



GERENCIA PARA EL DESARROLLO

73

Gestión del riesgo cambiario de las empresas emisoras de bonos en mercados internacionales, 2005-2015

Alfredo Mendiola

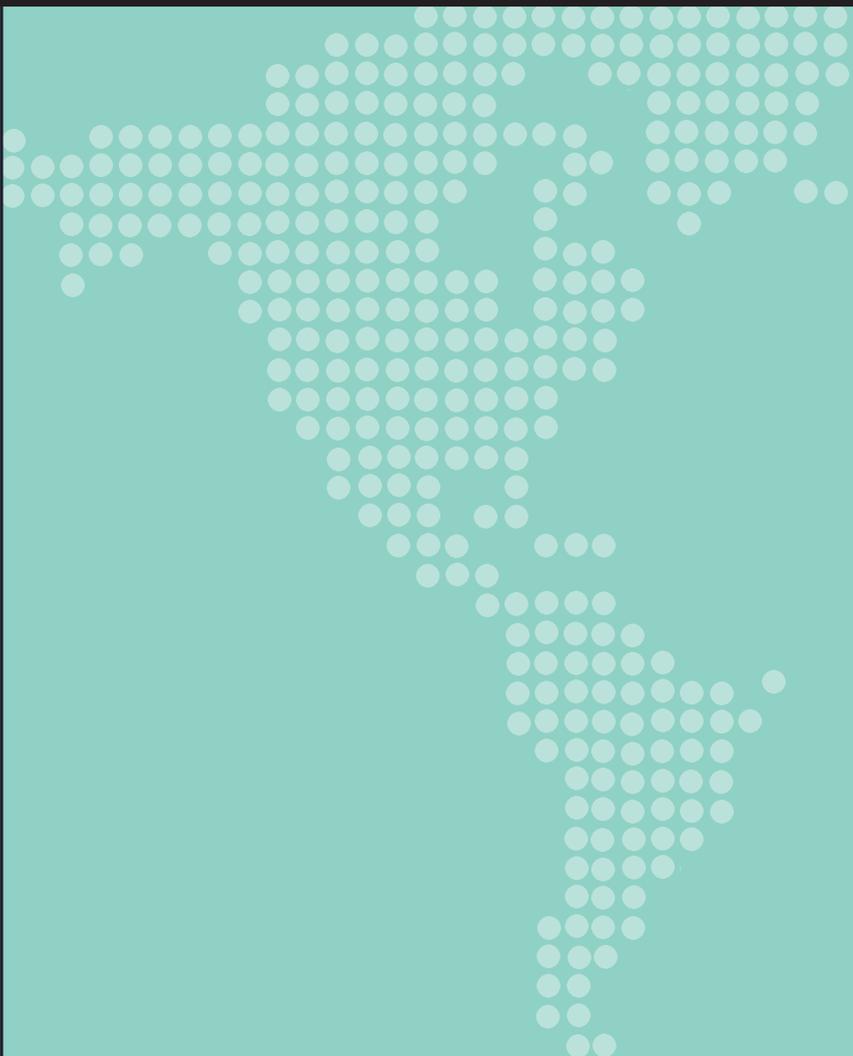
Carlos Aguirre

Luis Alanya

Benilda Amado

David Pérez-Palma

Christian Villar



esan
ediciones

**Gestión del riesgo cambiario de las empresas emisoras
de bonos en mercados internacionales, 2005-2015**

**Gestión del riesgo cambiario de las empresas
emisoras de bonos en mercados internacionales,
2005-2015**

Alfredo Mendiola • Carlos Aguirre • Luis Alanya
Benilda Amado • David Pérez-Palma • Christian Villar

**Gestión del riesgo cambiario de las empresas emisoras de bonos
en mercados internacionales, 2005-2015**

ISBN: 978-612-4110-87-0

Serie Gerencia para el Desarrollo 73

ISSN de la serie: 2078-7979

© Alfredo Mendiola, Carlos Aguirre, Luis Alanya, Benilda Amado,
David Pérez-Palma, Christian Villar, 2018

© Universidad ESAN, 2018

Av. Alonso de Molina 1652, Surco, Lima-Perú

www.esan.edu.pe

esanediciones@esan.edu.pe

Primera edición digital

Lima, junio del 2018

DIRECCIÓN EDITORIAL

Ada Ampuero

CORRECCIÓN TÉCNICA

José Lumbreras

CORRECCIÓN DE ESTILO Y EDICIÓN

Rosa Díaz

DISEÑO DE CARÁTULA

Alexander Forsyth

Diseño de interiores y diagramación

Ana María Tessey

PUBLICADO

Junio del 2018

Índice

Introducción	9
Capítulo 1. Marco teórico	14
1. Marco conceptual	14
1.1. Mercado de divisas y tipo de cambio	14
1.1.1. Mercado de divisas	14
1.1.2. Determinantes del tipo de cambio y su impacto	17
1.1.3. El papel del banco central en la determinación del tipo de cambio	18
1.2. Mercado de dinero, mercado de capitales y mercado <i>over the counter</i>	18
1.2.1. Mercado de dinero	18
1.2.2. Mercado de capitales	19
1.2.3. Mercado <i>over the counter</i>	19
1.3. Bonos	19
1.3.1. Prima de riesgos relacionados con el emisor	20
1.3.2. Mercados <i>off-shore</i> y eurobonos	20
1.4. Riesgo cambiario	21
1.5. Gestión del riesgo	22
1.5.1. Derivados financieros	23
1.5.2. Productos derivados	24
1.5.3. Mecanismos de cobertura cambiaria	25
1.5.4. Productos derivados en el mercado peruano	25
2. Marco contextual	26
2.1. Comportamiento del tipo de cambio	27

2.1.1. Evolución 2005-2015	27
2.1.2. Factores determinantes	28
2.1.3. Análisis de volatilidad	32
2.2. Financiamiento con bonos	33
2.2.1. Emisión de bonos en el mercado peruano	33
2.2.2. Emisión de bonos en el mercado internacional	35
3. Marco regulatorio	39
3.1. El tutelaje del tipo de cambio	39
3.2. Regulaciones para la emisión de bonos	41
3.2.1. Bolsa de Valores de Lima	43
3.2.2. Bolsa de Valores de Nueva York	43
3.2.3. Bolsa de Valores de Luxemburgo	46
Capítulo 2. Metodología de la investigación	49
1. Tipos de metodologías	49
2. Metodología seleccionada	50
Capítulo 3. Opinión de los expertos	53
1. Especialista en emisión de bonos en el mercado internacional	53
2. Especialistas en el manejo de gestión del riesgo cambiario	55
2.1. Funcionario de empresa clasificadora de riesgo	55
2.2. Funcionario de la Superintendencia del Mercado de Valores	56
3. Especialista académico	59
4. Especialistas en el manejo de instrumentos derivados	60
4.1. Exfuncionario de empresa emisora de bonos	60
4.2. Funcionario de empresa emisora de bonos	62
4.3. Funcionario de banco 1	63
4.4. Funcionario de banco 2	64
4.5. Funcionario de banco 3	66
4.6. Funcionario de banco 4	68
5. Matriz de opiniones	69
Capítulo 4. Un estudio de caso	78
1. La Corporación Lindley	79
1.1. Análisis interno	79
1.1.1. Breve historia	79
1.1.2. Grupo económico	80

1.1.3. <i>Stakeholders</i>	80
1.1.4. Cadena de valor	82
1.1.5. Modelo de negocio (Canvas)	84
1.1.6. Análisis de los estados financieros	84
1.2. Análisis del entorno	89
1.2.1. Análisis social, económico, político, tecnológico, ecológico y geográfico	89
1.2.2. Análisis de las cinco fuerzas de Porter	89
1.2.3. Análisis comparativo con el sector	91
1.3. Balance de conjunto	98
2. Las emisiones en el mercado internacional	99
2.1. Características y objeto	100
2.1.1. Bonos internacionales del 2011	100
2.1.2. Bonos internacionales del 2013	102
2.2. Perspectivas y política de cobertura de la empresa	105
2.2.1. Coberturas tomadas al 2015	107
2.2.2. Consecuencias de las políticas de cobertura al cierre del 2015	111
2.2.3. Hechos posteriores al periodo de evaluación	111
2.3. Simulación de coberturas de Corporación Lindley	111
2.3.1. Cobertura <i>forward</i> del 100% del principal a un año de la primera emisión	114
2.3.2. Cobertura <i>forward</i> del 100% del principal a un año de la segunda emisión	116
2.3.3. Cobertura <i>forward</i> del 100% del principal a dos y tres años de la primera y de la segunda emisión	117
2.3.4. Análisis comparativo de estrategias de cobertura	120
2.4. Árbol de toma de decisiones para cobertura	120
3. Otros casos de estudio	121
3.1. Volcan Compañía Minera	123
3.1.1. Resumen de la operación	123
3.1.2. Evolución de la calificación crediticia de los bonos	124
3.1.3. Análisis de las operaciones de cobertura	125
3.2. Ferreycorp y subsidiarias	126
3.2.1. Resumen de la operación	127
3.2.2. Evolución de la calificación crediticia de los bonos	127
3.2.3. Análisis de las operaciones de cobertura	128
3.2.4. Simulación de estrategia de cobertura	130

3.3. Alicorp	131
3.3.1. Resumen de la operación	131
3.3.2. Evolución de la calificación crediticia de los bonos	132
3.3.3. Análisis de las operaciones de cobertura	132
3.3.4. Simulación de estrategia de cobertura	135
Conclusiones	138
Bibliografía	142
Sobre los autores	147

Introducción

En la última década, el mayor crecimiento económico registrado por la economía de América Latina y un contexto de condiciones favorables de financiamiento externo se han reflejado en la disminución de las tasas globales de interés. Además, como resultado de las políticas de expansión cuantitativa llevadas a cabo por los bancos centrales de las economías desarrolladas, entre el 2010 e inicios del 2013 se fomentó un rápido crecimiento de las emisiones de bonos del sector privado en los mercados internacionales.

El Perú, como país latinoamericano, no ha sido ajeno a esta coyuntura y, a partir del 2012, registró saldos positivos con una participación del 8% en la emisión de bonos que en el 2015 llegó al 15% de participación dentro de la región (Luna, Vega & Castillo, 2015).

Según el Banco Central de Reserva del Perú (BCR), en los últimos 17 años el país ha experimentado un crecimiento continuo de su producción. Solo en 2010 y 2013 cerró con un incremento anual del 8.5% y el 5.8% del producto bruto interno (PBI) (BCR, 2015). En consecuencia, en este contexto muchas empresas crecieron, lo que ha aumentado sus necesidades de financiamiento. En ese periodo, las empresas locales emplearon con mayor frecuencia en su estructura el financiamiento de deuda a través de la emisión de bonos en el mercado internacional. Esos son los casos de Corporación José R. Lindley S. A. (Corporación Lindley), Alicorp S. A. A., Gloria S. A., Ferreycorp S. A. A. y Cementos Pacasmayo S. A. A.

Entre las principales razones que motivaron la emisión de bonos por las empresas se encuentran las mejores condiciones de tasas de interés, plazos, disponibilidad de fondos y la mayor oferta de los inversionistas. Además, tuvo también un papel muy importante la tendencia de disminución del tipo de cambio a partir del segundo semestre del 2011, motivada por el contexto posterior a la elección del presidente Ollanta Humala (Chang, 2013). Se debe mencionar que el mercado de valores peruano, representado por la Bolsa de Valores de Lima (BVL), ha quedado relegado en este tipo de operaciones porque aún no alcanza dinamismo y está limitado por su tamaño y escasa liquidez (Mendiola, Aguirre, Bendezú, Berrospi, Córdova & Núñez del Prado, 2014).

Como contrapartida de las decisiones de financiamiento internacional, estas empresas se han visto afectadas por su exposición al riesgo cambiario debido a la dependencia que tienen por operar negocios que reciben ingresos en soles y contraen obligaciones en dólares. Según Chang (2013), este riesgo se produce por el descalce entre sus activos y pasivos en dólares. Por ejemplo, cuando una empresa posee menos activos que pasivos en moneda extranjera (posición corta), un incremento del tipo de cambio (depreciación del sol) las afecta al generarse una pérdida en términos del sol. Por el contrario, una disminución del tipo de cambio (apreciación del sol) genera una ganancia en soles; situación que prevaleció en la economía peruana hasta fines del 2012.

Esta tendencia se revirtió a partir de mayo del 2013 al comenzar a incrementarse el tipo de cambio. En el 2013 el aumento fue del 9.72% respecto al año anterior, para el 2014 este incremento fue del 6.43% y en el 2015, del 14.43%. En términos generales, se pasó de un tipo de cambio de S/ 2.55 en el 2012 a uno de S/ 3.41 al cierre del 2015. Así, la variación del tipo de cambio impactó de manera negativa en los resultados de las empresas, en especial en 2013 y 2014. Dos de las más afectadas ante esta situación fueron Corporación Lindley, que en esos años sufrió pérdidas de 114.7 y 103,6 millones de soles, respectivamente; y Alicorp, que en el 2013 incurrió en pérdidas por 117 millones de soles y en el 2014 de 57.6 millones de soles.

Por esta razón surge el concepto de gestión del riesgo cambiario. Una de las herramientas que permite mitigar la exposición a este tipo de riesgo es el empleo de instrumentos financieros derivados de cobertura. Si bien es

cierto que su uso aún es muy limitado, y se negocian en mercados *over the counter* (OTC)¹, estos instrumentos aseguran un flujo futuro porque permiten pactar un tipo de cambio a la firma del contrato (Mendiola *et al.*, 2014).

El presente estudio busca realizar un análisis profundo del impacto de los resultados financieros en casos significativos de empresas peruanas seleccionadas, como resultado de la volatilidad en el tipo cambio durante el periodo 2005-2015. También pretende evaluar la gestión del riesgo cambiario de estas operaciones cuyas consecuencias no han sido favorables para varias empresas emisoras. Finalmente, mediante una simulación financiera, se presentan propuestas de mejora en el uso de instrumentos derivados de cobertura.

El periodo de estudio elegido, 2005-2015, se justifica porque en él ocurrieron diversos hechos que influyeron sobre la volatilidad del tipo de cambio cuyo efecto tuvo un impacto directo en las emisiones de bonos internacionales.

La metodología empleada es el estudio de caso, la cual busca establecer los diferentes criterios o lineamientos utilizados por las empresas para hacer frente al riesgo de tipo cambiario, y determinar cuáles son los factores más importantes a considerar respecto de la gestión del riesgo cambiario en la emisión de bonos en el mercado internacional.

La fuente de información son entrevistas estructuradas y aplicadas a profundidad a expertos en los temas emisión de bonos internacionales, política monetaria, regulación del mercado de valores peruano y clasificadoras de riesgo; al igual que a ejecutivos de los principales bancos locales que ofrecen instrumentos de cobertura derivados. Las entrevistas realizadas fueron concluyentes en términos generales y coincidieron en que las emisiones en el mercado internacional se han dado tanto por las condiciones atractivas del mercado como por la poca profundidad del mercado peruano de valores.

1. Operaciones extrabursátiles: contratos privados hechos a medida entre dos instituciones (bancos y clientes) y no regulados (Antezana, Minaya & Torrejón, 2013).

En cuanto a la gestión del riesgo cambiario, la conclusión de los expertos es que la falta o la poca cobertura se vio influida por una apuesta a que la tendencia del tipo de cambio no variaría y que, en todo caso, se apelaba a la confianza en las acciones del BCR frente a la alta volatilidad en el tipo de cambio.

Sobre el uso de instrumentos derivados de cobertura la conclusión general es que en el Perú falta mucho por hacer y que, a pesar de que estos instrumentos llevan diez años desde su introducción en el mercado financiero local, todavía se emplean instrumentos básicos como los acuerdos de compra o venta de una cantidad específica de una moneda a un precio determinado en una fecha futura (*forward*) y los contratos de permuta financiera en los que las dos partes se comprometen a intercambiar una serie de cantidades de dinero en fechas futuras (*swap*). Además, existe mucho temor a usar instrumentos más complejos los cuales, según la perspectiva de los expertos, pueden brindar mayor eficacia en la cobertura de este riesgo.

La exposición concluye con una simulación de la cual se extrae una importante recomendación acerca de la política de cobertura para mitigar el riesgo de las empresas con posiciones descalzadas por exposición al riesgo cambiario, sea por flujos o por descalce financiero de balance. Tal recomendación no es taxativa porque se considera como elemento que interviene el grado del riesgo que deseen asumir los accionistas. Esto no significa que no se reconozca que toda empresa que realiza operaciones de gran magnitud no debería quedarse en una posición descalzada.

La investigación está sujeta a un conjunto de limitaciones; por ejemplo, que algunas empresas emisoras no realizan ninguna transacción en el mercado local, por lo que no están obligadas a informar al ente regulador, lo que dificulta el acceso a información. Si bien la información de las empresas emisoras es de carácter público, en muchas de ellas no se encuentran los detalles de las características de los contratos de cobertura utilizados, sobre todo en aquellas que negocian con bancos del exterior. Por otro lado, no se pudo lograr un número mayor de entrevistas a los responsables de empresas emisoras, lo que habría dado un panorama más amplio de las estrategias de cobertura utilizadas por dichas organizaciones.

A continuación se describe la estructura del libro, lo que incluye el propósito y las metodologías utilizadas en cada capítulo.

Propósito y procedimiento metodológico del estudio por capítulo

Capítulo		Propósito	Metodología
Introducción		Desarrollar y describir los objetivos, las limitaciones y los alcances de la investigación.	Considera el diseño y el procedimiento de estudio con base en la metodología de estudio de casos de Yin (1984).
1. Marco teórico	Marco conceptual	Desarrollar los diferentes conceptos y herramientas que sirven de apoyo para la elaboración de la investigación.	Resume los estudios previos sobre el tema y explicita los conceptos que se usan en el estudio.
	Marco contextual	Describir los aspectos del entorno que condicionan el caso en estudio.	Identifica los factores exógenos intervinientes.
	Marco regulatorio	Desarrollar el tema regulatorio en sus aspectos tributario y contable a los que están sujetas las emisiones de bonos y derivados.	Establece el marco normativo en el cual se desenvuelve el caso estudiado.
2. Metodología de la investigación		Revisar las diferentes metodologías de investigación que existen y aplicar la más adecuada.	Define el procedimiento a seguir para la recolección y el análisis de la información.
3. Opinión de los expertos		Recoger los puntos de vista de los expertos sobre los temas en investigación.	Recopilación de información mediante entrevistas individuales.
4. Estudio de caso	La Corporación Lindley	Describir a la empresa y el contexto interno en el que se produjeron las emisiones de bonos al mercado internacional.	Aplicación de análisis Septeg, de las cinco fuerzas de Porter, de la cadena de valor y del modelo Canvas. Además se realiza un análisis financiero.
	Las emisiones en el mercado internacional	Describir el proceso de emisión de bonos en el mercado internacional, las estrategias de cobertura usadas y el impacto en los resultados.	Modelamiento de los escenarios de cobertura con las estrategias adoptadas y con otras estrategias simuladas.
	Otros casos de estudio	Analizar las estrategias de cobertura utilizadas por otras empresas seleccionadas.	Modelamiento y análisis de las estrategias de cobertura seguidas y comparación con la del caso de estudio.
Conclusiones		Extraer lecciones de la experiencia del caso estudiada y proyectarlos a un universo más amplio.	Sistematización de la información presentada en función de los objetivos del estudio.

Elaboración propia.

1

Marco teórico

Este capítulo inicial tiene como finalidad presentar el marco conceptual, contextual y regulatorio en el cual se enmarca el problema a investigar.

1. Marco conceptual

A continuación, una breve descripción de los principales conceptos y herramientas a emplear durante el desarrollo de la investigación considerando su objetivo central: la gestión del riesgo cambiario de empresas emisoras de bonos en el mercado internacional. Este objetivo requiere la definición de conceptos como mercado de divisas y tipo de cambio, mercado de dinero, capitales y OTC, bonos, riesgo cambiario y gestión del riesgo.

1.1. Mercado de divisas y tipo de cambio

El punto de partida es definir el mercado de divisas, los determinantes del tipo de cambio y su impacto, y el papel del banco central para establecer el tipo de cambio.

1.1.1. Mercado de divisas

El mercado de divisas se define como aquel en el cual la moneda de un país se cambia por otra, y es extrabursátil (OTC), de modo que no existe un

lugar exclusivo donde los operadores se reúnan (Ross, Westerfield & Jaffe, 2012, 467-484); lo que ocurre es que quienes operan en este mercado se localizan en los principales bancos comerciales y de inversión del mundo.

También se considera al mercado de divisas como un mercado en el que los bancos, las empresas y los individuos compran y venden monedas extranjeras (Kozikowski, 2013); esto significa que mediante un conjunto organizado de mecanismos facilitan la conversión de las diversas monedas. Así, el mercado de divisas permite realizar transacciones de compra y venta de monedas extranjeras, lo que depende de los requerimientos de las empresas. De esta forma, a través de este mercado la demanda y la oferta determinan los precios de las diferentes divisas.

El precio de la divisa en términos de otra moneda es el tipo de cambio. El dólar de Estados Unidos de América (EUA) desempeña el papel de moneda vehicular al estar presente en la mayor parte de las transacciones, básicamente con otras ocho monedas, las cuales en el 2016 llegaron a los 5067 billones de dólares (cuadro 1.1).

Las principales funciones del mercado de divisas son:

- Transferir el poder adquisitivo entre monedas.
- Proporcionar instrumentos y mecanismos para financiar el comercio y las inversiones internacionales.
- Ofrecer facilidades para la administración del riesgo, el arbitraje y la especulación.

La primera función es la más relevante, ya que permite y facilita el comercio internacional. Por ejemplo, si se supone que se necesitan insumos europeos y en el Perú se utilizan soles como moneda oficial, para realizar este tipo de transacción se debe adquirir los bienes en euros; por lo tanto, el importador accede al mercado de divisas e intercambia soles por euros.

De acuerdo con Kozikowski (2013), el mercado de divisas se segmenta de cuatro maneras: mercado al contado (*spot*), mercado de plazos (*forwards*), mercado de futuros (futuros) y mercado de opciones (*currency options*).

Cuadro 1.1. Mercado mundial de divisas: promedio diario transado de montos, 2016 (billones de dólares)

Moneda	Nombre	Operaciones al contado	Forwards	Foreign exchange swaps*	Currency swaps**	Foreign exchange options***	Total
Dólar estadounidense	USD	1385	600	2160	74	218	4438
Euro	EUR	519	178	807	22	64	1591
Yen	JPY	395	151	458	18	74	1096
Libra esterlina	GBP	211	92	305	10	30	649
Dólar australiano	AUD	143	41	138	7	20	348
Dólar canadiense	CAD	105	34	103	4	14	260
Franco suizo	CHF	57	30	150	2	5	243
Yuan	CNY	68	28	86	3	18	202
Corona sueca	SEK	34	13	59	1	5	112
Otras monedas	OTHER	388	232	490	23	61	1195
Total		1652	700	2378	82	254	5067

Notas

* Acuerdo de intercambio de elementos (llámense el principal y/o los pagos de interés) de un empréstito en una divisa por elementos equivalentes de un empréstito igual en valor actual neto en otra divisa.

** Instrumento financiero derivado que se usa para transformar una obligación —un crédito o un contrato— de una moneda a otra.

*** Instrumento financiero derivado que otorga el derecho pero no la obligación de cambiar una divisa en otra a un tipo de cambio predeterminado en un plazo preacordado.

Fuente: Bank for International Settlements (BIS).

Según Ross *et al.* (2012), en el mercado de divisas existen distintos tipos de participantes, entre ellos:

- Los importadores, quienes pagan por sus productos en moneda extranjera.
- Los exportadores, quienes reciben divisas y necesitan convertirlas en moneda nacional.
- Los administradores de portafolios, quienes compran y venden valores (acciones, bonos, etc.) en el mercado extranjero.
- Los corredores de divisas, quienes coordinan las órdenes de compra y venta.
- Los operadores, quienes crean un mercado de divisas.
- Los especuladores, quienes tratan de lucrar con las variaciones en los tipos de cambio.

1.1.2. Determinantes del tipo de cambio y su impacto

Son tres las teorías sobre los determinantes de los tipos de cambio: de condiciones de paridad, de mercado de activos y de balanza de pagos (Eiteman, Stonehill & Moffett, 2011). Cada una de ellas considera distintos factores como determinantes del tipo de cambio (cuadro 1.2).

Cuadro 1.2. Tipo de cambio: teorías sobre factores determinantes

Condiciones de paridad	Mercado de activos	Balanza de pagos
<ul style="list-style-type: none"> • Tasas de inflación relativas • Tasas de interés relativas • Tipos de cambio <i>forward</i> • Interés de las tasas de interés 	<ul style="list-style-type: none"> • Tasas de interés reales relativas • Perspectivas de crecimiento económico • Oferta y demanda de activos • Perspectiva de estabilidad política • Especulación y liquidez • Riesgos políticos y controles 	<ul style="list-style-type: none"> • Saldos de la cuenta corriente • Portafolio de inversión • Inversión extranjera directa • Regímenes cambiarios • Reservas monetarias oficiales

Fuente: Eiteman, Stonehill & Moffett, 2011.

Elaboración propia.

Como resultado de la revisión de las memorias anuales del BCR entre 2005 y 2015 se aprecia que los determinantes en la variación del tipo de cambio son una combinación de factores tanto del mercado de activos como de la balanza de pagos.

1.1.3. El papel del banco central en la determinación del tipo de cambio

En el Perú, el BCR tiene un papel importante en el comportamiento del tipo de cambio, ya que interviene en el mercado cambiario mediante compra de moneda para reducir su volatilidad en el caso de presentarse esta por factores externos o internos. Esta intervención evita que la moneda nacional se fortalezca en forma abrupta, sea por que los portafolios del sector privado se recomponen hacia una mayor participación de activos en moneda nacional o por la entrada de capitales especulativos del exterior.

Las compras de dólares permiten incrementar el nivel de reservas internacionales del BCR, lo que a su vez fortalece la posición externa del país ante una posible reversión del actual contexto internacional favorable. Parte de esas compras se destinan a atender la demanda del sector público para cumplir con sus compromisos contraídos en moneda extranjera.

1.2. Mercado de dinero, mercado de capitales y mercado *over the counter*

El segundo conjunto de ideas a explicitar es el relativo a los mercados de dinero, de capitales y OTC.

1.2.1. Mercado de dinero

El mercado de dinero es aquel en el que se realizan transacciones con instrumentos de deuda con vencimientos inferiores a un año (Martín Mato, 2007, 11-28). En algunos casos suelen considerarse instrumentos con vencimiento de hasta 18 meses².

En el mercado de dinero se negocian principalmente letras del Tesoro, pagarés de empresas o papeles comerciales, certificados de depósito, y depósitos y fondos gubernamentales.

2. Por ejemplo, este es el caso de las letras del Tesoro de España.

1.2.2. Mercado de capitales

En el mercado de capitales se pueden realizar operaciones para inversiones y préstamos de largo plazo (Gitman, 2007, 2-38). Incluye las emisiones de instrumentos financieros de empresas (financieras y no financieras) y gobiernos. Estas transacciones se realizan en las bolsas de valores.

Este mercado canaliza los fondos de los ahorristas (inversores minoristas e inversores institucionales) hacia los consumidores (empresas, gobiernos y particulares) (PricewaterhouseCoopers, 2015). En una economía abierta, los no residentes también pueden participar en este mercado como ahorristas o inversionistas.

1.2.3. Mercado *over the counter*

Los mercados OTC no se encuentran regulados ni se listan en las bolsas de valores, tampoco están estandarizados sus instrumentos financieros (Magnier, 2014). En los mercados OTC las negociaciones tienen lugar directamente y de forma privada entre las partes involucradas; sea a través de medios electrónicos, por teléfono o sistemas de comercio (*trading*) electrónicos, como el de la empresa Bloomberg.

En estos mercados las negociaciones son bilaterales, dado que las dos partes son las únicas que tienen acceso directo a las cotizaciones o a las ejecuciones de sus contratos debido a que la información no se hace pública. Así, una operación OTC se puede realizar sin que los otros participantes del mercado conozcan el precio de la transacción efectuada.

1.3. Bonos

Los bonos son instrumentos que pagan intereses periódicos, los cuales se denominan cupones. Estos instrumentos se emiten con vencimientos mayores a un año, por lo que se consideran instrumentos de captación de deuda de largo plazo.

En los contratos de bonos se especifican los derechos y las obligaciones que tendrán los tenedores y el emisor, lo que define las bases de las futuras transacciones (Martín Mato, 2007, 29-48). También se estipulan

las condiciones (*covenants*), que pueden ser negativas (prohibiciones del prestatario o de ventas de activos) o positivas (mantener ciertos ratios de endeudamientos predefinidos).

1.3.1. Prima de riesgos relacionados con el emisor

La tasa de interés de un bono corresponde a la compensación que se recibirá por prestar los fondos. La diferencia entre la tasa de los bonos corporativos con la de los bonos del Tesoro estadounidense se conoce como prima de riesgo. Por esta razón, bonos con similar fecha de vencimiento pueden tener distintas tasas de interés.

Los componentes de la prima de riesgo relacionados con el emisor y la emisión son el riesgo de incumplimiento, que es la posibilidad de que el emisor no cancele los intereses o el principal según el calendario de pago; el riesgo de vencimiento, ya que cuanto mayor sea el plazo para el vencimiento de un título mayor será el cambio del valor del título debido a movimientos de las tasas de interés; y el riesgo de cláusula contractual, que se vincula con las condiciones del contrato de una emisión (Gitman, 2007, 235-273). En algunos casos, estos componentes reducen el riesgo para los tenedores, en tanto que en otros lo podrían aumentar.

1.3.2. Mercados *off-shore* y eurobonos

Los euromercados, también conocidos como mercados *off-shore*, son mercados crediticios que realizan operaciones de préstamos y depósitos que involucran actividades financieras en las cuales se aceptan los depósitos y se conceden los préstamos en monedas distintas a la del país en el que el intermediario se localiza (Salazar, 2006).

Los eurobonos son emisiones de bonos en una divisa distinta al país de emisión, pueden emitirse al mismo tiempo en mercados de varios países y su principal característica es que no están obligados a cumplir con el marco legal del mercado en el que se emiten (regulación local). Por ejemplo, un bono denominado en dólares emitido en Japón será un eurobono.

1.4. Riesgo cambiario

El riesgo de tipo de cambio es la probabilidad de pérdida como consecuencia de la volatilidad cambiaria según la posición que tenga el agente en cada divisa (Expansión, s. f.).

La posición a la que está expuesto el agente puede ser larga, corta o neutra:

- La posición larga es aquella en la que los activos en moneda extranjera son mayores que los pasivos en moneda extranjera. En este caso el riesgo se presenta cuando el tipo de cambio baja, es decir, cuando se aprecia la moneda local.
- La posición corta se presenta si los activos en moneda extranjera son menores que los pasivos en moneda extranjera. En este caso el riesgo aparece cuando el tipo de cambio sube, es decir, cuando se deprecia la moneda local.
- La posición neutra ocurre cuando los activos en moneda extranjera son iguales a los pasivos en moneda extranjera.

En el Perú la mayoría de las empresas presentan riesgo cambiario; sin embargo, es en las empresas exportadoras e importadoras, por su mismo giro de actividad, en las que tienen mayor impacto.

La exposición al riesgo cambiario se da en algunas de las siguientes tres formas:

- Por recibir ingresos en moneda extranjera o, tener egresos en esta, cuando la empresa trabaja en moneda local, ya que existe el riesgo de que el movimiento del tipo de cambio provoque egresos mayores o ingresos menores, respectivamente. Cuando esta fluctuación disminuye los márgenes económicos de la empresa se denomina pérdida por tipo de cambio.
- Por tener depósitos y otros activos financieros en moneda extranjera, ya que estos pueden ganar o perder valor en su equivalente de moneda local con las variaciones del tipo de cambio.
- Por mantener deudas en moneda extranjera, comerciales o financieras. Aquí el riesgo es aún mayor si se tiene ingresos en moneda

local, por lo que se puede tener que pagar más de lo que se había previsto. Ante este tipo de riesgo debido a la diferencia entre la moneda en la que se reciben los ingresos y aquella en la que se realizan los egresos y/o ahorros y deudas, se afirma que existe un descalce.

A su vez, los riesgos como consecuencia del descalce cambiario (Chang, 2013) son tres:

- El riesgo transaccional (de corto plazo) ocurre por las operaciones en dólares que las empresas realizan usualmente al exportar, importar o repatriar dividendos de subsidiarias que operan en otros países, los que se presentan al momento de la transacción.
- El riesgo económico (de largo plazo) se refiere a las variaciones del tipo de cambio que afectan los ingresos y los costos de las empresas a más de un año. Por ejemplo, si se mantiene el supuesto de que el dólar se apreció, las cuotas que debe pagar la empresa por el servicio de la deuda de un crédito que financió para adquirir un activo fijo le significarán pagar más soles por varios años.
- El riesgo de traslación ocurre al consolidar las operaciones de las subsidiarias en los estados financieros de la matriz. Por ejemplo, si una empresa cuenta con subsidiarias en Chile y en Brasil debe transformar a soles los balances registrados en pesos y reales, respectivamente. Las perspectivas que tengan las empresas sobre el tipo de cambio son cruciales para manejar este riesgo.

1.5. Gestión del riesgo

La gestión financiera apropiada es tener egresos en la moneda en la que se reciben los ingresos. Sin embargo, muchas empresas prefieren endeudarse en moneda extranjera si las tasas de interés son más bajas, o para conseguir un tipo de préstamos o de bonos a los que no pueden acceder en el mercado local, o incluso para hacerse visibles ante los inversionistas internacionales.

La gestión de este riesgo implica cuidar muy bien el equilibrio entre ingresos y egresos en moneda extranjera, entre activos y deudas en moneda extranjera, para estar lo menos descalzados posible, tratando de tener lo que se llama cobertura natural. Esta técnica incluye los derivados, que

permiten protegerse contra fluctuaciones futuras las cuales se pactarán a tipos de cambio diferentes del tipo de cambio actual, o *spot*. Consideran las variables tiempo, volatilidad y diferenciales en las tasas de interés entre las monedas (Belaunde, 2012).

Los principales instrumentos de gestión del riesgo cambiario incluyen los derivados financieros, conocidos también como instrumentos de cobertura.

1.5.1. Derivados financieros

Un derivado es un instrumento que no tiene valor directo por sí mismo, sino que depende de otro activo financiero al cual se le conoce como activo subyacente.

Los instrumentos derivados funcionan como contratos cuyo valor es el que deriva de un activo subyacente, y estos contratos permiten comprar o vender el activo en un determinado plazo de vencimiento y bajo ciertas características (Carranza, 2015). Este activo financiero puede ser un índice bursátil, una acción de la bolsa de valores, una materia prima (*commodity*) y/o divisas extranjeras. De hecho, estos son los activos más conocidos, pero existen otros activos subyacentes como los tipos de interés, los valores de renta fija y los bonos.

Las empresas utilizan derivados como herramientas que les permiten modificar la exposición al riesgo (Ross *et al.*, 2012), mediante el uso de los derivados la empresa puede eliminar partes no deseadas de exposición al riesgo e incluso transformar la exposición en algo muy distinto.

Los derivados financieros presentan las siguientes cuatro características (Opciones Binarias, s. f.):

- Requieren de una inversión inicial muy pequeña en comparación con otros tipos de contratos que presentan una respuesta parecida ante los cambios en las condiciones generales del mercado. Este hecho puede significar para el inversionista tanto mayores ganancias como pérdidas más elevadas si la operación no se desarrolla como se planeó.

- Su valor cambia como respuesta a las modificaciones en la cotización del activo subyacente. En la actualidad existen derivados sobre todo tipo de activos como divisas, *commodities*, acciones, índices bursátiles, metales preciosos, etc.
- Se pueden negociar tanto en mercados organizados, como las bolsas de valores, o en mercados no organizados u OTC.
- Como todo contrato, los derivados se liquidan en una fecha futura.

1.5.2. Productos derivados

Los principales productos derivados son el contrato a futuro, el contrato a plazo, el contrato de opciones y el *swap* (Hull, 2014):

- El contrato a futuro es uno de compra-venta de un activo, el cual se realiza en un futuro a un precio determinado. Mediante estos contratos las bolsas de valores permiten que las personas compren y vendan activos en el futuro y los negocien entre ellas.
- El contrato a plazo (*forward*) es un contrato similar al anterior, ya que también se negocia la compra-venta de un activo en una fecha determinada y con un precio específico. La diferencia reside en que estos contratos solo se realizan en el mercado secundario.
- El contrato de opciones es uno creado para derivados que se negocian tanto en la bolsa de valores como en mercados secundarios. Son de dos tipos: compra o venta. En la opción de compra se otorga al tenedor el derecho a realizar la compra del activo negociado en determinada fecha al precio pactado; en la opción de venta se le da derecho de realizar la venta del activo negociado en determinada fecha y al precio pactado. A diferencia de los contratos a plazo, los contratos de opciones otorgan al tenedor el derecho de hacer algo pero no implican la obligación de ejercer ese derecho.
- El *swap* es un contrato que se celebra en los mercados secundarios entre dos empresas para que intercambien flujos de efectivo en el futuro. Define las fechas en que los flujos de efectivo deben pagarse y la forma en la que se calculan los montos.

