

**“LA UTILIZACIÓN DE LOS DERIVADOS FINANCIEROS EN EMPRESAS
EXPORTADORAS E IMPORTADORAS EN COLOMBIA”
TESIS**



**POR
NANCY MIREYA CETINA SANTAMARIA**

**MASTER EN COMERCIO Y FINANZAS INTERNACIONALES
UNIVERSIDAD DE BARCELONA
BARCELONA
2009/2010**

TABLA DE CONTENIDO

RESUMEN	4
INTRODUCCIÓN	8
1. GENERALIDADES DEL SISTEMA FINANCIERO COLOMBIANO	11
1.1. ANTECEDENTES	11
1.2. AUTORIDADES Y ENTIDADES.....	14
1.3. PRINCIPALES NEGOCIACIONES DE CAPTACION Y COLOCACIÓN	15
1.3.1. OPERACIONES DE CAPTACIÓN	15
1.3.2. OPERACIONES DE COLOCACIÓN	17
2. DERIVADOS.....	20
2.1. MARCO TEORICO.....	20
2.1.1. DEFINICIÓN.....	20
2.1.2. HISTORIA DE LOS DERIVADOS.....	21
2.1.3. FINALIDADES BÁSICAS DE LOS DERIVADOS	22
2.1.4. EL CONCEPTO DE RIESGO	23
2.1.5. PARTICIPANTES EN OPERACIONES CON DERIVADOS	29
2.2. FUTUROS.....	30
2.2.1. DEFINICIÓN.....	30
2.2.2. FORMA DE REALIZACIÓN.....	31
2.2.3. ELEMENTOS EN EL CONTRATO.....	34
2.3. FORWARDS	35
2.3.1 DEFINICIÓN.....	35
2.3.2. TIPOS DE FORWARD.....	35
2.3.3. DIFERENCIAS ENTRE CONTRATOS DE FUTUROS Y FORWARD	37
2.4. OPCIONES.....	38
2.4.1. DEFINICIÓN.....	38

2.4.2. TIPOS DE OPCIONES.....	38
2.4.3. POSICIONES EN OPCIONES	39
2.4.4. INFORMACIÓN SOBRE OPCIONES A TENER EN CUENTA.....	40
2.4.5. MERCADOS OTC PARA LAS OPCIONES.....	41
2.5. SWAPS.....	41
2.5.1. DEFINICIÓN.....	41
2.5.2. TIPOS DE SWAPS.....	41
3. MERCADO DE DERIVADOS EN COLOMBIA	42
ESTADÍSTICAS DE NEGOCIACIÓN	42
3.3. EMPRESAS REPRESENTATIVAS.....	43
3.3.1. GRUPO EXITO	43
3.3.2. GRUPO NACIONAL DE CHOCOLATES	53
3.3.3. ECOPETROL	60
3.3.4. EPM	63
3.3.5. CEMENTOS ARGOS.....	64
3.3.6. AVIANCA.....	66
3.3.7. ISA.....	66
4. OTROS ASPECTOS COLOMBIANOS	68
4.1. LEGISLACION COLOMBIANA.....	68
4.1.1. PRINCIPIO DE LA BUENA FE	68
4.1.2. NORMATIVIDAD COLOMBIANA.....	69
5. CONCLUSIONES	70
6. FUENTES DE CONSULTA	73
6.1.1 FUENTES BIBLIOGRÁFICAS	73
6.1.2 FUENTES DE INTERNET	74
6.1.3. OTRAS FUENTES	75

“LA UTILIZACIÓN DE LOS DERIVADOS FINANCIEROS EN EMPRESAS EXPORTADORAS E IMPORTADORAS EN COLOMBIA”

RESUMEN

La principal labor del Sistema de Financiero de un país es la de proveer los recursos necesarios para que la economía de ese país pueda evolucionar mediante la colocación de dineros, que previamente ha captado del público hacia quienes desean hacer inversiones productivas; mediante la figura de intermediación financiera.

En el primer capítulo se presenta el marco teórico sobre el sistema financiero Colombiano, son definidos aspectos elementales como los antecedentes describiendo un recorrido básico por el tiempo donde se identifican los inicios de algunas Instituciones o la evolución de ciertos procesos de banca; las Autoridades y Entidades que conforman el sistema, presentando su campo de acción y una descripción detallada de las diferentes actividades de captación y colocación que se manejan de forma regulada en Colombia.

Para nuestro tema de Investigación, es necesario hacer énfasis en la teoría básica de las operaciones con derivados que han evolucionado la forma de negociar, disminuir el riesgo de inversión y han ofrecido mayor eficiencia en la labor de intermediación financiera facilitando por ende el mejor desempeño de la economía, se desarrolla en el capítulo dos, la teoría básica de los productos derivados financieros, tema de nuestro estudio; futuros, forwards, opciones y Swaps.

En el tercer capítulo se escogieron siete empresas Colombianas que tienen

reconocimiento a nivel Nacional e Internacional, se destacan por mantenerse como importantes fuentes generadoras de empleo, por ser estrategias en la visión de internacionalización y de futuro, por aceptar retos que definitivamente las han llevado a mantenerse entre los grandes o a ingresar al grupo.¹

El Grupo ÉXITO, que en la última década se quedó con Cadenalco y Carulla, dejó de estar en territorio paisa para hacer presencia a nivel nacional e internacional con su socio francés, el Grupo Casino.

Grupo Nacional de Chocolates, en esta década se internacionalizó el Grupo Nacional de Chocolates, en su periodo de mayor expansión, de las fusiones y adquisiciones. Entró al selecto club de las nuevas multinacionales de América Latina.

ECOPETROL, La década que acaba de pasar podría ser considerada como la del 'renacimiento' para Ecopetrol, la compañía más grande del país. Esta compañía decidió retarse y buscar petróleo a nivel mundial, cambió su esquema de funcionalidad y abrirle las puertas a la inversión privada.

Empresas Públicas de Medellín, se convirtió en el principal grupo de servicios públicos de Colombia y logró un lugar de privilegio en el 'ranking' empresarial del país. Atiende cerca del 25% de la demanda energética del país, gracias a las 15 centrales de generación de su propiedad, lo que equivale al 19% de capacidad nacional instalada.

Cementos Argos, esta es la historia de cómo una empresa colombiana se convirtió en el coloso del cemento y del concreto en el Caribe, Centro y Suramérica.

Aprovecho la recesión de los años 90 para comprar cementeras y tomar su mercado, delimitó su estrategia a la región del Caribe donde promete mejor

¹ Revista Semana. El Top de las 10, Una década de Estrategias. 24 de abril 2010
<http://www.semana.com/noticias-especiales/100-empresas-grandes-colombia-900-siguientes/137958.aspx>

desarrollo, compró algunos barcos que le permitieran garantizar la movilización de su carga e hizo alianzas internacionales y se dedicó a aprovechar los tiempos malos de otros.

Avianca, empezó el siglo al borde de la quiebra. Hoy es una de las aerolíneas más importantes de Latinoamérica. Esta es una de las transformaciones empresariales más profundas en Colombia. Su estrategia estuvo basada en las alianzas, compra de aviones y edificio, disminución de costos, nuevas políticas de servicios, cambio de cúpula directiva y un excelente inversionista visionario, **Germán Efromovich**.

ISA, ya no es solo una compañía que transmite energía: las carreteras, las telecomunicaciones y la administración de sistemas están ahora en el portafolio. Una nueva apuesta en la que la palabra clave es diversificar. La estrategia de inversión de ISA traspasó las fronteras del sector energético. Ahora invierte en infraestructura en general. Conquistó mercados latinoamericanos y su proyección es inmensa.

La información mostrada fue tomada de los informes de gestión presentados por cada una de ellas en su página de Internet y se anuncia sólo la parte señalada aunque se ofrece la fuente primaria de información para futuras consultas.

Se han extraído algunas premisas que permiten conocer en que medida estas empresas han implementado la utilización de derivados financieros para su manejo del riesgo o inversión.

Como parte complementaria a este capítulo se presentan importantes aportes de empresarios y personajes representativos que nos dan de forma implícita las razones que han tenido las empresas Colombianas para decidir utilizar o no los derivados financieros.

Es necesario conocer la normatividad legal en la que se rigen las empresas en Colombia, en el tema de los derivados financieros, dado que las empresas se

mueven de acuerdo a su normatividad vigente, en el cuarto capítulo se describe la reglamentación legal vigente.

En el capítulo cinco, se presentan las conclusiones obtenidas del trabajo realizado y en el último capítulo se relacionan las fuentes de consulta utilizadas para nuestro objetivo.

INTRODUCCIÓN

Es claro que no existe ningún arte o ciencia que no se haya visto afectado en forma positiva, negativa o ambas, por los grandes desarrollos tecnológicos. Particularmente el rápido avance en las comunicaciones que en el caso concreto de las finanzas, han facilitado la incursión de nuevos tipos de negociaciones a nivel mundial, de los cuales Colombia no ha sido la excepción.

La resistencia al cambio, rasgo característico de la humanidad, ha sido la causa de muchas tardanzas a nivel de descubrimientos, inventos y formas de hacer; en este caso a cambios en las finanzas o en la forma de manejarlas que requieren de un proceso de formación y concientización, que es reconocido en primera medida por las entidades financieras de un país y que las empresas de los demás sectores van implementando de acuerdo a la importancia que le den a este proceso.

Según los informes generados por el Banco de la República sobre el comportamiento de las operaciones mensuales de derivados, en diciembre del año 2003 el monto pactado en operaciones de compra en el mercado de forward por el sector financiero fue de US \$1830.4 millones de dólares y para diciembre del 2008 este valor ascendió a US \$5877.9 millones; igualmente pasó con las operaciones de venta que pasaron de US\$ 1302.1 a US\$9059.0 respectivamente². Como lo vemos en el sector financiero, una economía emergente como la colombiana, con una volatilidad relativamente alta en sus mercados financieros, se presenta como un escenario natural para el uso de derivados como instrumentos de cobertura (hedging).

Las empresas Colombianas que operan internacionalmente sienten en forma directa

²Informe mensual de operaciones de derivados. http://www.banrep.gov.co/informes-economicos/ine_inf_opderi.htm#2008

los impactos de esta volatilidad donde el manejo del riesgo se hace cada vez mas importante y necesario; En este sentido, los derivados financieros se constituyen en instrumentos fundamentales para cubrirse ante el riesgo originado en fluctuaciones en la tasa de cambio e interés y variaciones en los precios de bienes reales. Sin embargo, aunque parezca ser obvio lo que hay que hacer, muchas empresas del sector real no hacen uso de estos instrumentos de cobertura, como lo hacen las empresas financieras del país.

En este trabajo se pretende valorar y analizar el incremento en la utilización de los derivados financieros por las Empresas Exportadoras e importadoras en Colombia y cuáles pueden ser las razones por las cuales estas empresas determinen utilizarlos o no para manejar su riesgo financiero.

Este tema es relativamente nuevo para los profesionales financieros en este país, en donde las academias lo introdujeron en las nuevas generaciones y han resaltado la importancia del manejo del riesgo y práctica de la inversión; pero la mayoría, tanto las nuevas generaciones como las pasadas conocen su teoría básica pero no se han enfrentado a la realidad; las empresas solicitan profesionales con experiencia en estas actividades, pero tal vez no se han dado cuenta que ellas mismas no tienen experiencia y que aunque se tenga la teoría es necesario implementar la práctica.

Este tema lo he escogido porque deseo tener el saber suficiente para tomar decisiones sobre lo que conviene o no para la economía y las finanzas de mi país y de sus empresas, para conocer cuales han sido las razones para que algunas empresas de mi país manejen herramientas de uso internacional y otras simplemente se queden en lo básico y aplacen o desistan de implementar filosofías o conductas que otros países han utilizado; seria lamentable que el desconocimiento fuera el que manejara las finanzas de las empresas mas representativas y que perdieran estabilidad ante un mercado o una economía por no tener la capacidad de decidir soportada en un conocimiento pleno.

El crecimiento en la utilización de derivados financieros en el mundo ha sido exponencial y se espera que Colombia, a pesar de contar con un mercado relativamente subdesarrollado, siga por la misma senda.

“Jamás negociemos con miedo, pero jamás temamos negociar.”

1. GENERALIDADES DEL SISTEMA FINANCIERO COLOMBIANO

1.1. ANTECEDENTES

La primera Institución financiera creada en el País, promovida por grandes empresarios y hacendados con la facultad de emitir billetes fue el Banco de Bogotá a finales del año de 1870, antes de este se crearon bancos que no tuvieron mucha influencia sobre la vida económica nacional y desaparecieron sin dejar huella.

Cinco años mas tarde se crea el Banco de Colombia, en ese momento fue catalogado como la entidad líder en la promoción del ahorro entre los colombianos, atendiendo a mas de un millón de personas.

Estas dos entidades ayudaron al éxito de la banca libre, ya que fueron bancos muy influyentes y estuvieron muy bien administrados, absteniéndose de adelantar actividades de tipo especulativo.

