grado - Universidad de Costa Rica.
- Retana Romero, P., & Tristán Rodríguez, J. C. (2010). *Derivados Financieros. El Contrato Marco de la International Swaps and Derivatives Association a la Luz del Derecho Costarricense*. San José.
- Thompson, G. (1996). Prudential Supervision and the Changing Financial System. *Monash University Law School Foundation*. Melbourne: Reserve Bank of Australia Bulletin.
- Torrealba Navas, A. *La Imposición sobre la Renta en Costa Rica*. San José.
- Van Lare Dosso, L. (24 de April de 2006). Risk-based Supervision.

Vargas, T. (6 de Marzo de 2009). Supervisión ¿basada en riesgo? *La Nación* , pág. 35.

Venegas Barrantes, D. (2012). *Estudio Jurídico de los Contratos Forward y su aplicación en Costa Rica*. San José.