1.5.3. Mecanismos de cobertura cambiaria

La cobertura cambiaria se realiza bajo cuatro tipos de contrato:

- El *forward* de divisas es un contrato entre dos partes en el que se fija la compra o la venta de una moneda a futuro, pero estableciendo a su firma el tipo de cambio futuro, el monto y la forma de entrega. Existen dos tipos de *forward*: con entrega de flujos al vencimiento (*full delivery*) y solo con compensaciones sin entrega (*non delivery*) (BCR, 2007).
- El futuro de divisas es un contrato que opera en una bolsa de valores y se diferencia de las operaciones de divisas extrabursátiles (OTC) por que se trata de contratos estandarizados en comparación con los contratos a plazos que tienen la flexibilidad de trabajar con un operador (CME Group, 2013).
- El de opciones de divisas es un contrato que sirve como instrumento para transferir el riesgo cambiario, el cual se desplaza de los agentes que desean protegerse y deben pagar un precio hacia aquellos que sí están dispuestos a asumirlos. Una opción sobre una divisa le da a su propietario un derecho de adquirir (*call*) o vender (*put*) determinada cantidad de dicha moneda a un tipo de cambio establecido, pero teniendo que pagar una prima por ese derecho denominada *call spread* o *put spread* (Bernedo, 2009).
- El *swap* de divisas es un contrato mediante el cual una entidad bancaria paga a una empresa amortizaciones y una tasa de interés (fija o variable) sobre determinado monto pactado en una moneda; mientras que la empresa paga amortizaciones y una tasa de interés sobre determinado monto pactado en otra moneda. El tipo de cambio para el cálculo de las amortizaciones se mantiene fijo y se acuerda al inicio del contrato (Banco de Crédito del Perú [BCP], s. f.).

1.5.4. Productos derivados en el mercado peruano

Como se ha explicado, una herramienta para hacer frente a la variabilidad del tipo de cambio es lo que se conoce como gestión del riesgo cambiario.

Según el estudio de Antezana, Minaya y Torrejón (2013), validado por un informe preparado para el Congreso de la República (Magallanes, 2016), el mercado peruano se caracteriza por ser OTC y entre los contratos predominantes que utiliza se encuentran las operaciones *forward* y *swaps* de moneda. Los autores precisan que en el Perú los instrumentos derivados empezaron a emplearse con relativa importancia a partir de 1997. Para el 2006 se registró un crecimiento del 80%, que llegó en 2013 a un volumen total de 89,976 millones de soles negociados en el sistema financiero.

Recapitulando, la apertura del comercio internacional hace necesario el desarrollo de un mercado de divisas que facilite el intercambio de la moneda local con la moneda extranjera. A su vez, esto viene asociado a lo que se conoce como riesgo cambiario, producto del descalce entre activos y pasivos en moneda extranjera, el cual afecta a los agentes económicos del país.

Con el crecimiento económico de un país las empresas suelen fortalecerse y para responder a este crecimiento se incrementan las necesidades de financiamiento. En este contexto, surgen el mercado de dinero, los mercados de capitales e, inclusive, los euromercados. Si el requerimiento de fondos es de corto plazo se optará por los instrumentos del mercado de dinero (papeles comerciales, certificados de depósitos, fondos gubernamentales, etc.), pero si esta necesidad es de largo plazo se preferirá el mercado de capitales local o internacional (principalmente bonos) y, si es posible, los euromercados.

Cuando en la estructura de financiamiento se considera deuda en moneda extranjera y la compañía tiene sus principales ingresos en moneda local surge la exposición al riesgo cambiario. Sin embargo, las empresas tienen la opción de administrar este riesgo mediante el uso de instrumentos derivados de cobertura. En el Perú estos instrumentos se negocian únicamente en un mercado OTC. Los más usados son los contratos *forwards*, *swaps* y, en menor proporción, las opciones.

2. Marco contextual

El marco contextual en el que se ubica el tema de investigación es el comportamiento del tipo de cambio entre 2005 y 2015, por lo que resulta

pertinente señalar los hechos que explican su evolución y reseñar las emisiones de bonos que hubo en los mercados local e internacional en ese periodo.

2.1. Comportamiento del tipo de cambio

2.1.1. Evolución 2005-2015

Para seguir la evolución del tipo de cambio se han utilizado los datos de la Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras de Fondos de Pensiones (SBS) sobre el tipo de cambio promedio de venta de soles por dólares: entre 2005 y 2015 este pasó de 3.297 a 3.187 soles por dólar. Lo que significa que se registró una depreciación promedio anual del 3.43%, aunque con etapas de caída y de recuperación (figura 1.1).



Figura 1.1. Perú: tipo de cambio promedio anual de venta del dólar, 2005-2015

Elaboración propia.

Tomando como línea base el 2005 se puede apreciar que hasta el 2008 hay una apreciación del sol. En 2009 se produce una depreciación moderada, pero luego la apreciación continúa hasta 2012, año en el que el tipo de cambio llega a un promedio de 2.637 soles por dólar, esto es 19.97% inferior con respecto a 2005 y el punto más bajo de esta serie histórica. La caída del tipo de cambio desde 2006 hasta 2012 es en promedio del -3.08% anual;

en cambio, en el periodo 2013-2015 se registra un incremento del tipo de cambio del 2.43% en 2013, el 5.04% en 2014 y el 12.16% en 2015, lo que da un incremento promedio del 6.54% en los tres años.

Si se analiza la evolución mensual se puede observar que el comportamiento del promedio del tipo de cambio de venta mensual se caracteriza por ser muy volátil. Este acercamiento permite apreciar seis hitos (identificados del 1 al 6) y cinco grandes etapas (figura 1.2) que se analizarán más adelante.

2.1.2. Factores determinantes

Como se ha señalado, el tipo de cambio está fuertemente asociado a la intervención del BCR ante factores tanto internos como externos del mercado.

En el periodo estudiado la intervención del BCR logró estabilizar o evitar picos muy elevados del tipo de cambio dado el impacto que un salto brusco tendría en los agentes económicos locales³. Sin embargo, incluso con esa intervención del ente emisor, en algunos casos hubo impactos que derivaron en alzas y bajas y, por ende, en incertidumbre sobre el valor de la moneda inclusive en periodos muy cortos como semanas o meses. Esta situación hizo que los empresarios tomaran medidas previsoras de acuerdo con sus necesidades y con las herramientas financieras que les fuesen más útiles (*swaps, forwards*, etc.) y así poder enfrentar un eventual descalce.

Estas fluctuaciones son resultado de factores de mercado que el BCR reseña anualmente en sus memorias anuales como los hechos más relevantes que explican la evolución del tipo de cambio (cuadro 1.3).

3. Esta característica se resalta en un estudio del BCR que sostiene: «... la evidencia empírica sugiere que la intervención oficial en el mercado de divisas en el Perú es consistente con la meta de reducir el exceso de volatilidad en el tipo de cambio» (Humala & Rodríguez, 2009, 1 [traducción propia]).

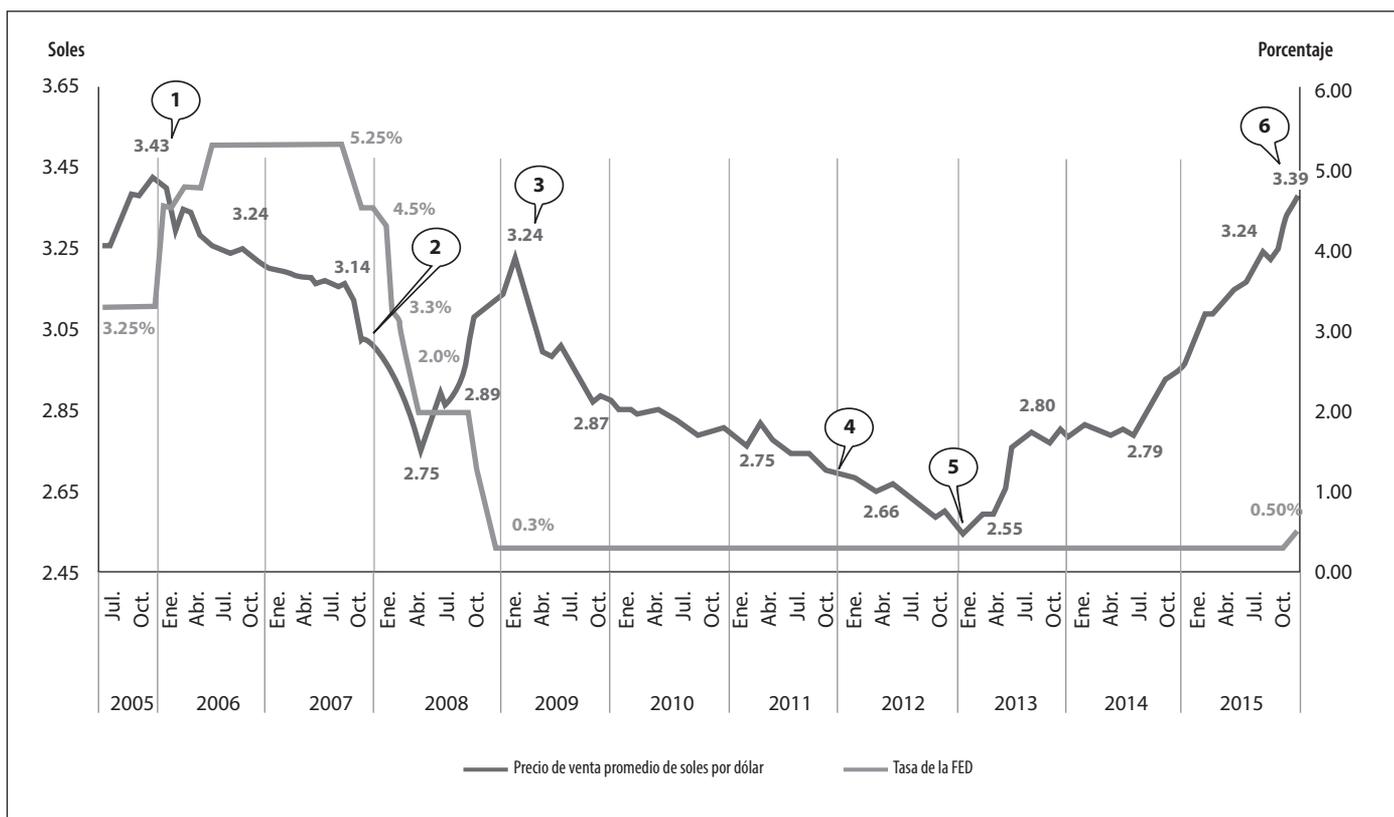


Figura 1.2. Perú: tipo de cambio promedio de venta mensual y tasa de la Reserva Federal de Estados Unidos de América, 2005-2015

Fuente: SBS y Superintendencia Nacional de Administración Tributaria (Sunat).

Elaboración propia.

Cuadro 1.3. Perú: factores que determinan la evolución del tipo de cambio, 2005-2015

Etapa de análisis	Hechos de relevancia más influyentes	Consecuencias
2005 línea base (1)	La mayor compra de dólares la hizo el Tesoro Público en julio (375 millones) para efectuar el prepago de la deuda al Club de París. El alza de tasas de interés por parte de la Reserva Federal (FED) de EUA del 2.25% al 4.25% hizo más atractiva para los inversionistas la tenencia de dólares en sus portafolios.	El tipo de cambio pasó de 3.28 soles por dólar en diciembre del 2004 a 3.43 en diciembre del 2005.
2006-2007 apreciación del sol (2)	2006 Aumentaron los ingresos producto de exportaciones y transferencias corrientes. 2007 La evolución favorable de las cuentas externas, tanto la cuenta corriente como la cuenta financiera, y los movimientos de portafolio hacia la moneda local contribuyeron a la apreciación del sol. En ambos años se produjo un debilitamiento del dólar en el mercado financiero internacional por temor a una recesión en la economía de EUA y a reducciones en la tasa de interés de la FED.	2006 El tipo de cambio bajó de 3.43 soles por dólar en diciembre del 2005 a 3.20 en diciembre del 2006. 2007 El tipo de cambio bajó de 3.20 soles por dólar en diciembre del 2006 a 2.98 en diciembre del 2007, cayendo hasta 2.75 soles por dólar en mayo del 2008.
Mayo 2008-marzo 2009, depreciación del sol (3)	2008 La crisis de las hipotecas <i>subprime</i> en EUA influyó en contra de la tendencia del sol a apreciarse. Con la quiebra de Lehman Brothers y la profundización de la crisis financiera global como consecuencia de la crisis <i>subprime</i> los flujos de dinero en el mercado cambiario se revirtieron. La recomposición del portafolio generó fuertes presiones conducentes al alza del dólar. Los agentes no residentes usaron sus recursos de moneda extranjera para demandar activos en moneda nacional de bajo riesgo, principalmente Bonos del Tesoro y certificados de depósitos del BCR.	2008-2009 El tipo de cambio subió de 2.75 soles por dólar en mayo del 2008 a más de 3.24 en marzo del 2009.



→ Cuadro 1.3. Perú: factores que determinan la evolución del tipo de cambio, 2005-2015

Etapa de análisis	Hechos de relevancia más influyentes	Consecuencias
Abril 2009- diciembre 2012 apreciación del sol (4) y (5)	<p>2009 La aversión al riesgo siguió reflejándose en salidas de capitales de corto plazo y en una mayor preferencia por dólares por parte de inversionistas residentes y bancos.</p> <p>2010 Los problemas de deuda en economías de la Eurozona y el ingreso de capitales a las economías emergentes provocaron alta volatilidad en los mercados financieros internacionales.</p> <p>2011 El proceso electoral local y la crisis de deuda en Grecia incidieron en una depreciación del sol en abril, junio y septiembre. La aprobación de los planes de rescate financiero en la Eurozona y los mejores indicadores de actividad de la economía estadounidense influyeron en la apreciación del sol.</p> <p>2012 El aumento del riesgo global inducido por problemas en Grecia para mantenerse en la Eurozona presionó el tipo de cambio al alza, lo que provocó momentos de depreciación en mayo, junio y octubre.</p>	<p>2009-2011 El tipo de cambio cayó de 3.24 soles por dólar en marzo del 2009 a 2.88 soles por dólar en diciembre de ese año. El tipo de cambio siguió bajando durante 2010 y 2011 hasta llegar a 2.68 soles por dólar en diciembre del 2011.</p> <p>2012 El tipo de cambio cayó hasta 2.55 soles por dólar en diciembre.</p>
2013-2015 depreciación del sol (6)	<p>2013 Los cambios en el entorno internacional asociados tanto al inicio del recorte del programa de compra de activos de la FED como a la evolución de la economía china y a la recuperación de la actividad económica mundial y la elevación de la tasa de encaje media en dólares que dispuso el BCR llevaron a una elevada volatilidad del sol durante este año.</p> <p>2014 Las señales de recuperación de la economía de EUA, el retiro gradual del programa de compra de activos de la FED y la incertidumbre respecto de la fecha del primer aumento de la tasa de dicho banco central aumentaron la volatilidad.</p> <p>2015 La caída de los precios de las materias primas y las señales de una posible recuperación de la economía de EUA, el inicio del ciclo de aumento de la tasa de interés de la FED y la incertidumbre sobre el crecimiento de China generaron una alta volatilidad en los mercados financieros internacionales.</p>	<p>2013 El tipo de cambio pasó de 2.55 soles por dólar a 2.80 en diciembre.</p> <p>2014 El tipo de cambio pasó de 2.80 soles por dólar a 2.98 en diciembre.</p> <p>2015 El tipo de cambio pasó de 2.98 soles por dólar a 3.41 en diciembre.</p>

Fuente: Memorias anuales del BCR del 2005 al 2016.

Elaboración propia.

2.1.3. Análisis de volatilidad

Analizada la evolución del tipo de cambio se debe estudiar la volatilidad durante el periodo de evaluación. Para calcularla se han empleado las cotizaciones diarias del tipo de cambio de venta para el periodo 2005-2015 de la SBS, a las que se han sometido a un análisis estadístico que explica las volatilidades diarias y anuales con un nivel de confianza del 95%.

Para el cálculo de esta variación se emplea la metodología de estimación de la volatilidad a partir de datos históricos (Hull, 2014), que consiste en calcular la variación diaria de los precios a los cuales se calcularon las desviaciones estándar multiplicados por 1.65 (para obtener el 95% de confianza), se obtiene así la volatilidad diaria. Después, para hallar la volatilidad anual se multiplica la volatilidad diaria por la raíz cuadrada de 252 (los días de los cuales se tiene información sobre el tipo de cambio proporcionada por la SBS), la que se muestra en la figura 1.3. De manera similar, para hallar la volatilidad mensual se divide la volatilidad anual entre la raíz cuadrada de 12 (cuadro 1.4).

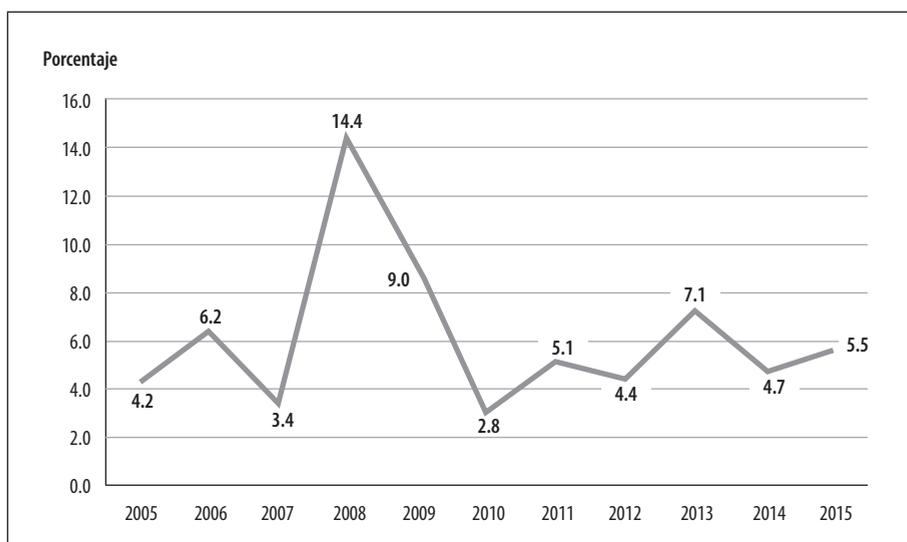


Figura 1.3. Perú: variación anual promedio del tipo de cambio, 2005-2015*

* Al 95% de confianza.

Fuente: SBS.

Elaboración propia.

Cuadro 1.4. Perú: varianza, desviación estándar y volatilidad diaria, mensual y anual del tipo de cambio, 2005-2015

Año	Varianza	Desviación estándar	Volatilidad diaria* (%)	Volatilidad mensual* (%)	Volatilidad anual* (%)
2005	0.0000026	0.0015996	0.26	1.209	4.2
2006	0.0000056	0.0023767	0.39	1.797	6.2
2007	0.0000017	0.0013056	0.22	0.987	3.4
2008	0.0000300	0.0054798	0.90	4.143	14.4
2009	0.0000117	0.0034205	0.56	2.586	9.0
2010	0.0000012	0.0010803	0.18	0.817	2.8
2011	0.0000038	0.0019470	0.32	1.472	5.1
2012	0.0000028	0.0016733	0.28	1.265	4.4
2013	0.0000073	0.0027101	0.45	2.049	7.1
2014	0.0000032	0.0017802	0.29	1.346	4.7
2015	0.0000043	0.0020833	0.34	1.575	5.5

* Al 95% de confianza.

Fuente: SBS.

Elaboración propia.

En suma, se puede señalar que la variación del tipo de cambio también se explica por un conjunto de factores tanto internos como externos; los más importantes son las crisis económicas globales, los factores políticos locales, los saldos en la balanza comercial, las expectativas de los inversionistas y la demanda de los agentes internos.

2.2. Financiamiento con bonos

Entre las decisiones importantes que debe tomar una empresa para aplicar sus planes estratégicos se encuentra la de determinar su estructura de financiamiento; esto significa cuánto empleará de recursos propios y cuánto de recursos externos. El caso de estudio se centra en la modalidad de financiamiento con bonos, los cuales pueden ser de origen local o externo.

2.2.1. Emisión de bonos en el mercado peruano

El crecimiento que ha acompañado a la economía peruana determina un aumento en las necesidades de financiamiento de las empresas las cuales tienen,

entre otras alternativas, a los bonos corporativos (locales); sin embargo, el mercado de capitales local, es decir la BVL, presenta limitaciones como:

- Reducido tamaño, reflejado en el volumen de sus negociaciones.
- Insuficiente liquidez, por su poca capacidad para levantar fondos.
- Limitado número de inversionistas, concentrados principalmente en pocos inversionistas institucionales: administradoras de fondos de pensiones (AFP), fondos privados de inversión, empresas locales (Mendiola *et al.*, 2014).

Como las emisiones de bonos deben declararse ante la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), los registros de esta entidad son la fuente para establecer el número y el monto de emisiones en moneda nacional y extranjera realizadas entre 2005 y 2015 (cuadro 1.5).

Cuadro 1.5. Perú: número y monto de emisiones de bonos corporativos, en dólares y soles, 2005-2015

Año	Emisiones en dólares		Emisiones en soles	
	Número	Monto	Número	Monto
2005	14	489,000,000	24	1,720,300,000
2006	10	640,000,000	48	4,067,600,000
2007	29	975,000,000	45	4,154,840,000
2008	26	885,000,000	48	6,554,447,500
2009	31	2,163,873,016	45	10,098,485,000
2010	28	1,572,000,000	34	5,772,560,000
2011	6	730,000,000	22	5,293,620,000
2012	31	1,773,000,000	44	6,890,000,000
2013	7	290,000,000	33	3,830,000,000
2014	9	650,000,000	20	5,450,000,000
2015	4	228,000,000	29	6,885,000,000
Total	195	10,395,873,016	392	60,716,852,500

Fuente: SMV.

Elaboración propia.

En esos once años, el número de las emisiones en soles duplica a las emisiones de dólares, mientras que en monto las emisiones en moneda nacional son casi seis veces las realizadas en dólares. Se aprecia que las empresas, al buscar financiamiento mediante bonos corporativos, prefieren hacerlo en moneda local.

En 2011 el número de emisiones en moneda extranjera disminuyó debido principalmente a las elecciones y a la incertidumbre de los inversionistas durante ese año. En 2013 la disminución se debió sobre todo a la depreciación del sol. El monto de las colocaciones locales de bonos corporativos por empresa fue menor a 160 millones de dólares, a diferencia de las emisiones realizadas por Kallpa Generación y el BCP por importes de 250 y 300 millones de dólares, respectivamente, colocados en mercados foráneos.

Se puede afirmar que, si bien es cierto que el mercado de valores nacional ha experimentado cierto dinamismo, aún no ha madurado de acuerdo con las necesidades de las empresas lo que las lleva a la búsqueda de financiamiento en el mercado internacional principalmente.

2.2.2. Emisión de bonos en el mercado internacional

Las ya indicadas debilidades de la BVL han motivado a las empresas peruanas a buscar mercados alternativos, sobre todo en el extranjero. En la búsqueda de financiamiento internacional la globalización ha sido un factor muy importante en la medida en que ha promovido la integración de mercados financieros y de capitales entre distintos países.

Otro factor importante para la búsqueda de financiamiento internacional fueron las mejores condiciones del costo financiero. El mayor número de colocaciones se presentó en 2013, para ese año, según la SMV, la tasa promedio para la colocación de bonos corporativos en moneda extranjera fue del 5.61%, en tanto que la tasa promedio de la colocación en el mercado internacional fue del 4.52% (cuadro 1.6).

Una de las razones adicionales para emitir deuda en el mercado internacional reside en los beneficios tributarios que esto genera. El primero es que permite deducir como gasto financiero los cupones o el pago de interés. El segundo es que si una empresa decide colocar bonos en el mercado local, en función del tipo de inversionista (persona natural o persona jurídica), la tasa es diferente: se considera como renta de segunda categoría en las personas naturales, con una tasa del 5% por los intereses y por la ganancia en la venta de dicho valor; en cambio, si se trata de una persona jurídica se considera renta de tercera categoría y la tasa es del 30%. Sin embargo, cuando se realiza una colocación de bonos en el mercado internacional

Cuadro 1.6. Perú: colocación de bonos corporativos de empresas peruanas en el mercado internacional, por empresa, 2010-2015 (millones de dólares)

Empresa emisora	Cobertura / Obligación	Emisión	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Total
Alicorp	Cobertura parcial	Monto	n. a.	n. a.	n. a.	450	n. a.	n. a.	450
		Tasa (%)	n. a.	n. a.	n. a.	3.875	n. a.	n. a.	3.875
BCP	Cobertura	Monto	n. a.	n. a.	n. a.	350	n. a.	n. a.	350
		Tasa (%)	n. a.	n. a.	n. a.	4.250	n. a.	n. a.	4.250
BCP (Panamá <i>branch</i>)	Cobertura	Monto	800 / 400	350	350	n. a.	n. a.	n. a.	1,900
		Tasa (%)	5.375 / 5.750	6.875	6.125	n. a.	n. a.	n. a.	5.868
Interbank	Cobertura	Monto	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	300	n. a.	300
		Tasa (%)	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	6.625	n. a.	6.625
BBVA Continental	Cobertura	Monto	n. a.	n. a.	500	500	300	n. a.	1,300
		Tasa (%)	n. a.	n. a.	5.000	3.250	5.250	n. a.	4.385
CFG Investments	Cobertura natural	Monto	n. a.	n. a.	300	n. a.	n. a.	n. a.	300
		Tasa (%)	n. a.	n. a.	9.750	n. a.	n. a.	n. a.	9.750
Compañía Minera Ares	Cobertura natural	Monto	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	350	n. a.	350
		Tasa (%)	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	7.750	n. a.	7.750
Compañía Minera Milpo	Cobertura natural	Monto	n. a.	n. a.	n. a.	350	n. a.	n. a.	350
		Tasa (%)	n. a.	n. a.	n. a.	4.625	n. a.	n. a.	4.625
Consorcio Transmantaro	Cobertura natural	Monto	n. a.	n. a.	n. a.	450	n. a.	n. a.	450
		Tasa (%)	n. a.	n. a.	n. a.	4.375	n. a.	n. a.	4.375
Coazúcar del Perú	Sin cobertura	Monto	n. a.	n. a.	325	n. a.	n. a.	n. a.	325
		Tasa (%)	n. a.	n. a.	6.375	n. a.	n. a.	n. a.	6.375
Corporación Financiera de Desarrollo	Cobertura	Monto	n. a.	n. a.	400	n. a.	300 / 300	600	1,600
		Tasa (%)	n. a.	n. a.	4.750	n. a.	5.25 / 3.25	4.750	4.563

→

—> Cuadro 1.6. Perú: colocación de bonos corporativos de empresas peruanas en el mercado internacional, por empresa, 2010-2015 (millones de dólares)

Empresa emisora	Cobertura / Obligación	Emisión	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Total
Corporación Lindley	Cobertura parcial	Monto	n. a.	320	n. a.	260	n. a.	n. a.	580
		Tasa (%)	n. a.	6.750	n. a.	4.625	n. a.	n. a.	5.797
Ferreyrcorp	Sin cobertura	Monto	n. a.	n. a.	n. a.	300	n. a.	n. a.	300
		Tasa (%)	n. a.	n. a.	n. a.	4.875	n. a.	n. a.	4.875
Fondo Mivivienda	Cobertura 2012, 2014 y 2015	Monto	n. a.	n. a.	n. a.	500	300	n. a.	800
		Tasa (%)	n. a.	n. a.	n. a.	3.500	3.375	n. a.	3.453
Gas Natural de Lima y Callao	Cobertura natural Exposición en soles	Monto	n. a.	n. a.	n. a.	320	n. a.	n. a.	320
		Tasa (%)	n. a.	n. a.	n. a.	4.375	n. a.	n. a.	4.375
InRetail Consumer	Sin cobertura	Monto	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	300	n. a.	300
		Tasa (%)	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	5.250	n. a.	5.250
Minsur	Cobertura natural	Monto	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	450	n. a.	450
		Tasa (%)	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	6.250	n. a.	6.250
San Miguel Industrias Pet	Cobertura natural	Monto	n. a.	n. a.	n. a.	200	n. a.	n. a.	200
		Tasa (%)	n. a.	n. a.	n. a.	7.750	n. a.	n. a.	7.750
Scotiabank Perú	Cobertura	Monto	n. a.	n. a.	400	n. a.	n. a.	n. a.	400
		Tasa (%)	n. a.	n. a.	4.500	n. a.	n. a.	n. a.	4.500
Transportadora de Gas del Perú	Cobertura natural	Monto	n. a.	n. a.	n. a.	850	n. a.	n. a.	850
		Tasa (%)	n. a.	n. a.	n. a.	4.250	n. a.	n. a.	4.250
Unión Andina de Cementos	Sin cobertura	Monto	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	625	n. a.	625
		Tasa (%)	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	5.875	n. a.	5.875
Volcan Compañía Minera	Cobertura natural Exposición en soles	Monto	n. a.	n. a.	600	n. a.	n. a.	n. a.	600
		Tasa (%)	n. a.	n. a.	5.375	n. a.	n. a.	n. a.	5.375
Total			1,200	670	2,875	4,530	3,225	600	13,100

Fuente: Business Insider (Markets Insider).

Elaboración propia.

no hay discriminación en las tasas pues el inversionista tributa como no domiciliado y paga una tasa del 4.99%.

Las empresas que emitieron más bonos internacionales pertenecen a los sectores minero, energía, consumo masivo y financiero. De acuerdo con información de la SMV, todas las emisiones de bonos internacionales se realizaron en el mercado estadounidense bajo las condiciones de la Regla 144 A y la Regulación S, las cuales se explican en detalle más adelante.

En general, las empresas que han emitido bonos en el mercado internacional tuvieron como principal motivación las tasas atractivas y la poca profundidad del mercado de capitales peruano. Estas emisiones también ocurren en busca de la diversificación; cuando la empresa ha utilizado mucho el mercado local es posible que busque diversificar sus fuentes. Asimismo, también puede deberse al interés del inversor quien, al verse saturado de papeles de la empresa X, decide ya no comprar más instrumentos de deuda de esta.

En síntesis, la volatilidad del tipo de cambio ha sido una constante en el periodo de análisis en el cual se ha observado que los picos más altos se presentaron durante los periodos 2007-2008 y 2013-2015. En el primero, la volatilidad anual alcanzó el 14.4%, lo que influyó sobre el tipo de cambio a la baja como consecuencia de la crisis hipotecaria *subprime*. En el segundo, la volatilidad anual alcanzó el 7.1%, lo que provocó el alza del tipo de cambio como consecuencia de la volatilidad en los mercados internacionales y los cambios en la política de la FED.

Debido a los efectos de la volatilidad del tipo de cambio el mercado peruano ha impulsado una cultura de gestión del riesgo cambiario a través del uso de instrumentos derivados de cobertura. Estos se negocian principalmente en el mercado OTC. Los más empleados en el país son: contratos *forward*, *swaps* de divisas y, en menor proporción, de opciones.

En los últimos años, las empresas peruanas han optado por financiarse mediante bonos en el extranjero debido sobre todo al escaso dinamismo del mercado de valores peruano y a los beneficios tributarios de endeudarse en el exterior. Sin embargo, esta opción también tiene asociado un potencial riesgo de mercado, conocido como riesgo cambiario, producto del descalce entre activos y pasivos en moneda extranjera.

3. Marco regulatorio

Por último, se debe reseñar el marco regulatorio relacionado con la emisión de bonos en los mercados local e internacional y el tratamiento de los aspectos tributarios y contables que afectan a los instrumentos de cobertura utilizados en el Perú, pues fijan los límites legales dentro de los que deben actuar las empresas.

3.1. El tutelaje del tipo de cambio

Según su ley orgánica, la finalidad del BCR es «... preservar la estabilidad monetaria, así sus funciones son regular la cantidad de dinero, administrar las reservas internacionales, emitir billetes y monedas e informar sobre las finanzas nacionales»⁴. Además, «... [le] es prohibido [...] establecer regímenes de tipos de cambio múltiples»⁵. Al amparo de estas dos normas, si bien el BCR no establece una regulación *per se* del tipo de cambio, sí interviene en los momentos en los que se presenta volatilidad de la moneda; es decir, cuando haya signos de fuerte depreciación del sol. Esta intervención tiene como objetivo disminuir la volatilidad y acumular reservas internacionales sin establecer ningún compromiso sobre la tendencia del tipo de cambio.

El BCR lleva su política monetaria a través de instrumentos como:

- Manejo de la tasa de interés referencial.
- Intervenciones en el mercado cambiario.
- Control de los requerimientos de reserva a través de la tasa de encaje.
- Estructura de la hoja de balance.

Estas políticas monetarias interactúan entre sí y afectan a las principales variables de la economía monetaria y, por ende, a la actividad económica (figura 1.4).

Según el Fondo Monetario Internacional (FMI), el régimen cambiario de un país se refiere a cómo el banco central o el gobierno manejan su moneda

4. Decreto Ley 26123, artículo 2.

5. Decreto Ley 26123, artículo 83.

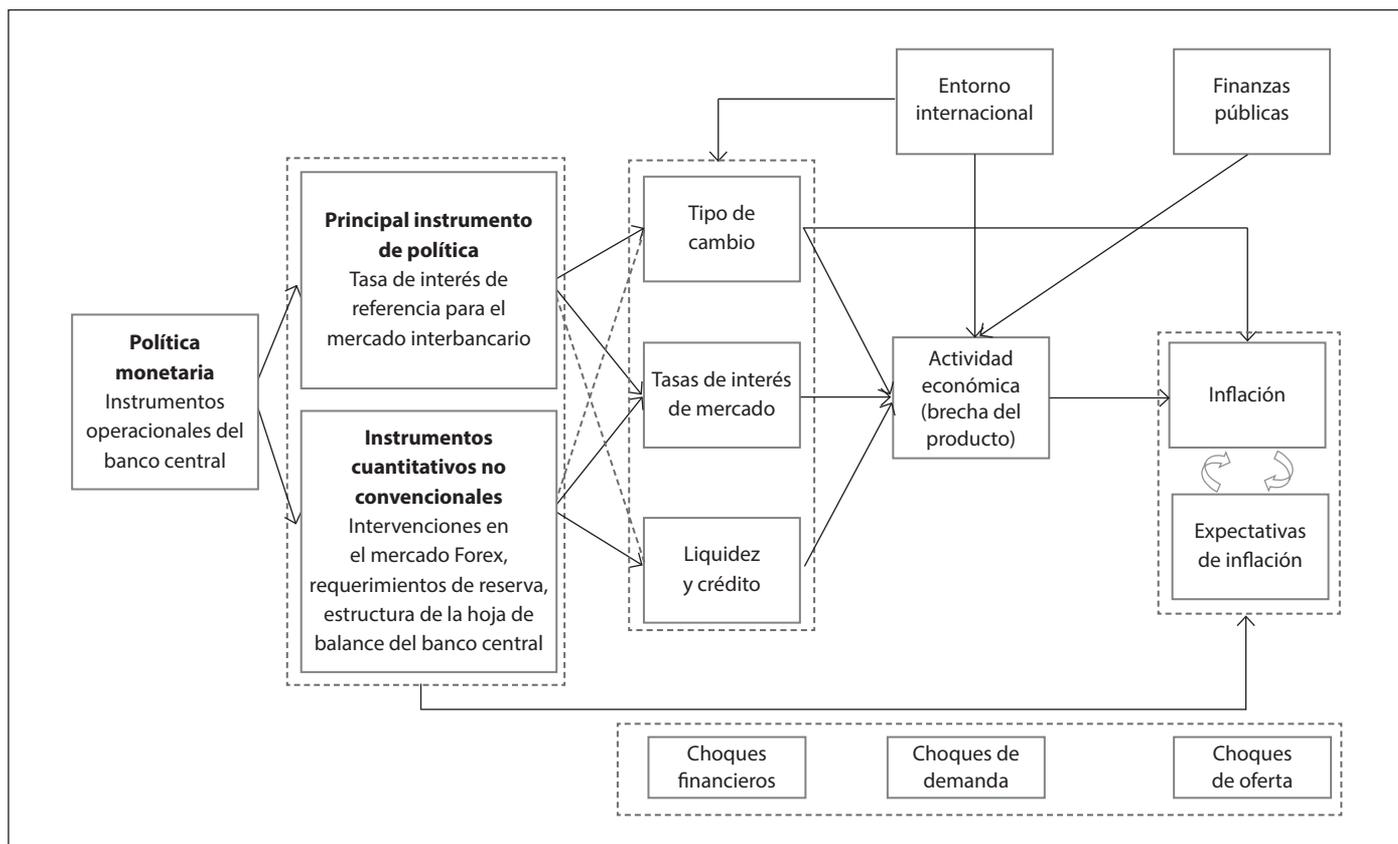


Figura 1.4. Política monetaria del Banco Central de Reserva: mecanismos de transmisión

Fuente: Rossini, Quispe & Rodríguez, 2013.

con respecto de las otras monedas, principalmente el dólar o un conjunto de monedas de los principales socios comerciales, y, además, a cómo se regulan las instituciones del mercado de divisas. El régimen cambiario afecta particularmente el nivel y la fluctuación del tipo de cambio.