Entre 1870 y 1886, Colombia vivió una era de banca libre muy exitosa. En este periodo se crearon un total de 34 bancos privados, mas que en cualquier otro período de la etapa inicial de la banca en Colombia y probablemente mas que cualquier otro período de nuestra historia económica.

Para las dos primeras décadas del siglo XX se evidenció un gran desorden monetario: se emitía dinero sin control, las reservas de los bancos estaban dispersas, se carecía de un sistema formal de garantías y de respaldo gubernamental para los bancos, por esto era necesario darle solidez y estabilidad a la moneda y al crédito mediante un banco central sólido y consistente.

Para el año de 1923 el Presidente Pedro Nel Ospina contrató un grupo de expertos

dirigido por el profesor Edwin Walter Kemmerer, que mas tarde llamo la Misión Kemmerer. La primera actividad de esta misión fue el estudio de nuestra realidad económica mediante el contacto y discusión con cámaras de comercio, sociedades de agricultores y agentes oficiosos regionales.

A partir de este año, el Sistema Financiero adquiere una dinámica muy similar a la que se tiene en la actualidad, por la normatización que se hace a partir de la ley 45 de 1923 y por la creación del Banco de la República y el sistema de Banca Central que libera a la banca privada de la emisión de dinero. Con la misma Ley 25 de 1923 también surgen entidades como la Superintendencia Bancaria y la Contraloría General de la Nación.

En 1928 nace la Bolsa de Bogotá.

En 1929, a raíz de la gran recesión, los bancos afrontaron una aguda crisis de liquidez que ocasionó la disminución de sus patrimonios, se detuvo el crédito externo para los bancos, aumentó la cartera vencida, disminuyó el valor de los activos y la división del sistema financiero en mercados de corto y largo plazo desapareció. En los años 30 y para sacar de la crisis al sistema, el estado adoptó un sistema de banca especializada en el que sobresalían tres tipos de entidades:

Banca Comercial: Necesidades financieras de comercio en general o relacionado con el corto plazo.

Banca agraria e industrial: Servía a estos dos sectores, en este marco se creó la Caja Agraria.

Banca hipotecaria: Orientada a la construcción, se creó el Banco Central Hipotecario (BCH).

Entre los años 1940 y 1970, se suministró el capital inicial para la creación del Instituto de Fomento Industrial (IFI) mediante el decreto 1157 de 1940 y se capitalizó el Instituto de crédito Territorial (ICT) según la Ley 200 de 1939, también se permitió la creación de un nuevo tipo de entidades financieras privadas, complementarias de la banca pública de fomento: Las sociedades de capitalización, dedicadas a promover la formación de capitales destinados a la inversión productiva.

Durante este período, a raíz del modelo de sustitución de importaciones que exigía un apoyo financiero en créditos baratos de largo y mediano plazo, al Banco de la República le fueron asignadas funciones de desarrollo económico a través de las líneas de crédito especiales administradas por las entidades financieras, los encajes y las tasas de interés.

En la década de los 70 se dan los primeros pasos hacia la liberación financiera, en 1972 se crean las Corporaciones de Ahorro y Vivienda (CAV), que ampliaron la participación del sector privado en el sector financiero, tendientes al desarrollo de la construcción mediante proyectos masivos.

En los años 80, después de un período de auge, la economía nacional cayó; los grupos económicos luchaban por el dominio de las empresas comerciales e industriales, en un entorno enmarcado en la ausencia de regulación estatal. Además los problemas de liquidez y disminución del patrimonio de varias entidades quebrantaron la confianza del público; debido a la intervención del estado, la crisis no prosperó.

En 1990 se expidió la Ley 45 de reforma financiera por la cual se expiden normas en materia de intermediación financiera, se regula la actividad aseguradora, se conceden unas facultades y se dictan otras disposiciones.

Para el siglo XXI el Sistema Financiero Colombiano ha establecido cambios en las normas que reglamentan las funciones específicas de todas sus Instituciones; una de las mas importantes fue la fusión de la Superintendencia Bancaria de Colombia con la Superintendencia de Valores, la cual se denomina Superintendencia Financiera de Colombia. La dirección de ésta estará a cargo del Superintendente Financiero. Formarán parte de la estructura, el Comité Consultivo de la Superintendencia Financiera, el Comité de Coordinación para el seguimiento al sistema financiero y el Consejo asesor.

1.2. AUTORIDADES Y ENTIDADES

Establecimientos de crédito

De acuerdo a la ley 45 de 1990 artículo 92:

Para los efectos de la presente Ley se consideran establecimientos de crédito las instituciones financieras cuya función principal consista en captar en moneda legal recursos del público en depósitos a la vista o a término, para colocarlos nuevamente a través de préstamos, descuentos, anticipos u otras operaciones activas de crédito.

Los establecimientos de crédito comprenden las siguientes clases de instituciones financieras:

Establecimientos Bancarios: Son establecimientos, bancarios las instituciones financieras que tienen por función principal la captación de recursos en cuenta corriente bancaria, así como también la captación de otros depósitos a la vista o a término, con el objeto primordial de realizar operaciones activas de crédito.

Corporaciones financieras: Aquellas instituciones que tienen por función principal la captación de recursos a término, a través de depósitos o de instrumentos de

deuda a plazo, con el fin de realizar operaciones activas de crédito y efectuar inversiones, con el objeto primordial de fomentar o promover la creación, reorganización, fusión, transformación y expansión de empresas, en los sectores que establezcan tus normas que regulan su actividad.

Compañías de financiamiento comercial: Las instituciones que tienen por función principal captar recursos mediante depósitos a término, con el objeto primordial de realizar operaciones activas de crédito para facilitar la comercialización de bienes o servicios.

Corporaciones de ahorro y vivienda: Aquellas instituciones que tienen por función principal la captación de recursos para realizar primordialmente operaciones activas de crédito hipotecario de largo plazo, mediante el sistema de valor constante.

Cooperativas de grado superior de carácter financiero: Actualmente existentes tienen por función la captación de recursos del público y la realización primordial de operaciones activas de crédito de acuerdo con el régimen legal que regula su actividad y se considerarán establecimiento de crédito para los efectos de esta Ley.

1.3. PRINCIPALES NEGOCIACIONES DE CAPTACION Y COLOCACIÓN

1.3.1. OPERACIONES DE CAPTACIÓN

Son las que permiten recibir, captar o recolectar recursos del público y hacen parte de su pasivo, en contraprestación se liquida un rendimientos generado por una tasa de interés establecida.

Depósitos en cuenta corriente

Es una cuenta en donde los recursos son propios del titular de la cuenta y le

permite hacer depósitos o retiros en el momento que lo desee. El dinero circula de forma regular o constante en esta clase de cuenta y por esto recibe el nombre de corriente.

Los desembolsos se hacen por medio de un cheque, que es un documento valor donde la persona dueña de la cuenta corriente lo extiende a otra como beneficiario sin necesidad de la presencia del titular de la cuenta.

La ventaja principal de esta cuenta es que la custodia está a cargo del banco y el titular de la cuenta tiene su dinero disponible sin reservas.

Los bancos utilizan este tipo de contratos para captar el mayor volumen de recursos que utilizan en sus operaciones de colocación, son la modalidad mas frecuente de relación entre el cliente y los bancos por la ventaja de la liquidez inmediata sobre los aportes consignados y constituyen para ellos la mayoría de sus pasivos; en esta modalidad el banco no paga intereses a los titulares por lo tanto son recursos relativamente baratos.

Certificados de depósito a término (CDT)

Es un certificado expresado en pesos, que respalda un depósito y que se redime en un plazo acordado entre la entidad y el cliente, generando unos rendimientos causados de acuerdo a la tasa de interés pactada.

Los CDT como papeles de renta fija son documentos que en gran medida contribuyen a aumentar los niveles de disponibilidad monetaria en las entidades, razón por la cual dan lugar a que estos estén promoviendo su adquisición.

Depósito de cuenta de ahorros

Es una cuenta en donde los recursos son propios del titular y permite el depósito irregular de dinero con intereses y así mismo el retiro total o parcial de su saldo, la finalidad de este depósito es contratar la conservación, el incremento, custodia y manejo de los recursos al banco.

El instrumento típico utilizado para en manejo de las cuentas de ahorro es la tarjeta que posee una banda magnética al reverso que guarda la información acerca del saldo que posee el titular y le permite realizar operaciones activas (incrementar el saldo), pasivas (disminuir el saldo) o neutras (no disminuyen ni aumentan el saldo).

Los recursos captados mediante cuentas de ahorro son mas atractivas para las entidades bancarias que los logrados mediante cuentas corrientes ya que tienen un tratamiento especial en el encaje, que favorece la rentabilidad de los recursos así captados.

Bonos

Son títulos valor de contenido crediticio que incorpora los derechos del titular de una fracción de un crédito colectivo constituido a cargo de la sociedad creadora. Los bonos representan la participación individual de cada tenedor de un crédito colectivo.

Los bonos son documentos representativos de deuda de la entidad que los emite, deuda que queda expresamente pactada en términos de su cuantía, su duración, la manera de pagarla, los intereses que pagará a los acreedores y la periodicidad de dicho pagos. Los bonos no representan propiedad de la entidad que los emitió y por ello no existen derechos para los tenedores, diferentes a los estipulados en el contrato de deuda.

1.3.2. OPERACIONES DE COLOCACIÓN

Por medio de la colocación se pone dinero a circular en la economía, es decir, los bancos generan nuevo dinero a través de créditos que ponen a disposición de personas, empresas u organizaciones con el objetivo de cobrar intereses y

comisiones.

Créditos en moneda nacional

Constituye un perfeccionamiento de los cambios, pues implica la sustitución temporal de la moneda material por una prenda moral (la confianza).

El crédito supone un capital existente por parte de la entidad que lo otorga y una garantía de restitución por parte del prestatario, deudor o cliente. Esta garantía puede ser moral (cualidades personales, honradez y trabajo) o real (bienes muebles o inmuebles). La garantía personal no excluye a la real y viceversa, exigiéndose con frecuencia ambas.

Créditos comerciales: Es aquel donde uno de los bienes que da inicio a la operación de crédito está constituido por mercancías o servicios.

Excluyendo los créditos clasificados como de consumo, bancarios o hipotecarios son todas aquellas operaciones activas de crédito incluida la venta de activos a plazos otorgados por la entidad.

Créditos de consumo: Es el que una empresa concede a su clientela al entregarle productos o servicios a cambio de recibir su valor, con o sin interés pactado u oculto, en una fecha futura y no en el acto de la entrega del bien o de la prestación del servicio.

Es importante observar que la operación de crédito puede realizarse con un interés pactado u oculto. En otras palabras, el interés que se recibe como consecuencia del aplazamiento del pago puede figurar con toda claridad en el convenio de la venta a crédito, o puede ocultarse bajo la forma de un aumento de precio del artículo.

Créditos hipotecario: Son aquellos que se otorgan para adquisición, construcción, reparación, ampliación, mejoramiento y subdivisión de vivienda propia, así como

para la adquisición de lotes con servicios, siempre que en uno u otro caso estén amparados con garantía hipotecaria, sea que tales créditos se otorguen por el sistema o a través del sistema de valor constante.

Créditos en moneda extranjera

Cartas de crédito: Es un acuerdo mediante el cual, a petición y de conformidad con las instrucciones del cliente, un banco o corporación financiera se compromete directamente o por intermedio de un banco corresponsal en el exterior a efectuar el pago de una mercancía a un beneficiario hasta por una suma determinada de dinero (o a pagar, aceptar o negociar letras de cambio giradas por el beneficiario), contra la prestación de los documentos estipulados y de conformidad con los términos y condiciones establecidos.

Se utilizan como instrumentos de pago y garantía en un amplio rango de transacciones internacionales. Una vez abierta la carta de crédito el establecimiento asume su compromiso directo de pagar al beneficiario siempre y cuando éste cumpla con las condiciones y requisitos pactados en el crédito.

La condición para la expedición de una carta de crédito, radica siempre en un contrato de compra venta, con un proveedor en el exterior, anterior o simultáneo a la misma. Mediante la carta de crédito se pretende, por una parte garantizar al vendedor el pago de lo vendido mediante la interposición de la solvencia y seriedad del establecimiento de crédito, y por otra parte, pretende garantizar al comprador que los pagos se harán conforme a las instrucciones que éste imparta al emisor y a las condiciones que señalen en la carta de crédito. Esto no equivale a una garantía de calidad ni tampoco es un sistema que ofrezca protección significativa en caso de un verdadero fraude.

Cobranzas documentarias: Sirven como un sistema de operación en el comercio de

exportación e importación, aunque igualmente se utilizan de modo interno, en las ventas de una plaza a otra. Los documentos que de ordinario se emplean en el comercio internacional son las facturas comerciales y las facturas de aduana, certificados de origen, de valor de sanidad, conocimientos de embarque, etc. que constituyen en general los documentos en poder del tenedor de la letra, quien no hace su entrega sino contra su pago, en los casos de vencimiento a la vista, es decir cuando no se ha otorgado crédito, o contra la aceptación de la letra, con distinta forma de vencimiento, según los términos del crédito concebido.