En el Perú se da la «flotación sucia», lo cual implica que el tipo de cambio se determina en el mercado como resultado de la interacción de la oferta y la demanda de dólares, pero con la intervención del banco central para evitar fluctuaciones bruscas (Lahura & Vega, 2013). Integran la demanda todos los compradores de dólares, mientras que en el lado de la oferta están todos los vendedores. El BCR tiene dólares en una cuenta llamada reservas que se emplea cuando el tipo de cambio cae o sube de manera brusca, entonces compra o vende dólares al sistema bancario en la proporción necesaria para mantener el tipo de cambio estable.

Esta intervención reguladora hace que las empresas, al poder predecir que el BCR moderará la volatilidad, asuman que en último caso estarán cubiertas y, como el mercado no es infinito (el *spread* nunca va a subir a 5, ni va a caer a 2), no habrá necesidad de tener cobertura. De hecho, la devaluación de la moneda local en los últimos cinco años (2010-2015) fue una de las más bajas de América del Sur gracias a esta política (figura 1.5).

3.2. Regulaciones para la emisión de bonos

Como se ha mencionado, las empresas peruanas acuden tanto al mercado nacional como al internacional para la colocación de sus bonos por lo que para completar la imagen del marco contextual resulta pertinente revisar las regulaciones a las que se acogen.

El ente que regula las operaciones en el mercado de valores es la SMV, antes Comisión Nacional Supervisora de Empresa y Valores (Conasev), la cual tiene tres funciones principales: dictar normas legales, supervisar el cumplimiento de la legislación, y promover y estudiar el mercado de valores.

En las bolsas de Nueva York y de Luxemburgo, en las que se han colocado emisiones de empresas peruanas, rigen distintas normas específicas como la Regla 144 A y la Regulación S, razón por la cual conviene explicitar sus características y requisitos.

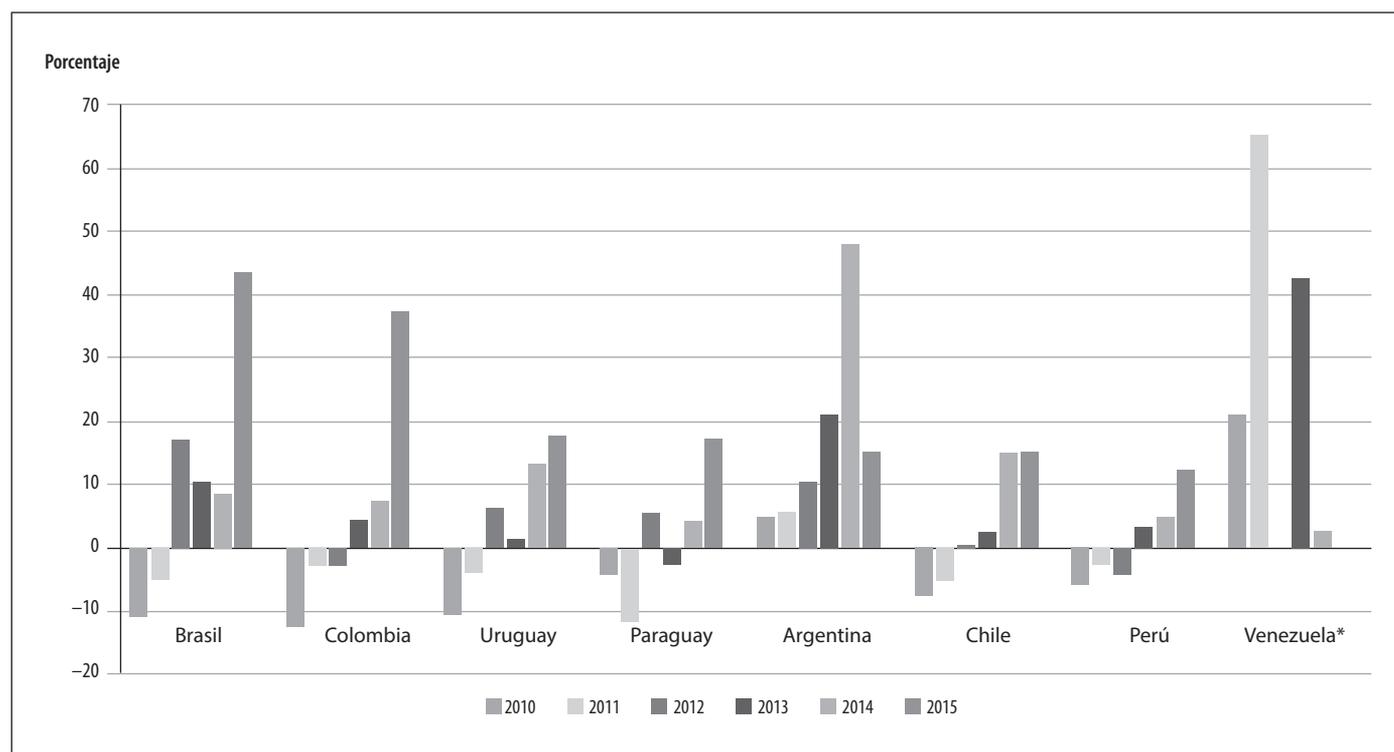


Figura 1.5. América del Sur: devaluación anual de moneda local, por países, 2010-2015

* Sobre Venezuela no se dispone de datos para los años 2012 ni 2015.

Fuente: FMI.

Elaboración propia.

3.2.1. Bolsa de Valores de Lima

A través de la BVL se negocian los valores inscritos en rueda de bolsa. Las empresas pueden considerar la inscripción de dos tipos de valores:

- Instrumentos de deuda, típicamente bonos, definidos como obligaciones de renta fija sean de corto (conocido como papel comercial) o de largo plazo.
- Instrumentos de renta variable, principalmente acciones.

Para evaluar el cumplimiento de las normas del mercado de valores los requisitos para listar los valores se encuentran establecidos en el Reglamento de Inscripción y Exclusión de Valores Mobiliarios en la Rueda de Bolsa⁶. Son 22 los requisitos que se deben cumplir, entre los que resaltan el acuerdo por el órgano competente de la sociedad para incorporar los valores a la negociación bursátil; los estados financieros auditados (individuales y consolidados), con sus respectivas memorias, de los dos últimos ejercicios económicos; y contar con una política de dividendos.

3.2.2. Bolsa de Valores de Nueva York

Creada en 1817, cuando un grupo de corredores de bolsa se organizaron para formar un comité, el New York Stock and Exchange Board (NYS&EB), con la finalidad de controlar el flujo de acciones. Para esos años las transacciones se realizaban libremente y sobre todo en la calle, en Wall Street (Linares, Ortiz, Gámez & López, 2005). Para 1863 cambia de nombre por el de New York Stock Exchange (NYSE), que conserva hasta la actualidad, es el principal mercado de valores en el mundo, con el mayor número de empresas adscritas y un importante volumen de transacciones.

La Bolsa de Nueva York es un organismo sin fines de lucro dirigido por un comité formado por diez representantes y un presidente que trabaja a tiempo completo, sus decisiones están sometidas a su comité de directores y al control de la Securities and Exchange Commission (SEC). Entre sus principales funciones están: organizar el mercado, facilitar las transacciones

6. Resolución CONASEV/125-98-EF/94.10.

con valores, canalizar el ahorro hacia la inversión productiva y optimizar la asignación de recursos financieros. Ha establecido una serie de requisitos para listar en ella según se trate de acciones, American Depositary Receipts (ADR) o bonos (cuadro 1.7).

Cuadro 1.7. Bolsa de Nueva York: requisitos para listar

Acciones	ADR	Bonos
Designación de agentes	Búsqueda de patrocinador	El monto principal de deuda a emitir no puede ser menor a 5,000,000 de dólares.
Información necesaria para una revisión confidencial de elegibilidad	Redacción de un prospecto	El emisor del título de deuda debe tener acciones listadas en bolsa.
Tamaño y precio	Preparación de estados financieros	Una calificadora de riesgo reconocida deberá asignar una calificación (<i>rating</i>) no menor de B en la calificación de referencia (Standard & Poor's <i>rating</i>).
Estándares financieros	Cumplimiento de los requisitos de reportes periódicos	Tener buenas prácticas de gobierno corporativo.

Fuente: NYSE.

Elaboración propia.

Los principales documentos utilizados en las emisiones internacionales son:

- Contrato con los patrocinadores, o *Engagement letter*, que se necesitará suscribir con los bancos estructuradores.
- Términos y condiciones generales de la emisión, *Term sheet* o *Description of the notes* (DON). Por ejemplo: descripción de la emisión, detalle de uso de los fondos, periodos de pago, eventos de rescate, etc.
- Prospecto de la emisión: *Offering memorandum* u *Offering circular*.
- Contrato de compra de los bonos de los primeros inversionistas o *Purchase agreement*.
- Documento que contiene los aspectos generales de la emisión y sus condiciones, o *Indenture* e *Indenture supplement*.
- Documentos de conformidad emitidos por los abogados y los auditores de la sociedad emisora, o *Comfort letters* y *Negative assurance letters*, que son una exigencia legal de las normas que regulan el

mercado de valores de EUA. Estas cartas tratan sobre el proceso mismo de estructuración, el *due diligence* y los estados financieros.

En EUA existen normas y reglas que se aplican a los mercados de capitales, las cuales tienen como base las leyes de valores de 1933 y 1934:

- La Ley de Valores (Securities Act) de 1933 es una norma regulatoria posterior a la Gran Depresión y el colapso que se produjo en los mercados de capitales a fines de 1929. Esta ley se considera como uno de los pilares de la regulación pues obliga a las empresas a registrarse en la SEC, lo que asegura que brinden toda la información al mercado y esta sea relevante al momento de la toma de decisiones sobre la inversión (Linares *et al.*, 2005).
- La Ley de Valores (Securities Exchange Act) de 1934 tiene como propósito principal proteger el comercio interestatal y el crédito nacional y asegurar el mantenimiento de la honradez y la justicia en los mercados de valores. Esta norma tiene un alcance mayor al de la ley de 1933 y, en términos generales, estableció la creación de la SEC. Además regula: el comercio público de valores, títulos valores, emisores, compradores, vendedores, mercado de valores, mercados OTC e intermediarios de compra y venta (*brokers y dealers*).

Buscan tener el control de las diversas transacciones llevadas a cabo en las bolsas de valores y en los mercados OTC con el fin de proteger los intereses del público (Linares *et al.*, 2005).

En el mercado de EUA hay dos estructuras predominantes: la oferta pública, registrada ante la SEC, y la oferta privada, bajo la Regla 144 A combinada con una oferta fuera de los EUA bajo la Regulación S, cuyo principal beneficio es que el emisor tiene mayor flexibilidad para ofrecer estos instrumentos de deuda tanto dentro como fuera del país (Lengua, 2013).

Con base en el detalle de las emisiones realizadas en el mercado internacional se puede apreciar que en su totalidad las empresas peruanas han realizado sus emisiones con la modalidad de Senior Notes bajo la Regla 144 A y la Regulación S, las cuales se dirigen exclusivamente a inversionistas institucionales.

Los principales beneficios de esas normas son:

- La Regla 144 A permite que los valores emitidos sean revendidos por personas diferentes al emisor sin necesidad de registrarlos ante la SEC (Thorndike, 2015). Su principal ventaja es el menor costo y la mayor rapidez en la emisión por tener menos requisitos, y que no exista obligación de remitir información periódica a la SEC, ya que el emisor no se encuentra sujeto a la regulación de las ofertas públicas de esa entidad.
- La Regulación S tiene el principal beneficio de permitir a las empresas realizar emisiones privadas de valores y revenderlos fuera de EUA sin tener la obligación de registrarlas ante la SEC (Lengua, 2013). Al igual que la Regla 144 A, es menos costosa y más rápida.

3.2.3. Bolsa de Valores de Luxemburgo

La Bolsa de Valores de Luxemburgo (Luxemburgo E. S.) opera principalmente en dos mercados. El primero es el mercado de la Bolsa de Luxemburgo, que inició operaciones en mayo de 1929, y el segundo, abierto en 2005, es el denominado Euro MTF que básicamente es un sistema que facilita el intercambio de instrumentos financieros entre diversas partes. Ambos mercados son regulados; sin embargo, ofrecen diferentes posibilidades a los emisores y exigen distintos requisitos para participar en ellos (cuadro 1.8).

Las características comunes de la Luxemburgo E. S. con otras bolsas son:

- Tiene una plataforma común para el intercambio de instrumentos financieros y una idéntica lista de comisiones para ambos mercados.
- No existen restricciones para acceder al mercado (cualquier tipo de inversionistas, cualquier tamaño).
- Administra y controla el proceso para listar los instrumentos (Luxembourg Stock Exchange & PwC Luxembourg, 2014).

Las características particulares de la Luxemburgo E. S. son:

- El prospecto debe cumplir con la Ley del 10 de julio de 2010.
- Se aplican las leyes de transparencia y abuso de mercado.
- La Comisión de Supervisión Financiera (CSSF) está a cargo de la aprobación del prospecto.

Cuadro 1.8. Bolsa de Luxemburgo: principales requisitos para cotizar

Principales requerimientos	Acciones / Fondos de Inversión	Títulos de deuda
Mínimo número de inversores	Distribución al público (amplia distribución de las acciones entre accionistas)	No aplica
Participación pública mínima	25% de flotación libre	No aplica
Capitalización de mercado	Al menos 1,000,000 de euros	Al menos 200,000 euros
Negociabilidad de los valores	Libremente transferible	Títulos de la misma clase libremente negociables
Información financiera	Tres años de información	No hay mínimo requerido
Número de valores	Todas las acciones de la misma categoría que componen el capital deben ser listadas	Todos los valores de deuda de la misma clase deberán ser listados
Gobierno corporativo (no aplica para el Euro MTF)	Principios de gobierno de la Bolsa de Valores de Luxemburgo	No aplica

Fuente: Luxembourg Stock Exchange & PwC Luxembourg, 2014.

- Los estados financieros del emisor deben cumplir con la norma IFRS.
- Listar en este mercado permite una especie de «pasaporte europeo» que otorga la admisión de negociar dichos instrumentos en otros lugares que pertenecen a la Unión Europea (Luxembourg Stock Exchange & PwC Luxembourg, 2014).

Conocidas estas características, y ya en un plano general, se puede afirmar que en las decisiones de financiamiento otro de los factores a considerar son las condiciones que el mercado de valores en el que se desea listar ofrece, sean tasa, monto, plazo, etc.

El estudio del marco regulatorio también desempeña un papel muy importante en la elección. En cada mercado existen requerimientos relacionados con el cumplimiento de índices financieros, calificación crediticia y prácticas de buen gobierno corporativo, entre otros, que son imperativos para el posible acceso a él como alternativa de financiamiento.

En los últimos años muchas empresas peruanas han emitido bonos en el mercado internacional, todas ellas bajo la Regla 144 A / Regulación S de la Bolsa de Valores de Nueva York. La principal ventaja desde el punto de vista regulatorio es que la emisión en este mercado y bajo esta regulación no está sujeta a inscripción y revisión por parte del ente regulador local (SEC), ya que se conoce que las emisiones inscritas ante este regulador cumplen estándares muy rigurosos.

Cuando las empresas optan por emplear instrumentos de cobertura es necesario que se consideren las implicancias contables y tributarias que la rigen. Se puede apreciar en el ejemplo proporcionado que requiere un alto grado de conocimiento técnico en el registro de operaciones. Además, el ente regulador tributario (Sunat) exige un riguroso cumplimiento de este.

DENTRO DE ESTE MARCO de ideas es posible preguntarse ahora por las experiencias concretas sobre riesgo cambiario de las empresas peruanas que han emitido bonos en el mercado internacional.

2

Metodología de la investigación

En este capítulo se desarrolla la metodología que se seguirá. Al inicio, se realiza una descripción de las metodologías de investigación existentes y sus características. Se debe destacar que esta investigación utiliza información recopilada de empresas peruanas seleccionadas que emitieron bonos en el mercado internacional.

1. Tipos de metodologías

Según Rodríguez y Valldeoriola (2009) existen dos tipos principales de metodologías: cuantitativas y cualitativas.

La metodología cuantitativa, conocida como empírico-analítica, se caracteriza por que busca generar conocimiento mediante la aplicación de un proceso hipotético-deductivo, es decir, se basa en la revisión de teorías existentes y propuestas de hipótesis con cuyos resultados se afirman o se refutan estas. También por generalizar resultados a partir de muestras representativas; centrarse en fenómenos observables; y establecer criterios de calidad, validez, fiabilidad y objetividad. Son tres las clases de metodologías cuantitativas: experimentales, cuasiexperimentales y no experimentales.

La metodología cualitativa se orienta hacia la comprensión de situaciones únicas y particulares, centrándose en la búsqueda del significado y

el sentido que conceden a los hechos. Se interesa por la vivencia concreta en su contexto natural y en su contexto histórico. Se caracteriza por ser fundamentalmente interpretativa, porque el investigador condiciona y determina la investigación, y porque utiliza razonamientos complejos, múltiples, iterativos y simultáneos.

Entre los principales métodos cualitativos están:

- *El estudio de caso*. Proceso de indagación que recurre a un examen exhaustivo, detallado, comprensivo, sistemático y, sobre todo, profundo del caso objeto de interés; es decir, tiene como principal característica su interés en un caso particular, o en varios si fuese un estudio de casos múltiple.
- *La teoría fundamentada*. Método que en esencia compara todo tipo de datos. Consta de cuatro etapas principales: comparación de datos, integración de cada categoría con sus propiedades, delimitación de la teoría que comienza a desarrollarse y redacción de la teoría.
- *La investigación-acción*. Procedimiento que se caracteriza por tener como principal objetivo la resolución de problemas mediante un proceso cíclico que va desde la actividad reflexiva a la actividad transformadora en su búsqueda de modificar la realidad.

2. Metodología seleccionada

Esta investigación aplica dos enfoques:

- Las entrevistas a expertos en gestión del riesgo cambiario como fuente principal de información.
- El estudio de casos de gestión del riesgo cambiario con base en las recomendaciones de Yin (1984), pues no se busca probar una hipótesis sino estudiar casos puntuales.

Se ha considerado pertinente adoptar estos enfoques porque se persigue un objetivo específico y se busca que las conclusiones que se obtengan sean válidas solo para el caso de estudio seleccionado.

Respecto de las entrevistas a expertos, estas cubren una gama de especialidades pero con temas comunes (cuadro 2.1).

Cuadro 2.1. Opinión de expertos: entrevistados y temas

Expertos entrevistados	Temas tratados
Especialista en emisión de bonos en el mercado internacional	1 Emisión de bonos
1 Funcionario de empresa asesora en emisión de bonos en el mercado internacional	2 Gestión del riesgo cambiario
Especialistas en el manejo de gestión del riesgo cambiario	3 Volatilidad de tipo de cambio
2 Funcionario de clasificadora de riesgo	4 Papel del BCR
3 Funcionario de la SMV	5 <i>Rating</i> de clasificadoras
Especialista académico	6 Políticas de cobertura
4 Docente universitario	7 Disponibilidad y manejo de derivados
Especialistas en el manejo de instrumentos derivados	8 Papel de la SMV
5 Exfuncionario de empresa emisora de bonos	
6 Funcionario de empresa emisora de bonos	
7 Funcionario de banco 1	
8 Funcionario de banco 2	
9 Funcionario de banco 3	
10 Funcionario de banco 4	

Elaboración propia.

El estudio de caso se refiere a la Corporación Lindley en sus características generales, su experiencia de emisión de bonos en el mercado internacional y su gestión del riesgo cambiario. La metodología de estudio de este caso consta de cinco etapas (cuadro 2.2).

Cuadro 2.2. Estudio de casos: etapas de investigación

Etapa	Descripción
1 Diseño del caso de estudio	Tiene cinco componentes: preguntas del estudio, proposiciones del estudio, unidades de análisis, relación lógica entre las preguntas y las proposiciones, y criterio para interpretar los resultados.
2 Conducción del caso de estudio: preparación de la recolección de datos	Contiene la visión general del proyecto del caso de estudio y el diseño de las entrevistas.
3 Conducción del caso de estudio: recopilación de datos	Se lleva a cabo principalmente a través de entrevistas a profundidad. También se emplean datos secundarios como: documentación brindada por las empresas seleccionadas, artículos de revistas y noticias, información pública de las instituciones regulatorias (memorias anuales, comunicación de hechos de importancia, etc.).
4 Análisis del caso de estudio	Los datos obtenidos mediante la recopilación se examinarán, compararán, tabularán, categorizarán y modelarán financieramente para cumplir con los objetivos planteados en este trabajo de investigación.
5 Elaboración del reporte del caso de estudio	n. a.

Fuente: Yin, 1984.

Elaboración propia.

En el análisis del caso (etapa 4), que es básicamente el núcleo de la investigación, se realiza un análisis interno y externo de la empresa seleccionada para lo cual se consideran como herramientas los análisis Septeg, de las cinco fuerzas de Porter y de la cadena de valor.

Luego se integran los elementos identificados en la opinión de los expertos y las lecciones del caso estudiado para formular un planteamiento propio.

DESDE ESTOS ENFOQUES se aborda el problema en estudio para la realidad peruana.

3

Opinión de los expertos

En este capítulo se presenta un resumen de las entrevistas realizadas a expertos profesionales relacionados con el proceso de emisión de bonos en el mercado internacional. Estas entrevistas cubren un espectro que considera especialistas en emisión de bonos en el mercado internacional, especialistas en el manejo de la gestión del riesgo cambiario, académicos y expertos en el manejo de instrumentos derivados.

1. Especialista en emisión de bonos en el mercado internacional

La primera entrevista, hecha a un asesor en emisión de bonos en el mercado internacional⁷, tuvo la finalidad de obtener información respecto de sus principales apreciaciones sobre la emisión de bonos en el mercado internacional y su perspectiva acerca del tratamiento del riesgo cambiario de las empresas que emiten estos instrumentos.

Desde la perspectiva del entrevistado las empresas emiten deuda en el mercado internacional por tres razones principales:

- Las condiciones generales del entorno internacional, como ocurrió en el caso peruano en el que hasta hace algunos años la tasa de la FED era bastante baja.

7. Socio líder de Transactions & Corporate Finance Services de Ernst & Young.

- La poca profundidad del mercado de valores peruano que no permite levantar montos más allá de los 50 millones de dólares.
- La necesidad de diversificar, tanto desde el punto de vista del emisor como del inversor. El emisor que ya ha recurrido al mercado local tiende a buscar ampliar su base de inversores, y los inversores tratan de no verse saturados de papeles del mismo emisor, por lo que persiguen otras alternativas de inversión.

A su criterio, son dos los actores fundamentales en las emisiones internacionales:

- La banca de inversión, cuyo papel se centra en hacer conocer el mercado, pues al tener trato con inversores internacionales en su día a día posee una idea de la probabilidad del éxito de la colocación, la cual valida y brinda el *feedback* de los posibles inversores, y de su interés en cuanto a monto y posible tasa.
- El emisor, cuya responsabilidad recae en la administración financiera corporativa de la emisión, debe considerar la necesidad de financiamiento y explorar todas las alternativas posibles. Sus opciones deben responder a un análisis profundo de las bondades de cada alternativa, por lo cual no necesariamente decide que la totalidad del financiamiento comprometido vaya a un solo mercado, inclusive puede optar por colocar una parte en el mercado local y otra en el mercado internacional.

Sobre la gestión del riesgo cambiario en las emisiones internacionales y el porqué de las pérdidas por diferencia de cambio significativas estima que estos emisores apostaron a que la tendencia en el tipo de cambio se mantendría porque no es lo mismo olvidar la cobertura que no hacerlo. No obstante, piensa que este no habría sido el único factor sino que anota, a modo de crítica, que sus colegas banqueros internacionales solo mostraban la parte «bonita» de la operación, como las tasas atractivas, sin dejar ver su otra cara: la cobertura; es decir, no explicaban que iban a «swapear» la tasa de dólares. Esto, como es obvio, podría cambiar el panorama de decisión porque si a la tasa internacional se le suma el costo de la cobertura es probable que ya no fuese tan grande la ventaja respecto de una emisión en el mercado doméstico.

Acerca del uso de instrumentos de cobertura, basado en su experiencia, recomienda:

- Que toda compañía no debería quedarse con una posición descalzada, más aún cuando emite instrumentos internacionalmente no debería quedar expuesta al riesgo de tipo de cambio.
- Que primero se debe evaluar el mercado doméstico para constatar si es posible resolver allí las necesidades de financiamiento. Si después de esa evaluación se decide emitir en el mercado internacional definitivamente debe tomarse una cobertura y, si es posible, cubrir todo el flujo desde el comienzo.

Las afirmaciones del entrevistado que resumen su punto de vista son:

Las empresas que emitieron bonos internacionalmente apostaron a que la tendencia en el tipo de cambio se iba a mantener...

Entonces, no es que promuevo el uso del *swap*, probablemente lo que yo te diría es primero mira si en el mercado doméstico puedes resolver tus problemas, si en el mercado doméstico existe la probabilidad de resolverlos y tienes un calce natural en soles no tienes ningún problema.

2. Especialistas en el manejo de gestión del riesgo cambiario

Las entrevistas a funcionarios de una empresa clasificadora de riesgo y de la SMV buscaron conocer el criterio de los actores partícipes como referentes en el manejo de la gestión del riesgo.

2.1. Funcionario de empresa clasificadora de riesgo

Esta segunda entrevista, realizada a un funcionario de una empresa clasificadora de riesgo⁸, persiguió un mayor conocimiento del proceso de clasificación de riesgo para cualquier empresa que desea emitir bonos y

8. El entrevistado prefirió mantener el nombre de su empresa en reserva.

determinar si una empresa con políticas de gestión del riesgo cambiario puede obtener una mejor clasificación.

El entrevistado precisó que la metodología utilizada por las clasificadoras se presenta al regulador y que existen factores cuantitativos y cualitativos cuyo análisis está basado en esa metodología. En EUA, después de la crisis del 2008, se aprobaron nuevas normas reguladoras, como la Ley de Reforma de Wall Street y de Protección al Consumidor Dodd-Frank, orientadas a regular el tema de los derivados y disminuir el elevado apalancamiento de los bancos.

Consideró como factores cuantitativos los resultados financieros, esto es, obligaciones financieras, nivel de apalancamiento y temas de cobertura, y como factores cualitativos las características propias del grupo económico al cual pertenezca la empresa, los accionistas, las funciones de las gerencias, y la experiencia y la preparación de los gerentes.

Distinguió claramente como hito de cambio de tendencia el 2013. Antes de esa fecha no existía una política de cobertura en general y muchas de las grandes empresas no usaron coberturas, en cambio en la actualidad sí existe conciencia del riesgo. Sin embargo, la cobertura depende de cada empresa, si están dispuestas asumir ese riesgo se verá reflejado en su clasificación. Al respecto cree que los derivados deben usarse para coberturas o para asumir el riesgo, no para especular con el tipo de cambio, y que las empresas no deberían verlas como una posible fuente de ingreso.

En palabras del entrevistado:

Se puede ver una tendencia antes del 2013 y después, ahora las empresas toman conciencia del riesgo y eso se ve reflejado en su clasificación...

2.2. Funcionario de la Superintendencia del Mercado de Valores

Esta tercera entrevista a un funcionario de la SMV competente en el tema⁹ buscó obtener información respecto del marco legal vigente para la emisión

9. Intendente General de Supervisión de Conductas de la SMV.

de bonos en el mercado internacional, y la posición de esta entidad ante el uso de instrumentos de cobertura. Además, se inquirió sobre las razones por las cuales actualmente la bolsa de valores peruana se considera poco profunda.

El entrevistado precisó que, en general, los valores emitidos en el mercado internacional no tienen la obligación de estar inscritos ante el regulador local, la excepción es para aquellas empresas que previamente hubiesen inscrito valores en el mercado local, sean acciones, papeles comerciales, bonos corporativos, etc., que sí tienen la obligación de comunicarlo al regulador como hecho de importancia sin mayores detalles.

Ante esto, consideró que la regulación local no tiene ninguna injerencia en las emisiones internacionales, pero que sí existe un beneficio para el emisor basado en el conocimiento de estas ofertas internacionales. Por ejemplo, si una empresa decide emitir bajo la Regla 144 A, resulta claro que el proceso de revelación de información cumple con los estándares necesarios para considerar confiable esta información y, por tanto, el emisor tiene el beneficio de inscribir y emitir en el mercado local peruano estos mismos valores en un tiempo mucho menor que el convencional, es decir, hay un reconocimiento de estas ofertas. Sin embargo, dicho reconocimiento tiene estándares, porque no es igual emitir en EUA, donde el profesionalismo es muy alto entre los inversores, que emitir en Ecuador. De igual manera, subrayó que, como ente regulador en emisiones locales e internacionales, lo que interesa a la SMV es que la información de la empresa que va a emitir sea transparente y veraz. Por ello sostuvo que una empresa puede emitir un «bono chatarra» o un «bono basura» si lo revela adecuadamente y quien lo adquiere sabe lo que está comprando. El problema se presenta cuando el emisor se vende como lo que no es.

Respecto de los riesgos más relevantes en una emisión internacional, discriminó en cuanto a los riesgos que asumen el emisor y los inversores. Para el emisor, el más relevante, dada la experiencia pasada, es el riesgo cambiario y que cuando una empresa emite en el mercado local o en el mercado internacional no tiene ninguna obligación de tomar algún tipo de cobertura para dicha operación pues esto es de libre decisión del emisor. Sin embargo, recomienda el uso de instrumentos de cobertura en estas operaciones, principalmente porque ello otorga estabilidad a los emisores, a los

inversionistas y al mercado en general y, a su vez, influye positivamente en el *rating* que las clasificadoras de riesgo otorgan cuando evalúan esos instrumentos. En su razonamiento también considera que una empresa debe administrar este riesgo de manera obligatoria porque, si bien puede perder si las condiciones del mercado se producen a pesar de haber tomado una cobertura, no debería perder por no haberse cubierto a pesar de estar expuesta.

En cuanto al riesgo para el inversor, sostuvo que lo más importante es cuan inestable es un país. Para el caso del Perú, comentó que existe un gran problema de diseño institucional con profundas implicancias económicas pues no hay un periodo de transición en el proceso de relevo de las autoridades, el cambio es muy brusco cada cinco años, tan solo del 27 para el 28 de julio. Al respecto, alude a un indicador muy revisado por los inversionistas: la tasa de reelección de los congresistas, pues existe el concepto generalizado de que en países estables se mueve entre los rangos del 75% al 80%, por debajo de los cuales el país se considera inestable y, por ende, poco atractivo.

Concordó con la opinión de que al mercado de valores peruano le faltaba profundidad pero, a su vez, sostuvo que esta es una paradoja porque considera que el país tiene liquidez «hasta por las orejas», para comprobar lo cual basta con constatar la cantidad de dinero manejan las AFP. Según su perspectiva hay dos aspectos en los que hace falta mucho trabajo:

- El manejo gerencial (*management*) nacional, para que el mercado deje de pensar que en los bancos se agota el mundo financiero.
- Las personas jurídicas que manejan los recursos, pues las AFP no son muy activas en la búsqueda de alternativas de financiamiento porque no tienen incentivos para hacerlo debido a que van a cobrar igual generen o no rentabilidad para el aportante.

Como afirmaciones que resumen que el punto de vista del entrevistado se pueden citar:

Usar instrumentos de cobertura es un tema que le otorga estabilidad tanto a los emisores como a los inversionistas y al mercado en general en épocas de turbulencia...

Esperemos que ustedes sean esa nueva generación que empieza en verdad a ser parte del *management*, que tiene esa idea de que en los bancos no se agota el mundo financiero.

3. Especialista académico

La cuarta entrevista se formuló a un catedrático universitario especialista en el tema¹⁰ con el fin de consultarle acerca de la influencia de la política cambiaria sobre el riesgo cambiario.

El entrevistado atribuyó los movimientos bruscos en el tipo de cambio del 2013 a las políticas de la FED cuya influencia en el mercado estadounidense ya anunciaba que esto iba a ocurrir.

En cuanto al papel del BCR destacó la influencia de la entidad en el control de la volatilidad del tipo de cambio. Consideró que, mientras su intervención en el mercado cambiario actúe como un paraguas para preservar la estabilidad, los agentes económicos, las medianas empresas, estarán seguras de que cualquier movimiento no será extremo por lo cual no tomarán cobertura. Sin embargo, las compañías más grandes tienen que hacerlo, sea por un tema realmente técnico de cobertura o por preservar su reputación.

Respecto de la preferencia de las compañías por emitir bonos en el mercado internacional, coincidió en que se debe al reducido tamaño de la bolsa local y a las mejores tasas que se encuentran en el exterior como razones fundamentales.

Finalmente, observó la deficiencia en la curva de *swaps* locales y en su elaboración con el método de emprender sin recursos (*bootstrapping*) que se aplica al caso de negociación de bonos como técnica estadística para completar la curva de forma matemática, no necesariamente con transacciones

10. Profesor principal de la Universidad ESAN, exasesor del BCR en temas de análisis del sector externo y coautor de un análisis sobre el papel del instituto emisor y el impacto de su intervención sobre el tipo de cambio en contraste con otras economías latinoamericanas (Fuentes & Ríos, 2014).

reales, como sí ocurre con las curvas que emplean las bolsas del exterior en las que las emisiones son continuas.

Las afirmaciones que resumen esta entrevista son:

El gran jugador en el mercado cambiario es el BCR que hace menguar los vaivenes del tipo de cambio, su éxito ha sido mitigar la volatilidad, reduciéndola hacia arriba y hacia abajo...

[No obstante,] es víctima de su éxito, pues la consecuencia es que las empresas locales no se cubren porque saben que el BCR las va a cubrir y el castigo no será grande, el castigo no es como en otros países en los que se puede perder hasta la camiseta.

4. Especialistas en el manejo de instrumentos derivados

Estas entrevistas tuvieron como finalidad recoger el punto de vista de las empresas emisoras, de un lado, y de los funcionarios bancarios, del otro. En el primer caso, se buscó explorar sus criterios para adoptar la decisión de colocar bonos en el mercado internacional y la forma en la cual aprecian el riesgo cambiario y el uso de instrumentos derivados. En el segundo caso, recabar su opinión sobre los instrumentos derivados más utilizados en el mercado peruano y las políticas que tienen los bancos sobre la gestión del riesgo cambiario en las empresas no financieras.

4.1. Exfuncionario de empresa emisora de bonos

Esta quinta entrevista, realizada al ejecutivo que en 2011 y 2013 lideró las dos emisiones exitosas que realizó su empresa en el mercado internacional¹¹, además de los temas generales buscó conocer la lógica que sigue un director de finanzas para tomar la decisión de emitir bonos fuera del país.

El entrevistado coincidió en que la volatilidad en el tipo de cambio, si bien impacta en los resultados cuando se toma la decisión de financiarse en dólares, no es un determinante al momento de decidir si emitir deuda en

11. Gerente de finanzas (CFO, por la sigla de *chief financial officer*) de Corporación Lindley.

esta moneda. Considera que ya se tiene conciencia acerca de que el tipo de cambio es fluctuante y uno de los más difíciles de predecir, pero «el sentido de la tendencia» no se pone en cuestión, simplemente se asume como un riesgo que tendrá que administrarse ante la necesidad de conseguir el capital que se necesita.

Precisó que la decisión no se toma a título personal, pues el CFO se vale de la evaluación y del consentimiento del comité de riesgo que sopesa muchos factores de mercado y opiniones, tanto de los bancos como de expertos, e informa al directorio y a los accionistas sobre su evaluación del nivel de endeudamiento y de riesgo que va a tomar la compañía en los próximos años. En otras palabras, es una decisión consensuada necesaria para el crecimiento de la compañía.

Señaló que son dos las razones primordiales para emitir deuda en el mercado internacional. La primera y más contundente es el tamaño de la operación a realizarse, dado que en el exterior es más factible levantar fondos de magnitud que en el mercado de valores peruano. La segunda se refiere a lo atractivo de las tasas en el exterior, mucho más competitivas que las locales.

Consideró que las empresas deben administrar su riesgo cambiario, sobre todo en operaciones de envergadura, y siempre asesorados por profesionales que pueden dar puntos de vista diferentes con base en su experiencia. Como lo fue en su caso, en el que el comité de riesgo también evaluó las acciones de cobertura para esas operaciones. Revela que la corporación decidió asumir las pérdidas por diferencia de cambio generadas por la falta de cobertura, lo que fue una decisión conversada y meditada porque ya se tenía una proyección de cuáles serían las consecuencias para los resultados financieros de la empresa.

Finalmente, estimó que el análisis de los resultados del endeudamiento debe hacerse considerando todas las aristas, no solo la financiera. En su caso, la operación de endeudamiento no fue exitosa en términos de resultados netamente financieros (como consecuencia de los derivados) para 2013, 2014 y 2015, pero sí tuvo un impacto positivo en el futuro de la compañía, preparándola para afrontar el crecimiento de más de diez años en el mercado peruano. Inclusive esa decisión permitió incrementar el valor de la

compañía y aumentar su tamaño y potencial gracias a las inversiones realizadas, por lo que las pérdidas cambiarias no tuvieron un efecto negativo.

El entrevistado resume su experiencia afirmando:

Todos somos mariscal de campo el día lunes... ¡claro!... cuando pasó el partido todos somos generales.

4.2. Funcionario de empresa emisora de bonos

La sexta entrevista, realizada a una ejecutiva especializada de una empresa emisora¹², además de los temas generales tuvo el propósito de conocer las políticas a las que recurren los emisores en términos de cobertura asociada a la gestión del riesgo cambiario.

Desde la perspectiva de la entrevistada, el tipo de cambio en el país es una variable bastante volátil. Por ello, cuando esta empresa tomó la decisión de cobertura para la emisión internacional lo hizo para el 50%, pues en ese momento el tipo de cambio estaba cayendo. Recién en diciembre del 2013 se decidió incrementar la cobertura.

Consideró que muchas personas piensan erróneamente que los malos resultados obtenidos en el 2014 se deben solo a la diferencia en el tipo de cambio sin tomar en cuenta que dichas pérdidas también fueron por derivados en *commodities*, como se puede apreciar en los estados financieros, tomando en cuenta que el impacto de los *commodities* se encuentra en la parte operativa mientras que la diferencia en el tipo de cambio se contabiliza en gastos financieros.

Sostuvo que la empresa decidió financiarse en el exterior porque venía realizando una serie de adquisiciones y tenía que cubrir una deuda importante y localmente era difícil solicitar dichos importes.

Opinó que existen muchos factores que inciden en la cobertura. Uno de los más importantes es la tolerancia que se tiene, otro las políticas de la

12. Especialista en instrumentos derivados de Alicorp.

compañía para establecer el porcentaje que se piensa cubrir. Así, la principal medida que adoptó la empresa para hacer frente al riesgo cambiario de esta emisión fue el uso de un *call spread* que cubría el principal y un *swap* de flujos para el caso de los cupones. Entre 2015 y 2016 se logró la recompra de casi la totalidad de los bonos emitidos. A su juicio, el uso del *swap* de flujos fue una decisión muy acertada al igual que la recompra de bonos (*tender offer*) en la cual se ganó mucho dinero.

Finalmente, sostuvo que, si bien lo ideal es endeudarse en la misma moneda de los estados financieros, el uso de instrumentos derivados a un bajo costo protege los resultados financieros. Y esta medida resulta saludable para los inversionistas, porque una empresa que no se protege da señales de no tener buena gestión en su administración.

La afirmación más saltante de la entrevistada es:

Hay muchos factores que inciden en la decisión de cobertura, uno es la tolerancia que los inversionistas están dispuestos a asumir.

4.3. Funcionario de banco 1

La séptima entrevista, realizada a un ejecutivo bancario¹³, tuvo como finalidad profundizar el tema de los instrumentos derivados. El entrevistado informó que el banco en el que trabaja fue pionero en la expansión del uso de derivados entre 2007 y 2008 mediante la creación de nuevas mesas para la banca minorista y la banca empresarial, que se hizo en forma progresiva.

Explicó que el banco no toma posiciones de especulación con empresas no financieras. La política es cubrirse contra todo riesgo, y siempre la revisa su área para confirmar que los derivados otorgados serán netamente para cobertura. Los factores que se consideran para estructurar los instrumentos de cobertura son: el plazo de la operación, la moneda de operación, el arbitraje que exista con las curvas y las tasas de interés, la contraparte (existe un riesgo de la contraparte) y las posiciones que estén tomando los diferentes actores en el mercado.

13. Encargado de Mercados Globales del BBVA Continental.

Mencionó que para el banco existen dos tipos de coberturas: las de flujos, aquellas que se ejecutan de entrada y de salida en moneda extranjera, y las de balance, es decir, el descalce de los saldos de moneda extranjera.

Informó que los instrumentos más utilizados en el mercado peruano para la gestión del riesgo cambiario son *forwards*, *swaps* y opciones. Entre los *swaps* más empleados están los de divisas (*cross currency swap*), de tasas (*interest rate swap*) y los que generan la cobertura de la divisa y de la tasa. Entre las opciones se cuentan las básicas, como el *plain vanilla* (que básicamente consiste en opciones *put* y *call*) y las estructuradas, como la *collar* (que combinan opciones *put* y *call*). Cuando el volumen de un *swap* es muy alto y este no puede ser atendido localmente, el banco realiza acuerdos con bancos de fuera o, en su defecto, con su matriz para cubrir el 100% de la emisión; de otro modo trata de llegar a acuerdos con otros bancos locales para distribuirse la cobertura. Además, es posible cerrar la operación de cobertura cuando aún esta se encuentra vigente mediante una operación que consiste en valorizar a valor de mercado el derivado y comprobar si constituye ganancia o pérdida (*unwind*).

Por último, el banco considera que la cultura de uso de derivados aún se encuentra en progreso por lo que es más fácil aceptar el paradigma de que la cobertura no es para perder o ganar sino para mitigar el riesgo del tipo de cambio.

La afirmación que el entrevistado enfatiza es:

La volatilidad de la moneda puede generar ruido en los estados financieros, reflejándose en pérdidas o ganancias, pero que no son del núcleo (*core*) del negocio, ya que el efecto lo provoca una variable de mercado que está afectando contablemente los estados financieros.

4.4. Funcionario de banco 2

La octava entrevista, realizada a un ejecutivo bancario¹⁴, también tuvo como finalidad profundizar en el tema de los instrumentos derivados.

14. Gerente Adjunto de Inversiones del BCP.

El entrevistado, quien lleva más de cinco años a cargo de instrumentos de cobertura en el banco, indicó que las instituciones financieras tienen la estructura del instrumento de cobertura, lo que la empresa debe buscar es el precio de este producto. Así, considera que para realizar una operación de *swap* solo se requieren dos flujos: uno que de lo que se va a pagar y el otro de lo que se va a recibir. Por lo tanto, si están en monedas distintas, simplemente se debe traer a valor presente ambos flujos, convertirlos a una sola moneda por el tipo de cambio y hacer que ese valor presente sea cero.

En ese marco afirmó que una alternativa para gestionar el riesgo cambiario puede ser buscar un banco del exterior o una contraparte local que pueda hacer la figura contraria, algo a lo que se denomina «*swap* espejo».

Según su experiencia, los instrumentos que más se negocian en nuestro país son los *forward*, que tienen más tiempo en el mercado frente a los *swaps* y las opciones, ambos productos básicos que se utilizan en el ámbito internacional. Para él, la principal restricción en el uso de los *swaps* proviene del tamaño de mercado: a la semana solo se negocian entre 10 y 15 millones de dólares de estos productos, lo que refleja su poco dinamismo. Piensa que el *swap* es costoso dependiendo de para qué se quiera emplear, pero en el caso puntual de las pérdidas que tuvieron las empresas que emitieron en el exterior sostiene que tomar un *swap* les hubiera resultado más barato.

En términos generales concordó con otros analistas en que el mercado de los derivados aún no está desarrollado en plena capacidad y los productos que ofrecen las entidades financieras son básicos, por lo que estamos en la etapa inicial en este mercado cuando en países desarrollados se negocian instrumentos de cobertura mucho más complejos.

A su juicio, el Estado, por medio del BCR, ha aplicado un conjunto de medidas para buscar la desdolarización de los agentes en los periodos en los que el tipo de cambio empezó a subir, no exactamente promoviendo el uso de los derivados financieros, pero sí tratando de condicionar el mercado para que las deudas en dólares del sector real disminuyan.

Sobre la difusión de los derivados, informó que el sector bancario organiza eventos corporativos en los que se explican las bondades de los derivados y que el área comercial de su banco realiza visitas a diversos

clientes para explicar el funcionamiento de los derivados financieros. Aun así, falta mayor difusión.

Esta afirmación resume la entrevista:

La principal restricción en el uso de los derivados es el mismo mercado, a la semana solo se negocian entre 10 y 15 millones de dólares.

4.5. Funcionario de banco 3

La novena entrevista, realizada a un ejecutivo bancario¹⁵, tuvo como finalidad igualmente profundizar el tema de los instrumentos derivados.

El entrevistado afirmó que el tipo de cambio afecta tanto el flujo de caja como el resultado contable y que, en ambos casos, tiene efectos muy distintos.

Estimó que en el escenario del 2007, en el que el dólar se desplomó, muchas empresas optaron por financiarse en esa moneda mientras que las que ya tenían su posición en ella se vieron beneficiadas. Cuando la «ola» cambió de sentido, en 2013 y 2014, y el tipo de cambio empezó a subir, las empresas comenzaron a tener pérdidas considerables por no haber tomado una cobertura adecuada.

Para protegerse de la volatilidad recomendó los contratos *cost currency swap* con los cuales se «solariza» la deuda, pero a un tipo de cambio fijo. Sin embargo, también advirtió que las empresas deberán evaluar si es conveniente porque al tomar un derivado el precio no lo es todo. Una observación muy importante en el uso de estos instrumentos es que las empresas deben contar con la facultad de realizar operaciones con derivados, lo que debe constar en los respectivos poderes legales. Por otro lado, la evaluación del cliente por un banco pasa por calificar el riesgo que el área de créditos pueda identificar en el cliente y depende de las políticas de cada entidad, pues no todos los bancos aplican las mismas medidas.

15. Jefe de Mesa de Distribución y FX y Derivados, Banca de Empresa, Scotiabank.

Coincidió en que los derivados en las operaciones de las empresas peruanas no están muy extendidos, a pesar de que ya tienen alrededor de diez años en el mercado local, y que estas solo recurren a las operaciones de cobertura más sencillas, pese a que existen productos derivados más complejos y variados. Según su criterio, son los bancos quienes se encargan de estructurar productos a la medida del cliente y evaluar el riesgo que representa la operación tanto para el banco como para el cliente. Afirmó también que la preferencia por los *forwards* se debe a que «no cuestan» y a ser el instrumento de cobertura más conocido.

Señaló que entre los sectores más expuestos al riesgo cambiario se encuentran los proveedores de minas, importadores, exportadores y cualquier empresa que brinde servicios en dólares y tenga pasivos en soles, las que deberían recurrir al uso de derivados. También sostuvo que las emisiones en dólares pueden cubrirse tanto con bancos locales como con bancos del exterior. Los bancos locales recurren a sus bancos internacionales cuando los montos de emisión son muy elevados, porque tienen restricciones acerca de los montos de cobertura supervisados por la SBS. Sobre lo acontecido en 2013 ante la reevaluación del dólar indicó que los empresarios «se confiaron» y, por ende, no tomaron suficientes coberturas.

Finalmente, opinó que es el sector universitario el que debe formar a los futuros decisores financieros sobre el uso de coberturas con derivados.

En palabras del entrevistado:

El riesgo cambiario siempre va a existir incluso cuando la empresa tenga tanto activos como pasivos en dólares, este riesgo es como un fantasma dentro de una casa, nunca lo vas a poder exorcizar. El derivado financiero le da una dimensión para que no corra libremente por donde quiera en la casa y lo encajona en un solo lugar...

Entonces todos los financieros dijeron muy felices: ¡qué gran gestión has hecho!, ¡no!, fue la ola que te llevo ahí...

En finanzas, los números dicen una cosa, pero la persona puede terminar decidiendo de repente otra.

4.6. Funcionario de banco 4

La décima entrevista, realizada a un ejecutivo bancario¹⁶, tuvo como finalidad profundizar el tema de los instrumentos derivados.

El entrevistado resumió el proceso de estructuración de un instrumento derivado tomando como ejemplo el caso de los *forwards* para una empresa que está descalzada con pasivos distintos a la moneda de sus ingresos: existen operadores (*traders*) que ven la posición y se encargan de la compra-venta *off shore*, los *forwards* se manejan a través de puntos y el costo se traslada a la mesa de distribución, la conveniencia de tomar un *forward* para una empresa se determina estableciendo la tasa interna de retorno (TIR) de cada uno de ellos eligiéndose el valor más bajo.

En su experiencia, si bien las empresas tienen información, analistas y distintas herramientas financieras para realizar una cobertura contra la volatilidad del tipo de cambio, no siempre optan por tomarlas. El empresario peruano es muy reacio. Y, aun así, no asumir una posición también es especular debido a que el decisor tiene una perspectiva a la baja y por eso no opta por coberturas al endeudarse en dólares, sin embargo, podrían optar por cubrirse en algunos tramos. Sobre el riesgo que asumen los bancos señaló que los bancos que tienen sucursales que actúan con *brokers* en el extranjero tienen mucho más espacio para cubrirse con sus sucursales y el límite supervisado por la SBS no les afecta.

El entrevistado sostiene:

Hay poca cultura, muy poca cultura, y la «chamba» de nosotros es tocarle la puerta a estas empresas y explicarles esto...

Ni siquiera el banco central sabe con qué tipo de cambio va a cerrar el fin de semana.

16. Jefe de Banca Institucional de Interbank.

5. Matriz de opiniones

A manera de resumen, el cuadro 3.1 muestra la opinión de los expertos por grandes temas.

En opinión de los expertos, las empresas peruanas que emitieron bonos en el extranjero lo hicieron por dos motivos primordiales: por la limitación de fondos disponibles en el mercado local y por las atractivas tasas en el exterior en el periodo en el que la FED redujo sus tasas.

También coinciden en señalar que el encargado de decidir la gestión del riesgo cambiario tiene un arsenal de instrumentos como derivados, contratos cruzados de moneda y *swaps*; y que un gerente financiero tiene que preocuparse por la volatilidad de los flujos de caja y que esta se mantenga en niveles aceptables.

Respecto de la volatilidad del tipo de cambio, ocurre principalmente por factores externos y muchos de los entrevistados sostienen que es imposible predecirla; sin embargo, las señales de la FED pueden marcar un cambio en la tendencia que un decisor financiero debe tener muy presente.

El papel del banco central en el Perú, a diferencia de otros países de la región, debido a su política de flotación sucia provoca que el efecto de la volatilidad del tipo de cambio no sea tan devastador, lo que influye sobre las decisiones de cobertura de las empresas al gozar de una cobertura implícita.

El *rating* de las clasificadoras varía según la salud de la empresa emisora. El diagnóstico se hace después de un análisis profundo de muchos factores. Estas empresas emiten su opinión acerca del riesgo que representan tanto el emisor como la emisión de bonos a realizarse.

Las políticas de cobertura en las empresas nacionales se ven influidas por aspectos como expectativas sobre el tipo de cambio y el costo de tomar coberturas. A veces son decisiones inocuas y en otros casos pueden acarrear grandes pérdidas. Se recomienda siempre realizar una cobertura del descalce hasta el grado en el que la empresa pueda soportar el riesgo que este implica.

Cuadro 3.1. Opinión de los expertos: resumen de ideas fuerza

Tema	Entrevistado	Opinión
1. Emisión de bonos	Funcionario de la SMV	Sobre las preferencias de emitir bonos fuera del país hay empresas que, de pagar el 12% con bancos, en el mercado de valores han logrado el 6% y luego los bancos los llaman y les ofrecen el 5%.
	Socio de empresa asesora	Las tasas en el mercado internacional son más atractivas, incluso para las compañías que no tienen el mejor <i>rating</i> terminan siendo más favorables. Cuando se tiene que emitir por montos importantes es más sencillo conseguir esos montos fuera del mercado peruano que tiene problemas de liquidez.
	Docente universitario	La decisión de emitir fuera se debe a que el mercado de bonos local es muy «pequeño». Por lo general los mercados internacionales son mucho más líquidos y, si se tiene grado de inversión, el costo del financiamiento es mucho menor.
	Funcionarios de empresas emisoras de bonos	El principal motivo por el cual las empresas han estado emitiendo fuera es la poca profundidad del mercado peruano. El segundo motivo es el precio: al tener muchos demandantes en el mercado internacional el precio juega en favor del emisor, ahí se enfrentan a tasas globales y no a los riesgos de un mercado pequeño como el peruano.
2. Gestión del riesgo cambiario	Funcionario de empresa clasificadora de riesgo	El riesgo funciona para ambos lados, si tomas una cobertura a un tipo de cambio fijo está latente la posibilidad de perder o de ganar, hay un costo asociado y se debe ser consciente de ello.
	Funcionario de la SMV	El uso de <i>swaps</i> es altamente recomendable, es un instrumento que en épocas de turbulencia otorga estabilidad a los emisores, a los inversionistas y al mercado en general.
	Socio de empresa asesora	En el caso peruano, muchas empresas apostaron a que el tipo de cambio sería estable y que no habría grandes riesgos, escenario bajo el cual consideraron que no era necesario gastar en coberturas. Por ahorrar la cobertura llegaron a perder mucho dinero.
	Docente universitario	Las empresas asumen que la intervención del banco central evitará la volatilidad, por lo que existe una cobertura implícita.



→ Cuadro 3.1. Opinión de los expertos: resumen de ideas fuerza

Tema	Entrevistado	Opinión
2. Gestión del riesgo cambiario	Funcionario de empresa emisora de bonos	No cuesta igual cubrir una moneda dentro de 60 días, un año o diez años. Tal vez lo lógico es ir cubriendo uno, dos, tres o cuatro años e ir evaluando. Se puede optar por tramos que cubran el 50% o el 40%. No todas las compañías son iguales respecto del riesgo de tipo de cambio, ya que algunas tienen mayor capacidad de transferir ese riesgo a los precios.
	Funcionarios de bancos	<p>La gestión del riesgo cambiario en el Perú es aún incipiente, masivamente todavía no se considera la demanda de moneda extranjera. El financiamiento en moneda extranjera, por costumbre e inercia, sigue siendo el mayoritario.</p> <p>Para contratar un <i>swap</i> se debe tener poderes legales, porque quien firma es una persona natural en representación de una persona jurídica. Para tomar un pagaré, se debe tener poderes, para tomar un derivado también y, generalmente, muchas empresas tienen que recurrir a cambios legales para realizar operaciones con derivados.</p> <p>Hay dos temas: el efecto del tipo de cambio contable y el efecto sobre el flujo de caja.</p> <p>Quienes están más descalzados por su propia naturaleza son proveedores de minas, importadores, exportadores o empresas que brindan servicios en dólares y tienen que pagar en soles, o viceversa.</p> <p>Algunas empresas, aunque tengan un equipo de analistas que les informen que el tipo de cambio va a subir no realizan operaciones de cobertura. Son muy pocas las que comprenden que ni siquiera el banco central sabe en cuánto va a cerrar el tipo de cambio el fin de semana y que optan por la cobertura.</p>
3. Volatilidad del tipo de cambio	Socio de empresa asesora	El riesgo más relevante sin duda es el descalce cambiario, el cual va a depender principalmente de quien sea el emisor.
	Docente universitario	El tipo de cambio no lo determina el BCR sino fundamentalmente las políticas de EUA, lo que hace el mercado es anticipar lo que será la política monetaria de la FED. El problema no es doméstico sino cómo los operadores ven el dólar desde el Perú.

→

→ Cuadro 3.1. Opinión de los expertos: resumen de ideas fuerza

Tema	Entrevistado	Opinión
3. Volatilidad del tipo de cambio	Funcionario de empresa emisora de bonos	El tipo de cambio es una de las variables del riesgo financiero más difíciles de predecir, porque obedece a una serie de factores que interactúan simultáneamente en muchos mercados y que tienen relación con las políticas económicas de los países: masa monetaria, restricciones a los movimientos de capital, crecimientos reales de las economías de diferentes continentes o zonas económicas, etc. A diez años podría pasar cualquier cosa, eso es lo que se sabe. Nunca se trabaja sobre una hipótesis de que se va a ir hacia arriba o hacia abajo porque existe consenso en el comité de riesgo de que se va a enfrentar un riesgo potencial, no una tendencia.
	Funcionarios de bancos	El mundo tuvo un quiebre muy fuerte en 2007 con la crisis económica. EUA bajó su tasa de referencia de 4 a casi 0.20, emitió moneda e inyectó liquidez con la recompra de sus bonos, todo ello resultó en una inundación de dólares. Esto repercutió en el mercado de divisas al desplomarse el tipo de cambio y bajar muchísimo el costo del dinero; entonces disminuyó automáticamente la valorización de los pasivos de aquellas empresas que tenían deudas en dólares, al tener el dólar tasas bajas. Todos los financieros se felicitaron como si fuese el resultado de una muy buena gestión, pero no era así, fue consecuencia de una ola debida a deudas que se tomaron antes.
4. Papel del BCR	Docente universitario	El gran jugador en el mercado cambiario es el BCR que atenúa los vaivenes del tipo de cambio. Las empresas no se cubren porque saben que el BCR los va a cubrir porque el castigo no es tan grande como en otros países en los que se puede perder todo.
5. Rating de las clasificadoras	Funcionario de clasificadora de riesgo	Cuando cae Lehman Brothers no solo afecta a EUA sino a todas las economías. A raíz de ello se aprueban nuevas regulaciones, como la Ley Dodd-Frank, que buscan regular el tema de los derivados, en general, se pide más capital a los bancos para que no se apalanquen tanto. ¿Qué aspectos se consideran para la clasificación? Básicamente resultados financieros y también factores cualitativos como a qué grupo económico pertenece la empresa, quiénes son los accionistas, el funcionamiento de las principales gerencias, cómo interactúan entre ellas, cuál es la plana gerencial, su experiencia y su preparación. Son una serie de factores, ya que se realiza un análisis completo.

→

→ Cuadro 3.1. Opinión de los expertos: resumen de ideas fuerza

Tema	Entrevistado	Opinión
5. <i>Rating</i> de las clasificadoras		¿Qué clasificaciones se obtienen? Se obtiene un riesgo para el emisor, para la empresa y, sobre ese riesgo, se analiza una clasificación y se ven las características propias de la emisión, por ejemplo, pueden tener algún tipo de mejorador.
	Funcionario de la SMV	La forma en la que se estructura la emisión en el mercado local e internacional es muy similar, mientras más resguardos (<i>guardings</i>) se ponen a una emisión esta será más estable frente a los «baches»; por lo tanto, mayor es el <i>rating</i> que le otorga una clasificadora.
6. Políticas de cobertura	Funcionario de clasificadora de riesgo	En términos generales se puede ver que hay un costo asociado a la cobertura, no todas las empresas desean asumir ese costo.
	Funcionario de la SMV	Las empresas no tienen ninguna obligación de tomar cobertura, es un mercado libre.
	Socio de empresa asesora	En un periodo más o menos largo (siete años a más), se debe tener un fondo de cobertura (<i>hedge</i>) porque en un país como el Perú se va a encontrar que existe volatilidad cambiaria. Es distinto quedar descubierto con una posición en dólares por 30 o 60 días, un riesgo medio; a quedar descubierto por siete o diez años, situación en la que no es posible no tomar cobertura. Si se puede resolver en el mercado doméstico y se tiene un calce natural en soles, no hay problema; pero si se va a salir para endeudarse en dólares es absurdo optar por quedar descubierto.
	Docente universitario	Aquellas empresas que emiten montos superiores a 100 o 200 millones de dólares ya tienen una política de cobertura, si el mercado es internacional, por un tema de reputación lo van a hacer, porque son montos significativos y, además, hay mercados de derivados.
	Funcionarios de empresas emisoras de bonos	En el Perú se sabe que el tipo de cambio puede aumentar o disminuir, por lo que cubrir toda la emisión sale bastante caro. Hay varios factores que inciden en la decisión de cubrir, uno es la tolerancia (qué se está dispuesto a permitir) y otro, las políticas de las compañías que determinan el porcentaje a cubrir. No es que haya una política para las emisiones, es un evento que puede ocurrir en cinco años, si es que se vuelve a emitir fuera la política de la empresa podría ser cubrirse en el 50%. Si se hubiera dado cobertura a toda la emisión la pérdida hubiera resultado menor, inclusive considerando los precios elevados en ese momento; aunque resulta muy difícil cubrir un horizonte a diez años.

→

→ Cuadro 3.1. Opinión de los expertos: resumen de ideas fuerza

Tema	Entrevistado	Opinión
6. Políticas de cobertura	Funcionarios de empresas emisoras de bonos	<p>Una opción a diez años cambia mucho, es decir, tener una estructura con <i>call spread</i> también genera riesgo, si bien es un efecto contable, su impacto se ve reflejado en la línea de los gastos financieros.</p> <p>El comité de riesgo evalúa los niveles de cobertura con los cuales la compañía y el directorio se sienten cómodos. En función de varios aspectos se decide cuánto riesgo cubrir, cómo se siente el mercado local, lo que dice el asesor bancario (<i>banker advisor</i>) sobre cómo van ir la moneda o los costos de cobertura los próximos meses y otras variables. Todo esto lleva a tomar ciertas decisiones.</p> <p>El <i>swap</i> y los instrumentos derivados son parte del arsenal que tiene que considerar un gerente financiero para mitigar el riesgo cambiario, esto es, mantener un nivel de riesgo financiero saludable dentro de la compañía. El objetivo (<i>target</i>) es hacer que los flujos de caja de la compañía tengan una volatilidad dentro del espectro que resulte cómodo y manejable para la compañía y sus accionistas.</p>
	Funcionarios de bancos	<p>Hay empresas que tienen la política de cubrir todos sus flujos, mientras que otras que solo cubren entre el 50% y el 30% de todos sus flujos del año. Se debe tener en cuenta que también se realizan coberturas de balance. Este descalce se da cuando se realiza un balance de los saldos en moneda extranjera.</p> <p>Se consideran el plazo de la operación, la moneda, el arbitraje que exista con las curvas y las tasas de interés, quién será la contraparte (existe un riesgo de la contraparte). Por otro lado, es necesario ver el mercado y saber qué posiciones están tomando los diferentes actores.</p> <p>El <i>forward</i> en primer lugar y en segundo lugar el <i>swap</i>.</p> <p>Las empresas usan más coberturas de pasivos porque existe un arbitraje: si se es un cliente que quiere endeudarse en dólares, y en esa figura se puede tomar un financiamiento en soles, hacer el <i>swap</i> a dólares y terminar pagando una tasa de dólares más baja que si se hubiera pagado un préstamo en dólares. A raíz de esa oportunidad de arbitraje muchos clientes se interesan por pactar <i>swaps</i> para terminar pagando menos, es decir se cubren en el pasivo.</p>

→

→ Cuadro 3.1. Opinión de los expertos: resumen de ideas fuerza

Tema	Entrevistado	Opinión
7. Disponibilidad y manejo de derivados	Docente universitario	<p>Lo más común es el <i>forward</i>, cuando se quiere cubrir <i>commodities</i> quedan las opciones y el mercado de opciones no es tan amplio y tampoco son muchos los que pueden asumir volatilidades en <i>commodities</i>.</p> <p>¿Para qué se usan los <i>forward</i>? Para cubrir el riesgo del tipo de cambio estas operaciones son los instrumentos más ampliamente usados.</p> <p>En cuanto a los <i>swaps</i>, lo más aconsejable es máximo dos años, si se toma coberturas por un lapso mayor el tipo de cambio va a ser muy alto. Se mide sacando la TIR a las cuotas convertidas, ahí se ve si es realmente caro, así es como negocian las empresas.</p>
	Funcionario de empresa emisora de bonos	<p>Los <i>swaps</i> tienen un serio problema de liquidez y no tienen una curva de rendimiento adecuado. Para que el <i>swap</i> funcione la tasa de interés tiene que ser muy bien negociada. El problema en el Perú es que cuando se hace el emprendimiento con lo que se tiene (<i>bootstrapping</i>) se encuentra que las tasas de interés no son las de mercado sino forzadas por la SBS.</p>
	Funcionarios de bancos	<p>Las coberturas se hicieron con bancos del exterior. Es muy difícil que los bancos locales brinden una cobertura por importes significativos. Un <i>call spread</i> es un instrumento complejo para el mercado local, los bancos locales no dan una cobertura por diez años, por ejemplo.</p> <p>El mercado no está desarrollado como debería estarlo ya a estas alturas, los productos que se han mencionado —<i>forward</i>, <i>swaps</i>, opciones— son básicos en la etapa inicial de desarrollo de un mercado de derivados. En países desarrollados se negocian productos más complejos, en el Perú ni siquiera las opciones están desarrolladas.</p> <p>La restricción está dada por el tamaño del mercado. Para el caso de nuestro país el cruce de moneda dólar/sol es muy pequeño, en el mercado de <i>brokers</i>, que es en el que se centraliza la negociación de este tipo de productos pasan a la semana entre 10 y 15 millones de dólares, aunque no se trata de información exacta porque es un mercado OTC, pero los montos negociados son muy bajos.</p> <p>En las opciones se encuentra más resistencia porque se tiene que pagar una prima y no hay presupuesto para una prima, a veces los precios de ejercicio de una opción (<i>strikes</i>) salen muy, muy malos, lo que va a depender de la volatilidad del tipo de cambio, como ahora; si hay una volatilidad muy fuerte al momento de cotizar el precio se dispara.</p>

→

→ Cuadro 3.1. Opinión de los expertos: resumen de ideas fuerza

Tema	Entrevistado	Opinión
7. Disponibilidad y manejo de derivados	Funcionarios de bancos	<p>Para estructurar un <i>swap</i> intervienen el plazo, la moneda, la tasa a la que estaba pagando la otra obligación y el perfil de crédito,</p> <p>Los bancos ahora ofrecen coberturas. El producto derivado más negociado es el <i>plain vanilla</i>, el más sencillo es el <i>forward</i> y los <i>swaps</i> vendrían a ser como una cadena de <i>forwards</i>. En cuanto al tipo de cambio, a las empresas que tienen monedas distintas a las de sus ingresos se les cotiza una serie de tipos de cambio a cada vencimiento de cuota.</p> <p>Así como hay un mercado de divisas <i>spot</i> también hay un mercado de <i>forwards</i>. Se maneja a través de puntos, el <i>forward</i> es el <i>spot</i> más un diferencial, cuya suma forma el precio que se traslada a la mesa de distribución. Los <i>traders</i> de distribución, llamados <i>sales</i>, se encargan de ofrecer a cada empresa esta cobertura.</p> <p><i>Cross currency swap</i> es un producto de largo plazo, cada banco le pone su nombre, si es a un año se llama crédito plus.</p> <p><i>Cross interest rate swap</i> es un desembolso fijo con tasa variable. Es otro producto que se utiliza, está muy en boga y es atractivo para las empresas, pero ya no desde el punto de vista del préstamo sino del de los excedentes.</p>
	Funcionario de la SMV	<p>A la SMV no le interesa la posición financiera en sí de una compañía en particular, le interesa que se revele adecuadamente la información financiera de esa compañía.</p> <p>Un emisor puede financiarse local o internacionalmente, o en ambos mercados a la vez. Si va a EUA a emitir bajo la Regla 144 A va a encontrar instituciones que le van a exigir información exhaustiva de la empresa, porque las instituciones tienen un grado de profesionalismo altísimo, entonces ahí ya se tiene cubierto el riesgo de revelación e información, que es lo que cuida la SMV.</p> <p>La Regla 144 A permite que se emita en monedas simultáneamente allá y acá. Pero este reconocimiento es de acuerdo con un estándar. Evidentemente, no es lo mismo emitir en Ecuador que en EUA, se trata de una cuestión de estándar, es un estándar alto. La SMV reconoce y acepta ese estándar y lo hace suyo.</p>
8. Papel de la SMV	Funcionario de banco	<p>La SMV no debería regular la cobertura, es una decisión autónoma de la empresa, esto es, una decisión libre.</p>

Elaboración propia.

Acerca de la disponibilidad y el manejo de derivados, estos siguen siendo los más básicos pese a su introducción ya en 2007 por el BBVA Continental. Hay mucho temor respecto del uso de instrumentos complejos, en la gran mayoría de los casos las decisiones se basan más en costos; por ejemplo, al usar *forwards* no hay aparentemente un costo, aunque esto pueda significar que son menos eficaces en la cobertura del riesgo cambiario.

El rol de la SMV es indispensable para las emisiones locales. Esta entidad reconoce el estándar al que las empresas emisoras en el exterior se acogen como por ejemplo la Regla 144 A o la Regulación S. Los expertos entrevistados han coincidido en que no es recomendable que se norme una cobertura obligatoria para las empresas emisoras.

QUEDA BOSQUEJADO ASÍ un panorama general de la problemática de la gestión del riesgo cambiario en la emisión de bonos internacionales para las empresas peruanas. A continuación se verá un ejemplo concreto.

4

Un estudio de caso

En este capítulo se analiza el caso de la Corporación Lindley, empresa que, como ya se ha mencionado, emitió bonos en el mercado internacional en 2011 y en 2013 para financiar su plan de inversiones y reestructurar su pasivo financiero en el mercado local. La primera emisión, el 2011, fue por un monto de 320 millones de dólares a una tasa de 6.75% anual; y la segunda, el 2013, por un monto de 260 millones de dólares a una tasa de 4.625%. En ambas emisiones, consideradas como *soft bullet*¹⁷, los principales se amortizan en cuatro pagos semestrales durante dos años antes de sus respectivos vencimientos.

Como parte del estudio de caso se analizarán las características de la compañía, la operación de la emisión de bonos y la gestión del riesgo cambiario, y se comparará con otras operaciones similares¹⁸.

17. Es una tipología en la que la agencia de *rating* encargada de otorgar el nivel de calificación crediticia al bono expresa dudas acerca de la posibilidad de que ese único pago del principal se efectuará en la fecha de vencimiento.
18. La presentación del caso se realiza con base en la entrevista ya citada al ejecutivo líder de las dos emisiones de bonos.

1. La Corporación Lindley

Corporación Lindley es una empresa peruana, fundada a fines de la primera década del siglo XX, cuya actividad económica está orientada a fabricar, distribuir y vender bebidas no alcohólicas en el mercado local. A partir de los acuerdos comerciales celebrados con The Coca Cola Co. en 1999, se convirtió en la única representante de las marcas oficiales de esta compañía en el Perú. Entre sus principales marcas destacan Inca Kola, bebida reconocida de sabor de nacional lanzada en 1935, y Coca Cola, marca líder a escala mundial.

En la actualidad forma parte del grupo económico mexicano Arca Continental SAB de CV y cuenta en el país con ocho plantas de bebidas gaseosas, aguas, néctares, bebidas isotónicas y energizantes.

Se revisarán brevemente sus características internas y el entorno en el que desarrolla sus actividades.

1.1. Análisis interno

Para conocer la situación interna de la Corporación Lindley se reseña la historia de la empresa, el grupo económico al que pertenece, los grupos de interés (*stakeholders*), la cadena de valor, el modelo de negocio y el análisis de sus estados financieros.

1.1.1. Breve historia

La Corporación Lindley es una empresa centenaria, líder en el rubro de bebidas gaseosas (Poder, 2015).

Inició sus operaciones en 1910, cuando el matrimonio formado por los ciudadanos británicos José R. Lindley y Maria Stoppanie de Lindley llegan al Perú y se establecen en el distrito del Rímac, en un terreno de 200 m² ubicado en el jirón Cajamarca 371 que adquieren y en el cual inician el negocio a través de la Fábrica de Aguas Gaseosas Santa Rosa.

Como en la mayoría de empresas familiares el comienzo fue complicado, tanto por el lado del financiamiento como por la competencia de las

empresas embotelladoras que existían en la ciudad, las cuales poseían mejor tecnología y personal calificado y contaban con un mayor espacio que les permitía un mejor desarrollo de sus operaciones.

En 1932 asumió la dirección José Lindley Stoppanie quien cambió el nombre de la empresa a José R. Lindley e Hijos S. A. Tres años después se creó una bebida para conmemorar los 400 años de la fundación de Lima: Inca Kola. En 1945, asumió Isaac Lindley como nuevo líder del grupo.

Bajo su gestión se consolidó en el mercado de Lima y se realizó la expansión de la compañía al resto del país, mediante franquicias. La planta creció de 200 a más de 4000 m². Johnny Lindley, hijo de Isaac, lanzó el lema «Inca Kola, la bebida de sabor nacional». Luego nació la marca Frugos, que hoy tiene el 46.2% del mercado de néctares.

Si bien al inicio de la década de 1990 Inca Kola tenía el liderazgo en el mercado nacional, y era una de las tres bebidas en el mundo que había superado en participación de mercado a la gigante mundial Coca Cola, la competencia le resultaba desgastante. Por esta razón, en 1999 los accionistas principales acabaron con el sistema de franquicias y decidieron asociarse a The Coca Cola Co. como embotelladores de sus marcas.