Generalmente la serie de documentos especializados llamados “cobranzas” son los necesarios para cumplir un negocio de compra venta de mercancías en el comercio de importación y exportación.

2. DERIVADOS

2.1. MARCO TEORICO

2.1.1. DEFINICIÓN

Un producto derivado se define como un instrumento cuyo valor depende o se “deriva” del valor de un bien denominado subyacente. Un bien subyacente puede ser una materia prima cuyo precio se cotea en los mercados internacionales (commodity), como el trigo, el oro o el petróleo, o bien algún instrumento financiero, como los títulos accionarios, índices, monedas (tipos de cambio) o un instrumento de deuda.

Los beneficios de los derivados son tan amplios como el conjunto de necesidades que satisfacen y las variaciones de estrategias financieras tradicionales que permiten ejecutar. Desde la perspectiva de la economía en conjunto, los derivados amplían los grados de libertad que ofrece la tecnología financiera, aumentando así la eficiencia del proceso de intermediación financiera y facilitando

por ende el mejor desempeño de la economía.

2.1.2. HISTORIA DE LOS DERIVADOS

La historia registra que desde el siglo XII algunos vendedores negociaban sus productos utilizando las letras de cambio o contratos que prometían entregar los productos en tiempos futuros; desde los orígenes de la humanidad tanto vendedores (ofertantes) como compradores (demandantes) han generado estrategias para eliminar el riesgo y asegurar la estabilidad de los suministros o un precio de pago por ellos.

Así mismo lo hacían en el siglo XVII los japoneses feudales negociando arroz en el mercado Cho.ai.mai (mercado de arroz a plazo); este mercado sufría constantemente fluctuaciones en los precios dependiendo de una buena o mala cosecha cada año, el mercado de futuros consistía en fijar por anticipado el valor del arroz para garantizar el precio a los agricultores y avalar el suministro estable de alimentos, lo que posibilitó la alimentación de gran cantidad de personas y favoreció así el crecimiento de la población japonesa.

El crecimiento del mercado de los derivados financieros se intensificó en los años de 1980 y 1990 en los mercados agrícolas, de metales (en el sector minero) y más recientemente monedas, acciones y bonos el uso de contratos futuros ha sido una forma de protección contra el riesgo de variación de precios.

Los productos derivados se operan tanto en mercados organizados como en los mercados extrabursátiles, denominados Over the Counter (OTC).

El mercado organizado mas antiguo es el Chicago Board of trade (CBOT) que inició operaciones en 1848, para operar principalmente contratos estandarizados de futuros sobre granos. Asimismo en 1919 nació Chicago Mercantile EXtrange, que a partir de 1973 se especializó en listar contratos de futuros y opciones financieros (monedas e instrumentos de deuda, principalmente). En 1973 inició operaciones

también el Chicago Board of options EXtrange (CBOE) para operar contratos de opciones sobre acciones e índices de acciones.

Los contratos de opciones se han usado desde el siglo XVII con tulipanes en Holanda, los comerciantes compraban opciones de compra o Calls cuando querían asegurarse de que podrían incrementar sus inventarios si los precios subían. Estas opciones daban el derecho pero no la obligación de comprar tulipanes a un precio preestablecido. Otros buscaban protección si los precios bajaban mediante la compra de opciones de venta o put, que daban el derecho pero no la obligación de vender tulipanes a un precio previamente acordado. Los vendedores de las opciones de tulipanes asumían sus riesgos a cambio de quedarse con la prima pagada por los compradores de estas opciones.

El primer esfuerzo por aplicar las matemáticas a la valuación de opciones fue de Louis Bachelier en 1900, sin embargo, fue hasta 1960 que algunos académicos trataron de encontrar un modelo de valuación de opciones adecuado. Fisher Black (físico - matemático doctorado en Harvard), Mylon Acholes (doctorado en la Universidad de Chicago) y Rober Merton (profesor de matemáticas de MIT fueron quienes en 1970 determinaron el modelo mas conocido para valuar opciones financieras.

Ficher Black y Myron Acholes publicaron en 1973 en la revista The Journal of Political Economy, después de varios intentos para su publicación, el cual se convirtió en una de las piezas de investigación más importantes en el mundo de la finanzas internacionales. Ese trabajo obtuvo el Premio Nobel de Economía en 1997.

2.1.3. FINALIDADES BÁSICAS DE LOS DERIVADOS

Cobertura de riesgos (hedging): Los derivados financieros son útiles para el agente económico que desea mitigar o cubrir el riesgo de variaciones o cambios adversos

en los precios de los activos que dicho agente tiene en el mercado de contado o de físicos

Especulación: En este caso el agente económico no desea reducir o cancelar riesgos. Por el contrario, el especulador realiza una apuesta direccional en los movimientos del precio de un producto derivado para obtener una ganancia o rendimiento acorde con el riesgo que asume. Esta actividad es muy útil en los mercados organizados, ya que a mayor número de especuladores, mayor liquidez.

Arbitraje: Consiste en realizar una operación en los mercados financieros para obtener una ganancia a valor presente sin riesgo, aprovechando alguna imperfección detectada en dichos mercados. El arbitraje más simple consiste en comprar y vender simultáneamente un mismo activo en dos mercados distintos, para asegurar una utilidad (la imperfección consiste en que el activo de referencia podría tener dos precios diferentes en sendos mercados).

2.1.4. EL CONCEPTO DE RIESGO

Una de las finalidades de utilizar un instrumento financiero como el de los derivados es mitigar o cubrir el riesgo de variaciones o cambios adversos en los precios de los activos que dicho agente tiene en el mercado; pero uno de los aspectos principales de la gestión de los Instrumentos financieros derivados es la gestión de sus riesgos.

Los derivados soportan, por lo tanto, los mismos riesgos que los restantes instrumentos financieros (préstamos, cuentas a cobrar, depósitos, acciones, etc.) y en general de sus subyacentes.

Los riesgos más importantes a los que se enfrenta una entidad en la actividad de instrumentos financieros derivados son:

Riesgo estratégico

La operatividad de los derivados financieros debe responder a una estrategia de negocio que plantea la obtención de unos determinados objetivos. Desde un punto de vista amplio pueden referirse a beneficios según las diferentes modalidades de utilización, cuota de mercado, base de clientes, diseño de productos, desarrollo de sistemas, etc.

Cuando hay una desviación negativa de estos objetivos y no se obtiene lo que se tenía previsto hablamos de un riesgo estratégico el cual es importante darle tiempo de maduración ya que los resultados no son inmediatos y cualquier estrategia necesita un determinado tiempo para implementarse y para que se pueda observar resultados.

- Riesgo de mercado

Los derivados soportan riesgos de mercado en el sentido de que su precio puede cambiar con un efecto adverso sobre el valor del instrumento. Los factores de riesgo que influyen sobre el valor razonable, sea el precio de mercado o el obtenido por un modelo de valoración, son muy diversos y dependen básicamente de la naturaleza de cada contrato.

En los derivados sobre tipos de interés los principales factores de riesgos son los tipos de interés cupón cero, los tipos de interés de las referencias utilizadas en el contrato, las correlaciones entre los diferentes tipos de interés, pero también los desplazamientos de las curvas de los tipos y los cambios de la pendiente de la curva.

En los derivados sobre acciones y divisas los principales factores de riesgo de mercado son los precios de los subyacentes y las correlaciones entre subyacentes. En el caso de las opciones también son factores de riesgo los tipos de interés y los

cambios en la volatilidad del subyacente.

- Riesgo de liquidez

El riesgo de liquidez es el riesgo de pérdidas debidas a:

- a. La imposibilidad de cumplir con una obligación de pago por la dificultad para obtener la liquidez para reponer márgenes y garantías, o
- b. La imposibilidad de tomar una posición en derivados por la ausencia de mercado o por cambios muy grandes en los precios.

El riesgo de liquidez está presente tanto en los mercados organizados como en los mercados OTC, pero la intensidad y modalidad es diferente. En los mercados organizados es más acuciante la necesidad de disponer de liquidez para reponer márgenes y entregar garantías, mientras que las tensiones y dificultades para abrir y cerrar posiciones son más frecuentes en los mercados OTC. Se denomina “riesgo de liquidez de fondeo” el riesgo originado por las dificultades de financiación y “riesgo de liquidez de mercado” el riesgo originado por las dificultades para comprar y vender derivados en los mercados se vacían de contrapartes. Los gestores deben analizar, evaluar, limitar y controlar estos dos riesgos de liquidez.

- Riesgo de crédito

El riesgo de crédito en los instrumentos derivados es la pérdida que pueden producirse por incumplimiento de la contraparte. Es muy importante la distinción del riesgo de crédito soportado en instrumentos negociados en mercados organizados del riesgo de crédito soportado en instrumentos negociados en mercados OTC. En el primer caso, suponiendo que se cumplen los requerimientos de garantías y que estas están adecuadamente calculadas, el riesgo de contraparte se supone marginal. En el segundo caso, mercados OTC, el riesgo de crédito es relevante, aunque pueden adoptarse convenios de aportación de garantías y de compensación de pérdidas. En el caso de la aportación de garantías ha de verificarse se eficacia legal y financiera.

- Riesgo operacional

El conjunto de los riesgos operacionales es bastante amplio, pero vamos a referirnos únicamente a los que son más relevantes en el caso de los derivados:

- a. Sistema de registro: Es muy relevante que el sistema de registro sea capaz de seguir la evolución de la operación a lo largo del tiempo y mantener sin agregar operaciones que tienen sentido individual como las estrategias de negociación o las operaciones de cobertura. También es necesario el desarrollo de una contabilidad interna para el seguimiento de los resultados de las operaciones de negociación, la medición y el control de los riesgos y el cumplimiento de los límites. El diseño del sistema de registro de las operaciones con derivados es una pieza clave en el ámbito del riesgo operacional.
- b. Riesgo de modelo: Tanto en el campo de la valoración de los derivados como en la medición de los riesgos, y en particular el de mercado, es práctica habitual la utilización intensiva de modelos. El riesgo operacional se genera por la discrepancia entre los resultados que proporcionan los modelos y los comportamientos observados. Esta diferencia puede estar originada por errores en las hipótesis que gobiernan los precios y/o en errores en la estimación de los parámetros de los modelos.
- c. Sistema de límites: Los límites son reglas operativas de enorme trascendencia. Deben fijarse con la máxima implicación de los administradores y son, deben ser, leyes internas de obligatorio cumplimiento. Por eso su determinación es un proceso complejo que incluye elementos técnicos relacionados con los modelos de medición de riesgo, decisiones estratégicas sobre el grado de exposición que se supone aceptable y una componente negociadora interna para buscar el máximo consenso

entre las partes implicadas, fundamentalmente áreas de negocios y áreas de control. Los riesgos operacionales se refieren a eventos que se derivan de la ausencia de límites, errores en su determinación por defecto o por exceso, incumplimiento, falta de firmeza en la corrección de los incumplimientos, continua renegociación interna de los límites y falta de precisión en la definición de los límites.

- d. Sistema de información de gestión: Las funciones asociadas a la gestión de los derivados, desde un enfoque amplio de gestión, son las actividades de identificación, el control interno, la medición de la rentabilidad, la realización y el análisis de las coberturas y la realización de los planes de negocio. Todas estas funciones necesitan sistemas de información específicos según la naturaleza de cada función y según las necesidades de cada usuario de información. Los riesgos operacionales aparecen cuando existen errores, retrasos, lagunas en los diferentes sistemas de información, o cuando los informes no son utilizados adecuadamente o son realizados de forma burocrática y rutinaria. También existe el riesgo de la falta de unidad de la información, es decir, distintos centros que elaboran información con datos diferentes sobre un mismo fenómeno.
- e. Riesgos legales: En el contexto de los derivados es especialmente relevante en las transacciones de las entidades con los clientes. Hay numerosas experiencias de conflictos legales en la interpretación de los contratos cuando la liquidación es desfavorable para los clientes. También en las transacciones en los mercados mayoristas se han generado conflictos de interpretación, como, por ejemplo, en el segmento de los derivados de crédito, donde los contratos son complejos por la naturaleza de los eventos de crédito. Otros casos de riesgo legal están situados en la interpretación fiscal de los beneficios obtenidos mediante la utilización de opciones como remuneraciones a los empleados (stock options).

- f. Debilidades en la capacitación de las personas relacionadas con los derivados: Una fuente de riesgo operacional está en los errores que se pueden originar por deficiencias en la formación y capacitación de las personas que llevan a cabo las tareas de registro, operativa de mercado, comercialización, valoración, medición de riesgos y contabilización de los derivados. La inadecuada comprensión de los instrumentos, los contratos, los modelos de valoración y riesgo son una fuente importante de riesgo operacional. También de forma más primaria el riesgo operacional está originado por la ignorancia o la poca valoración de los riesgos a los que está expuesta la entidad en el manejo de los derivados.
 - g. Específicos de los mercados organizados: Los mercados organizados ofrecen como ventaja la minimización del riesgo de contraparte, pero entre los riesgos operacionales específicos de estos mercados cabe señalar los posibles errores en la determinación de las garantías, el cumplimiento de los requerimientos de márgenes y los fallos en los sistemas de contratación y liquidación.
- Riesgo Reputacional

En general todas las actividades económicas se sustentan en un determinado grado de confianza entre los clientes y los proveedores. En el caso de las actividades financieras este factor es especialmente relevante.