1.1.2. Grupo económico

Al cierre del 2011, la empresa formaba parte del grupo económico que incluía a las empresas Corporación Lindley y Embotelladora La Selva S. A. Al cierre del 2016 estaba formada por: Corporación Lindley, Embotelladora la Selva S. A. y Empresa Comercializadora de Bebidas S. A. C. (Ecobesa).

Estas empresas pasaron a integrar el grupo Arca Continental, el tercer embotellador más importante del sistema Coca Cola a escala mundial, dedicado a la producción, la distribución y la venta de bebidas no alcohólicas en México, EUA, Ecuador, Argentina y ahora el Perú.

1.1.3. Stakeholders

Los *stakeholders* son los actores que se encuentran dentro de la compañía o quienes, aunque no se encuentren dentro de esta, son necesarios para sostenerla (Arbaiza, 2014):

- *Accionistas*. Al 31 de diciembre de 2011, en la estructura del capital social participaban la familia Lindley y una empresa peruana propiedad de The Coca Cola Co. Al 31 de diciembre de 2016 el accionista principal era el grupo Arca Continental (cuadro 4.1).

Cuadro 4.1. Corporación Lindley: estructura de capital al 31 de diciembre de 2011 y de 2015

Accionistas	Participación Diciembre del 2011 (%)	Participación Diciembre del 2015 (%)
Johnny Lindley Taboada	53.13	n. a.
Arca Continental	n. a.	61.25
Perú Beverage Limitada S. R. L.	38.52	38.52
Otros	8.35	0.23
Total	100.00	100.00

Fuente: Corporación Lindley, memorias anuales del 2011 y del 2015.

Elaboración propia.

- *Personal*. La empresa, dadas sus características, cuenta con tres categorías laborales: ejecutivos, empleados y operarios. Entre 2011 y 2015 el número de personal casi no se modificó, aunque sí lo hizo su distribución interna (cuadro 4.2).

Cuadro 4.2. Corporación Lindley: personal, por categoría, a diciembre del 2011 y del 2015

Categoría	Diciembre del 2011 (número)	Diciembre del 2015 (número)	Variación 2015-2011 (%)
Ejecutivos	42	58	38.10
Empleados	1,022	1,253	22.60
Operarios	2,439	2,252	-7.67
Total	3,503	3,563	1.71

Fuente: Corporación Lindley, memorias anuales del 2011 y del 2015.

Elaboración propia.

- *Clientes*. Son tres los principales canales de distribución de la empresa en cada territorio en el que opera, en función del tipo de cliente al que se distribuye el producto:
 - El primer canal es el de los vendedores al por mayor, principalmente bodegas y mayoristas, a través de «distribución primaria»,

o transporte de los productos desde las plantas de embotellado hasta los almacenes de los distribuidores autorizados por un operador logístico independiente, y «distribución secundaria», o transporte a los puntos de venta.

- El segundo canal es el de minoristas, principalmente cadenas de supermercados, a través de «distribución primaria».
- El tercer canal son cuentas claves, que incluyen cadenas de restaurantes, cines y gasolineras, entre otras, también por «distribución primaria».
- *Proveedores.* La producción requiere insumos como: concentrado (principal materia prima), azúcar, agua tratada y dióxido de carbono y el embalaje utiliza botellas de vidrio, polietileno tereftalato (PET), etiquetas, tapas, coronas, cartón y películas de plástico.
 - El concentrado se adquiere directamente de Coca-Cola, a un precio que se fija de acuerdo con los ingresos en moneda local.
 - El azúcar se compra en el país o el exterior bajo contratos de suministro de largo plazo en los que los precios se establecen sobre la base del mercado de *commodities* de Londres. Los principales proveedores son Empresa Agroindustrial Laredo S. A. A., en el Perú, y Ríopaila Castilla, en Colombia.
 - Los envases de vidrio los provee Owen Illinois, el principal fabricante local.
 - Los envases de plástico requieren la resina PET, provista por San Miguel Industrial S. A. y Amcor Rigid S. A.

1.1.4. Cadena de valor

Corporación Lindley se encuentra dentro del sector de bebidas no alcohólicas y satisface una demanda creciente de sus productos en el mercado de consumo, además tiene un impacto significativo de manera directa o indirecta en otros sectores de la actividad económica nacional (vidrio, plásticos, metalurgia, productos químicos, azúcar).

La propuesta de su cadena de valor representa un modelo de desarrollo virtuoso y sostenible en el que destaca la actividad industrial y productiva (figura 4.1).

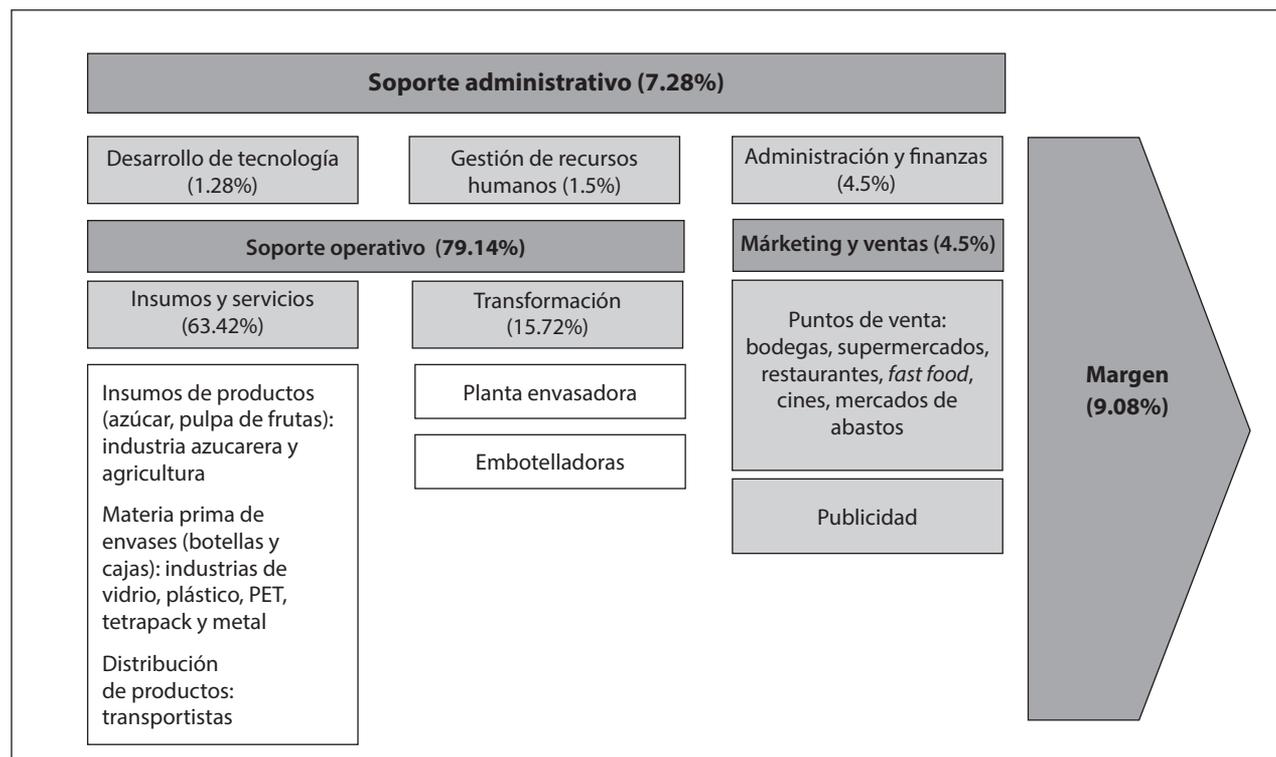


Figura 4.1. Corporación Lindley: cadena de valor, 2015

Fuente: Corporación Lindley, memorias anuales del 2011 al 2015.

Elaboración propia.

En 2015, en aplicación de esta propuesta de valor, su margen bruto respecto de la operación total fue del 9.08% y su costo de operación, del 79.14%; mientras que sus gastos de tecnología y recursos humanos, ventas, administración y márketing fueron 1.2%, 1.6%, 2.7% y 4.5%, respectivamente.

1.1.5. Modelo de negocio (Canvas)

Este modelo, formulado por Alex Osterwalder en 2004, es esencialmente una forma organizada de complementar la propuesta de valor al exponer supuestos sobre sus relaciones, actividades y recursos claves e identificar las relaciones con los clientes, el mercado-meta y los canales de distribución, además de formular un estimado de la estructura de costos y de las fuentes de ingresos (Osterwalder, 2004).

Corporación Lindley, después de su éxito propio, a través de su alianza estratégica con The Coca Cola Co. obtuvo un *know how* que, unido con la fortaleza de sus canales de distribución, le han permitido ser el líder absoluto del mercado nacional. Situación que se refleja en el modelo de negocio de la empresa bajo el enfoque de Canvas (figura 4.2).

1.1.6. Análisis de los estados financieros

El análisis de los estados financieros proyecta la situación económica de la empresa, en este caso del grupo formado por Corporación Lindley y Embotelladora La Selva, cuyos indicadores para el periodo 2006-2015 muestran resultados positivos en especial en beneficios antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones (Ebitda, acrónimo de Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization) y en utilidad neta (cuadros 4.3 y 4.4).

Estos resultados responden a un incremento sostenido de los ingresos operacionales que tuvieron un crecimiento promedio del 11.3% entre 2006 y 2015, pese a un relativo retroceso en su participación en el mercado de bebidas carbonatadas (cuadro 4.5).



Relaciones claves	Actividades claves	Propuesta de valor	Relaciones con los clientes	Mercado meta-clientes
 ARCACONTINENTAL <i>The Coca-Cola Company</i>	Distribución Embotellado Márketing	Visión Ser la empresa peruana de clase mundial líder en bebidas no alcohólicas. Misión Operar con excelencia para ser la opción preferida de clientes y consumidores, logrando un crecimiento rentable y sostenible y generando valor a nuestros públicos de interés.	Mediante publicidad Involucrándose en temas sociales Fuertemente ligado a la cocina peruana Disponibilidad en todo el Perú	Diferentes segmentos de bebidas para todas las edades y gustos entre ellos: Familias Deportistas Restaurantes Diversión
	Recursos claves	Valores Principios guía Integridad ...en lo que pienso, digo y hago Servicio ...a cabalidad con amabilidad Compromiso ...con mi trabajo, mi equipo y mi empresa Respeto ...a las personas, sin distinciones	Canales de distribución	
	Plantas de producción Cartera de productos Recursos humanos Marcas reconocidas	Supermercados Mayoristas Minoristas Bodegas Restaurantes Bares Centros deportivos		
Estructura de costos		Flujo de ingresos		
Márketing Almacenamiento Embotellado Insumos Distribución Mano de obra		Basado en ventas Promociones Publicidad Alcance de la distribución masiva		

Figura 4.2. Corporación Lindley: modelo de negocio bajo enfoque Canvas, 2015

Elaboración propia.

Cuadro 4.3. Corporación Lindley: principales indicadores financieros, 2006-2016 (millones de soles)

Indicadores financieros	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Ingresos operacionales	931	1,056	1,258	1,429	1,538	1,768	2,051	2,116	2,229	2,448	2,657
Utilidad bruta	230	298	398	449	518	497	657	700	735	896	989
Utilidad operativa	26	72	119	132	100	116	156	155	171	222	535
Depreciación	65	59	62	68	76	97	112	118	133	151	188
Amortización	1	1	1	2	2	1	1	3	5	4	3
Ebitda	112	150	207	228	273	227	310	306	345	444	725
Utilidad neta	14	36	31	62	38	46	75	-72	3	-88	241
Activos	961	1,031	1,129	1,312	1,573	2,360	2,516	3,210	3,367	3,478	3,199
Pasivos	579	613	685	787	987	1,649	1,744	2,569	2,731	2,895	2,420
Patrimonio	382	418	444	525	586	711	773	641	636	584	779
Deuda financiera	331	360	355	436	527	1,101	1,090	1,697	1,780	1,980	1,537
Intereses	-37	-40	-33	-34	-36	-70	-95	-99	-91	-117	-108
Diferencia en cambio	29	27	-7	28	13	16	58	-115	-104	-231	15

Fuente: SMV.

Elaboración propia.

Cuadro 4.4. Corporación Lindley: principales indicadores financieros, 2006-2016 (porcentajes)

Ratios financieros	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Tasa de crecimiento anual compuesto (CAGR)	n.a.										
Ingresos operacionales		13.5	16.3	15.4	13.4	13.7	14.1	12.5	11.5	11.3	11.1
Ebitda		34.0	36.3	26.9	25.0	15.3	18.6	15.5	15.1	16.6	20.6
Utilidad neta		157.0	48.0	64.0	28.0	27.0	32.0	-226.0	-18.0	-223.0	33.0
Crecimiento anual (YoY)	n.a.										
Ingresos operacionales		13.5	19.2	13.5	7.6	14.9	16.0	3.2	5.3	9.9	8.5
Ebitda		34.0	38.6	10.1	19.6	-16.8	36.5	-1.3	12.7	28.7	63.5
Utilidad neta		157.0	-15.0	101.0	-39.0	21.0	65.0	-196.0	-104.0	-3191.0	373.5
Rentabilidad											
Margen bruto	24.7	28.2	31.6	31.4	33.7	28.1	32.0	33.1	33.0	36.6	37.2
Ebitda (margen)	12.0	14.2	16.5	16.0	17.7	12.8	15.1	14.5	15.5	18.1	27.3
Margen neto	1.5	3.4	2.4	4.3	2.4	2.6	3.7	-3.4	0.1	-3.6	9.1
Rentabilidad económica (ROA)	1.9	4.9	7.4	7.1	4.5	3.4	4.3	3.4	3.6	4.5	11.7
Rentabilidad financiera (ROE)	3.7	8.6	6.9	11.7	6.4	6.4	9.7	-11.3	0.4	-15.1	31.0

Fuente: SMV.

Elaboración propia.

Cuadro 4.5. Corporación Lindley: composición de las ventas, crecimiento promedio anual y mix de ventas, por tipo de bebidas, 2006-2015

Rubro	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Ventas brutas (millones de soles)										
Carbonatadas	941	1,055	1,216	1,362	1,457	1,643	1,693	1,956	2,025	2,153
Aguas	69	95	122	156	197	198	420	319	358	416
No carbonatadas	93	115	148	177	180	238	290	217	220	230
Otros	2	1	1	4	31	6	9	29	40	42
Crecimiento promedio (%)										
	n.a.									
Carbonatadas		12	14	13	12	12	10	11	10	10
Aguas		37	33	31	30	23	35	24	23	22
No carbonatadas		23	26	24	18	21	21	13	11	11
Otros		-34	-34	27	101	27	29	47	46	41
Mix de ventas (%)										
Carbonatadas	85.1	83.3	81.8	80.2	78.1	78.8	70.2	77.6	76.6	75.8
Aguas	6.3	7.5	8.2	9.2	10.6	9.5	17.4	12.6	13.6	14.6
No carbonatadas	8.4	9.1	9.9	10.4	9.6	11.4	12.0	8.6	8.3	8.1
Otros	0.2	0.1	0.1	0.2	1.7	0.3	0.4	1.1	1.5	1.5

Fuente: SMV.

Elaboración propia.

No obstante, estos indicadores también revelan pérdidas por diferencia en cambio en 2013, 2014 y 2015, que fue la causa principal de las pérdidas económicas de la empresa en 2013 y en 2015 (cuadro 4.3) y se debieron a la falta de cobertura y a la exposición que se produjo en esos años.

Los análisis realizados permiten identificar que Corporación Lindley era una empresa líder en el mercado, posición consolidada por su vinculación con The Coca Cola Co.

1.2. Análisis del entorno

El análisis interno de Corporación Lindley debe complementarse con la evaluación del entorno en el que opera, para lo cual se utilizarán las herramientas de análisis contextual ya mencionadas: Septeg, cinco fuerzas de Porter y comparación con el sector al que pertenece.

1.2.1. Análisis social, económico, político, tecnológico, ecológico y geográfico

El análisis Septeg proyecta el escenario de las principales condiciones del entorno de antes y después de que Corporación Lindley realizara la emisión de bonos.

Entre los indicadores que se citan están la población económicamente activa (PEA), el crecimiento anual del PBI, la situación política y las crecientes exigencias ambientales, entre otras (cuadro 4.6).

1.2.2. Análisis de las cinco fuerzas de Porter

Las fuerzas del mercado y el impacto en la competitividad de la empresa están comprendidas en el análisis de las cinco fuerzas de Porter. Este estudia el riesgo que cada una de las fuerzas representa para la empresa (cuadro 4.7).

Cuadro 4.6. Corporación Lindley: análisis social, económico, político, tecnológico, ecológico y geográfico, 2011 y 2015

Factores	Preemisión 2011	Posemisión 2015
Socioculturales*		
PEA (personas)	15,949,090	16,498,138
Nivel de desempleo (%)	4.02	3.51
Ingresos y gastos per cápita (soles)	823	866
Gasto real promedio (soles)	628	673
Económicos*		
Crecimiento anual del PBI (%)	6.50	3.30
Inflación anual (%)	4.74	4.40
Tipo de cambio promedio (soles por dólar)	2.755	3.187
Político-legales**		
<p>El factor entorno político más importante de ambas emisiones (2011 y 2013) fue la elección del dirigente nacionalista Ollanta Humala como presidente con un 51.44% de los votos. No obstante, durante su gestión la administración continuó en gran medida la aplicación de políticas económicas liberales similares a las de los gobiernos predecesores de Alejandro Toledo y Alan García, que fueron favorables a las empresas y al mercado abierto.</p> <p>Ya para enero del 2014, llega con tan solo el 26% de aprobación y a septiembre del 2015, seis meses antes de las nuevas elecciones, cae a su mínimo histórico del 13% de aprobación, debido principalmente a la repercusión del caso Lava Jato, por la percepción de que su gobierno también habría sido corrupto.</p> <p>En cuanto al entorno legal, lo más importante se relaciona con la política fiscal, caracterizada por tener un enfoque expansivo tanto en la recaudación de impuestos (el porcentaje de impuesto a la renta del 30%, disminuyó al 27% para los ejercicios de 2015 y 2016) como en incremento del gasto público (BCR, 2015, 85).</p>		
Tecnológicos**		
<p>A pesar de que el país tiene un bajo desempeño en el índice de competitividad global, Corporación Lindley a través de su historia ha demostrado tener un enfoque de renovación tecnológica que se orienta a la modernización de sus plantas de producción, canales de distribución y venta. Los activos industriales instalados poseen tecnología de punta. Un hito importante en la innovación fue la adopción de la tecnología Road Net en 2013, con el objetivo de potenciar los procesos de planificación y seguimiento de la distribución secundaria. El programa (<i>software</i>) de esa tecnología consta de un conjunto de herramientas inteligentes para la optimización estratégica y táctica del transporte que permiten maximizar la utilización de las flotas, reducir costos y tiempos de entrega y mayor eficiencia en las operaciones de distribución y transporte.</p>		
Ecológicos**		
<p>Corporación Lindley es consciente de los problemas ambientales, para 2011 la gestión de calidad, inocuidad y seguridad se encontraba dentro de sus prioridades estratégicas. En ese año obtuvo la Certificación ISO 14001 (Gestión Ambiental) y la certificación de las plantas de bebidas FSSC 22000 (Gestión de la Inocuidad Alimentaria). Ya para 2015 la empresa decidió proceder con la recertificación de la norma FSSC 22000 como requisito de los exigentes estándares de The Coca Cola Co.</p>		
Geográficos**		
<p>El clima define la estacionalidad. Los volúmenes de ventas aumentan durante los meses más cálidos. En promedio, aproximadamente el 28% del volumen de ventas se realiza en el primer trimestre, solo el 23% en el segundo y el tercer trimestre, y el 26% en el cuarto trimestre.</p> <p>El territorio del país condiciona el modelo de venta por distribución primaria o secundaria e influye sobre la estructura de costos de transporte a los mercados; igualmente, dada la naturaleza del negocio, influye el costo del transporte de materia prima (el principal, azúcar).</p> <p>Para la elección de las plantas de producción de la empresa se identifican las mejores condiciones que le permitan ser eficientes en cuanto a costos, considerando territorio, clima, vías de transporte y comunicación.</p>		

Fuentes:

* Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI).

** *Offering memorandums* del 2011 y del 2013.

Elaboración propia.

Cuadro 4.7. Corporación Lindley: análisis de las cinco fuerzas de Porter, 2015

Fuerza	Argumento	Riesgo
Ingreso de competidores potenciales	Es un sector altamente competitivo, situación que se pudo evidenciar con la entrada del grupo Añaños (AJE S. A.), que supo ganar mercado vendiendo a precios bajos, lo que tuvo como consecuencia que la industria en la actualidad opere con menores márgenes de rentabilidad.	Medio
Rivalidad entre competidores	Una limitante para este mercado es el nivel de inversión que se requiere. Además, las marcas Inca Kola y Coca Cola tienen un sólido posicionamiento.	Medio
Poder de negociación con los proveedores	Por ser el azúcar un <i>commodity</i> depende de las fluctuaciones en el mercado internacional. Solo en el caso de los materiales de embalaje la empresa se beneficia de la relación estratégica con The Coca Cola Co. para obtener mejores precios.	Alto
Poder de negociación con los clientes	Corporación Lindley se encuentra altamente diversificada, además del fuerte posicionamiento de sus marcas Coca Cola e Inca Kola.	Bajo
Amenaza de productos sustitutos	El sector de empresas de bebidas no alcohólicas se encuentra muy diversificado. Los productos principales son: agua mineral, néctares y bebidas isotónicas que se encuentran en la canasta de productos de la empresa.	Medio

Elaboración propia.

1.2.3. Análisis comparativo con el sector

Por último, una revisión de la posición de Corporación Lindley ayudará a comprender mejor sus fortalezas y debilidades. Con este fin se analizarán el tamaño del mercado, la competencia entre empresas, la composición del mercado por marcas y la segmentación por categoría de productos.

Tamaño de mercado

El mercado de bebidas no alcohólicas ha tenido un incremento sostenido en los diez últimos años, promovido principalmente por cambios en el consumo de la población, mejores condiciones económicas del país y, por ende, mayor poder adquisitivo. Entre 2005 y 2015 el sector ha crecido en

126%, llegando a 697.6 millones de dólares, y tiene un mayor potencial de crecimiento (figura 4.3).

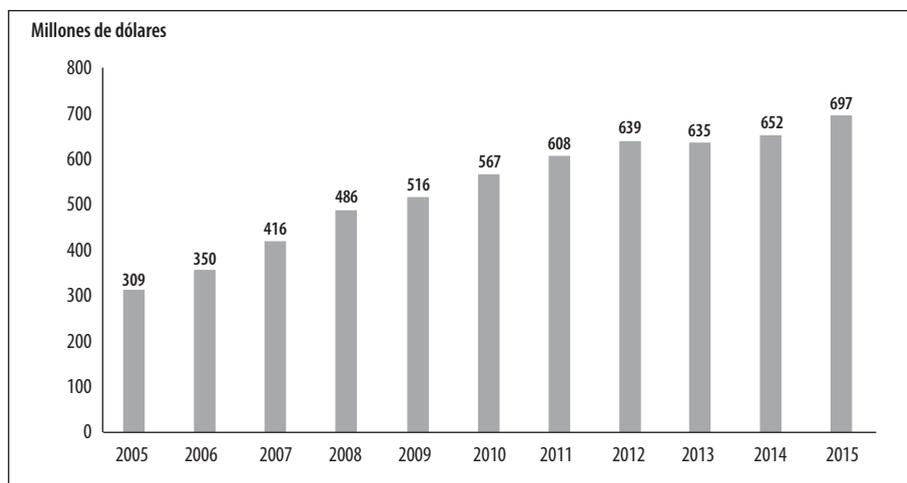


Figura 4.3. Perú: venta de bebidas no alcohólicas, 2005-2015

Fuente: Euromonitor Internacional.

Elaboración propia.

Análisis de la competencia

Entre 2007 y 2015, el 85% de participación del mercado de bebidas no alcohólicas ha sido dominado por cinco empresas: Corporación Lindley, AJE, Industrias San Miguel S. A. (ISM), Embotelladora Don Jorge S. A. y PepsiCo Inc. Entre ellas, el líder indiscutible es Corporación Lindley que, en el periodo de análisis, mantiene en promedio alrededor del 50% del mercado, seguido de AJE con el 19%, PepsiCo con el 9%, ISM con el 8% y Embotelladora Don Jorge con el 2.5%, aproximadamente (figura 4.4).

Composición del mercado por marcas

Para el 2015, el mercado de marcas, igual que el de empresas, tenía alta concentración (figura 4.5). Corporación Lindley lideraba el mercado con sus marcas Coca Cola, Inca Kola, San Luis y otras que alcanzaban el 47% de participación; mientras que AJE, con sus marcas Cielo, Cifrut, Sporade y otras, concentraba el 19%; en tercer lugar se ubicaba PepsiCo y sus marcas Pepsi, 7-Up y Gatorade, con el 9%; en el cuarto lugar, ISM y sus marcas Kola Real

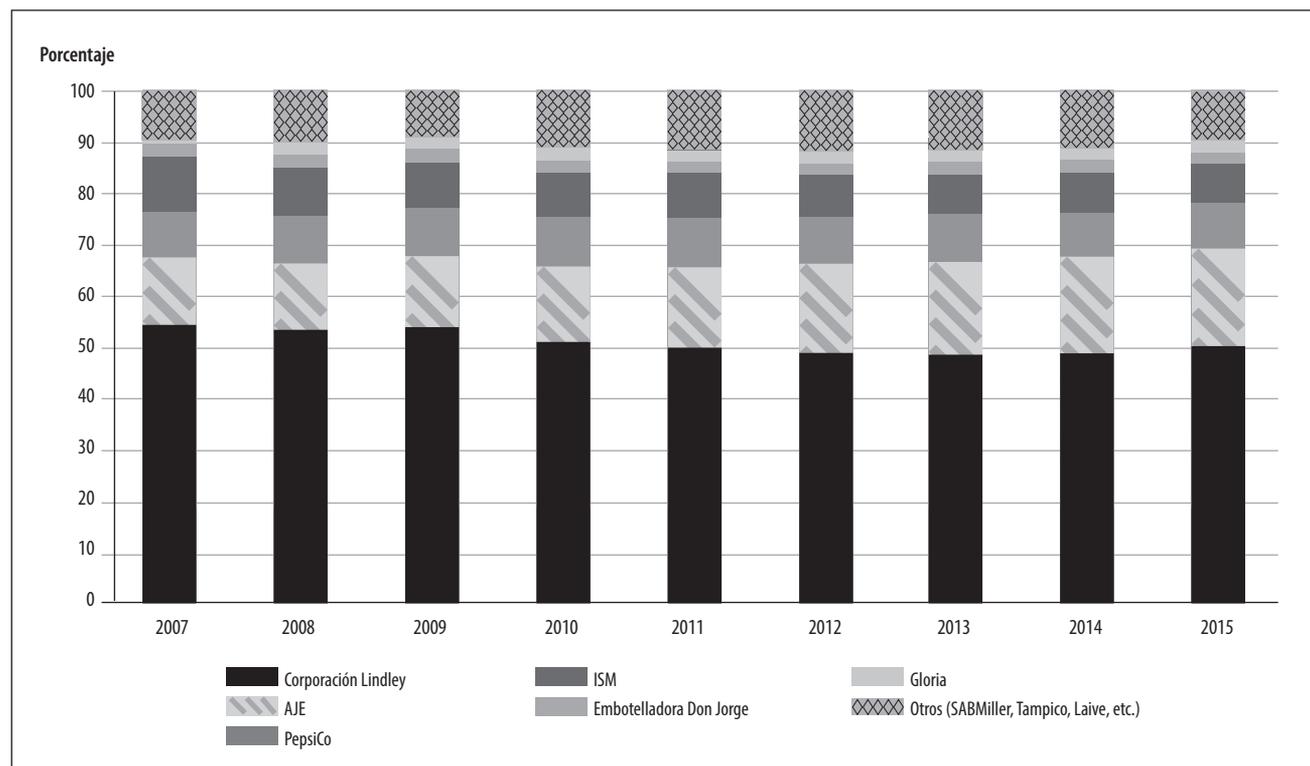


Figura 4.4. Perú: participación en el mercado de bebidas, por empresas, 2007-2015

Fuente: Euromonitor Internacional.

Elaboración propia.

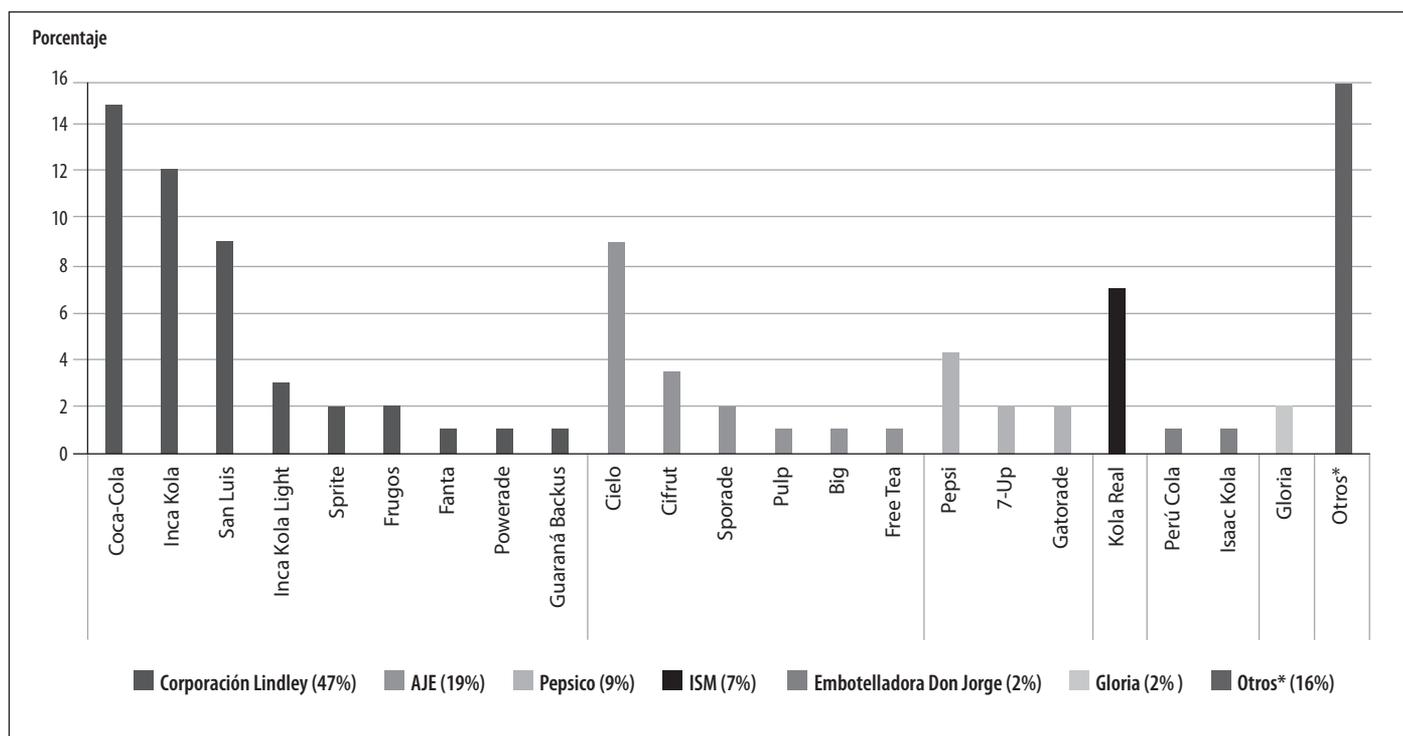


Figura 4.5. Perú, participación en el mercado de bebidas, por marca de bebidas y empresas a las que pertenecen, 2015

* Esta categoría incluye varias marcas, incluso de las empresas mencionadas, pero con una participación mínima en el mercado.

Fuente: Euromonitor Internacional.

Elaboración propia.

y otras con el 7% de participación; y en quinto lugar, Embotelladora Don Jorge y sus marcas Perú Cola e Isaac Kola, con solo el 2% de participación.

Análisis por categoría de productos

El mercado de bebidas no alcohólicas es un mercado maduro y se encuentra ya consolidado. Tiene cuatro grandes categorías de productos: bebidas carbonatadas, agua embotellada, jugos, y bebidas deportivas energéticas y té.

En 2015 las ventas fueron de 386.8 millones de dólares para las carbonatadas, 157.4 millones de dólares para el agua embotellada, 93.2 millones de dólares para los jugos y 60.2 millones de dólares para las bebidas deportivas, energéticas y té (figura 4.6).

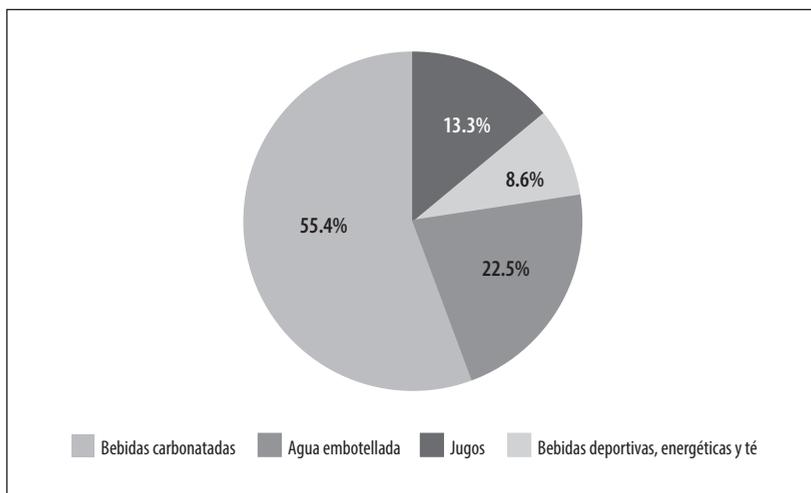


Figura 4.6. Perú: mercado de bebidas no alcohólicas, por categoría, 2015

Fuente: Euromonitor Internacional.

Elaboración propia.

De las cuatro categorías, Corporación Lindley tiene la mayor participación en bebidas carbonatadas y agua embotellada, mientras que AJE lidera las bebidas deportivas, energéticas y té, y jugos (cuadro 4.8).

Los dos factores fundamentales para estos resultados son la distribución y el precio de cada competidor.

Cuadro 4.8. Perú: mercado de bebidas no alcohólicas, por categoría de productos y empresa, 2007-2015 (porcentajes)

Categoría / Empresa	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Bebidas carbonatadas									
Corporación Lindley	62.8	63.3	64.1	62.4	62.4	62.7	62.6	62.8	64.9
ISM	14.4	13.7	12.6	12.5	12.8	13.0	12.8	12.8	13.0
PepsiCo	10.6	11.5	11.8	12.7	13.1	13.0	12.8	12.6	12.6
Embotelladora Don Jorge	3.2	3.1	3.4	3.2	3.0	2.9	2.9	3.0	2.9
Otros	8.7	8.4	8.2	9.1	8.6	8.4	8.9	8.9	6.5
Agua embotellada									
Corporación Lindley	47.7	47.6	48.4	43.1	42.3	43.1	43.8	44.4	47.4
AJE	37.5	38.9	38.0	38.9	39.1	39.5	40.4	41.0	41.5
Embotelladora Don Jorge	1.7	2.2	2.4	2.3	2.5	2.3	2.2	2.2	2.1
Otros	13.0	11.3	11.3	15.9	16.2	15.3	13.6	12.4	9.0
Bebidas deportivas, energéticas y té									
AJE	37.2	39.7	38.0	38.5	38.4	38.4	38.9	40.1	42.1
PepsiCo	39.9	34.3	31.1	24.4	31.0	29.5	29.4	28.4	27.4
Corporación Lindley	14.0	16.0	19.4	19.4	22.1	23.2	23.9	24.2	23.5
Trifarma	2.2	2.0	1.8	2.3	2.5	2.4	2.4	2.4	2.3
Red Bull	1.2	1.1	2.5	2.3	2.0	1.8	1.8	1.4	1.2
Otros	5.5	7.1	7.3	13.2	4.1	4.6	3.5	3.4	3.3
Jugos									
AJE	47.6	37.0	37.8	37.7	38.3	38.5	37.9	36.9	36.9
Corporación Lindley	20.4	20.3	19.6	18.7	14.9	14.0	15.1	15.1	15.5
Gloria	6.5	15.7	16.5	18.8	16.3	16.1	14.4	15.1	15.1
Houchens Industries (Tampico)	0.0	3.4	3.6	3.9	3.4	3.0	2.8	2.9	2.9
Laive	3.5	2.8	2.5	2.4	2.3	2.3	2.4	2.5	2.5
ISM	0.0	0.0	2.3	2.3	2.3	2.4	2.3	2.2	2.2
Otros	22.2	21.0	17.8	16.1	22.5	23.8	25.2	25.2	24.8

Fuente: Euromonitor Internacional.

Elaboración propia.

Para empresas de análisis de mercado, como Euromonitor Internacional, la distribución al por menor es uno de los factores determinantes en el mercado nacional de bebidas no alcohólicas. La distribución involucra nuevos distribuidores y un número creciente de supermercados, hipermercados y tiendas de descuento (*discounters*).

Al inicio del 2013, Corporación Lindley tenía más de 250,000 puntos de venta en todo el país lo que, aunado a su capacidad de distribución de 1059 camiones y 7 plantas de producción, era un factor decisivo para su posición de líder en el mercado peruano (cuadro 4.9). Según el *offering memorandum* del 2013, en los puntos de venta se realizan tres visitas semanales en promedio y en todas las provincias.

Cuadro 4.9. Corporación Lindley: canales de distribución, 2013

Región	Norte	Lima	Sierra central	Región sur	Total
Puntos de venta (miles)	55	105	25	66	251
Volumen (millones de cajas)	41	151	19	63	274
Vehículos (número)	177	470	101	311	1059
Plantas (número)	1	3	1	2	7

Fuente: *Offering memorandum* del 2013.

Elaboración propia.

Para el 2015 Corporación Lindley impulsó una nueva iniciativa en cuanto al mercado al detalle (*retail*), nació así Tambo, la primera tienda de conveniencia (*convenience store*)¹⁹ en el país. El proyecto es abrir 600 de estos establecimientos en los seis años próximos.

Todo ello convierte la capacidad de distribución en una fortaleza estratégica frente a sus competidores.

Respecto de los precios, según el Centro de Negocios de la Pontificia Universidad Católica del Perú (Centrum, 2012), en el mercado de bebidas el precio es un componente muy importante y el de mayor relevancia, por ser un sector de gran competitividad y ser pocas las empresas que dominan

19. Es una pequeña tienda *retail* de formato estandarizado que es parte de una cadena de abastecimiento a cargo de la Corporación Lindley. El primer Tambo se abrió en abril del 2015 en Comas y a la fecha funcionan más de 80 tiendas similares.

el mercado. Es claro que la diferencia de precios es muy grande en algunos productos; por ejemplo, Kola Real de AJE tiene una estrategia muy marcada de precios bajos, aprovechando sus menores costos, mientras Corporación Lindley mantiene los precios más altos por la clase de marcas que posee producto de su alianza con The Coca Cola Co., las demás empresas son seguidoras de lo que hacen estos dos grandes líderes. Los productos de Corporación Lindley aparecen así como no afectados por su mayor precio.

Los tres análisis contextuales realizados coinciden en que el entorno en el que opera la corporación es un mercado altamente competitivo, en el cual desempeña un papel de liderazgo por la fortaleza de sus marcas.

1.3. Balance de conjunto

Corporación Lindley, al igual que otras compañías, también se ha visto fortalecida por el crecimiento constante que ha experimentado la economía peruana. En el análisis del entorno macroeconómico se puede apreciar que cifras como el PBI han tenido una tendencia creciente por 17 años consecutivos.

En cuanto a competencia, es claro que la empresa goza del liderazgo del mercado de bebidas no alcohólicas, cuyo promedio de participación durante el periodo de análisis fue del 50%. Sin duda, la estrategia más valiosa para la empresa ha sido formar parte de The Coca Cola Co. como único representante de sus marcas registradas en el Perú.

Así, se muestra como una compañía sólida. Tanto su modelo de negocio como su propuesta de valor se centran en un modelo de desarrollo sostenible, situación que le ha permitido consolidarse en la industria en la que opera, generando oportunidades de crecimiento conjunto con los otros sectores de la economía.

Sus principales fortalezas y riesgos fueron:

- Fortalezas:
 - Propiedad y equipo de gestión experimentado.
 - Relación con The Coca Cola Co.
 - Amplia red de distribución y fuerza de ventas especializada.

- Riesgos:
 - Aspectos contractuales.
 - El éxito de Corporación Lindley depende en parte del éxito de The Coca Cola Co.
 - La competencia podría afectar adversamente el desempeño financiero.

Para continuar con sus planes estratégicos y ampliar su frontera de producción se vio expuesta a un incremento en sus necesidades de financiamiento. La poca profundidad del mercado de valores peruano y las atractivas tasas del mercado internacional crearon el escenario adecuado para buscar ese financiamiento mediante emisiones de bonos fuera del país.

2. Las emisiones en el mercado internacional

Corporación Lindley ha realizado hasta la fecha exitosamente dos emisiones de bonos en el mercado internacional. La primera se llevó a cabo el 23 de noviembre de 2011 y la segunda, el 9 de abril de 2013.

A los factores que impulsaron la primera emisión, en la segunda se sumaron otros dos: el tiempo que tomaría colocar estos instrumentos debido a la experiencia previa y el reto de conseguir una mejor tasa respecto a su *benchmarking* inicial, lo que se logró.

Ambas emisiones se realizaron bajo la Regla 144 A / Regulación S de Nueva York, listada en la Bolsa de Luxemburgo que, como ya se ha mencionado, tiene la ventaja de que está dirigida exclusivamente a inversionistas institucionales y no obliga a reportar a la SEC. Asimismo, tiene una figura de emisión secundaria, porque garantiza la compra del total de los instrumentos el *underwriting*²⁰, quien, a su vez, procede a vender los instrumentos

20. Según Romero (2006), esta operación financiera es una modalidad de inversión en la que se asume el riesgo de comprar en el mercado títulos o valores de corporaciones privadas o entidades públicas con el fin de revenderlos entre el público inversionista, sea directamente o por medio de *dealers*, obteniendo el beneficio de la diferencia de precio resultante de la compra al emisor y la venta al inversionista, diferencia que se conoce como *underwriting spread*.

a sus inversionistas conocidos. Ambas emisiones fueron muy exitosas. Las dos alcanzaron una demanda mayor a la oferta.

Se revisarán brevemente las características y el objeto de cada emisión, las perspectivas y las políticas de cobertura de la empresa ante el riesgo cambiario, los hechos posteriores al periodo de evaluación, y una simulación de las estrategias de coberturas al 100% de las emisiones internacionales, con la finalidad de comparar los resultados contra la cobertura que optó la empresa y el árbol de decisiones para tomar decisiones de cobertura.

2.1. Características y objeto

Se analizará por separado cada una de las dos emisiones de bonos en el mercado internacional.

2.1.1. Bonos internacionales del 2011

Emisión

En junta general de accionistas del 30 de septiembre de 2011 se aprobó la emisión de deuda a través de la colocación de bonos en el mercado internacional. Así, el 23 de noviembre de 2011 se realizó la primera emisión (cuadro 4.10) con resultado exitoso, ya que alcanzó una sobredemanda de 6.2 veces el monto que la compañía deseaba colocar. Parte fundamental de este éxito se debió al *road show* realizado, en el cual los altos ejecutivos de la empresa hicieron visitas a los principales inversionistas institucionales, atrayendo a inversores de América Latina, EUA, Europa y Asia.

Cuadro 4.10. Corporación Lindley: características de la emisión de bonos internacionales de 2011

Instrumento:	Senior Note Due 2021
Monto:	320 millones de dólares
Tasa:	6.75%
Duración:	10 años
Vencimiento:	2021
Calificación:	Standard & Poor's BB+ Fitch Ratings BBB-
Intereses:	Pagados de forma bianual cada 23 de mayo y 23 de noviembre a partir del 23 de mayo de 2012
Objetivo:	Reestructuración de la posición financiera de la compañía

Fuente: SMV.

Los recursos conseguidos por esta emisión tuvieron tres destinos:

- Rescate del programa de bonos corporativos emitidos en el mercado de capitales peruano por 292.89 millones de soles, en seis emisiones.
- Repago de la deuda de corto plazo.
- Continuación del financiamiento del plan de infraestructura de la compañía.

El monto rescatado alcanzó los 207.8 millones de soles por la primera, la segunda, la tercera, la cuarta y la sexta emisión, ya que la quinta no llegó a colocarse (cuadro 4.11). Al cierre del 2011 la obligación financiera por dichos bonos era de cero en comparación con el 2010 que era de 249 millones de soles, aproximadamente.

Cuadro 4.11. Corporación Lindley: programa de emisiones de bonos corporativos en el mercado nacional, 2008-2010

Emisión	Importe	Moneda	Mes y año
1	81,690,000	Soles	Abril del 2008
2	56,200,000	Soles	Julio del 2008
3	20,000,000	Dólares	Abril del 2009
4	30,000,000	Soles	Abril del 2009
5	85,000,000	Soles	No colocados
6	20,000,000	Dólares	Marzo del 2010

Fuente: SMV.

Elaboración propia.

Cambios en el *rating*

Un aspecto muy importante en toda emisión de bonos en el mercado internacional es la calificación de riesgo que obtienen los instrumentos, pues ello le va a permitir al inversionista contar con una opinión sobre la salud financiera de la empresa y de las perspectivas respecto al riesgo de impago. Solo se admite el dictamen de calificadoras internacionales porque la calificación que una empresa local le pudiera otorgar a una del mismo país no es válida en mercados internacionales²¹.

21. Cada calificadora internacional tiene categorías diferentes.

Al margen de los resultados obtenidos por Corporación Lindley en 2013, 2014 y 2015, el *rating* de los bonos emitidos en 2011 no sufrió degradación. Al momento de su emisión, Fitch Ratings les otorgó grado de inversión BBB– (capacidad de pago moderada) mientras que Standard & Poor’s les dio grado especulativo BB+ (alguna capacidad de pago). En 2014, Standard & Poor’s se ratifica en la calificación BB+, mientras que en 2016 Fitch Ratings mejoró la calificación de estos instrumentos en dos escalas, en reconocimiento a los vínculos operacionales y estratégicos con el nuevo accionista mayoritario, Arca Continental, y a la ejecución de recompra de bonos por 70 millones de dólares (cuadro 4.12).

Cuadro 4.12. Corporación Lindley: cambios en el *rating* de los bonos internacionales del 2011, a 2014 y 2016

Calificadoras	Calificación de los bonos		
	A la emisión	Al 14/7/2014	Al 4/8/2016
Standard & Poor’s	BB+	BB+	s. d.
Fitch Ratings	BBB–	s. d.	BBB+

Fuente: SMV.

Elaboración propia.

Flujo de pago

Conforme a su carácter de *soft bullet*, estos bonos se amortizaban en cuatro cuotas semestrales en los dos últimos años al vencimiento, mientras que sus intereses se cancelaban en 20 cuotas semestrales, dando lugar a un flujo de pagos de intereses de 199.8 millones de dólares (cuadro 4.13).

2.1.2. Bonos internacionales del 2013

Emisión

Por acuerdo de directorio del 30 de abril de 2013 se aprobó el segundo financiamiento a través de una nueva emisión en el mercado internacional. Así, el 12 de abril de 2013 se realizó esta segunda emisión (cuadro 4.14) que, aunque por un monto menor que la primera, también fue muy exitosa, ya que la demanda de los inversionistas internacionales fue de 9.4 veces el monto de la emisión.

Cuadro 4.13. Corporación Lindley: flujo de pago de cupones y principal de bonos internacionales del 2011 (millones de dólares)

N.º	Fecha de corte	Principal	Amortización	Saldo del principal	Interés	Flujo de pago
0	23/11/2011	320.0	n. a.	320.0	n. a.	n. a.
1	23/5/2012	320.0	n. a.	320.0	10.8	-10.8
2	23/11/2012	320.0	n. a.	320.0	10.8	-10.8
3	23/5/2013	320.0	n. a.	320.0	10.8	-10.8
4	23/11/2013	320.0	n. a.	320.0	10.8	-10.8
5	23/5/2014	320.0	n. a.	320.0	10.8	-10.8
6	23/11/2014	320.0	n. a.	320.0	10.8	-10.8
7	23/05/2015	320.0	n. a.	320.0	10.8	-10.8
8	23/11/2015	320.0	n. a.	320.0	10.8	-10.8
9	23/5/2016	320.0	n. a.	320.0	10.8	-10.8
10	23/11/2016	320.0	n. a.	320.0	10.8	-10.8
11	23/5/2017	320.0	n. a.	320.0	10.8	-10.8
12	23/11/2017	320.0	n. a.	320.0	10.8	-10.8
13	23/5/2018	320.0	n. a.	320.0	10.8	-10.8
14	23/11/2018	320.0	n. a.	320.0	10.8	-10.8
15	23/5/2019	320.0	n. a.	320.0	10.8	-10.8
16	23/11/2019	320.0	n. a.	320.0	10.8	-10.8
17	23/5/2020	320.0	80.0	240.0	10.8	-90.8
18	23/11/2020	320.0	80.0	160.0	8.1	-88.1
19	23/5/2021	320.0	80.0	80.0	5.4	-85.4
20	23/11/2021	320.0	80.0	0.0	2.7	-82.7

Fuente: *Offering memorandum* del 2011.

Elaboración propia.

Cuadro 4.14. Corporación Lindley: características de la emisión de bonos internacionales del 2013

Instrumento:	Senior Note Due 2023
Monto:	260 millones de dólares
Tasa:	4.625%
Duración:	10 años
Vencimiento:	2023
Calificación:	Standard & Poor's BB+ Fitch Ratings BBB-
Intereses:	Pagados de forma bianual cada 12 de abril y 12 de octubre a partir del 12 de octubre de 2013
Objetivo:	Cancelación de préstamos bancarios y financiamiento de modernización y/o construcción de nuevas plantas industriales

Fuente: SMV

Los proyectos financiados por esta emisión se ubicaron en Arequipa, Pucusana, Trujillo e Iquitos (cuadro 4.15).

Cuadro 4.15. Corporación Lindley: proyectos financiados por emisión de bonos del 2013, por plantas

Planta	Proyectos de inversión	Descripción
Arequipa	Planta de tratamiento de agua	Montaje y puesta en marcha de una línea de embotellado. Adecuación de los almacenes para nuevos flujos de insumos y producto.
Pucusana	Megaplanta	En proceso de construcción al 35%, y recepción del 70% de las maquinarias de producción.
Trujillo	Almacén inteligente	Montaje concluido y puesta en marcha del almacén inteligente y los finales de línea.
	Ampliación de capacidad	Incremento en el 50% de la capacidad de producción de agua San Luis.
	Recuperación de agua por nanofiltración	Reducción del ratio de uso de hasta 1.85l/l de agua.
	Ampliación de la planta de bebidas	Incorporación de un multimix adicional para incrementar dos sabores más en simultáneo.
	Ampliación del andén de carga	Techado del andén de carga para atender la nueva demanda de carga T1 y T2 con el almacén automatizado.
Iquitos	Planta de tratamiento de agua	Cambio total de la planta de tratamiento de agua, con incremento de la capacidad a 50 m ³ /h y la reducción del área ocupada.

Fuente: SMV.

Elaboración propia.

Cambios en el *rating*

Es importante anotar el cambio del riesgo crediticio de los instrumentos de deuda emitidos en este año y, de igual manera que, inclusive con los resultados generados por la empresa en 2013, 2014 y 2015, tienen una evolución estable y favorable. Al igual que los bonos emitidos en 2011, la empresa tiene calificaciones distintas en la evaluación de estos instrumentos de deuda; mientras Fitch Ratings le otorga grado de inversión BBB– (capacidad de pago moderada), Standard & Poor’s le da grado especulativo BB+ (alguna capacidad de pago). Al igual que en los instrumentos de 2011, en 2016, Fitch Ratings mejora la calificación de estos instrumentos en dos escalas en reconocimiento a los vínculos operacionales y estratégicos de la corporación con el accionista mayoritario, Arca Continental, y a la ejecución de recompra de bonos por 130 millones de dólares (cuadro 4.16).

Cuadro 4.16. Corporación Lindley: cambios en el *rating* de los bonos internacionales del 2013, al 2016

Calificadoras	Calificación de los bonos	
	A la emisión	Al 4/8/2016
Standard & Poor’s	BB+	s. d.
Fitch Ratings	BBB–	BBB+

Fuente: SMV.

Elaboración propia.

Flujo de pago

Igual que el bono emitido en 2011, el del 2013 también se realizó con la característica de *soft bullet*, cuyo principal se amortizaría en cuatro cuotas semestrales en los dos últimos años al vencimiento del bono mientras que los intereses se pagarían semestralmente (cuadro 4.17).

2.2. Perspectivas y política de cobertura de la empresa

De la evaluación de la información proporcionada en sus memorias anuales y estados financieros auditados, así como de la entrevista realizada a su funcionario especializado, se aprecia que Corporación Lindley tiene una política de cobertura y cuenta con un comité de riesgo especializado.

Cuadro 4.17. Corporación Lindley: flujo de pago de cupones y principal de bonos internacionales del 2011 (millones de dólares)

N.º	Fecha de corte	Principal	Amortización	Saldo del principal	Interés	Flujo de pago
0	12/4/2013	260.0	n. a.	260.0	n. a.	n. a.
1	12/10/2013	260.0	n. a.	260.0	6.013	-6.013
2	12/4/2014	260.0	n. a.	260.0	6.013	-6.013
3	12/10/2014	260.0	n. a.	260.0	6.013	-6.013
4	12/4/2015	260.0	n. a.	260.0	6.013	-6.013
5	12/10/2015	260.0	n. a.	260.0	6.013	-6.013
6	12/4/2016	260.0	n. a.	260.0	6.013	-6.013
7	12/10/2016	260.0	n. a.	260.0	6.013	-6.013
8	12/4/2017	260.0	n. a.	260.0	6.013	-6.013
9	12/10/2017	260.0	n. a.	260.0	6.013	-6.013
10	12/4/2018	260.0	n. a.	260.0	6.013	-6.013
11	12/10/2018	260.0	n. a.	260.0	6.013	-6.013
12	12/4/2019	260.0	n. a.	260.0	6.013	-6.013
13	12/10/2019	260.0	n. a.	260.0	6.013	-6.013
14	12/4/2020	260.0	n. a.	260.0	6.013	-6.013
15	12/10/2020	260.0	n. a.	260.0	6.013	-6.013
16	12/4/2021	260.0	n. a.	260.0	6.013	-6.013
17	12/10/2021	260.0	65.0	195.0	6.013	-71.013
18	12/4/2022	260.0	65.0	130.0	4.509	-69.509
19	12/10/2022	260.0	65.0	65.0	3.006	-68.006
20	12/4/2023	260.0	65.0	0.0	1.503	-66.503

Fuente: *Offering memorandum* del 2013.

Elaboración propia.

Esta política está orientada a mitigar el riesgo cambiario y, a su vez, la volatilidad en el precio de las materias primas. Entre los instrumentos que emplea están:

- *Cross currency principal only swap*: cubre operaciones de financiamiento en el mercado internacional. La corporación lo utiliza para cubrir el principal de los bonos emitidos en el mercado internacional con vencimiento en 2021 y 2023.
- *Cross currency swap*: cubre su exposición a préstamos locales en moneda extranjera.
- Contratos *forward*: cubren las posiciones pasivas futuras en moneda extranjera producto de los contratos con sus proveedores.
- Contratos futuros: se maneja desde 2008 para cubrir la volatilidad en el precio del azúcar.
- Contratos *swaps* de azúcar: se utilizan, además de los contratos futuros, *OTC liquidity swaps* para gestionar el riesgo del precio del azúcar. Los *swaps* se contratan con instituciones financieras internacionales de primer orden.

El análisis de las partidas que generan descalce a la empresa y de las coberturas tomadas para mitigar este riesgo durante los años en los que ya tienen incidencia las dos emisiones de bonos en el mercado internacional (cuadro 4.18) revela que el uso de coberturas ha sido insuficiente.

Por ello resulta conveniente explicar las acciones tomadas para la cobertura de ambos bonos emitidos en el exterior, al igual que las consecuencias financieras de esta y los hechos posteriores al periodo de evaluación.

2.2.1. Coberturas tomadas al 2015

En 2012, en los meses de mayo y noviembre, el grupo suscribió dos contratos de *cross currency principal only swap* con entidades financieras locales y del extranjero por montos de 50 y 30 millones de dólares. Este derivado cubrió el principal de los bonos, por lo que se mantiene hasta su vencimiento. El objeto de contratarlo fue protegerse de la volatilidad en los flujos futuros producto de las fluctuaciones del tipo de cambio para pagar el capital del bono internacional en sus correspondientes fechas de amortización a partir

Cuadro 4.18. Corporación Lindley: descalce entre activos y pasivos, 2012-2016 (miles de dólares)

Cuentas	2012	2013	2014	2015	2016
Efectivo y equivalentes de efectivo	2,910	111,337	4,778	73,860	2,859
Cuentas por cobrar comerciales (neto)	100	904	165	1,433	1,495
Cuentas por cobrar a relacionadas	1,491	20,681	46,023	n. a.	n. a.
Otras cuentas por cobrar	47,756	30,261	29,095	35,572	29,243
Activos	52,257	163,183	80,061	110,865	33,597
Cuentas por pagar comerciales	62,977	178,276	135,915	104,410	61,063
Cuentas por pagar a relacionadas	7,131	5,970	48,198	7,810	10,338
Otras cuentas por pagar	2,816	5,095	6,127	4,894	3,011
Obligaciones financieras	356,430	594,295	600,804	588,252	400,736
Pasivos	-429,354	-783,636	-791,044	-705,366	-475,148
Saldo neto	-377,097	-620,453	-710,983	-594,501	-441,551
<i>Forwards</i> (posición larga)	80,000	100,000	115,000	100,000	230,000
Posición neta	-297,097	-520,453	-595,983	-494,501	-211,551

Fuente: SMV.

Elaboración propia.

de mayo del 2021. Al cierre presentaba una cobertura total de 80 millones de dólares. Además, el 2013 la corporación suscribió contratos de *cross currency interest rate swap* con entidades financieras locales y del extranjero por un importe de 20 millones de dólares para cubrir la exposición de los bonos emitidos internacionalmente y con vencimiento en 2021.

Por ello, al cierre del 2013 presentaba una cobertura total de 100 millones de dólares. En 2014, mantuvo la posición de la cobertura por 100 millones de dólares pero, además, adquirió un contrato *forward* de moneda con vencimiento en 2015. Así al cierre de ese año los 115 millones de dólares desaparecen y solo se mantiene la cobertura de 100 millones de dólares.

El funcionario responsable de la operación explica que ante el riesgo cambiario al que la empresa quedó expuesta en 2011, año para el cual su obligación financiera en dólares representaba el 80% de sus pasivos, en 2012 en el proceso de evaluación se planteó un dilema: ¿había que cubrir solo el principal, solo los cupones o ambos? Finalmente, se decidió cubrir solo el principal y asumir el riesgo cambiario que se generaría por los cupones.

El funcionario comentó también que en 2012, cuando cotizó en el mercado de instrumentos derivados *swaps* el costo de la cobertura era muy alto:

- Para cubrir el principal: alrededor de 325 puntos básicos adicionales a la tasa de 6.75% conseguida; es decir, 3.25% más, lo que elevaba la tasa al 10%.
- Para cubrir solamente los cupones: el costo se incrementaba en 125 puntos básicos, es decir, el 1.25% más, lo que elevaba la tasa al 8%.

Ante este escenario se decidió inicialmente no tomar coberturas para reducir el riesgo de liquidez y plantear al directorio dos alternativas.

La primera alternativa era crear una cobertura sintética que funcionase como un fondo de protección a favor de la corporación mediante depósitos a plazo. Con ella, en lugar de pagar al banco el 3.25%, la empresa depositaría anualmente el 3.25% de 100 millones de dólares durante diez años. ¿Qué tenía de favorable esta propuesta? Si el tipo de cambio no iba en contra, si disminuía, era la empresa la que se quedaba con el fondo y no el banco. Además, ese fondo también generaba intereses. Lo desfavorable ocurriría si

el tipo de cambio se incrementaba, por lo cual había que calcular hasta qué punto el fondo podía soportar un incremento: en ese momento el tipo de cambio era de 2.7 soles por dólar, y, según el análisis realizado, solo podía servir de cobertura hasta un tipo de cambio de equilibrio de 3.4 soles. Si el tipo de cambio era mayor se perdía.

La segunda alternativa era crear un portafolio que sirviera de fondo de cobertura bajo los supuestos de que los *swaps* son caros porque las tasas soles/dólar no son sostenibles, no existe liquidez para un *swap* a diez años y el banco tiene que estructurar y buscar la contraparte. Ante esto, la pregunta lógica era: ¿por qué tengo que pagar por la ineficiencia e iliquidez del mercado? La alternativa era armar un portafolio de riesgo similar a Corporación Lindley, es decir, con un retorno de una tasa igual del 6.75%, o mínimo del 6%. Para ello se consideró un portafolio con valores *high yield investment rate* de países desarrollados. En esa opción los 32.5 millones de dólares ya eran mucho más y el tipo de cambio de 3.4 soles de equilibrio anterior también era mayor, pues llegaba a 3.7 soles. El portafolio estaría compuesto por bonos de J&P Morgan, de los bancos Itaú y Bancolombia, del grupo Santo Domingo de Colombia y del BCP. En este caso, si el tipo de cambio disminuía la corporación se quedaba con el margen y si se incrementaba había un mayor margen de cobertura.

Esta segunda alternativa tuvo mayor aceptación en el directorio pero no llegó a realizarse porque en ese momento la tasa *swap* empezó a disminuir, cotizándose con costo incluido para cubrir el principal en el 8% (6.75% + 1.25%) y para cubrir cupones en el 7% (6.75% + 0.25%), por lo que se decidió tomar las operaciones de cobertura con *swap* por 80 millones de dólares en 2012 y en 2013 una cobertura adicional de 20 millones de dólares.

En 2013, cuando la tendencia en el tipo de cambio empezó a cambiar, por decisión del comité de riesgo se consideró como mejor alternativa no tomar más cobertura y asumir las pérdidas por diferencia de cambio, ya que el costo del *swap* en ese momento era demasiado alto. Situación que se puede apreciar en una comparación entre la cotización de *forwards* con vencimiento a 12 meses versus el *spot*, entre noviembre del 2011 y diciembre del 2015. Se aprecia que cuando la tendencia en el tipo de cambio empezó a incrementarse, a mediados del 2013, el *spread* entre estas cotizaciones también aumentó. Hasta mayo del 2012, la brecha entre los tipos de cambio

forward y *spot* era del 1.2% en promedio, luego la brecha llegó a ser del 5.5% en promedio de los cinco semestres, alcanzando un pico del 9.05% (figura 4.7).

2.2.2. Consecuencias de las políticas de cobertura al cierre del 2015

Para 2006 el dólar se encontraba en 3.26 soles pero en 2012 bajó hasta 2.66 soles. En 2013 el tipo de cambio empezó a incrementarse, fenómeno ante el cual la consecuencia principal de las decisiones de cobertura adoptadas fueron las recurrentes pérdidas por diferencia neta de cambio experimentadas en 2013 por más de 114 millones de soles, en 2014 por más de 103 millones de soles y en 2015 por más de 230 millones de soles (cuadro 4.19 y figura 4.8).

El impacto principal de esas pérdidas fue sobre la utilidad neta de la empresa, que en 2013 registró pérdidas por 72 millones de soles, en 2014 obtuvo una ganancia de solo 3 millones de soles y en 2015 tuvo la pérdida más alta del periodo de evaluación, 88 millones de soles.

2.2.3 Hechos posteriores al periodo de evaluación

En 2016, la corporación ejecutó dos estrategias para reducir su exposición al tipo de cambio. La primera fue una recompra de bonos internacionales realizada en abril de ese año por 200 millones de dólares (con 130 millones amortizó los bonos *senior note due 2023* tomados en 2013 y los 70 millones restantes los aplicó a amortizar los bonos *senior note due 2021* tomados en 2011). Así, el saldo de los bonos internacionales al cierre de 2016 fue de 250 y 130 millones de dólares, respectivamente. La segunda estrategia fue la contratación de un *cross currency swap* por 130 millones de dólares para cubrir la exposición de riesgo cambiario.

La combinación de estas estrategias le permitió revertir sus resultados financieros negativos ya que la utilidad neta mejoró significativamente y, al cierre del 2016, obtuvo una utilidad neta de 241 millones de soles.

2.3. Simulación de coberturas de Corporación Lindley

Como ejercicio analítico, a continuación se simulan tres escenarios de estrategias de cobertura al 100% de las emisiones internacionales tomadas

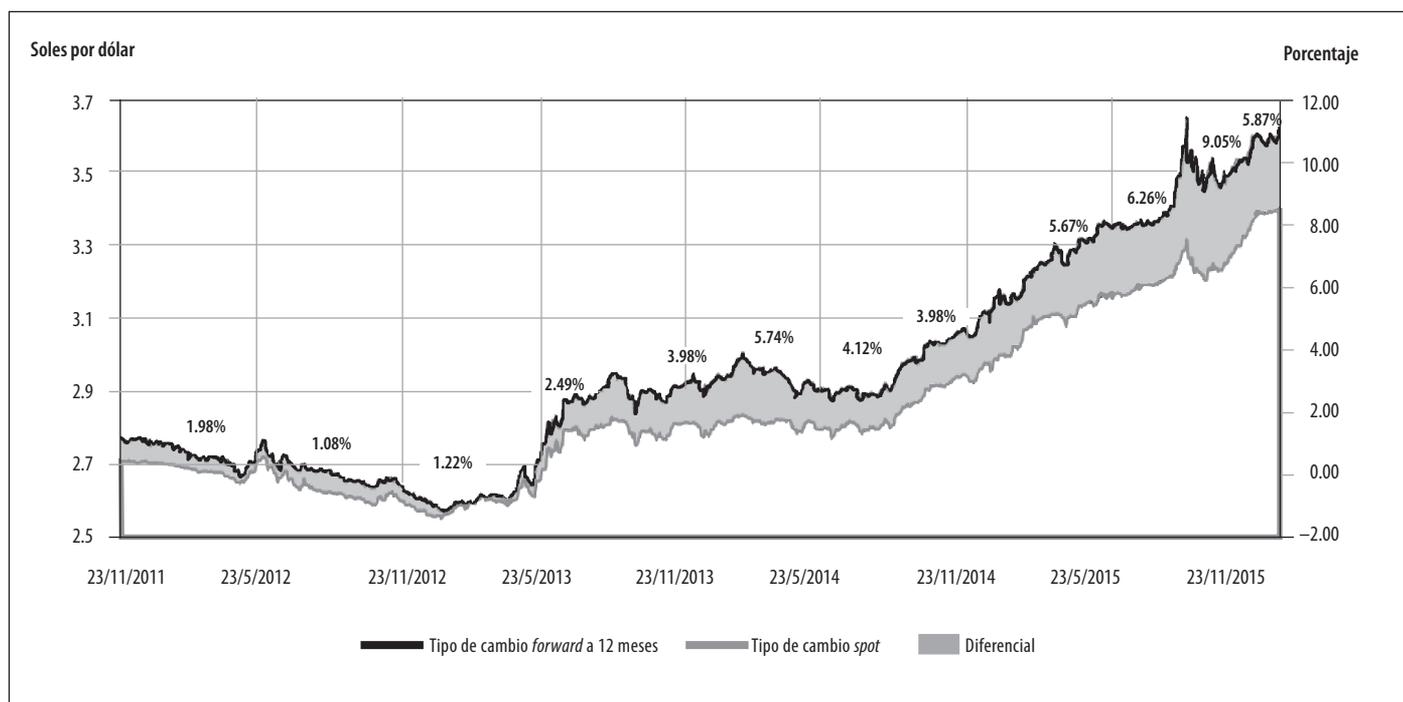


Figura 4.7. Corporación Lindley: diferencial entre tipos de cambio forward a 12 meses y spot, noviembre del 2011 a diciembre del 2015

Fuente: SBS; Bloomberg.

Elaboración propia.

Cuadro 4.19. Corporación Lindley: resultados por diferencia en cambio por efecto de emisión de bonos, 2008-2015 (miles de soles)

Rubro	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Ganancia por diferencia en cambio	34,776	44,552	25,943	53,171	111,013	94,923	60,760	57,671
Pérdida por diferencia en cambio	-42,043	-16,265	-13,400	-36,695	-53,469	-209,599	-164,333	-288,631
Resultado por diferencia en cambio	-7,267	28,287	12,543	16,476	57,544	-114,676	-103,573	-230,960
Diferencia en cambio en la primera emisión	n. a.	n. a.	n. a.	2,880	46,720	-78,400	-61,760	-135,680
Diferencia en cambio en la segunda emisión	n. a.	-54,860	-50,180	-110,240				
Pérdida en cambio por emisión de bonos	n. a.	-133,260	-111,940	-245,920				
Pérdida en cambio por emisión de bonos / Resultado por diferencia en cambio (%)	n. a.	63.60	68.10	85.20				

Fuente: SMV.

Elaboración propia.

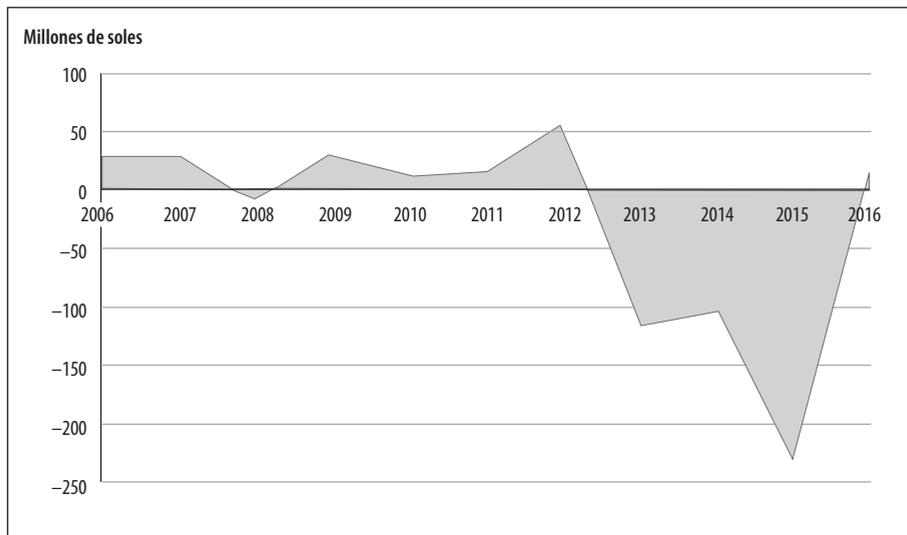


Figura 4.8. Corporación Lindley: evolución de la diferencia neta en cambio, 2006-2016

Fuente: SMV.

Elaboración propia.

por la corporación, con vencimiento a uno, dos y tres años con *forwards* cotizados durante el periodo de evaluación. Asimismo, se comparan estos escenarios con la estrategia adoptada por la compañía referente al principal *only swap* (cobertura parcial).

2.3.1. Cobertura *forward* del 100% del principal a un año de la primera emisión

Esta estrategia consiste en tomar posiciones de cobertura con *forwards* a doce meses desde el 23 de noviembre de 2011, fecha de emisión del bono, el cual se va renovando año a año hasta el vencimiento del contrato. Se conoce como *rollover*.

Comparando el efecto que hubiese tenido el *rollover forward* (figura 4.9) con la opción adoptada por la corporación, que generó una pérdida cambiaria de 226 millones de soles por haber tomado los bonos a un tipo de cambio de 2.706 soles cuando al cierre del 2015 ya estaba en 3.413 soles (figura 4.10), se constata que la pérdida hubiera ascendido a 123 millones de soles.

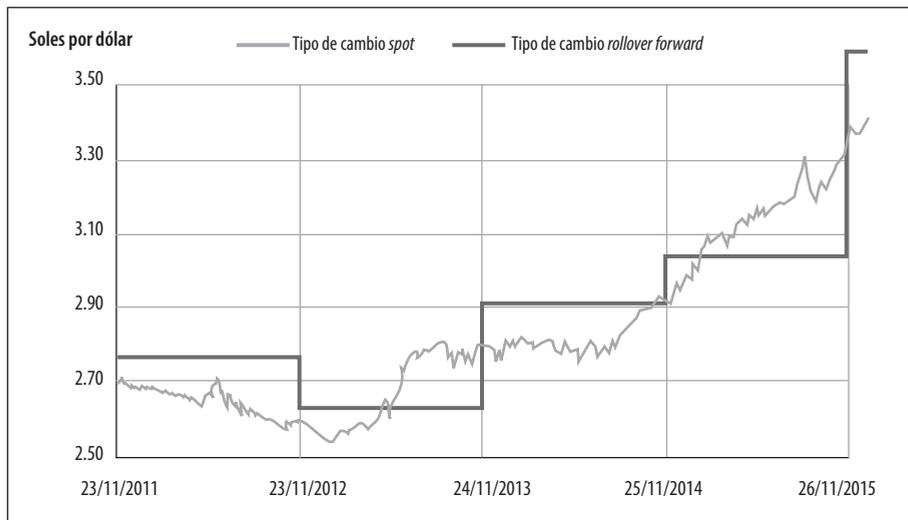


Figura 4.9. Corporación Lindley: tipos de cambio spot y de la cobertura rollover forward a un año de la primera emisión, 2011-2015

Fuente: SBS; Bloomberg.
Elaboración propia.