La actividad realizada por un banco tanto con operaciones propias como con operaciones con clientes es generadora de riesgo reputacional. En particular, la comercialización de productos estructurados que prometen a los clientes rentabilidad por encima de los tipos de interés de mercado, pero con riesgo de

mercado, es una fuente de riesgo operacional. Si los eventos desfavorables se realizan la rentabilidad obtenida por los clientes puede ser muy inferior a la esperada, incluso negativa, es decir, con un valor de la liquidación menor que la inversión inicial realizada. Estos resultados entre clientes poco informados y poco formados pueden generar opiniones negativas contra la entidad que dañan su reputación comercial. También las pérdidas sufridas por un banco en el manejo de los derivados, tanto por riesgo de mercado como por riesgo operacional, pueden minar la confianza de analistas, inversores y demás.

2.1.5. PARTICIPANTES EN OPERACIONES CON DERIVADOS

Los inversionistas o especuladores: Son los que le proveen liquidez al mercado. Son los que están dispuestos a correr los riesgos que otros no están dispuestos a aceptar con el propósito de obtener una ganancia, siempre se ha observado una relación directa entre rentabilidad y riesgo. Los especuladores no buscan disfrutar del bien que compran, sino beneficiarse de las fluctuaciones de su precio.

Los especuladores pueden negociar en tiempos menores, iguales o mayores que un día dependiendo del riesgo que deseen tomar, todos estos movimientos se basan en la previsión y en la anticipación, de forma que también se equivocan sino se prevé correctamente la evolución de los precios futuros, el mercado premia a los buenos previsores y castiga a los malos.

Los que necesitan cubrimiento o hedgers: Son los que buscan cubrir los riesgos propios de su actividad frente a los factores externos que los puedan afectar; muchas veces renuncian a sacar provecho de futuros cambios que pudieran resultarles benéficos. Los hedgers son, entre otros, son los productores, los procesadores de productos básicos, los importadores, los exportadores, las compañías y bancos que están expuestas a variaciones en los tipos de cambio y las tasas de interés causadas por deudas contraídas en otras monedas.

Los que ejercen el arbitraje o arbitrageurs: Son un tercer grupo de participantes en el mercado de derivados. La actividad del arbitraje involucra fijar una posición, entrando simultáneamente en transacciones en dos o más mercados de forma que se pueda aprovechar alguna situación especial que se presenta en un momento dado en alguno de ellos, para obtener una utilidad.

Los comisionistas de bolsa: Son quienes reciben las órdenes de los hedgers y los inversionistas para realizar alguna transacción. Entre sus funciones están las de analizar y evaluar los mercados, hacer recomendaciones a sus clientes y educarlos sobre el uso de las operaciones y estrategias de cobertura.

Los corredores de piso o de patio de operaciones: Son los encargados de ejecutar las órdenes que le imparten los comisionistas de bolsa, en el piso de la bolsa o pit, al que corresponde cada producto que se va a negociar.

2.2. FUTUROS

2.2.1. DEFINICIÓN

Un futuro es un contrato de entrega futura estandarizado (en cuanto a fecha de cumplimiento, cantidades, montos, calidades, etc.) realizado en una Bolsa de Futuros, en virtud del cual las partes se comprometen a entregar y a recibir una mercancía o un activo financiero en una fecha futura especificada en el contrato. La administración de estos contratos corresponde generalmente a la Cámara de Compensación de la Bolsa de Futuros. En un contrato de futuros, el riesgo de contraparte es prácticamente eliminado, debido a que la entidad liquida su posición diariamente (ganancia o pérdida) contra el depósito, que generalmente es en efectivo o en títulos, que debe mantener en la Cámara de Compensación de la Bolsa de Futuros. El riesgo más importante en este tipo de contratos es el riesgo de mercado.

2.2.2. FORMA DE REALIZACIÓN

Los contratos de futuros son estandarizados y se operan en un mercado organizado o bolsa de productos derivados, Cámara de compensación (Clearing house), cuyo propósito es proveer un sistema centralizado, regulado y libremente competitivo, donde los miembros (compradores y vendedores) puedan negociar productos de manera ordenada estableciendo las condiciones de compra y venta como precio, volumen y fecha de entrega, todo dentro de las condiciones preestablecidas.

Las contrapartes no se conocen necesariamente, ya que los mercados organizados contemplan mecanismos de liquidación que garantizan que los compromisos contraídos tanto por los compradores como por los vendedores, se cumplirán. En un mercado organizado de derivados, el riesgo de contraparte no existe.

A las cámaras de compensación de la bolsa de futuros están asociados unos miembros denominados Floor clearing member que pueden ser una casa de corretaje Brokerage House o corredores comisionistas individuales Floor Trader. Una persona o empresa interesada en cubrir su riesgo, imparte una orden a un corredor de bolsa, el cual imparte las instrucciones respectivas a los corredores de piso que se encargan de ejecutar la orden en el pit respectivo.

Cada pit está dedicado a la negociación de un activo en particular. Los inversionistas interesados en negociar contratos de determinada fecha, tienden a encontrarse en sitios predeterminados del pit y el intercambio se lleva a cabo a viva voz (open outcry auction) o mediante un complicado sistema de señales manuales.

Los corredores de bolsa que no son miembros de la cámara de compensación, deben canalizar sus transacciones siempre a través de un miembro de la misma. Así como un inversionista debe mantener una cuenta de compensación con un corredor, así

mismo los miembros de la cámara deben mantener una cuenta de compensación con ella. Cada miembro de la cámara debe mantener una cantidad determinada de su cuenta, la cual debe ajustarse cada día según las transacciones que haya realizado, de forma tal que o bien debe poner dinero en la misma o retirar los excedentes que tenga.

Cuando se compra o se vende un contrato de futuros, el precio se fija hoy pero el pago se hace en el futuro. La cámara pide a los participantes un depósito en dinero para cumplir el compromiso en el negocio. Los márgenes son los depósitos que garantizan que cada uno de los participantes en el mercado de futuros (comprador y vendedor) cumplirán con los compromisos adquiridos llegado el momento. Por esta razón, cualquier inversionista puede entrar a negociar estos contratos sin que sea necesario obtener información alguna sobre su solvencia.

Los contratos de futuros son ajustados al mercado diariamente por la cámara (este ajuste se denomina Parking to market), cada día se calculan los posibles beneficios o pérdidas del contrato. Estos beneficios o pérdidas son consignados o debitados, por la cámara de compensación, de las cuentas de los participantes, según sea el caso.

Para garantizar que el balance en las cuentas de los participantes nunca sea negativo, se define siempre una garantía de mantenimiento o maintenance margin, la cual es levemente inferior al margen inicial definido por la cámara para cada negociación de futuros. Si el valor de la cuenta de un inversionista cae por debajo del valor de mantenimiento, el inversionista recibe una reclamación de garantía o margin call por parte de la cámara de compensación y debe de colocar el dinero que le falta para completar nuevamente el valor correspondiente al margen inicial. Igualmente si la cuenta del inversionista tiene al final del día un valor superior al del balance inicial, el inversionista puede retirar el dinero en exceso, si así lo quiere.

Los valores mínimos para la garantía inicial o cuenta que se le exige a los participantes en un negocio de futuros, así como la garantía de mantenimiento, son fijados por la cámara de compensación y son iguales para quienes tengan posiciones cortas como para quienes tengan posiciones largas. Las diferencias que eventualmente se pueden presentar en los márgenes, se dan porque la cámara puede considerar en un momento dado que el riesgo de cierto activo subyacente es menor que el de otro.

Tanto el comprador como el vendedor del activo financiero tratan de compensar riesgos, ambos buscan asumir posiciones opuestas al riesgo al que están expuestos. El hecho que un agricultor garantice la venta de su cosecha y que un posible distribuidor cuente con el producto a futuro, permite a ambos cubrirse frente a sus riesgos, el primero se cubre ante la eventualidad de no poder vender su cosecha o de venderla por un precio incierto (inferior al que cree poderla vender ahora) y el segundo se cubre frente a la eventualidad de un alza en los precios.

La bolsa de futuros es quien proporciona el aval de cumplimiento para cada una de las transacciones que allí se realizan, ella está en capacidad de exigir al vendedor la entrega del bien y al comprador el pago del mismo, sin embargo es la firma comisionista la que responde con sus propios activos por el incumplimiento de alguna de las partes que intervienen en el contrato.

Un comprador de un contrato de futuro puede vender el mismo contrato antes de su vencimiento, haciendo que otro participante asuma su obligación inicial y liquidando pérdidas o ganancias hasta ese momento.

En muchas oportunidades, al vencimiento del contrato, el comprador recibe o paga al vendedor la diferencia entre el precio al contado (precio si se entregara inmediatamente el activo) y el precio al que acordó comprar el activo financiero.

Sin embargo para muchas empresas las fluctuaciones en tipos de interés y tipos de cambio se convirtieron en una fuente de riesgo tan importante como el cambio de precios de los bienes; a raíz de esto nacen en 1972 los futuros financieros, los cuales son similares a los futuros de bienes pero en vez de establecer una orden de compra o venta de un bien en una fecha futura, se establece es la de un activo financiero.

2.2.3. ELEMENTOS EN EL CONTRATO

Se hace necesario definir previamente los siguientes elementos para la realización de un contrato de futuros.

Tamaño del contrato: Define la cantidad del activo que debe ser entregado bajo un contrato y lo definen la cámara o Exchange, la cual debe poner especial cuidado en su definición ya que si el tamaño es muy grande, muchos inversionistas no podrán acceder a él; por el contrario, si el contrato es muy pequeño las transacciones pueden hacerse muy costosas ya que todo negocio tiene asociado un costo fijo.

Arreglos para la entrega: El sitio de la entrega debe quedar claramente especificado en el contrato. Este aspecto es especialmente importante en el caso de los productos o commodities ya que puede haber costos específicamente altos, generados por el transporte de los mismos, hasta el sitio de entrega acordado.

Mes de entrega: Los meses de entrega varían de contrato en contrato y son escogidos por el Exchange, para cubrir las necesidades de los participantes del mercado. Por ejemplo los futuros de divisas en el Internacional Monetary Exchange, se entregan en los meses de marzo, junio, septiembre y Diciembre. El Exchange especifica cuándo, a lo largo de cada mes definido, comienzan y terminan las transacciones de futuros.

Precio de bolsa: Los precios para cada bien o producto negociado en el mercado de futuros, se publican diariamente en periódicos de amplia circulación como The Wall Street

Journal, en unidades previamente establecidas para cada uno. Por ejemplo, los precios del futuro de petróleo se dan en dólares por barril y con dos decimales.

Movimientos límites del precio diario: Para cada tipo de contrato, el exchange especifica cuál es la variación máxima que se aceptará para cada bien o producto, por encima o por debajo de su precio de apertura. Si en el transcurso del día se alcanza el precio límite, el exchange cerrará por el día las negociaciones sobre este bien, con el fin de limitar las especulaciones.

Límite de posiciones: Es el máximo número de contratos que un especulador puede llegar a tener simultáneamente. La idea de limitar el número de contratos es evitar que un especulador pueda ejercer una influencia indebida sobre el mercado.

2.3. FORWARDS

2.3.1 DEFINICIÓN

Un forward es todo acuerdo o contrato entre dos partes, hecho a la medida de sus necesidades y por fuera de bolsa, para aceptar o realizar la entrega de una cantidad específica de un producto o subyacente con especificaciones definidas en cuanto al precio, fecha, lugar y forma de entrega. Generalmente, en la fecha en que se realiza el contrato no hay intercambio de flujo de dinero entre las partes.

2.3.2. TIPOS DE FORWARD

Forward sobre productos básicos o commodities: Son las negociaciones de compraventa a plazo que se realizan sobre commodities tales como los productos agrícolas, los productos energéticos y los metales.

Forward sobre tasas de interés: Es un contrato donde el subyacente es una tasa de interés variable. Su liquidación es contra el comportamiento de una tasa de interés.

El comprador paga los intereses, calculados sobre un nocional pactado, correspondientes a un tipo de interés fijo, denominado tipo de interés del contrato, y recibe del vendedor los intereses, calculados sobre el mismo nocional, correspondientes a un tipo de interés variable, denominado tipo de referencia del contrato. En el contrato se define un período de vigencia que coincide con el plazo del tipo de interés elegido como referencia.

Forward sobre divisas: Una operación a plazo sobre una divisa, es un contrato entre dos partes para la entrega futura de una cantidad de divisa a un tipo de cambio pactado. Estos acuerdos se pueden realizar con fines de negociación (especulativos) o con fines de cobertura. Generalmente se cotiza en términos de un importe monetario de la divisa doméstica por una unidad de la divisa extranjera o divisa subyacente.

Si el contrato establece que la liquidación es mediante entrega física (Delivery Forward), al vencimiento el comprador y el vendedor intercambian las monedas según el tipo de cambio pactado.

Si el contrato establece que la liquidación es por compensación en efectivo (non Delivery Forward), al vencimiento del contrato se compara el tipo de cambio contado con el tipo de cambio forward pactado en el contrato, y la diferencia multiplicada por el nocional del contrato es pagada por la parte perdedora. El comprador paga si el tipo de cambio de liquidación es inferior al tipo de cambio pactado en el contrato, y el vendedor paga si el tipo de cambio de liquidación es superior al tipo de cambio pactado en el contrato.

Forward sobre títulos de renta fija: Un contrato a término sobre un título de renta fija es un acuerdo legal y obligatorio entre dos entidades para aceptar o realizar entrega de ese título por un valor y en una fecha determinada. En este

tipo de contratos hay traspaso y entrega física del título en la fecha de cumplimiento.

El título en cuestión ya debe estar en circulación. O sea no se pueden realizar forward sobre títulos que todavía no han sido emitidos, ya que existe la posibilidad que no se emita un título de idénticas características al pactado. Sin embargo puede ser que una entidad se comprometa a vender un título que aún no posee, en cuyo caso el título en cuestión debe ser lo suficientemente negociable, o transable, en el mercado secundario para que la entidad pueda adquirirlo antes de que debe cumplir con el contrato forward.

2.3.3. DIFERENCIAS ENTRE CONTRATOS DE FUTUROS Y FORWARD

Principales diferencias entre contratos forward y futuros

CONTRATOS DE FUTUROS (FUTURES)	CONTRATOS A PLAZO (FORWARD)
Son estandarizados	No son estandarizados.
Se negocian a través de la cámara de compensación.	Son acuerdos privados entre dos partes.
Los inversionistas tienen la posibilidad de abandonar su posición antes del vencimiento.	Es imposible abandonar la posición asumida antes del vencimiento sin autorización de la contraparte.
Para abandonar la posición basta con realizar la operación contraria.	El contrato se anula al vencimiento, a no ser que se llegue a algún acuerdo.
Existe mercado secundario.	No existe mercado secundario.
No hay riesgo de impago de la contraparte.	Existe riesgo de impago de la contraparte.
Los participantes deben hacer depósitos de garantía.	No existen depósitos de garantía.

Características principales de los mercados físicos, Forward y futuros

Descripción	Físicos (spot)	Plazo (Forward)	Futuros (Future)
Transferencia de la propiedad	Inmediata	Fecha especificada en el contrato.	Fecha especificada el en contrato.
Sitio de negociación	Ilimitado	Algunas entidades (O.T.C)	Sólo la bolsa
Liquidación de un contrato	Entrega del bien y de los fondos	Al vencimiento con entrega del bien o compensando diferencias.	Antes por venta o al vencimiento por redención en la bolsa.
Riesgo crediticio	Contraparte	Contraparte	Sin riesgo

2.4. OPCIONES

2.4.1. DEFINICIÓN

Una opción es un contrato que garantiza el derecho, mas no la obligación, de comprar o vender un activo durante un período específico a un precio acordado previamente. Como en los seguros, por ese derecho se paga un precio conocido como prima. Cuando la "opción" solamente se puede ejercer en la fecha de expiración del contrato se llama "opción europea". Cuando la "opción" se puede ejercer en cualquier momento previo a la fecha de expiración, inclusive, del contrato se llama "opción americana".

2.4.2. TIPOS DE OPCIONES

Opciones según el derecho que otorgan: Las opciones otorgan un derecho para el comprador y una obligación para el vendedor, por lo tanto las opciones pueden ser de compra o de venta.

- **Opciones Call:** Una opción Call da a su comprador el derecho pero no la obligación a comprar un activo subyacente a un precio determinado en una fecha concreta. El vendedor de la opción Call tiene la obligación de vender

el activo en el caso de que el comprador ejerza el derecho a comprar. La compra de una opción call es la compra de un derecho a comprar.

- Opciones Put: Una opción Put da a su poseedor el derecho pero no la obligación a vender un activo subyacente a un precio determinado en una fecha concreta. El comprador de la opción Put tiene la obligación de comprar el activo en el caso de que el poseedor ejerza el derecho a vender el activo. La compra de una opción put es la compra de un derecho a vender.

Opciones según el momento del ejercicio:

- Opción Americana: Es aquella que puede ejercerse en cualquier momento entre la fecha de adquisición de la opción y la fecha de su vencimiento, siempre y cuando la opción se encuentre vigente.
- Opción Europea: Es aquella que puede ejercerse única y exclusivamente al momento de su vencimiento.

En los mercados norteamericanos y europeos se negocian ambos tipos de opciones, ya que su nombre no tiene relación con el mercado en que se negocia.

2.4.3. POSICIONES EN OPCIONES

En todo contrato de opciones existen siempre dos lados distintos: De un lado, están los inversionistas que toman posiciones largas (es decir, que han comprado la opción), de otro lado se encuentran los inversionistas que han tomado una posición corta (que han vendido la opción). Quien vende la opción recibe una prima en efectivo pero tiene el compromiso de responder posteriormente por sus obligaciones, so pena de verse sometido a demandas. Acorde con lo anterior, hay cuatro tipos de posiciones en opciones:

- Posición larga sobre una opción call
- Posición larga sobre una opción put
- Posición corta sobre una opción call
- Posición corta sobre una opción put

2.4.4. INFORMACIÓN SOBRE OPCIONES A TENER EN CUENTA

En general para todo contrato de opciones es necesario conocer anticipadamente la siguiente información:

Fecha de expiración: Para las opciones que se negocian en bolsa, existen fecha predeterminadas de vencimiento de la opción, acorde con el tipo de activo subyacente, a la opción que se negocie.

Precio, el día de vencimiento o strike price: el cual es determinado por la cámara de compensación.

Conocer si la opción que se está negociando es de tipo in the Money, at the Money o out of the Money, para definir si se debe o no ejercer la opción inmediatamente o si es mejor esperar. A continuación se explican los términos mencionados.

- **In the Money:** Es la opción que conduciría a un flujo de caja positivo, si se negociara en ese preciso instante.
- **At the Money:** Es la opción que conduciría a un flujo de caja nulo, si se negociara en ese preciso instante.
- **Out of the Money:** Es la opción que conduciría a un flujo de caja negativo, si se negociara en ese preciso instante.

2.4.5. MERCADOS OTC PARA LAS OPCIONES

Este tipo de mercado es más común para las opciones sobre divisas y sobre tasas de interés, ya que tienen como ventaja principal que se diseñan para las necesidades de quien busca tener cobertura y minimizar sus riesgos. La desventaja es que este tipo de opciones son generalmente mas costosas que las opciones negociadas en la bolsa, ya que la entidad financiera que se encarga de negociar la opción, busca obtener utilidades a partir de la negociación. Algunos ejemplos de negociaciones de opciones OTC son los caps de tasas de interés y los Swaptions.

2.5. SWAPS

2.5.1. DEFINICIÓN

Un swap o permuta financiera es un contrato entre dos partes que acuerdan intercambiar flujos de dinero recibidos o por pagar en el tiempo de los contratos, lo cual financieramente se asimila a una serie de contratos forward, cuyo objetivo es reducir los costos y riesgos en que se incurre con ocasión de las variaciones en las tasas de cambio de las divisas o en las tasas de interés.

2.5.2. TIPOS DE SWAPS

- Swaps sobre tipos de interés: El swap típico de tasas de interés es un contrato financiero por medio del cual una de las partes accede a cambiar su tasa fija de interés, con otra parte que tiene una tasa de interés invariable. Dado que una de las tasas de interés es fija mientras que la otra es variable, la dirección del pago entre ambas partes puede fluctuar a medida que las tasas cambian. En este tipo de swap se intercambia el flujo de intereses mas no la amortización del capital; por lo tanto este tipo de contratos deben de realizarse sobre sumas idénticas.

- Swaps sobre productos básicos: Los swaps sobre productos básicos o commodity swaps, son instrumentos financieros diseñados para cubrir las fluctuaciones en los precios de estos productos. Los participantes fijan de antemano un precio para determinado bien durante un período de tiempo y periódicamente se cancelan las diferencias entre el precio pactado y el precio de mercado.
- Swaps sobre valores accionarios: Como en cualquiera otra estructura básica, un swap sobre valores accionarios implica una principal referencia, una vigencia específica, intervalos de pagos preestablecidos, una tasa fija y una tasa flotante vinculada a algún tipo determinado. El cambio novedoso a este tipo de swap es que la tasa flotante está vinculada al rendimiento total de un índice accionario. El rendimiento total incluye tanto los dividendos como la apreciación de las acciones. Este puede ser un índice de acciones de base amplia.
- Otros Swaps: Un swap en su forma más común es un título valor que involucra el intercambio de flujos de efectivo, acorde con una fórmula que depende del valor de una o más variables subyacentes. No existe por lo tanto un límite al número de swaps diferentes que pueden inventarse.

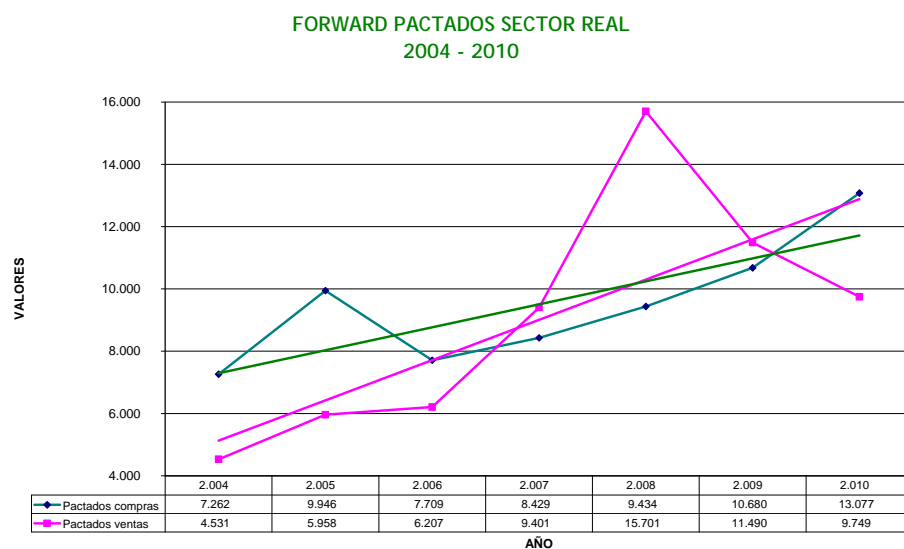
3. MERCADO DE DERIVADOS EN COLOMBIA

ESTADÍSTICAS DE NEGOCIACIÓN

OPCIONES

OPCIONES CALL NEGOCIADAS 2004 - 2010							
OPCIONES	2.004	2.005	2.006	2.007	2.008	2.009	2.010
Call compra	-	11.379	50.365	688.159	731	675	1.046
Call Venta	-	2.240	60.041	198.292	709	1.211	1.095

Forward



3.3. EMPRESAS REPRESENTATIVAS

3.3.1. GRUPO EXITO



El grupo Éxito es la compañía líder en el comercio detal en Colombia, es reconocida como una marca muy propia en todas las ciudades.

Maneja una plataforma de 260 puntos de venta, entre los que se encuentran hipermercados (con la marca Éxito), supermercados (Carulla y POMONA) y Bodega (Surtimax), entre otros (Ley, Home Mart, etc.).

Es una Empresa que presenta una filosofía multiindustria, multiformato, multimarca y multinegocio, que está compuesta por su empresa matriz Almacenes Éxito S.A. y sus filiales Carulla Vivero S.A. y Didetexco.

Dentro de su propuesta opera, además del comercio al detal, otros negocios: inmobiliario, financiero, seguros, textiles, alimentos, viajes y estaciones de servicio, ofreciendo a sus clientes todo lo necesario en un solo lugar.

En el año 2008, renueva su portal de ventas como www.exito.com y estima que la mitad de su clientela on line está en países como España, Estados Unidos y Venezuela.³

"FITCH RATINGS COLOMBIA S.A. SOCIEDAD CALIFICADORA DE VALORES AFIRMA LA CALIFICACIÓN "AAA(COL)" (TRIPLE A COL) A LA EMISIÓN DE BONOS ORDINARIOS ALMACENES ÉXITO S.A. CON PERSPECTIVA ESTABLE."⁴

El grupo Éxito ha mantenido su liderazgo y su posición competitiva a nivel Nacional, es una empresa de gran fidelidad en Medellín (paisa) donde han entrado mercados como el de Carulla Vivero y con el tiempo han sido absorbidos por la empresa Colombiana.

Dada su posición y reconocimiento en el mercado le permite poner sus condiciones a los proveedores en donde les ofrece reconocimiento y posicionamiento a cambio de inversión, disponibilidad, precios competitivos, ⁵ que le han permitido trasladar de una forma directa el riesgo de inventario a sus proveedores; durante el año 2009 lograron reducir el valor de sus inventarios en un 14% con relación al año anterior (948.918 millones de pesos en el 2008 a 806.283 millones de pesos en el 2009), igualmente mientras el año pasado el indicador de deuda estaba en 42.84%, en el año 2009 se presentó en 34.86%, con una disminución de 7.98%.⁶ (258.180 millones en el 2008 a 230.824 millones para el 2009.