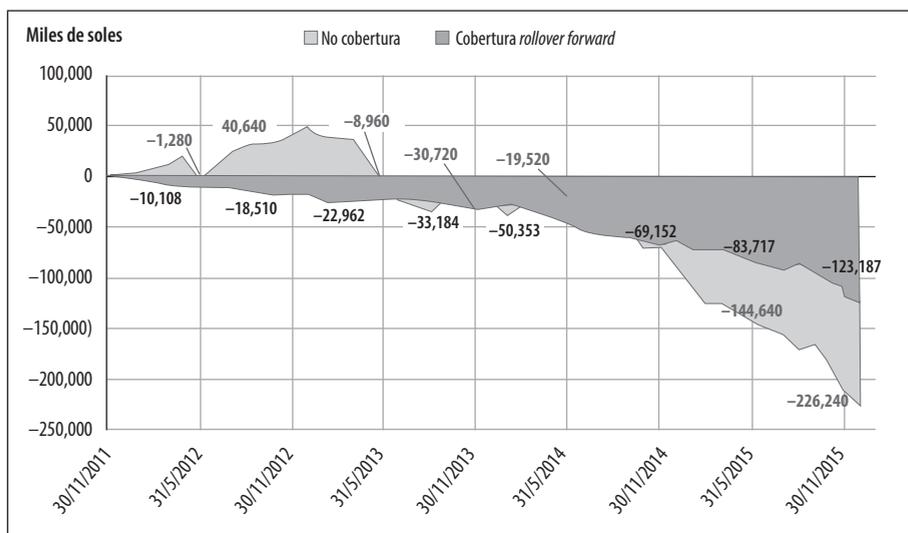


Figura 4.10. Corporación Lindley: resultados acumulados de la no cobertura y de la cobertura rollover forward al 100% a un año de la primera emisión, 2011-2015

Fuente: SBS; Bloomberg.
Elaboración propia.

2.3.2. Cobertura *forward* del 100% del principal a un año de la segunda emisión

Esta estrategia consiste en tomar posiciones de cobertura *rollover forward* a doce meses desde el 12 de abril de 2013, fecha de emisión del bono, el cual se va renovando año a año hasta el vencimiento del contrato.

Comparando el tipo de cambio que hubiese tenido el *rollover forward* (figura 4.11) con la opción adoptada por la corporación, que generó una pérdida cambiaria de 215 millones de soles por haber tomado los bonos a un tipo de cambio de 2.585 soles cuando al cierre del 2015 ya estaba en 3.413 soles (figura 4.12), se constata que la pérdida con la cobertura propuesta hubiera sido de 66 millones de soles.

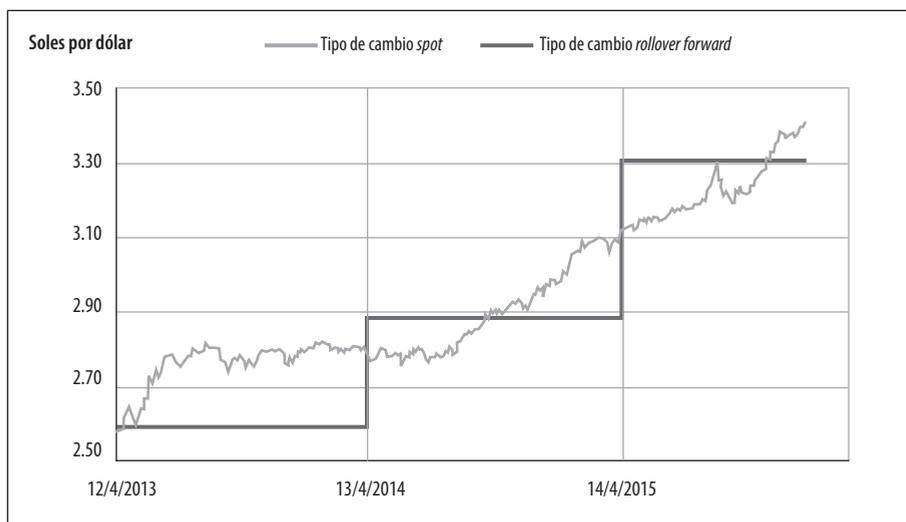


Figura 4.11. Corporación Lindley: tipo de cambio spot y de la cobertura rollover forward a un año de la segunda emisión, 2013-2015

Fuente: SBS; Bloomberg.

Elaboración propia.

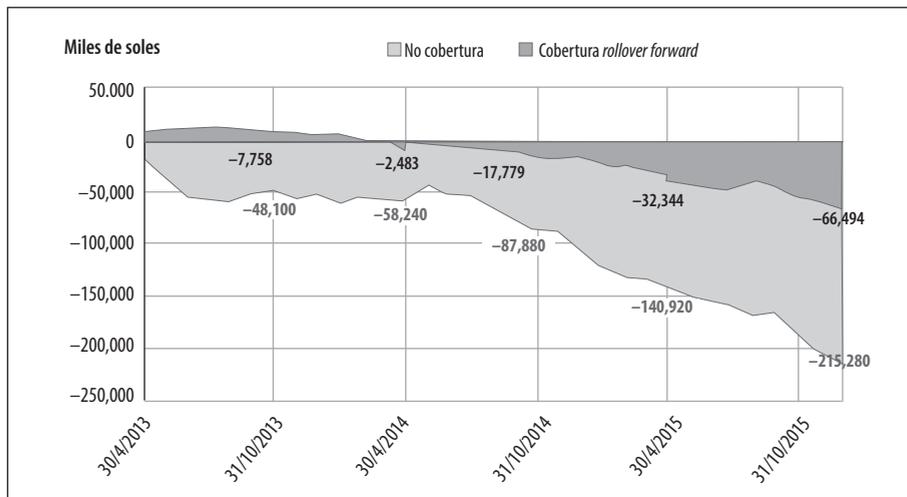


Figura 4.12. Corporación Lindley: resultados acumulados de la no cobertura y de la cobertura rollover forward al 100% a un año de la segunda emisión, 2013-2015

Fuente: SBS; Bloomberg.

Elaboración propia.

2.3.3. Cobertura *forward* del 100% del principal a dos y tres años de la primera y de la segunda emisión

Siguiendo la mecánica anterior, se realizó la corrida para coberturas *rollover forward* a dos y tres años para cada emisión. El efecto en ambos casos es la reducción de la pérdida por diferencia de cambio de estas operaciones.

- Para la primera emisión, el bono por 320 millones de dólares, si la estrategia hubiese sido tomar *forwards* a dos años con la modalidad *rollover*, se hubiese obtenido una pérdida acumulada de solo 104 millones de soles (figura 4.13), mientras que de haber tomado el *rollover* a tres años la pérdida hubiese sido menor, 77 millones de soles (figura 4.14).
- Para la segunda emisión, el bono por 260 millones de dólares, si la estrategia hubiese sido tomar *forwards* a dos años con la modalidad *rollover* se hubiese obtenido una pérdida acumulada de solo 8 millones de soles (figura 4.15); mientras que de haber tomado el *rollover* a tres años la pérdida hubiese sido de 35 millones de soles (figura 4.16).

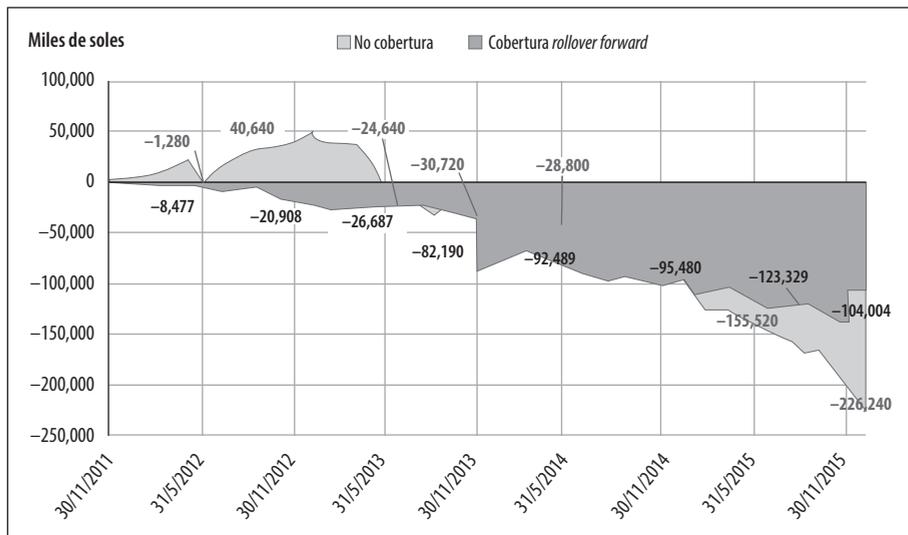


Figura 4.13. Corporación Lindley: resultados acumulados de la no cobertura y de la cobertura rollover forward al 100% a dos años de la primera emisión, 2011-2015

Elaboración propia.

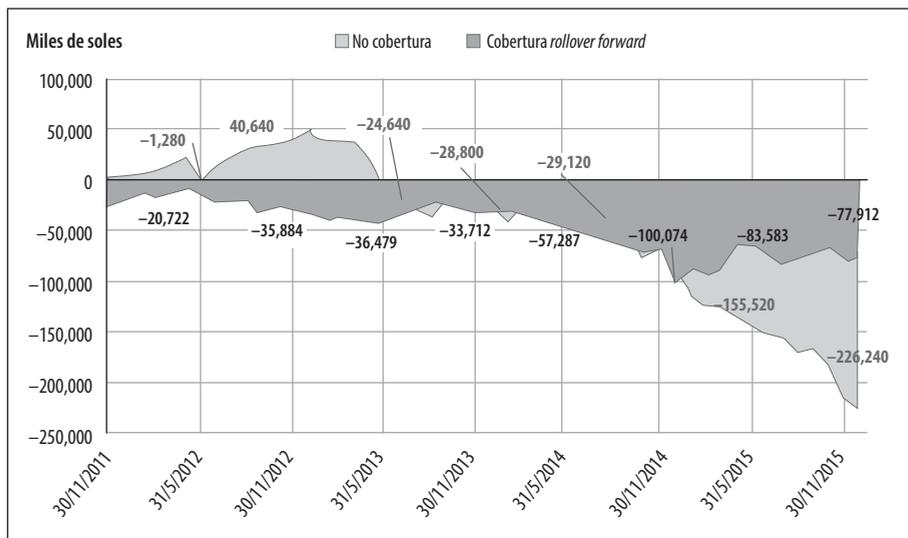


Figura 4.14. Corporación Lindley: resultados acumulados de la no cobertura y de la cobertura rollover forward al 100% a tres años de la primera emisión, 2011-2015

Elaboración propia.

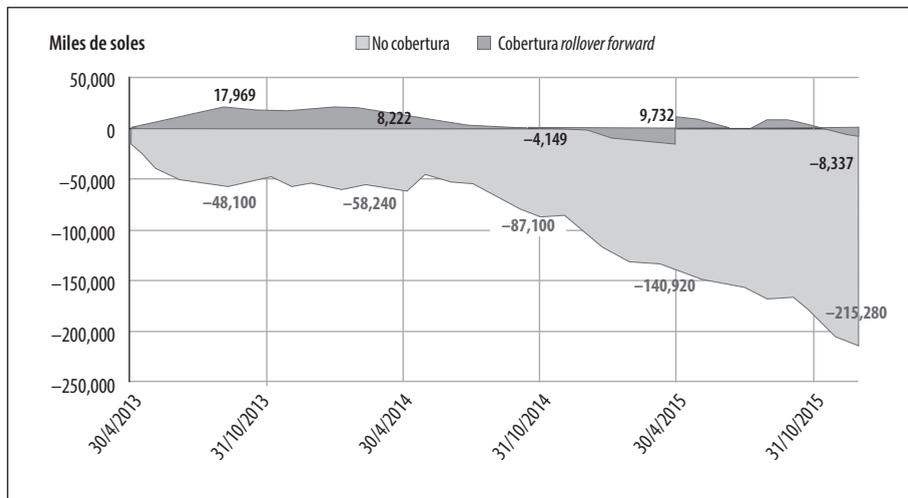


Figura 4.15. Corporación Lindley: resultados acumulados de la no cobertura y de la cobertura rollover forward al 100% a dos años de la segunda emisión, 2013-2015

Elaboración propia.

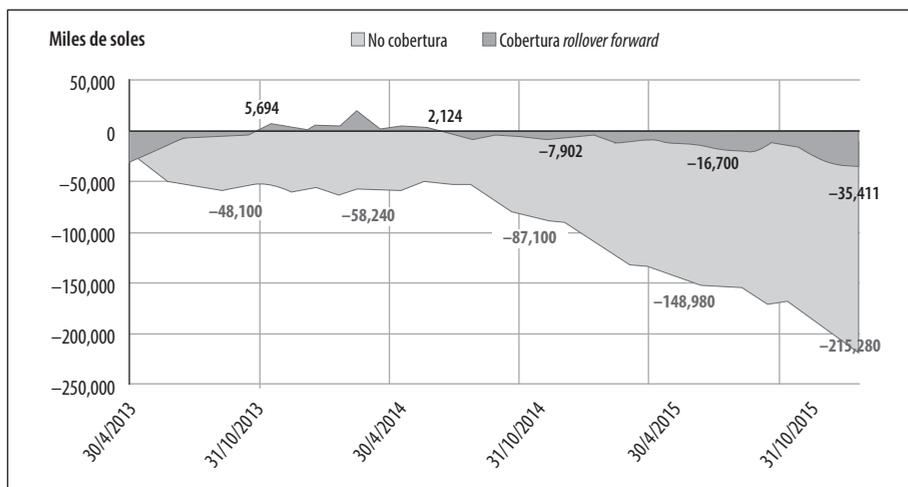


Figura 4.16. Corporación Lindley: resultados acumulados de la no cobertura y de la cobertura rollover forward al 100% a tres años de la segunda emisión, 2013-2015

Elaboración propia.

2.3.4. Análisis comparativo de estrategias de cobertura

La comparación de los resultados obtenidos por las estrategias seguidas por la corporación y de los proyectados en las estrategias alternas anteriormente esbozadas permite determinar distintos niveles de cobertura (cuadro 4.20), para lo que se consideran:

- Las estrategias de no cobertura seguidas para ambas emisiones y la del *cross currency principal only swap* que empleó la empresa para cubrir parcialmente la exposición al riesgo de cambio.
- Las estrategias alternativas antes expuestas y una medida adicional para cubrir los cupones con *forwards* a seis meses en sus respectivos vencimientos, operación por la cual se obtiene una ganancia de 5 millones de soles adicionales.

Los resultados obtenidos corresponden únicamente al efecto de la pérdida en diferencia de cambio de las dos emisiones internacionales, y no de todos los pasivos en dólares de Corporación Lindley.

Cuadro 4.20. Corporación Lindley: estrategias de cobertura y su efecto en los resultados por diferencias en tasa de cambio, 2011-2015 (miles de soles)

Año	Estrategias seguidas		Estrategias alternativas			Cobertura cupón <i>forward</i> 6 meses
	No cobertura	Principal <i>only swap</i> (US\$ 100 millones)	<i>Rollover forward</i> 12 meses (100%)	<i>Rollover forward</i> 2 años (100%)	<i>Rollover forward</i> 3 años (100%)	
2011	2,880	n. a.	-235	-2,018	-21,912	n. a.
2012	46,720	40,550	-19,076	-18,890	-13,972	-1,851
2013	-133,260	-111,460	-8,247	-36,820	4,994	2,731
2014	-111,940	-92,640	-53,418	-40,708	-74,299	-4
2015	-245,920	-203,520	-108,706	-13,904	-8,135	4,284
Total	-441,520	-367,070	-189,682	-112,341	-113,323	5,159

Elaboración propia.

2.4. Árbol de toma de decisiones para cobertura

Con el fin de ilustrar el proceso de toma de decisiones para la cobertura de una emisión internacional con base en la experiencia de Corporación Lindley se ha diseñado un árbol de decisiones que considera los factores

que influyen (figura 4.17). El punto de partida de este ejercicio es asumir que existen tres escenarios de decisiones:

- La decisión uno implica cubrir menos del 100%, lo que dejará una parte cubierta y otra pendiente de cubrir, aquí la exposición cambiaria quedaría supeditada en mayor proporción a la parte no cubierta.
- La decisión dos es cubrirse al 100%, con lo que desaparece el riesgo cambiario pero tiene un costo de oportunidad por las posibles ganancias frente a un escenario en el que la cobertura no hubiese sido necesaria.
- La decisión tres es no cubrirse, aquí el resultado es aleatorio y puede devenir en favorable o adverso.

En los dos primeros escenarios se asume que se cubrirá solo el principal y para los tres escenarios hay dos apuestas de cobertura que se resumen en *era necesario y no era necesario*.

Con este enfoque se corrobora que no existe un nivel óptimo de cobertura y que, en cambio, las empresas que asumen riesgo por exposición cambiaria deben tomar operaciones de cobertura, no necesariamente al ciento por ciento, en función al costo de la cobertura y al nivel del riesgo que están dispuestas a asumir.

Desde el punto de vista de este estudio, el peor escenario que se puede presentar a una empresa es no cubrirse y que resulte necesario ya que la pérdida es no acotada; en cambio, el mejor escenario es cubrirse parcialmente y que sea necesario, ya que la pérdida es acotada. Por ello, se considera mejor la opción de cubrir menos del 100%.

3. Otros casos de estudio

Con el propósito de evaluar de manera comparativa los resultados obtenidos como consecuencia del riesgo cambiario por Corporación Lindley, a continuación se analizarán los resultados de otras tres empresas que también emitieron bonos en el mercado internacional: Volcan Compañía Minera S. A. A., Ferreycorp S. A. A. y Alicorp S. A. A.

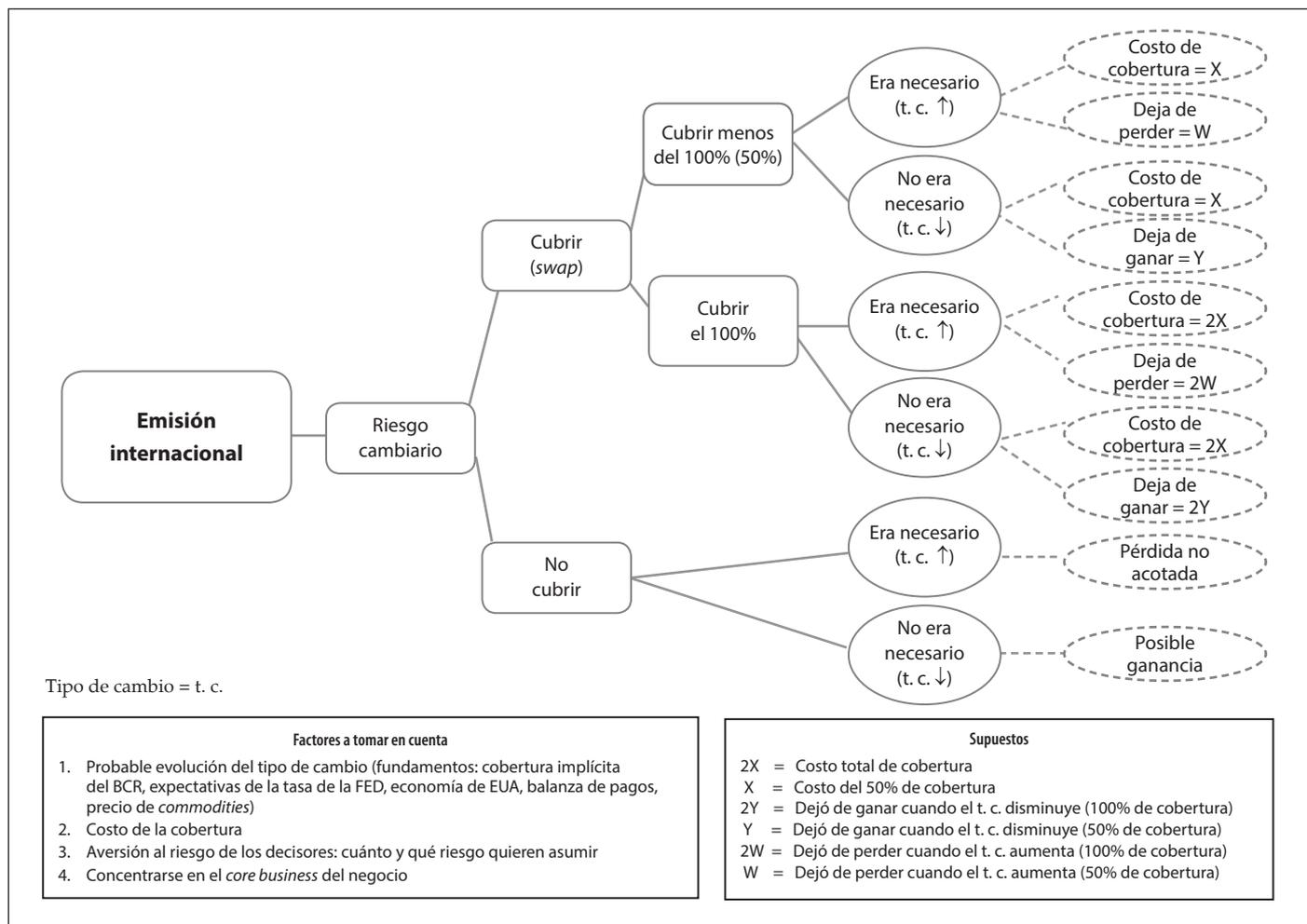


Figura 4.17. Árbol de toma de decisiones para cobertura

Elaboración propia.

3.1. Volcan Compañía Minera

Volcan es uno de los mayores productores mundiales de zinc, plomo y plata. Desde 1943, en que inició operaciones en las alturas de Ticio, la empresa ha centrado su quehacer en la sierra central y actualmente incluye las unidades de Yauli, Chungar, Alpamarca y Cerro de Pasco. La compañía ha crecido en forma orgánica a través de la ampliación de sus plantas y con la exploración y el desarrollo de su propia cartera. Ha mantenido una permanente búsqueda de oportunidades que incrementen sus recursos o reservas en la región.

3.1.1. Resumen de la operación

El 26 de enero de 2012 Volcan realizó una emisión de bonos internacionales por 600 millones de dólares que, unos días después, listó exitosamente, bajo la Regla 144 A y la Regulación S de EUA, en la bolsa de Luxemburgo. Esta emisión y sus características (cuadro 4.21) habían sido aprobadas por la junta general de accionistas el 4 de noviembre de 2011.

Cuadro 4.21. Volcan: características de la emisión de 2012

Instrumento:	Senior Note Due 2022
Plazo:	10 años
Monto:	600 millones de dólares
Tasa del cupón:	5.375 % (tasa de interés nominal anual)
Periodo de pago de intereses:	Cada 6 meses
Precio de la emisión:	A la par
Fecha de emisión:	2 de febrero de 2012
Fecha de pago de intereses:	2 de febrero y 2 de agosto de cada año a partir del 2 de febrero de 2012
Calificación obtenida:	Fitch Ratings BBB- Standard & Poor's BBB- Moody's Baa3
Coordinadores globales:	JP Morgan Securities LLC y Morgan Stanley & Co. LLC
Agentes colocadores locales:	BBVA Continental / Citibank del Perú S. A.
Objetivo del financiamiento:	Contar con fondos para el desarrollo de la cartera de proyectos vigentes en esa fecha: zinc, plomo y plata en Alpamarca, Palma y San Sebastián; plata en Islay, Río Pallanga y Zoraida; y cobre en Rondoní, Acejar, Oyama y Pampa Cuatro.

Fuente: SMV.

3.1.2. Evolución de la calificación crediticia de los bonos

A la fecha de la emisión, la empresa obtuvo el mismo *rating* de las tres calificadoras internacionales más importantes: la última escala del grado de inversión, cuya característica es tener una capacidad de pago moderada.

Sin embargo, dado que la emisión de bonos era de largo plazo, la evaluación de su desempeño y la capacidad de pago por parte del emisor permanecen en evaluación constante por parte de las clasificadoras de riesgo. La empresa continuó este proceso solo con Fitch Ratings y Moody's.

En el caso de Fitch Ratings, la empresa ha mantenido la calificación otorgada desde su emisión (cuadro 4.22). Según los informes de esta calificadora, Volcan tiene un buen respaldo financiero para hacer frente a la posibilidad de impago de los bonos emitidos.

Cuadro 4.22. Volcan: evolución del *rating* del bono emitido en 2012 por Fitch Ratings, 2014-2016

Calificadora	Calificación al emitir los bonos	17/12/2014	11/12/2015	22/3/2016	8/12/2016
Fitch Ratings	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-

Fuente: SMV.

Elaboración propia.

Para Moody's, en cambio, existieron razones por las que estos instrumentos de deuda tenían un riesgo de impago. Así, en febrero del 2015 aplicó una degradación muy importante: se perdieron cinco posiciones hasta el grado especulativo Ba1, cuya característica es contar con solo alguna capacidad de pago. Esta decisión respondió principalmente al deterioro en los indicadores crediticios y a la baja probabilidad de que se avizorara una mejora en el flujo de caja, el apalancamiento y la cobertura de intereses en los siguientes 12 o 18 meses. En febrero del 2016, volvió a producirse una degradación: se pasó a la escala B2, cuya característica es una elevada incertidumbre sobre repago, la que se debía a la percepción del riesgo para el sector minero en general por la continua caída en el precio de los metales. Sin embargo, en enero del 2017 la tendencia cambió, produciéndose una mejora en la calificación y se recuperaron dos escalas al pasar a Ba3, por el buen desempeño de la gestión operativa de la empresa (cuadro 4.23).

Cuadro 4.23. Volcan: evolución del *rating* del bono emitido en 2012 por Moody's, 2015-2017

Calificadora	Calificación al emitir los bonos	5/2/2015	18/2/2016	5/1/2017
Moody's	Baa3	Ba1	B2	Ba3

Fuente: SMV.

Elaboración propia.

3.1.3. Análisis de las operaciones de cobertura

De acuerdo con los estados financieros del 2009 al 2016 y la revisión de material informativo, Volcan no tomó ningún tipo de cobertura para los flujos del financiamiento internacional; sin embargo, sí utilizó coberturas para los instrumentos derivados con el fin de mitigar la volatilidad en el precio de los metales mediante operaciones *swap* y *collar* costo cero.

Asimismo, según las notas a los estados financieros, la empresa mitigó su riesgo de cambio al emitir casi la totalidad de su facturación en dólares, razón por la que solo mantuvo un porcentaje en moneda nacional para atender las necesidades de gastos corrientes (planillas o impuestos). Así, solo quedó expuesta al riesgo cambiario contable como producto de la reevaluación de sus activos y pasivos en cada cierre. No ha sido posible disgregar las partidas que se encuentran expuestas al riesgo cambiario ya que la moneda funcional de la empresa es el dólar y, por ende, reporta en esa moneda al regulador. Además, la empresa no detalla esta información en sus notas a los estados financieros. Sin embargo, se considera que para el análisis la información más importante es la evolución del tipo de cambio.

La empresa, por la operatividad de sus flujos, no se ve expuesta al riesgo cambiario. No obstante, las diferencias por la reevaluación de su moneda extranjera (que, para el caso, es el sol) también han tenido algún un impacto. Así, para 2015 se obtuvo una diferencia negativa de cambio de 9.2 millones de dólares, producto de la devaluación de la moneda local en los saldos de impuestos por recuperar. Queda claro que el riesgo cambiario se genera por las diferencias de tipo contable (cuadro 4.24 y figura 4.18).

Cuadro 4.24. Volcan: diferencia en cambio y utilidad neta, 2010-2015
(miles de dólares)

Cuentas	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Diferencia en cambio neta	-4,455	-2,651	-1,210	-815	2,145	-9,234	129
Utilidad neta	253,414	328,900	210,950	173,360	56,823	-453,912*	84,406

* Está pérdida se generó principalmente por la baja en el precio de los metales que produce la compañía y el reconocimiento en el año del deterioro en el valor de las unidades mineras, inversiones, activos intangibles, inversiones, activos fijos e inventarios. No tienen una participación significativa las pérdidas por diferencia de cambio pues apenas representan el 2% del resultado.

Fuente: Volcan.

Elaboración propia.

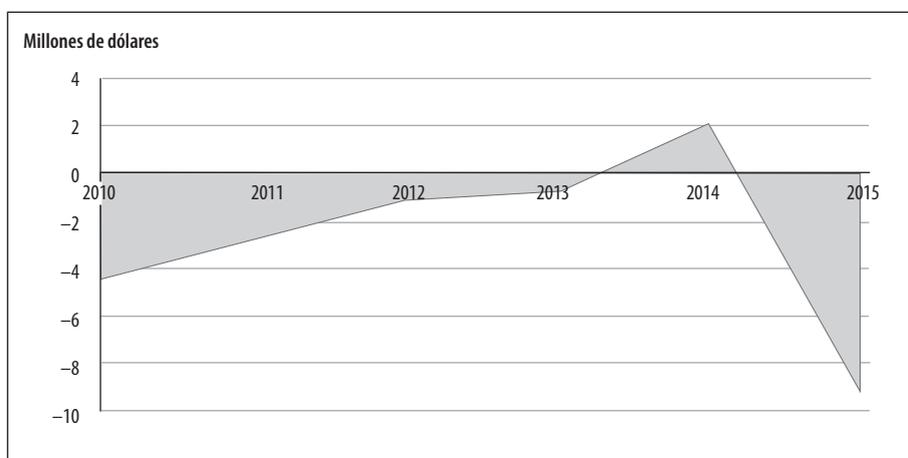


Figura 4.18. Volcan: diferencia de cambio, 2010-2015

Fuente: SMV; Volcan.

Elaboración propia.

La empresa no ha realizado operaciones posteriores de recompra de sus bonos. Asimismo, ha cumplido sin mayor problema con el pago de los cupones en las fechas establecidas. La mejora en utilidad neta de 2016 (84 millones de dólares) que le permitió revertir el resultado negativo de 2015 se debió al incremento en los precios promedio de los minerales explotados por la compañía.

3.2. Ferreycorp y subsidiarias

En 2012, la tradicional empresa Ferreyros S. A. A. se sometió a una reorganización corporativa con el fin de separar su papel como inversionista del

de distribuidora de bienes de capital y, de esta manera, organizar mejor sus diferentes negocios. A través de este proceso el *holding*, que anteriormente era la principal compañía operadora y la sociedad controladora de las subsidiarias, se convirtió en Ferreycorp S. A. A. Una nueva entidad llamada Ferreyros S. A., subsidiaria de Ferreycorp, asumió el rol de principal distribuidora local de maquinarias y equipos fabricados por Caterpillar y otras marcas.

3.2.1. Resumen de la operación

El 19 de abril de 2013, Ferreycorp realizó su primera emisión de bonos internacionales por 300 millones de dólares bajo la Regla 144 A y la Regulación S de EUA y una oferta pública dirigida a inversionistas institucionales en el Perú. La emisión, cuyas características se muestran en el cuadro 4.25, se listó en la bolsa de Luxemburgo.

Cuadro 4.25. Ferreycorp: características de la emisión de 2013

Instrumento:	Senior Note Due 2020
Plazo:	7 años
Monto de la emisión:	300 millones de dólares
Tasa del cupón:	4.875% (tasa de interés nominal anual)
Periodo de pago de intereses:	Cada 6 meses
Precio de la emisión:	99.269% del monto del principal más los intereses devengados
Fecha de emisión:	26 de abril de 2013
Fecha de pago de intereses:	26 de abril y 26 de octubre de cada año a partir del 26 de octubre de 2013
Calificación obtenida:	Standard & Poor's BB+ Moody's BB+
Estructurador:	The Bank of New York Mellon
Objetivo del financiamiento:	Reestructuración de la posición financiera de la compañía

Fuente: *Offering memorandum* del 2013.

3.2.2. Evolución de la calificación crediticia de los bonos

Al momento de la emisión la empresa recibió la misma calificación de las clasificadoras internacionales: grado especulativo en la escala menos riesgosa, pues se considera con alguna capacidad de repago.

Esta calificación no sufrió ninguna modificación posterior. Como parte de los planes financieros de la empresa se llevó a cabo una recompra de acciones por 120 millones de dólares en junio del 2016.

3.2.3. Análisis de las operaciones de cobertura

La política de Ferreycorp es mantener instrumentos de cobertura que devenguen tasas fijas y variables de interés; aunque entre 2006 y 2015 no realizó operaciones financieras significativas a tasas variables. Con respecto del riesgo de tipo de cambio decidió aceptar la exposición, por lo que no realizó operaciones de cobertura durante estos años (cuadro 4.26).

Cuadro 4.26. Ferreycorp: descalce entre activos y pasivos, 2012-2015 (miles de dólares)

Cuentas	2012	2013	2014	2015
Efectivo y equivalentes de efectivo	41,033	18,020	17,426	53,513
Cuentas por cobrar comerciales (neto)	277,138	255,531	265,202	244,482
Cuentas por cobrar a relacionadas	0	0	0	0
Otras cuentas por cobrar	65,756	14,965	13,720	14,458
Activos	383,927	288,516	296,348	312,453
Cuentas por pagar comerciales	186,027	121,568	124,485	117,355
Cuentas por pagar a relacionadas	0	0	0	0
Otras cuentas por pagar	99,125	46,733	65,850	46,814
Obligaciones financieras	594,356	560,705	548,670	450,986
Pasivos	879,508	729,006	739,005	615,155
Saldo neto	-495,581	-440,490	-442,657	-302,702
<i>Forwards (posición larga)</i>	0	0	0	0
Posición descubierta	-495,581	-440,490	-442,657	-302,702

Fuente: SMV.

Elaboración propia.

La falta de cobertura le generó pérdidas por diferencia en el cambio que llegaron a 99,487,000 soles y 151,812,000 soles para 2014 y 2015, respectivamente (cuadro 4.27 y figura 4.19). La empresa realizó operaciones de recompra de bonos en 2016 que redujeron el saldo de la deuda al cierre de ese año a 162,333 millones de dólares, lo que representaba el 54% de la deuda inicial (cuadro 4.28). Esto le permitió disminuir su exposición e inclusive para dicho año generar ganancias por diferencia de cambio.

Cuadro 4.27. Ferreycorp: evolución de la deuda financiera y pérdida por diferencia de cambio, 2007-2016 (millones de soles)

Cuentas	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Deuda financiera	676.0	1,296.0	813.0	1,151.0	1,415.0	1,685.0	1,861.0	1,833.0	1,936.0	1,692.0
Intereses por préstamos	-47.0	-72.0	-91.0	-72.0	-80.0	-90.0	-103.0	-97.0	-106.0	-125.0
Diferencia en cambio neta	29.0	-62.0	69.0	22.0	48.0	79.0	-146.0	-99.0	-152.0	0.5
Utilidad neta	126.0	81.0	100.0	139.0	195.0	220.0	100.0	92.0	162.0	230.0

Fuente: SMV.

Elaboración propia.

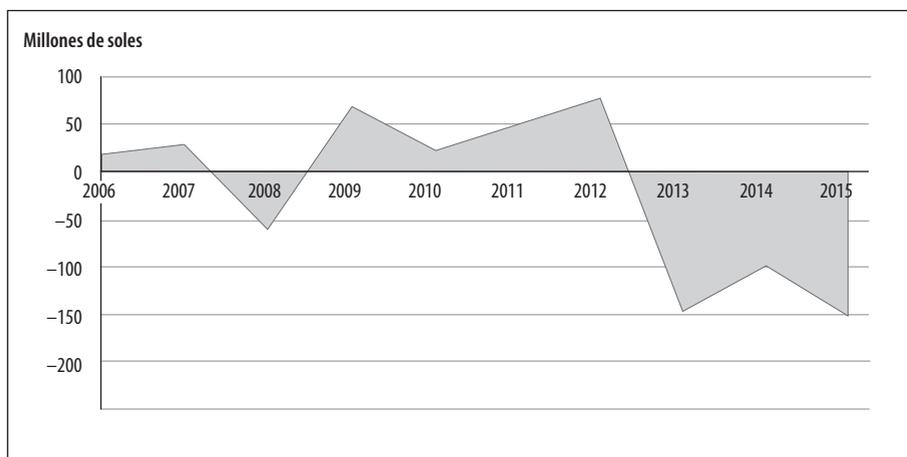


Figura 4.19. Ferreycorp: evolución de la diferencia en cambio neta, 2006-2015

Fuente: SMV.

Elaboración propia.

Cuadro 4.28. Ferreycorp: hechos posteriores a la emisión de bonos, 2016 (miles de dólares)

	A junio del 2016	A diciembre del 2016	Saldo de la deuda al 31/12/2016
Recompra de bonos	120,100	17,567	162,333

Fuente: SMV.

Elaboración propia.

3.2.4. Simulación de estrategia de cobertura

Como ejercicio se simula una estrategia de cobertura al 100% con un *rollover forward* a doce meses desde el 26 de abril de 2013, fecha de emisión del bono, el cual se va renovando año a año hasta el vencimiento del contrato, y se la compara con la estrategia adoptada por la compañía.

El ejercicio muestra:

- Los tipos de cambio de ambas alternativas: el préstamo se tomó a un tipo de cambio de 2.627 soles y al cierre de 2015 el tipo de cambio fue de 3.413 soles (figura 4.20).