³ Publicación portafolio.com.co, Sección Economía, Fecha de publicación 10 de noviembre de 2008

⁴ http://www.almacenesexito.com.co/accionistas/Paginas/PTL_04HISTORICOS_CALIFICACIONES.aspx?DS=Calificaciones%20de%20riesgo

⁵ <http://www.almacenesexito.com.co/proveedores/politicas/Manual%20de%20proveedores.pdf>

⁶ <http://www.almacenesexito.com.co/accionistas/Informes%20anuales/EXITO%20FINANCIERO%202009.pdf>

Es las notas a los Estados Financieros de los años 2008 y 2009, el informe de gestión describe lo siguiente en relación al valor y forma en que se registran los derivados financieros:

“Instrumentos financieros derivativos

La matriz realizó operaciones con instrumentos financieros derivativos, con el propósito de reducir su exposición a fluctuaciones en el mercado de sus obligaciones, en el tipo de cambio de moneda y en las tasas de interés. Esos instrumentos incluyen contratos SWAPs.

La matriz registra los derechos y obligaciones que surgen en los contratos y los muestra netos en el balance aplicando contabilidad de coberturas según las Circulares Externas 025 y 049 de 2008 de la Superintendencia Financiera de Colombia.

En su valoración ha adoptado las siguientes políticas:

- a. Los contratos derivativos realizados con propósitos comerciales son ajustados a su valor de mercado de fin de ejercicio con cargo o abono a resultados, según el caso. El valor de mercado es determinado con base en cotizaciones de bolsa o, a falta de estas, con base en técnicas de flujos futuros de caja descontados o de modelos de opciones.
- b. Los contratos derivativos con propósitos de cobertura de los pasivos financieros también son ajustados a su valor de mercado de la misma forma indicada anteriormente, pero el ajuste resultante, sea positivo o negativo, es registrado en el patrimonio.”⁷

⁷ <http://www.almacenesxito.com/accionistas/Informes%20anuales/EXITO%20FINANCIERO%202009.pdf> pág. 64

Sus Estados Financieros muestran la utilización de derivados financieros, SWAP a partir del año 2007 cuando la Compañía adquirió a Carulla Vivero S.A. mediante un crédito sindicado por 300 millones de pesos y dos créditos mas en moneda extranjera; hacen énfasis de su utilización con el fin de cubrir el riesgo de fluctuación de la tasa de interés y la tasa de cambio de las obligaciones financieras en moneda extranjera contraídas a largo plazo. A diciembre 31 de 2009 el efecto de valoración de instrumentos financieros derivados fue de (34.195) millones de pesos colombianos.

Anexo 1. Información Financiera del ÉXITO.



Balance general consolidado

A 31 DE DICIEMBRE DE 2009 y 2008
(Valores expresados en millones de pesos colombianos)

	Notas	2009	2008
ACTIVO			
ACTIVO CORRIENTE			
Disponible y equivalentes	4	396,110	185,031
Inversiones negociables	5	246,464	221,033
Deudores	6	230,824	258,180
Inventarios	7	806,283	948,918
Diferidos, neto	11	29,560	61,483
TOTAL ACTIVO CORRIENTE		1,709,241	1,674,645
ACTIVO NO CORRIENTE			
Deudores	6	59,441	58,376
Inversiones permanentes	8	124,835	179,485
Propiedades, planta y equipo y depreciación	9	2,161,374	2,322,813
Intangibles, neto	10	1,021,607	799,038
Diferidos, neto	11	211,039	203,609
Otros activos		285	285
Valorizaciones	12	1,037,229	970,105
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE		4,615,810	4,533,711
TOTAL ACTIVO		6,325,051	6,208,356
CUENTAS DE ORDEN DEUDORAS Y ACREEDORAS	23	6,067,093	6,271,827

GONZALO RESTREPO LÓPEZ
Representante Legal de Almacenes Éxito S.A.
(Ver certificación adjunta)

A 31 DE DICIEMBRE DE 2009 y 2008
(Valores expresados en millones de pesos colombianos)

	Notas	2009	2008
PASIVO Y PATRIMONIO DE LOS ACCIONISTAS			
PASIVO CORRIENTE			
Obligaciones financieras	13	231,946	476,527
Proveedores	14	972,810	904,289
Cuentas por pagar	15	179,137	280,231
Impuestos, gravámenes y tasas	17	88,118	59,869
Obligaciones laborales	18	37,094	47,490
Pasivos estimados y provisiones	20	34,690	50,910
Otros pasivos	21	15,397	13,925
TOTAL PASIVO CORRIENTE		1,559,192	1,833,241
PASIVO NO CORRIENTE			
Obligaciones financieras	13	283,664	547,507
Obligaciones laborales	18	732	510
Pasivo estimado pensiones de jubilación	19	14,085	13,817
Bonos	16	255,000	255,000
Diferidos, neto	11	8,355	15,130
Otros pasivos	21	41,731	18,689
TOTAL PASIVO NO CORRIENTE		603,567	850,653
TOTAL PASIVO		2,162,759	2,683,894
INTERÉS MINORITARIO		3,465	135,142
PATRIMONIO DE LOS ACCIONISTAS, VER ESTADO ADJUNTO	12 y 22	4,158,827	3,389,320
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO DE LOS ACCIONISTAS		6,325,051	6,208,356
CUENTAS DE ORDEN DEUDORAS Y ACREEDORAS	23	6,067,093	6,271,827

Las notas que se acompañan forman parte integral de los estados financieros.

Claudia Patricia Álvarez
CLAUDIA PATRICIA ÁLVAREZ AGUDELO
Contadora Pública de Almacenes Éxito S.A.
Tarjeta Profesional 69447-T
(Ver certificación adjunta)

LUZ ELENA RODRÍGUEZ
LUZ ELENA RODRÍGUEZ
Revisora Fiscal de Almacenes Éxito S.A.
Tarjeta Profesional 25820-T
Designada por Ernst & Young Audit Ltda. TR-530
(Véase mi informe del 11 de febrero de 2010)



Estado de resultados consolidado

POR LOS AÑOS TERMINADOS EL 31 DE DICIEMBRE DE 2009 Y 2008
(Valores expresados en millones de pesos colombianos)

	Notas	2009	2008
INGRESOS OPERACIONALES			
Ventas		6,644,387	6,829,486
Otros ingresos operacionales		337,516	295,488
TOTAL INGRESOS OPERACIONALES	24	6,981,903	7,124,974
COSTO DE VENTAS		(5,243,066)	(5,361,157)
UTILIDAD BRUTA		1,738,837	1,763,817
GASTOS OPERACIONALES DE ADMINISTRACIÓN Y VENTAS			
Salarios y prestaciones sociales		(467,067)	(473,790)
Otros gastos operacionales de administración y ventas		(733,284)	(746,829)
Depreciaciones y amortizaciones		(283,608)	(277,312)
TOTAL GASTOS OPERACIONALES DE ADMINISTRACIÓN Y VENTAS	25	(1,483,959)	(1,497,931)
UTILIDAD OPERACIONAL		254,878	265,886
INGRESOS Y GASTOS NO OPERACIONALES			
Ingresos financieros		49,303	64,142
Ingresos por dividendos y participaciones		-	29
Gastos financieros		(161,776)	(182,984)
Otros ingresos y gastos no operacionales, neto	26	51,889	31,282
TOTAL INGRESOS Y GASTOS NO OPERACIONALES, NETO		(60,584)	(87,531)
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS E INTERESES MINORITARIOS		194,294	178,355
PARTICIPACIÓN DE INTERESES MINORITARIOS		(182)	(5,333)
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS		194,112	173,022
IMPUESTO DE RENTA Y COMPLEMENTARIOS			
Corriente		(61,445)	(41,455)
Diferido		14,635	21,755
TOTAL DE IMPUESTO DE RENTA Y COMPLEMENTARIOS	17	(46,810)	(19,700)
UTILIDAD NETA		147,302	153,322
UTILIDAD NETA POR ACCIÓN	2	442.12*	540.58*

(*) Expresado en pesos colombianos

Las notas que se acompañan forman parte integral de los estados financieros.

50


GONZALO RESTREPO LÓPEZ
Representante Legal de Almacenes Éxito S.A.
(Ver certificación adjunta)


CLAUDIA PATRICIA ÁLVAREZ AGUDELO
Contadora Pública de Almacenes Éxito S.A.
Tarjeta Profesional 69447-T
(Ver certificación adjunta)


LUZ ELENA RODRÍGUEZ
Revisora Fiscal de Almacenes Éxito S.A.
Tarjeta Profesional 25820-T
(Ver certificación adjunta)


Estado de cambios en el patrimonio consolidado

POR LOS AÑOS TERMINADOS EL 31 DE DICIEMBRE DE 2009 Y 2008
(Valores expresados en millones de pesos colombianos)

	Reservas												
	Capital social	Superávit de capital	Legal	Futuro ensanche y mejoras	Reserva de acciones	Depreciación fiscal	Futuro dividendos	Total reservas	Revalorización del patrimonio	Ganancias sin apropiar	Ganancias retenidas	Superávit por valorización	Total
Saldo a 31 de diciembre de 2007	2,843	1,586,807	7,857	177,104	19,266	8,741	1,419	214,387	591,748	130,992	30,656	827,828	3,385,261
Apropiaciones efectuadas por la Asamblea General de Accionistas: Dividendo en efectivo de \$60 (*) por acción y por trimestre, de abril de 2008 a marzo de 2009 sobre 283.627.168 acciones en circulación de Almacenes Exito S.A.										(68,071)			(68,071)
Distribución de dividendos Carulla S.A.											(6,887)		(6,887)
Traslado de ganancias sin apropiar a reserva de futuros ensanches y mejoras				62,921				62,921		(62,921)	-		-
Efecto valoración de instrumentos financieros derivados		2,797											2,797
Efecto neto ajustes de consolidación											(2,260)		(2,260)
Impuesto al patrimonio									(26,101)				(26,101)
Disminución en el superávit por valorización												(48,741)	(48,741)
Utilidad neta a diciembre 31 de 2008										153,322			153,322
Saldo a 31 de diciembre de 2008	2,843	1,589,604	7,857	240,025	19,266	8,741	1,419	277,308	565,647	153,322	21,509	779,087	3,389,320
Apropiaciones efectuadas por la Asamblea General de Accionistas: Dividendo en efectivo de \$60 (*) por acción y por trimestre, de abril de 2009 a marzo de 2010 sobre 283.627.168 acciones en circulación de Almacenes Exito S.A.										(68,071)			(68,071)
Distribución de dividendos Carulla S.A.											(6,887)		(6,887)
Traslado de ganancias sin apropiar a reserva de futuros ensanches y mejoras				85,251				85,251		(85,251)			-
Emisión de acciones pago de dividendos	52	51,371											51,423
Emisión de acciones	443	650,036											650,479
Efecto valoración de instrumentos financieros derivados		(36,992)											(36,992)
Efecto neto ajustes de consolidación											1,173		1,173
Impuesto al patrimonio									(26,101)				(26,101)
Aumento en el superávit por valorización												57,181	57,181
Utilidad neta a diciembre 31 de 2009										147,302			147,302
Saldo a 31 de diciembre de 2009	3,338	2,254,019	7,857	325,276	19,266	8,741	1,419	362,559	539,546	147,302	15,795	836,268	4,158,827

(*) Expresado en pesos colombianos

Las notas que se acompañan forman parte integral de los estados financieros.


GONZALO RESTREPO LÓPEZ
Representante Legal de Almacenes Éxito S.A.
(Ver certificación adjunta)


CLAUDIA PATRICIA ÁLVAREZ AGUDELO
Contadora Pública de Almacenes Éxito S.A.
Tarjeta Profesional 69447-T


LUZ ELENA RODRÍGUEZ
Revisora Fiscal de Almacenes Éxito S.A.
Tarjeta Profesional 25820-T

**INFORME
Y BALANCE
2008** Estados Financieros Consolidados

Estado de Cambios en el Patrimonio Consolidado

POR LOS AÑOS TERMINADOS EL 31 DE DICIEMBRE DE 2008 Y 2007
(Valores expresados en millones de pesos colombianos)


	Capital social	Superávit de capital	Legal	Ocasional futuro ensanches y mejoras	Reserva de acciones	Depreciación fiscal	Futuros dividendos	Total reservas	Revalorización del patrimonio	Ganancias sin apropiar	Ganancias retenidas	Superávit por valorización	Total
Saldo al 31 de diciembre de 2006	2,096	597,631	7,857	124,016	19,266	8,741	1,419	161,299	616,355	123,176	4,759	716,613	2,221,929
Apropiaciones efectuadas por la Asamblea General de Accionistas. Dividendo en efectivo de \$25 (*) por acción y por mes, de abril de 2007 a marzo de 2008 sobre 233.627.168 acciones en circulación de Almacenes Exito S.A.										(70.088)			(70.088)
Traslado de ganancias sin apropiar a reserva de futuros ensanches y mejoras				53.088				53.088		(53.088)			
Emisión de acciones	747	989,176											989,923
Ganancias retenidas efecto por consolidación									(3.236)		25,897		22,661
Impuesto al patrimonio año 2007									(21,371)				(21,371)
Aumento en el superávit por valorización												111,215	111,215
Utilidad neta a diciembre 31 de 2007										130,992			130,992
Saldo al 31 de diciembre de 2007	2,843	1,586,807	7,857	177,104	19,266	8,741	1,419	214,387	591,748	130,992	30,656	827,828	3,385,261
Apropiaciones efectuadas por la Asamblea General de Accionistas. Dividendo en efectivo de \$60 (*) por acción y por trimestre, de abril de 2008 a marzo de 2009 sobre 283.627.168 acciones en circulación de Almacenes Exito S.A.										(68.071)			(68.071)
Distribución de dividendos Carulla Vivero S.A.											(6.887)		(6.887)
Traslado de ganancias sin apropiar a reserva de futuros ensanches y mejoras				62.921				62.921		(62.921)			
Efecto Valoración de instrumentos financieros derivativos		2,797											2,797
Efecto neto ajustes de consolidación											(2.260)		(2.260)
Impuesto al patrimonio									(26.100)				(26.100)
Disminución en el superávit por valorización												(48.742)	(48.742)
Utilidad neta a diciembre 31 de 2008										153,322			153,322
Saldo al 31 de diciembre de 2008	2,843	1,589,604	7,857	240,025	19,266	8,741	1,419	277,308	565,648	153,322	21,509	779,086	3,389,320

(*) Expresado en pesos colombianos

Las notas que se acompañan forman parte integral de los estados financieros.


GONZALO RESTREPO LÓPEZ
Representante Legal de Almacenes Exito S.A.
(Ver certificación adjunta)


LIBIA AMPARO PÉREZ PUERTA
Contadora Pública de Almacenes Exito S.A.
Tarjeta Profesional 40210-T


LUZ ELENA RODRIGUEZ
Revisor Fiscal de Almacenes Exito S.A.
Tarjeta Profesional 25820-T
Designada por Ernst & Young Audit Ltda. TR-530
Atestado por el Excmo. Jefe de la Oficina de Vigilancia y Control de la Banca de 2008

45

Notas a los estados financieros consolidados

A 31 DE DICIEMBRE DE 2009 y 2008

(Valores expresados en millones de pesos colombianos y en dólares estadounidenses)

A 31 de diciembre de 2009 la matriz tiene vigentes tres contratos SWAP, designados como coberturas de flujo de efectivo, con el fin de cubrir el riesgo de fluctuación de la tasa de interés y tasa de cambio de las obligaciones mencionadas, con las siguientes características:

Entidad	Valornominal en US\$	Tasa SWAP en \$	Fecha inicio	Fecha vencimiento	Pagos efectuados a diciembre 31 de 2009 dólares	Tasa de interés fija (obligación)	Tasa de interés (derecho)
Citibank (*)	180,000,000	2,386.42	Enero 2007	Diciembre 2011	36,000,000	10.75% SV	Libor 90 + 1.75
Bancolombia	42,000,000	2,451.50	Mayo 2006	Mayo 2011	-	9.70% SV	Libor 180 + 0.70
Citibank	25,000,000	2,510.00	Junio 2006	Junio 2011	15,625,000	9.95% SV	Libor 180 + 0.70

En el 2009 el resultado de la valoración de estos instrumentos, de acuerdo con las normas de la Superintendencia Financiera de Colombia sobre contabilidad de cobertura, fue registrado en el patrimonio de la matriz por \$34,195.

(*) En junio de 2007 la compañía realizó una operación de novación de estos contratos con Citibank N.A.

Las entidades participantes del crédito sindicado a diciembre 31 de 2009 son:

JP Morgan Chase Bank, N.A.
 ABN AMRO Bank N.V.
 Banco de Bogotá, S.A. Panamá
 Banco de Crédito del Perú - Miami Agency
 Banco de Crédito Helm Financial Services (Panamá) S.A.
 Bancolombia S.A.
 Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A.
 Banco de Bogotá S.A., Miami Agency
 Banco Latinoamericano de Exportaciones, S.A.
 Israel Discount Bank of New York
 Natixis
 Standard Chartered Bank
 West LB AG, New York Branch
 Banco Security
 Citibank N.A., Nassau Bahamas Branch

Para mantener las condiciones del crédito, la matriz adquirió compromisos financieros entre los que se encuentran:

Compromiso	Indicador año 2009
Relación EBITDA/intereses	No menor a 3.50 año 2009 en adelante 8.81
Relación deuda/EBITDA	No mayor a 2.75 año 2009 en adelante 1.31
Límite adquisición bienes de capital	\$750,000 millones 619,557

La matriz y sus filiales no tienen previsto celebrar programas de reestructuración de sus acreencias. La amortización de las obligaciones financieras de la matriz se realiza en la fecha de vencimiento. Ninguna de las obligaciones financieras se encuentra en mora.

3.3.2. GRUPO NACIONAL DE CHOCOLATES



Se fundó el 12 de abril de 1920 en Sonson, Antioquia, Colombia como la compañía de Chocolates Cruz Roja. Es una de las empresas mas grandes y mas reconocidas en Colombia.

Su proceso de expansión y de diversificación de productos como chocolates, café, cárnicos, galletas, helados, pastas, entre otros, le ha permitido consolidarse en el mercado nacional y posicionar sus marcas en los mercados objetivos de la Región Andina, de Centroamérica y el Caribe, de la comunidad hispana de Estados Unidos y países Europeos; en total sus productos se encuentran en 71 países de todo el mundo. En el año 2003, la Compañía separó su actividad inversionista, de las actividades industriales y comerciales correspondientes al negocio de chocolate, configurándose como una sociedad matriz. Fue así como la Compañía se constituyó en una filial de la sociedad matriz Grupo Nacional de Chocolates S.A.

Tiene el 54% de la participación del mercado consolidado en Colombia, tiene mas de 195.000 puntos de venta en Colombia, mas de 200.000 puntos de ventas en el exterior, 22 plantas de producción en Colombia, 8 plantas de producción en el exterior, 22.700 empleados en Colombia, 5.500 empleados en el exterior, exporta a 70 países en todo el mundo, \$4.6 billones de ventas consolidadas en el año 2009, \$551.034 millones en Ebitda consolidado en el año 2009, margen ebitda del 12% y ventas realizadas por fuera de Colombia de USD 694 millones.

“Instrumentos financieros derivados

En el curso normal de los negocios las compañías realizan operaciones con instrumentos financieros derivados, con el único propósito de reducir su exposición a fluctuaciones en el tipo de cambio y de tasas de interés de obligaciones en moneda extranjera. Estos instrumentos incluyen entre otros contratos cross currency swap tasa fija y forward de cobertura.

Si bien las normas contables colombianas no prevén tratamientos específicos para este tipo de transacciones, a partir de 2007 las compañías han adoptado como política, calcular el monto de los ingresos o gastos que se presenten al comparar la tasa representativa del mercado al cierre del año con la tasa pactada en cada contrato, descontada a su valor presente en la fecha de valuación, y el ajuste resultante es llevado a resultados durante el período en el cual se establecieron los contratos, de tal forma que se compensen adecuadamente los ingresos o gastos generados por las variaciones en los tipos de cambio y de tasa de interés de las partidas cubiertas en cada caso.”⁸

El Grupo Nacional de Chocolates en su informe anual presenta los instrumentos derivados utilizados exponiendo el valor correspondiente, los resultados obtenidos (ganancias y pérdidas), tasas de interés, tasas de cambio, descripción por tipo de negociación, fechas y valores transados.

Presenta un interesante apunte sobre el objetivo de estas negociaciones que se deriva principalmente del cubrimiento del riesgo de cambio de cuentas por cobrar, cuentas por pagar y compromisos en moneda extranjera, además que cuenta con una política de realización en cuanto al vencimiento de los contratos que coincide con el vencimiento del elemento o cuenta corriente; además de su monitoreo permanente.

⁸ http://www.grupochocolates.com/html/cache/gallery/GC-2/G-2/inf_anual_2009.pdf

Su experiencia en la negociación de los derivados financieros estuvo presente en los últimos 5 años, dato que se puede evidenciar evaluando sus informes anuales que presenta de forma completa en su página de Internet en la sección de resultados ⁹; su exposición se realiza de manera mas completa y descriptiva a través de los años, en los que se evidencia bagaje y una especialización en el tema dada la relevancia que le dan a cada descripción haciéndola explícita.

⁹ http://www.grupochocolates.com/html/i_portals/index.php

Anexo 2. Información Financiera del Grupo Nacional de Chocolates.

Nota 6 Inventarios, Neto

El saldo al 31 de diciembre comprendía:

	2009	2008
Materia prima	\$ 172.624	\$ 182.504
Productos en proceso	44.444	46.893
Producto terminado	125.469	105.620
Mercancía no fabricada por la empresa	26.490	61.349
Materiales, repuestos, accesorios y empaques	81.004	64.325
Inventarios en tránsito	18.325	47.908
Semovientes	26.780	24.196
Provisión protección de inventarios	(1.016)	(4.330)
Total	\$ 494.120	\$ 528.465

Nota 7 Diferidos y Otros Activos

El saldo al 31 de diciembre comprendía:

	2009	2008
Gastos pagados por anticipado	\$ 24.725	\$ 7.344
Cargos diferidos	54.624	20.831
Otros activos	1.025	10.167
Total	\$ 80.374	\$ 38.342
Total corriente	(53.063)	(12.262)
Total no corriente	\$ 27.311	\$ 26.080

Nota 8 Instrumentos Financieros Derivados

Los saldos de los activos y pasivos por instrumentos financieros derivados al 31 de diciembre de 2009 y 2008 corresponden al valor de mercado de los contratos vigentes de acuerdo con los derechos y obligaciones de las compañías. Para sus contratos de derivados, todas las ganancias y pérdidas son reconocidas en los resultados del año. Al 31 de diciembre de 2009 y 2008, los instru-

mentos derivados generaron utilidades de \$39.756 (2008: \$39.467) y pérdidas por \$57.184 (2008: \$46.640), respectivamente.

El valor de mercado de los instrumentos financieros al 31 de diciembre, las tasas de interés y de cambio de estos contratos, se relacionan a continuación:

[Notas Estados Financieros Consolidados]

2009

Entidad financiera

Entidad financiera	Obligación financiera inicial USD		Saldo obligación financiera USD		Fecha inicial	Vencimiento	Derechos \$	Obligaciones \$		Ganancias (pérdidas) no realizadas \$		Tasa de cambio inicial (1)		Tasa de cambio futura (1)		Tasa de interés derecho		Tasa de interés obligación		
DERECHOS																				
Compra N.D. Forwards																				
Helm Bank	\$	100.000	09-10-09	05-01-10	\$	17	\$	17	\$ 1.859,80	\$ 1.878,77										
Helm Bank		100.000	09-10-09	05-01-10		17		17	1.859,80	1.878,77										
Helm Bank		100.000	09-10-09	05-01-10		17		17	1.859,80	1.878,77										
Helm Bank		100.000	09-10-09	05-01-10		17		17	1.859,80	1.878,77										
Helm Bank		100.000	09-10-09	05-01-10		17		17	1.859,80	1.878,77										
Helm Bank		100.000	09-10-09	20-01-10		17		17	1.859,80	1.882,03										
Helm Bank		100.000	09-10-09	20-01-10		17		17	1.859,80	1.882,03										
Helm Bank		100.000	09-10-09	20-01-10		17		17	1.859,80	1.882,03										
Helm Bank		100.000	09-10-09	20-01-10		17		17	1.859,80	1.882,03										
Helm Bank		100.000	09-10-09	20-01-10		17		17	1.859,80	1.882,03										
Helm Bank		100.000	09-10-09	08-02-10		17		17	1.859,80	1.886,16										
Helm Bank		100.000	09-10-09	08-02-10		17		17	1.859,80	1.886,16										
Helm Bank		100.000	09-10-09	08-02-10		17		17	1.859,80	1.886,16										
Helm Bank		100.000	09-10-09	08-02-10		17		17	1.859,80	1.886,16										
Helm Bank		100.000	09-10-09	22-02-10		17		17	1.859,80	1.889,20										
Helm Bank		100.000	09-10-09	22-02-10		17		17	1.859,80	1.889,20										
Helm Bank		100.000	09-10-09	22-02-10		17		17	1.859,80	1.889,20										
Helm Bank		100.000	09-10-09	22-02-10		17		17	1.859,80	1.889,20										
Helm Bank		100.000	09-10-09	09-03-10		16		16	1.859,80	1.892,48										
Helm Bank		100.000	09-10-09	09-03-10		16		16	1.859,80	1.892,48										
Helm Bank		100.000	09-10-09	09-03-10		16		16	1.859,80	1.892,48										
Helm Bank		100.000	09-10-09	09-03-10		16		16	1.859,80	1.892,48										
Helm Bank		100.000	09-10-09	23-03-10		16		16	1.859,80	1.895,53										
Helm Bank		100.000	09-10-09	23-03-10		16		16	1.859,80	1.895,53										
Helm Bank		100.000	09-10-09	23-03-10		16		16	1.859,80	1.895,53										
Helm Bank		100.000	09-10-09	23-03-10		16		16	1.859,80	1.895,53										
Corficol		600.000	22-09-09	29-03-10		63		63	1.912,50	1.962,13										
Corficol		600.000	22-09-09	29-03-10		63		63	1.912,50	1.962,13										
Swaps																				
RBS		8.000.000	2.666.668	2.684.368	28-09-07	09-08-10		29		29	1.970,00	L6M + 0,75	9,97% EA							
Citibank		7.000.000	2.333.332	2.348.820	15-01-08	09-08-10		87		86	1.945,00	L6M + 0,75	9,97% EA							
TOTAL DERECHOS CORTO PLAZO																				
								\$	742											
Swaps																				
BBVA		40.285.714	28.535.715	28.578.352	17-04-08	14-02-14	\$	6.523		6.523	1.795,00	L3M + 0,95	11,25% EA							
RBS		37.714.286	26.714.286	26.755.109	30-04-08	14-02-14		6.735		6.735	1.772,00	L3M + 0,95	10,92% EA							
Citibank		40.176.271	40.176.271	41.895.829	03-07-08	03-07-18		4.068		4.068	2,96 PEN	L6M + 1,80	8,84% EA							
TOTAL DERECHOS LARGO PLAZO																				
								\$	17.326											
								\$	18.068											