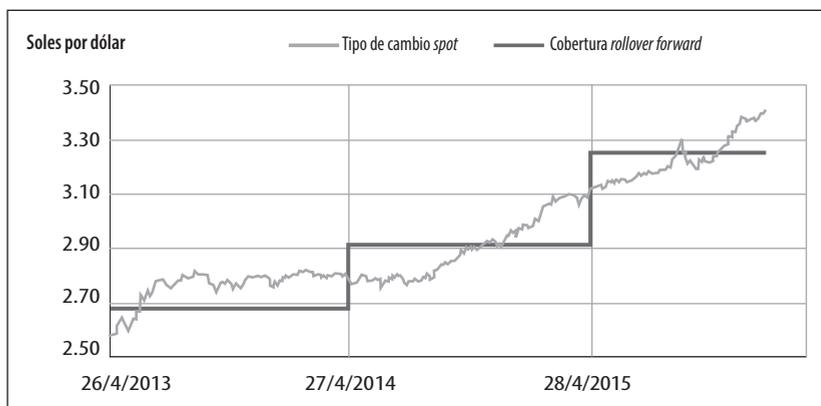


Figura 4.20. Ferreycorp: tipo de cambio spot y de la estrategia de cobertura rollover forward a doce meses, 2013-2015

Fuente: SBS; Bloomberg.
Elaboración propia.

- El efecto que generó el préstamo al 31 de diciembre de 2015: una pérdida cambiaria de 236 millones de soles y el efecto que hubiese tenido el *forward* sobre la diferencia en cambio generada por el préstamo (figura 4.21). De haberse tomado el 100% de cobertura con la estrategia alternativa la pérdida hubiera sido de 82 millones de soles.

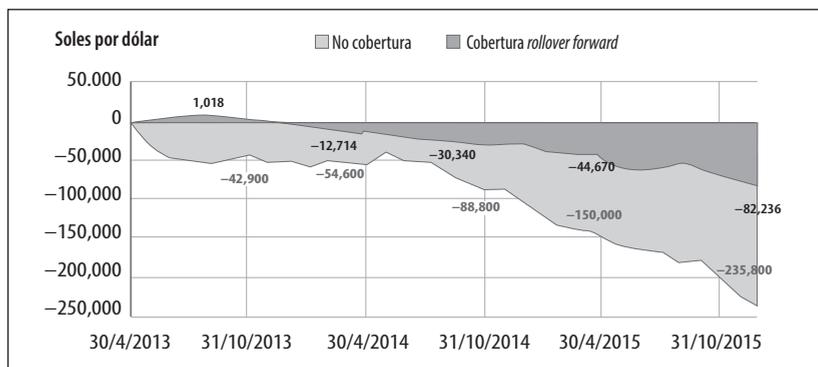


Figura 4.21. Ferreycorp: resultados acumulados de la no cobertura y de la estrategia de cobertura al 100%, 2013-2015

Elaboración propia.

3.3. Alicorp

La empresa Alicorp S. A. se funda en 1971 bajo la razón social de Compañía Industrial Perú Pacífico S. A. cuando el grupo Romero adquiere Anderson & Clayton Co. que para entonces producía aceites y grasas comestibles. Años más tarde, en 1995, con la incorporación de Calixto Romero S. A. y Oleaginosas Pisco S. A., empresas dedicadas a producir aceites, grasas comestibles y jabón de lavar, y la adquisición de La Fabril S. A., compañía que elaboraba y comercializaba aceites y grasas comestibles, jabón de lavar, harina, fideos y galletas, la empresa cambia de nombre a Consorcio de Alimentos Perú Fabril Pacífico S. A. Con la adquisición de Nicolini y Molinera del Perú S. A. la empresa recién adquiere el nombre con el que se le conoce en la actualidad.

3.3.1. Resumen de la operación

Con fecha 15 de abril de 2013, Alicorp realizó una emisión de bonos internacionales por 450 millones de dólares, bajo la Regla 144 A y la Regulación S de EUA. La emisión se listó en la bolsa de Luxemburgo (cuadro 4.29).

Cuadro 4.29. Alicorp: características de la emisión de 2013

Instrumento:	Senior Note Due 2023
Plazo:	10 años
Monto de la emisión:	450 millones de dólares
Tasa del cupón:	3.875% (tasa de interés nominal anual)
Periodo de pago de intereses:	Cada 6 meses
Precio de la emisión:	99.836% del monto del principal más los intereses devengados
Fecha de emisión:	15 de abril de 2013
Fecha de pago de intereses:	20 de septiembre y 20 de marzo de cada año a partir del 20 de septiembre de 2013
Calificación obtenida:	Fitch Ratings BBB Moody's Baa2
Estructuradores:	Bank of America, JP Morgan y BCP Capital
Objetivo del financiamiento:	Pagar la deuda financiera existente a esa fecha y financiar futuras inversiones en el activo fijo

Fuente: *Offering memorandum* del 2013.

3.3.2. Evolución de la calificación crediticia de los bonos

Al momento de su emisión estos instrumentos obtuvieron la misma calificación de dos clasificadoras internacionales: grado de inversión con capacidad de pago moderado.

A pesar de los resultados obtenidos por la empresa en 2013 y 2014 por efecto del incremento de las pérdidas por diferencia de cambio, en las que tuvo incidencia el incremento de obligaciones financieras, Fitch Ratings ha mantenido su calificación hasta la actualidad. En cambio, el 4 de marzo de 2015, Moody's rebajó la suya en un nivel, de Baa2 a Baa3, que se considera grado de inversión y que se mantiene. La razón de esta rebaja fue que, a la fecha de evaluación (31 de marzo de 2015), la empresa mantenía un alto nivel de apalancamiento financiero.

3.3.3. Análisis de las operaciones de cobertura

El riesgo del tipo cambio en esta empresa surge por cuentas por cobrar por ventas al exterior, compra de materia prima y de los préstamos y otros pasivos que se mantienen en dólares. Se puede apreciar que la empresa sí tiene una política de cobertura, porque para mitigar este riesgo la compañía y sus subsidiarias utilizan contratos a futuro *forwards*, *swaps* y opciones sobre divisas.

Junto con la emisión de bonos, realizó dos operaciones de cobertura mediante instrumentos derivados:

- En junio del 2013 contrató un *call spread* y un *swap* de cupones por 225 millones de dólares cada uno, para cubrir el 50% de la exposición en moneda extranjera originada por la emisión del bono internacional realizada en abril del 2013.
- En diciembre del 2013 se adquirió otro *call spread* y un *swap* de cupones para cubrir 50 millones de dólares adicionales, con lo cual se tenía cubierta la variación del tipo de cambio del 61% de la emisión del bono internacional.

Sin embargo, la cobertura empleada no fue suficiente para cubrir la exposición o el descalce total de la empresa, que en 2014 fue mayor (cuadro 4.30), lo que trajo consecuencias internas²². Igualmente, se tuvo pérdidas por diferencias de cambio (cuadro 4.31 y figura 4.22) con la consecuente reducción de utilidades.

Cuadro 4.30. Alicorp: descalce entre activos y pasivos, 2012 al 2015 (miles de dólares)

Cuentas	2012	2013	2014	2015
Efectivo y equivalentes de efectivo	121,895	15,226	24,715	26,976
Cuentas por cobrar comerciales (neto)	155,143	146,511	133,087	289,472
Cuentas por cobrar a relacionadas	0	0	39	552
Otras cuentas por cobrar	26,003	16,811	81,406	8,648
Activos	303,041	178,548	239,247	325,648
Cuentas por pagar comerciales	110,258	108,032	222,212	385,407
Cuentas por pagar a relacionadas	0	0	0	27
Otras cuentas por pagar	7,528	18,522	10,399	5,847
Obligaciones financieras	439,554	611,175	636,289	171,919
Pasivos	557,340	737,729	868,900	563,200
Saldo neto	-254,299	-559,181	-629,653	-237,552
<i>Forwards</i> (posición larga)	24,000	388,291	321,739	103,302
Posición neta	-230,299	-170,890	-307,914	-134,250

Fuente: SMV.

Elaboración propia.

22. Según informaciones periodísticas (Gestión, 2015), la empresa decidió retirar al ejecutivo responsable de las operaciones con derivados, ya que se detectaron irregularidades en la compra de cobertura en una fecha posterior a la emisión de bonos.

Cuadro 4.31. Alicorp: deuda financiera y pérdida por diferencia de cambio, 2008-2016 (miles de soles)

Cuentas	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Deuda financiera	959	601	561	511	1,286	1,986	2,757	2,081	1,631
Intereses por préstamos	-55	-50	-31	-40	-45	-142	-232	-289	-150
Diferencia en cambio neta	-54	46	11	8	26	-121	-81	-32	-20
Utilidad neta	83	221	289	331	351	319	12	157	302

Fuente: SMV.

Elaboración propia.

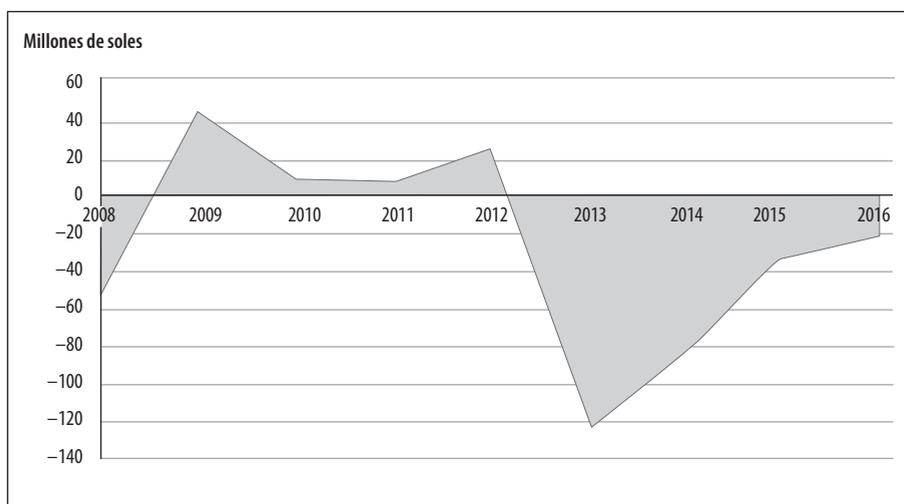


Figura 4.22. Alicorp: diferencia de cambio neta, 2007-2016

Fuente: SMV.

Elaboración propia.

Como hecho posterior, la empresa realizó varias recompras de bonos durante 2015 y 2016 (cuadro 4.32), lo que redujo el saldo de la emisión a fines de 2016 a 62.3 millones de dólares, el 14% de la deuda inicial. Esta recompra le permitió reducir su pérdida por diferencia de cambio y mejorar su utilidad neta del año.

Cuadro 4.32. Alicorp: hechos posteriores a la emisión de bonos, 2015-2016

Rubro	A febrero del 2015	A junio del 2015	A noviembre del 2015	A diciembre del 2016	Saldo de la deuda al 31/12/2016
Recompra de bonos (miles de dólares)	89,159	60,841	237,218	400	62,382
			Al 31/12/2015	Al 31/12/2016	
Efecto financiero ganancia o pérdida (miles de soles)	n. a.	n. a.	16,185	27,000	n. a.

Fuente: SMV.

Elaboración propia.

3.3.4. Simulación de estrategia de cobertura

Como ejercicio se simula una estrategia de cobertura al 100% con un *rollover forward* a doce meses desde el 20 de septiembre de 2013, fecha de emisión del bono, el cual se va renovando año a año hasta el vencimiento del contrato.

El ejercicio muestra:

- Los tipos de cambio de ambas alternativas: el préstamo se tomó a un tipo de cambio de 2.742 soles y al cierre de 2015 el tipo de cambio fue de 3.413 soles (figura 4.23).

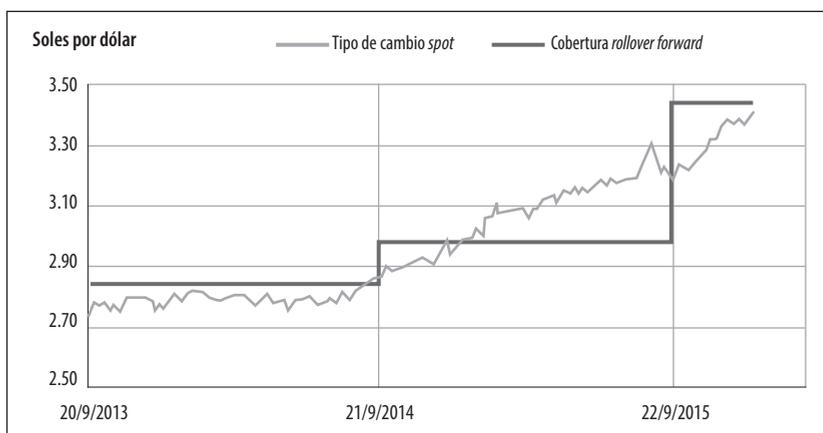


Figura 4.23. Alicorp: tipo de cambio spot y de la estrategia de cobertura rollover forward a doce meses, 2013-2015

Fuente: SBS; Bloomberg.

Elaboración propia.

- El efecto que generó el préstamo al 31 de diciembre de 2015: una pérdida cambiaria de 302 millones de soles. De haberse tomado el 100% de cobertura con la estrategia sugerida la pérdida hubiera sido de 153 millones de soles (figura 4.24).

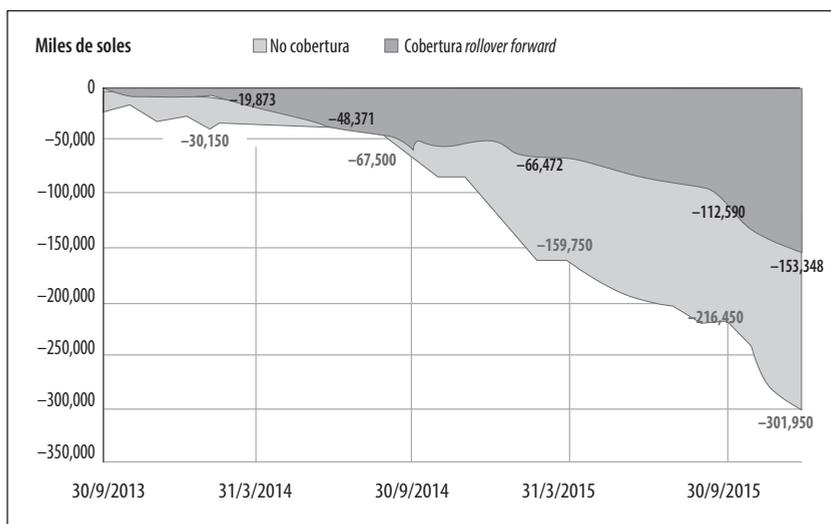


Figura 4.24. Alicorp: resultados acumulados de la no cobertura y de la estrategia de cobertura al 100%, 2013-2015

Elaboración propia.

EL ANÁLISIS DEL CASO de Corporación Lindley muestra su experiencia en la búsqueda de financiamiento a través de la emisión de bonos en el mercado internacional, colocados de manera exitosa en 2011 y 2013. Igualmente, revela la existencia de una política de cobertura de riesgo cambiario dirigida por su comité de riesgos que para la primera emisión tomó una cobertura sobre el principal de aproximadamente el 31% (100 millones de dólares).

La evaluación realizada concluye que los instrumentos de cobertura deben ser evaluados y utilizados dentro de operaciones de financiamiento de moneda extranjera, más aún cuando los ingresos principales son en moneda local.

Con la simulación realizada en los diferentes escenarios, y de acuerdo con la recomendación de los especialistas bancarios entrevistados, se

concluye que las operaciones de cobertura mitigan en cierto grado la pérdida que podría generar la diferencia cambiaria.

Así como Corporación Lindley, otras empresas que también emitieron bonos internacionales obtuvieron efectos no favorables en sus resultados financieros debido a la volatilidad en el tipo de cambio. Muchas de ellas no tomaron posiciones de cobertura al apostar que la tendencia no iba a cambiar, como Ferreycorp, o sí la tomaron, aunque en forma parcial, como en el caso de Alicorp.

Una de las acciones que realizaron las empresas ante los resultados obtenidos por la volatilidad en el tipo de cambio fue la recompra de bonos, con la finalidad de reducir el descalce en moneda extranjera y, por ende, su exposición al riesgo cambiario. Al igual que con Corporación Lindley, la simulación permitió demostrar que el uso de instrumentos de cobertura reduce el impacto de las pérdidas por diferencia de cambio.

Conclusiones

Todas las empresas que tienen posiciones descalzadas por exposición al riesgo cambiario, sea por flujos o por descalce financiero de balance, deben tener una política de cobertura cambiaria de mitigación del riesgo. No se considera que esta política deba realizarse al ciento por ciento porque, finalmente, también se considera el grado de riesgo que desean asumir los accionistas. Sin embargo, toda empresa que realiza operaciones de esta magnitud no debería quedarse con una posición descalzada.

En un periodo de diez años, el tipo de cambio es altamente volátil y se ve influido principalmente por las políticas monetarias de la FED y por otros factores como las crisis económicas internacionales o hechos económicos de relevancia mundial (incrementos de productividad de países, recesiones, aumentos de la demanda, etc.). Durante el periodo de análisis los picos más altos se presentaron en los años 2007-2008, con una volatilidad anual del 14.4% (motivada en lo fundamental por la crisis *subprime*) y en el periodo 2013-2015, en el que la volatilidad fue del 7.1% (sobre todo por las políticas de la FED).

En el Perú, esta volatilidad se ve contrarrestada hasta cierto punto por las políticas del BCR que amortiguan el verdadero efecto de devaluación de la moneda a escala local y que ha permitido que, en un entorno dolarizado, las empresas tengan una cobertura implícita del riesgo cambiario.

Este efecto se aprecia en la menor devaluación respecto de los demás países de la región durante el periodo 2010-2015.

En esta investigación se ha evaluado el impacto de la volatilidad en el tipo de cambio en los resultados financieros de las empresas peruanas seleccionadas. Así, se concluye que el impacto se da tanto en la devaluación como en la apreciación de la moneda y que existen diversas conductas según el rubro de negocio de las empresas. Se ha identificado que la consecuencia de la volatilidad es la exposición al riesgo cambiario, el cual se presenta cuando existe un descalce de monedas. Este riesgo es inherente a cualquier empresa con independencia del giro del negocio e incluso se presenta en empresas que están perfectamente calzadas.

Cuando una empresa está descalzada, el principal impacto son las pérdidas o las ganancias por diferencia de tipo de cambio. Se debe señalar que en el caso de estudio la tendencia generó en mayor proporción pérdidas por diferencia de este. Así, Corporación Lindley tuvo pérdidas por diferencia de cambio durante los años 2013-2015 por un total de 442 millones de soles (monto que con la estrategia de cobertura tomada por la empresa se redujo a 367 millones de soles), cuyo impacto provocó que esta no registrara utilidades ni en 2013 ni en 2015.

Por otro lado, se evaluaron las estrategias de cobertura tomadas por las empresas peruanas seleccionadas concluyéndose que las estrategias que usan los empresarios van desde cambiar sus pasivos a la moneda en la que están sus ingresos hasta tomar instrumentos derivados de cobertura. Si bien tienen un buen tiempo en el mercado (diez años), estos instrumentos no están aún muy desarrollados en el ámbito local. Y, aunque existen diversos productos en la banca doméstica, los empresarios tienden a utilizar los que les son más conocidos y que no implican costos iniciales, como los *forwards* y los *swaps*, dejando de lado otros que podrían ser más eficaces y menos costosos.

En cuanto a las coberturas de las emisiones internacionales de las empresas evaluadas, estas se tomaron para cubrir parcialmente las obligaciones. Tales los casos de Corporación Lindley y Alicorp, que utilizaron principalmente instrumentos como el *cross currency principal only swap* y el *swap* de cupones, combinados con otros instrumentos como el *call spread*

para limitar pérdidas o ganancias. Es importante tener claro que al momento de elegir el instrumento de cobertura la empresa puede percibir que tomar la cobertura podría resultar más costoso que no tomarla. Por otro lado, el hecho de realizar la cobertura no elimina al riesgo, solo lo mitiga hasta cierto grado. Por ejemplo, para el caso de Corporación Lindley las decisiones de cobertura adoptadas tuvieron como impacto la mitigación de la pérdida total en el 16.9% (de 442 millones de soles, esta se redujo a 367 millones de soles).

No todas las empresas emisoras siguieron la política descrita en el momento de determinar cuánto deberían cubrirse, la imposibilidad de predecir el tipo de cambio en el futuro es una gran limitante para llegar a una decisión de cobertura. Se tiene que, en diversos casos, las coberturas en efecto han evitado pérdidas potenciales aún mayores en el periodo en el que estaban expuestas. Corporación Lindley, por ejemplo, solo cubrió el 31% de la primera emisión; Alicorp, en cambio, cubrió al inicio el 50% de la emisión y luego una cantidad adicional con la que llegó al 66.7% de la emisión.

Las limitaciones en el mercado de instrumentos de coberturas de los bancos locales las pone la SMV que establece topes, aunque a algunas empresas tener una matriz en el exterior les permite una mayor capacidad de apalancamiento para estas operaciones.

Se buscó también simular el impacto sobre los resultados económicos de las empresas seleccionadas mediante el uso de diferentes alternativas de cobertura del riesgo cambiario. Se ratificó así que las operaciones de cobertura mitigan en cierto grado la pérdida que podría generar la diferencia cambiaria pero, a su vez, limitan las posibles ganancias que podrían obtenerse en el caso de no tomar coberturas.

El impacto sobre los resultados financieros de las empresas seleccionadas fue la reducción de las pérdidas por diferencia de cambio, por lo que se considera que toda empresa que se ve expuesta a este riesgo y con estas operaciones debe tomar posiciones de cobertura. En el caso de Corporación Lindley se comprobó que una cobertura al 100% hubiese disminuido la pérdida por diferencia de cambio producto de las emisiones internacionales. También se constató que es necesario evaluar el contexto posterior

a la emisión, el cual refleja las verdaderas consecuencias de este tipo de decisiones, tales como incremento de participación de mercado, ampliación de la frontera de producción de acuerdo con la demanda y, por último, incremento en el valor de la empresa.

Se concluye por ello que toda empresa que realiza operaciones de esta magnitud y que asume una posición descalzada debe tener una estrategia de cobertura para mitigar el riesgo cambiario. Se considera también que no existe un porcentaje óptimo de cobertura y que esta depende principalmente del grado de riesgo que desee asumir el accionista.

Bibliografía

- Antezana Solís, D. G., Minaya Paniura, S. L. & Torrejón Aguilar, J. A. (2013). Hacia una cultura de cobertura financiera en el Perú. Estudio de la situación de los instrumentos derivados y la propuesta de un mercado de futuros. *Cuaderno de Investigación de Estudiantes, 1*, 7-38. Lima: Facultad de Ciencias Contables, Pontificia Universidad Católica del Perú (PUCP).
- Arbaiza Fermi, L. (2014). *Administración y organización: un enfoque contemporáneo*. Buenos Aires: Cengage Learning Argentina.
- Banco Central de Reserva del Perú (BCR). (2007). *La cobertura cambiaria: los forwards de divisas*. Lima: BCR.
- Banco Central de Reserva del Perú (BCR). (2015). *Reporte de inflación: diciembre de 2015. Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2015-2017*. Lima: BCR.
- Banco Central de Reserva del Perú (BCR). (2017). *La cobertura cambiaria: los forward de divisas*. Lima: BCR.
- Banco de Crédito del Perú (BCP). (s. f.). *Derivados financieros: swaps de monedas*. Lima: BCP.
- Belaunde, G. (2012, 11 de junio). El riesgo cambiario y su gestión. *Gestión* [Lima].
- Bernedo Málaga, M. del R. & Azañero Saona, J. M. (2003). La banca central y los derivados financieros. El caso de las opciones sobre divisas. *Estudios Económicos, 9*, 113-148.
- Canessa, C. R. (2010). Derivados financieros. *Técnicas de trading*. Recuperado de <http://www.tecnicasdetrading.com/2010/05/derivados-financieros.html>

- Castillo Vásquez, C. (2011). Instrumentos financieros derivados. *Actualidad Empresarial*, 240, VII1-VII2.
- Centro de Negocios (Centrum), Pontificia Universidad Católica del Perú (PUCP). (2012). *Corporación Lindley S. A. Reportes Financieros Centrum Burkenroad Latinoamérica (Perú)*. Lima: Centrum, PUCP.
- Chang, G. (2013). Riesgo cambiario en las empresas. *Moneda*, 156, 14-18.
- CME Group. (2013). *Entendiendo los futuros sobre divisas*. Chicago, ILL: CME Group.
- Consejo Nacional de Competitividad, Ministerio de Economía y Finanzas (MEF). (2014). *Agenda de competitividad 2014-2018. Rumbo al Bicentenario*. Lima: MEF.
- Córdoba Padilla, M. (2015). *Finanzas internacionales*. Bogotá, D. C.: ECOE.
- Corvera Gálvez, L. & De Andrea Mazza, C. (eds.). (2012). *Cinco historias emprendedoras*. Lima: Poder Enterprise.
- De la Fuente, O. (2006). Riesgo y rendimiento. *Zona económica*. Recuperado de <http://www.zonaeconomica.com/mercadodecapitales/riesgo-rendimiento-liquidez>
- Eiteman, D. K., Stonehill, A. I. & Moffett, M. H. (2011). *Las finanzas en las empresas multinacionales* (12.ª ed.). México, D. F.: Pearson Educación.
- Expansión. (s. f.). Riesgo de tipo de cambio. *Expansión*. Recuperado de <http://www.expansion.com/diccionario-economico/riesgo-de-tipo-de-cambio.html>
- Fuentes, C. A. & Ríos, R. (2014). Non-explicit FOREX intervention: The role of the Central Reserve Bank in a dollarize economy and its effects on expectations from the “peso problem” perspective: The case of Peru. *Journal of Business Research*, 67(4), 558-566.
- Gestión. (2015, 24 de mayo). Persona que generó pérdidas por derivados en Alicorp ya no labora en la empresa. *Gestión* [Lima].
- Gitman, L. J. (2007). *Principios de administración financiera* (11.ª ed.). México, D. F.: Pearson Educación.
- Hidalgo Suárez, L. (2013, 30 de enero). Perú es el cuarto mejor país emergente del mundo para invertir. *Gestión* [Lima].
- Hull, J. C. (2014). *Introducción al mercado de futuros y opciones* (6.ª ed.) México, D. F.: Pearson Educación.

- Humala, A. & Rodríguez, G. (2009). *Foreign exchange intervention and exchange rate volatility in Peru* (Serie Documentos de Trabajo N.º 2009-008). Lima: BCR.
- InvertirForex. (2012). Volatilidad cambiaria. *InvertirForex*. Recuperado de <http://www.invertirforex.com/lecturas-de-interes/volatilidad-cambiari.htm>
- Kozikowski Zarska, Z. (2013). *Finanzas internacionales* (3.ª ed.). México, D. F.: McGraw-Hill.
- Lahura, E. & Vega, M. (2013). *Regímenes cambiarios y desempeño macroeconómico. Una evaluación de la literatura*. Lima: BCR / PUCP.
- Lengua Peña, R. (2013). Consideraciones iniciales sobre los procesos de emisión de deuda en el mercado de capitales internacional. *Derecho y Sociedad*, 41, 47-56.
- Linares, D., Ortiz Suárez, Y., Gámez Urbano, M. C. & López López, C. A. (2005). Bolsa de Valores de Nueva York. *Gestiopolis*. Recuperado de <https://www.gestiopolis.com/bolsa-valores-new-york/>
- López Álvarez, A. L. (2008). Introducción a la regulación de valores en los Estados Unidos. *Mercatoría*, 7(2), 1-85.
- Luna, M., Vega, H. & Castillo, P. (2015). Tendencias de las emisiones de bonos en el exterior de empresas en América Latina. *Estudios Económicos*, 30, 57-72.
- Luxembourg Stock Exchange & PricewaterhouseCoopers (PwC). (2014). *The Luxembourg Stock Exchange. A prime location for listing*. Luxemburgo: Luxembourg Stock Exchange / PwC Luxembourg.
- Magallanes Reyes, C. A. (2016). *Instrumentos financieros derivados. Contratos forward y swap en el Perú* (Informe Temático N.º 38/2015-2016). Lima: Congreso de la República.
- Magnier Villamil, G. (2014). *Mercados over-the-counter de productos derivados*. Madrid: Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales (Icade), Universidad Pontificia Comillas.
- Martín Mato, M. A. (2007). *Inversiones: instrumentos de renta fija, valorización de bonos y análisis de cartera*. México, D. F.: Pearson / Prentice Hall.
- Mendiola, A., Aguirre, C., Bendezú, G., Berrospi, A., Córdova, D. & Núñez del Prado, P. (2014). *Emisión de acciones de empresas peruanas en el mercado financiero internacional: factores de éxito, beneficios y riesgos* (Serie Gerencia para el Desarrollo 36). Lima: Universidad ESAN.

- Olarte, J. C. (2006). Incertidumbre y evaluación de riesgos financieros. *Scientia et Technica*, XII(32), 347-350.
- Opciones Binarias. (s. f.). Clases y características del mercado de derivados financieros. *Opciones Binarias*. Recuperado de <https://www.opcionesbinarias.site/clases-y-caracteristicas-del-mercado-de-derivados-financieros/>
- Osterwalder, A. (2004). *The business model ontology: A proposition in a design science approach*. Tesis de Doctorado en Informática de Gestión. Lausana: École des Hautes Études Commerciales, Université de Lausanne.
- Peschiera Mifflin, D. (2011). Emisión internacional de bonos para el financiamiento de proyectos. *Ius et Veritas*, 21(42), 132-148.
- Poder. (2015). Corporación Lindley. La conquista con sabor nacional. *Poder*. Recuperado de <https://poder.pe/2015/05/01/00125-corporacion-lindley-la-conquista-con-sabor-nacional/>
- Porter, M. (2008). *On competition*. Boston, MA: Harvard Business.
- PricewaterhouseCoopers (PwC). (2015). *Capital markets union. Integration of capital markets in the European Union*. Londres: PwC.
- Rey Álvarez, R. (2012). *Un paseo por los derivados financieros*. Tesis presentada para el Curso de Adaptación en Administración y Dirección de Empresas. León: Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, Universidad de León.
- Rodríguez Gómez, D. & Valldeoriola Roquet, J. (2009). *Metodología de la investigación*. Barcelona: Universitat Oberta de Catalunya.
- Romero Pérez, J. E. (2006). *Underwriting: contrato financiero moderno*. *Revista de Ciencias Jurídicas*, 109, 91-118.
- Ross, S., Westerfield, R. & Jaffe, J. (2012). *Finanzas corporativas* (9.ª ed.). México, D. F.: McGraw-Hill.
- Rossini, R., Quispe, Z. & Rodríguez, D. (2013). Flujo de capitales, política monetaria e intervención cambiaria en el Perú. *Estudios Económicos*, 25, 39-50.
- Salazar, R. (2006). *Decisiones de financiamiento internacional* (Materiales de curso). Lima: ESAN (m. s.).
- Scotiabank (2007). *Mecanismo de cobertura cambiaria. Forward de tipo de cambio*. Recuperado de <http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Informes-Especiales/Cobertura-Cambiaria-Scotiabank.pdf>

Semana Económica. (2016). S&P redujo perspectiva de Unacem de estable a negativa. *Semana Económica*. Recuperado de <http://semanaeconomica.com/article/sectores-y-empresas/industria/201899-sp-redujo-perspectiva-de-unacem-de-estable-a-negativa/>

Thorndike, T. (2015). *Emisiones internacionales de deuda bajo la Regla 144 A y la Regulación S*. [PPT]. Lima: Garrigues Perú.

Yin, R. K. (1984). *Case study research: Design and methods* (Applied Social Research Methods Series 5). Thousand Oaks, CA: Sage.

Portales electrónicos

Banco Central de Reserva del Perú

<http://www.bcrp.gob.pe>

Euromonitor Internacional

<http://www.portal.euromonitor.com/portal>

Superintendencia de Banca, Seguros y AFP

<https://www.sbs.gob.pe/principal>

Superintendencia del Mercado de Valores

<http://www.smv.gob.pe>

Sobre los autores

Alfredo MENDIOLA CABRERA

amendio@esan.edu.pe

Ph. D. en Management por la Cornell University, Ithaca, Nueva York, máster en Business Administration por la University of Toronto, magíster en Administración de Negocios (MBA) por la Universidad ESAN y bachiller en Ciencias con mención en Ingeniería de Sistemas por la Universidad Nacional de Ingeniería (UNI). Actualmente es profesor asociado del área de Finanzas, Contabilidad y Economía de la Escuela de Posgrado de la Universidad ESAN. Ha sido gerente de importantes empresas del medio y realizado consultoría en finanzas, análisis de inversiones, reestructuración empresarial y planeamiento para empresas de los sectores alimentos, bancario, minero, construcción y hotelero. Ha llevado a cabo diversos trabajos de investigación en su especialidad.

Carlos AGUIRRE GAMARRA

caguirre@esan.edu.pe

Profesor del área de Finanzas, Contabilidad y Economía de la Universidad ESAN, doctorando del Programa de Administración y Dirección de Empresas de la Universidad Complutense de Madrid, magíster en Finanzas por la Universidad ESAN, economista. Ha cursado programas de especialización en Finanzas, Regulación Económica de las Telecomunicaciones y Administración Bancaria, y programas intensivos (semanas intensivas) en la Florida International University (FIU, Miami), la Frankfurt Business School of Finance and Management (Fráncfort) y la Esade Business and Law School (Barcelona). Más de diez años de experiencia profesional en áreas financieras de empresas industriales y de servicios, así como en asesoría en financiamiento, reestructuraciones empresariales, evaluación de proyectos, valorización de empresas, proceso de compraventa de empresas, e implementación de sistemas de planeamiento y control de gestión. Asimismo, ha elaborado y expuesto exitosamente planes de reestructuración patrimonial en Indecopi.

Luis Antonio ALANYA VILLANTOY

luisalanyav@gmail.com

Magíster en Finanzas, con mención en Proyectos de Inversión por la Universidad ESAN y economista de profesión por la Universidad Nacional Agraria La Molina. Ha cursado estudios de maestría en Ingeniería Industrial con mención en Planeamiento y Gestión Empresarial en la Universidad Ricardo Palma. Cuenta

con un diplomado en Finanzas Corporativas y una especialización en asociaciones público-privadas, ambos por la Universidad ESAN; además ha llevado un curso de especialización en la Escuela de Posgrado en Negocios del Tecnológico de Monterrey (Egade Business School). Por más de diez años, se ha desempeñado en áreas de planeamiento financiero y proyectos de inversión tanto en el sector privado como en el sector público.

Christian Anthony VILLAR ALAYO

cvillar2311@gmail.com

Magíster en Finanzas con mención en Banca de Inversión y Estructuración Financiera por la Universidad ESAN y bachiller en Economía por la Universidad Nacional Mayor de San Marcos. Ha seguido un curso de especialización en la Escuela de Posgrado en Negocios del Tecnológico de Monterrey (Egade Business School) y un diplomado en Finanzas Corporativas en la Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas (UPC). En la actualidad forma parte de la plana docente del instituto de enseñanza superior IDAT.

Benilda María AMADO GUERRA

bamado.guerra@gmail.com

Magíster en Finanzas por la Universidad ESAN, contadora pública especializada en el área de Finanzas por la Universidad Nacional del Callao. Ha seguido estudios de especialización en Finanzas en la Pontificia Universidad Católica del Perú (PUCP). Con nueve años de experiencia en empresas de construcción, comercialización y de servicios, en los cinco últimos años sus responsabilidades han comprendido manejo de fondos de caja, control presupuestario, negociación con entidades financieras en búsqueda de financiamiento, y gestión con proveedores.

David Isaac PÉREZ-PALMA DÍAZ

david.perezpalma@gmail.com

Magíster de Finanzas con mención en Banca de Inversión y Estructuración Financiera por la Universidad ESAN e ingeniero industrial por la PUCP. Cuenta con más de seis años de experiencia en funciones relacionadas con control de gestión de plantas industriales, gestión de costos, gestión financiera y modelos ABC.

Creada para reflexionar sobre el Perú y sus posibilidades, la serie Gerencia para el Desarrollo comprende estudios y propuestas orientados a la generación de capacidades gerenciales para que los gestores públicos y privados conciban el desarrollo como un proceso sostenido de prosperidad y definan políticas idóneas. Cubre una amplia gama temática de carácter multidimensional, desde el fortalecimiento de capacidades institucionales en la gestión pública, que permita superar la lectura de corto plazo y aprovechar las oportunidades de la descentralización, hasta proyectos en los que se privilegie la construcción de visiones compartidas entre Estado, empresa y sociedad, capaces de movilizar los capitales sociales de una sociedad democrática.

Gerencia para el Desarrollo 73

ISBN: 978-612-4110-87-0



9 786124 110870