OBLIGACIONES										
Swaps										
Citibank	\$3.000.000	\$750.000	\$749.098	28-03-07	28-03-10	\$	(132)	\$ (132)	2.173,00	L6M - 1,1 8,16% EA
Citibank	3.000.000	750.000	749.098	28-03-07	28-03-10		(132)	(132)	2.173,00	L6M - 1,1 8,16% EA
Bancolombia	10.000.000	3.333.332	3.355.440	28-09-07	09-08-10		(171)	(171)	2.030,00	L6M + 0,75 9,97% EA
TOTAL OBLIGACIONES CORTO PLAZO										
Swaps						\$	(435)			
RBS	33.000.000	16.500.006	16.508.610	14-06-06	14-06-13		(7.995)	(7.995)	2.518,50	L3M + 0,85 9,87% EA
TOTAL OBLIGACIONES LARGO PLAZO										
TOTAL OBLIGACIONES						\$	(7.995)			
GRAN TOTAL						\$	(8.430)			
						\$18.068	\$ (8.430)			

2008 Entidad financiera

	Obligación financiera inicial USD	Saldo obligación financiera USD	Valor coberto USD	Fecha inicial	Vencimiento	Derechos \$	Obligaciones \$	Garantías (pérdidas) no realizadas \$	Tasa de cambio inicial (1)	Tasa de cambio futura (1)	Tasa de interés obligación
DERECHOS											
Swaps											
ABN AMRO	37.714.286	33.000.000	33.124.983	30-04-08	14-02-14	1.782	1.782		1.772,00	L3M + 0,95	10,92% EA
TOTAL DERECHOS CORTO PLAZO						\$1.782					
Swaps											
Citibank	3.000.000	2.250.000	2.265.889	28-03-07	28-03-10	93	93		2.173,00	L6M - 1,1	8,16% EA
Bancolombia	10.000.000	6.666.666	6.789.399	28-09-07	09-08-10	1.128	1.128		2.030,00	L6M + 0,75	9,97% EA
Citibank	7.000.000	4.666.666	4.738.579	15-01-08	09-08-10	1.202	1.202		1.945,00	L6M + 0,75	9,97% EA
ABN AMRO	8.000.000	5.333.334	5.415.521	09-10-07	09-08-10	1.234	1.234		1.970,00	L6M + 0,75	9,97% EA
ABN AMRO	37.714.286	33.000.000	33.124.983	30-04-08	14-02-14	13.310	13.310		1.772,00	L3M + 0,95	10,92% EA
BBVA	40.285.714	35.250.000	35.387.274	17-04-08	14-02-14	15.179	15.179		1.795,00	L3M + 0,95	11,25% EA
TOTAL DERECHOS LARGO PLAZO						\$ 32.146					
TOTAL DERECHOS						\$ 33.928					

OBLIGACIONES

Compra N.D. FORWARDS

Corficol	2.500.000	07-10-08	15-01-09	(168)	(168)	2.275,00	2.317,31
BBVA	2.500.000	08-10-08	15-01-09	(326)	(326)	2.336,20	2.380,88
Corficol	2.500.000	09-10-08	15-01-09	(104)	(104)	2.250,00	2.291,65
BBVA	2.500.000	10-10-08	15-01-09	(277)	(277)	2.316,00	2.361,22
Corficol	2.500.000	04-11-08	15-01-09	(307)	(307)	2.340,50	2.372,97
BBVA	2.500.000	05-11-08	15-01-09	(242)	(242)	2.314,50	2.347,45
Citibank	5.000.000	07-11-08	15-01-09	(458)	(458)	2.310,00	2.342,23
Bancolombia	1.000.000	11-11-08	15-01-09	(89)	(89)	2.310,00	2.340,01
Corficol	5.000.000	12-11-08	15-01-09	(461)	(461)	2.306,00	2.365,01
Corficol	5.000.000	14-11-08	15-01-09	(487)	(487)	2.320,00	2.347,59
Corficol	2.500.000	07-10-08	15-01-09	(168)	(168)	2.275,00	2.317,31
BBVA	2.500.000	08-10-08	15-01-09	(326)	(326)	2.336,20	2.380,88

[Notas Estados Financieros Consolidados]

2008 Entidad financiera	Obligación financiera inicial USD	Saldo obligación financiera USD	Valor cubierto USD	Fecha inicial	Vencimiento	Derechos \$	Obligaciones \$	Ganancias (pérdidas) no realizadas \$	Tasa de cambio inicial (1)	Tasa de cambio futura (1)	Tasa de interés derecho	Tasa de interés obligación
Corticol												
BBVA	2.500.000	09-10-08	15-01-09			(104)	(104)	2.250,00	2.291,65			
Bancolombia	2.500.000	10-10-08	15-01-09			(277)	(277)	2.316,00	2.361,22			
Bancolombia	2.500.000	14-10-08	15-01-09			(102)	(102)	2.250,00	2.290,83			
Corticol	2.500.000	16-10-08	15-01-09			(179)	(179)	2.281,00	2.321,79			
BBVA	2.500.000	04-11-08	15-01-09			(307)	(307)	2.340,50	2.372,97			
BBVA	2.500.000	05-11-08	15-01-09			(242)	(242)	2.314,50	2.347,45			
Corticol	2.045.000	09-10-08	08-04-09			(107)	(107)	2.260,00	2.338,20			
Corticol	2.045.000	09-10-08	08-04-09			(80)	(80)	2.248,00	2.322,99			
Venta N.D. Forwards												
BBVA												
Citibank	500.000	02-09-08	05-01-09			(113)	(113)	1.973,00	2.019,57			
BBVA	45.000	15-07-08	05-01-09			(18)	(18)	1.780,00	1.847,46			
BBVA	500.000	02-09-08	20-01-09			(113)	(113)	1.973,00	2.025,23			
BBVA	500.000	02-09-08	17-02-09			(113)	(113)	1.973,00	2.035,85			
Swaps	500.000	02-09-08	26-02-09			(113)	(113)	1.973,00	2.039,27			
Citibank	45.000.000	7.500.000	7.530.505	19-05-06	19-05-09	(1.425)	(1.425)	2.450,63	2.417,00	L3M + 1,25	9,20% EA	
TOTAL OBLIGACIONES CORTO PLAZO												
Swaps						\$ (6.706)						
ABN AMRO	33.000.000	21.214.290	21.241.126	14-06-06	14-06-13	(5.998)	(5.998)	2569,1	2518,5	L3M + 0,85	9,87% EA	
Citibank	40.176.271	40.176.271	41.895.829	03-07-08	03-07-18	(4.011)	(4.011)	2.95PEN	2.98PEN	L6M + 1,80	8,84% EA	
TOTAL OBLIGACIONES LARGO PLAZO												
TOTAL OBLIGACIONES												
GRAN TOTAL												
(1) Expresado en pesos colombianos												

El valor de los instrumentos financieros mencionados anteriormente incluyen la causación de los intereses de los contratos y el efecto de la diferencia en cambio.

El objeto de la constitución de los contratos de cobertura es la siguiente:

Los contratos forward de compra y venta de divisas para cubrir las exposiciones al riesgo de cambio de cuentas por cobrar, por pagar, préstamos y compromisos futuros en firme en moneda extranjera. Sustancialmente to-

dos los contratos son en dólares de los Estados Unidos de América. En general el vencimiento de los contratos coincide con el vencimiento del elemento o cuenta cubierta.

Todos los contratos anteriores han sido realizados con instituciones financieras de reconocido prestigio de las cuales se espera un cumplimiento adecuado. La administración monitorea permanentemente sus posiciones y la situación financiera de las contrapartes y no anticipa pérdidas en la ejecución de estos contratos.

3.3.3. ECOPETROL



Es una Sociedad de Economía mixta, de carácter comercial, organizada bajo la forma de Sociedad Anónima, de orden nacional, vinculada al Ministerio de Minas y Energía.

Durante la última década ha marcado su camino hacia la internacionalización, que le ha abierto mercados exploratorios en América y Europa y ha conquistado mercados en China, India y Nigeria. La firma ha venido creciendo por una serie de adquisiciones incrementando sus niveles de inversión de pasando de 922 millones de dólares en 2005 a 6925 millones en 2010.¹⁰

ECOPETROL es una empresa de bastante orgullo nacional, sus emisiones de acciones han sido exitosas y se han valorizado de forma exponencial, su precio de emisión fue de \$1400 por acción y ahora se cotizan a \$4.100; incrementando su valor casi tres veces.

En cuanto a la utilización de productos derivados en su desempeño habitual, se evidencia que utilizan opciones Call para cubrirte ante el riesgo por alza de precios de índice de referencia, cuyo subyacente son los cargamentos de asfalto que comercializa. La utilización de Swap está limitado a asegurar la diferencia de precios entre el índice NY y el índice USGC.

¹⁰ Revista Semana, Punto de quiebre. ECOPETROL 24 abril de 2010.

Anexo 3. Información Financiera de ECOPETROL.

del Contrato de Asociación se están consignando en la cuenta de regalías de la Fiducia, generando los intereses correspondientes.

Contratos de Suministro de Gas

La Empresa adicional a los contratos ya existentes, ha suscrito nuevos contratos de venta o suministro de gas con terceros, tales como Gecelca ESP, Alcanos S.A. ESP, E2, Gas Natural S. A. E.S.P, Empresas Públicas de Medellín, entre otros. Ecopetrol comercializó durante 2009, 578,66 GBTUD promedio por valor de 1,305,419 (incluye exportaciones). Así mismo, suscribió un nuevo convenio con la Agencia Nacional de Hidrocarburos (ANH) para la comercialización de regalías.

En diciembre, Ecopetrol S. A. efectuó la subasta de 32.8 GBTUD de gas natural del proyecto de ampliación en Cusiana (LTO2), logrando el precio más alto en comercialización en el mercado primario, que impacta positivamente la incorporación de reservas del piedemonte.

Durante el último trimestre del año, el denominado Fenómeno de El Niño provocó alta generación termoelectrica a gas en el territorio nacional con que las ventas de este combustible superaron niveles históricos. Adicionalmente, para incrementar los niveles de generación térmica, la Sociedad suministró ACPM del orden de 2.4 KBD en promedio.

Coberturas

Opciones Call

A la fecha se encuentran vigentes las siguientes Opciones Call para cobertura de asfalto:

<u>Contraparte</u>	<u>Fecha efectiva al 2010</u>	<u>Fecha terminación al 2010</u>	<u>Volumen</u>	<u>STRIKE PRICE</u>	<u>CALL PRICE</u>
BP. Products North America Inc.	1 de enero	31 de diciembre	480,000 Bls	US\$ 71	9.80
J. Aron & Company (Goldman Sachs)	1 de enero	31 de diciembre	600,000 Bls	US\$ 71	9.73
JP Morgan	1 de enero	31 de diciembre	480,000 Bls	US\$ 71	9.85
Morgan Stanley	1 de enero	31 de diciembre	480,000 Bls	US\$ 70	9.96

Descripción de la cobertura

Se realizaron operaciones de cobertura mediante la adquisición de Opciones Call. A través de esta estrategia, Ecopetrol S. A., se protege ante el riesgo por alza de precios del índice en referencia. El subyacente cubierto corresponde a los cargamentos de Asfalto que la compañía comercializa en el mercado local, los cuales tienen como índice de valoración el USGC 3%.

Instrumentos de Cobertura

Posiciones Largas en Opciones Call sobre el índice USGC respectivamente.

<u>Contraparte</u>	<u>Fecha efectiva al 2010</u>	<u>Fecha terminación al 2010</u>	<u>Volumen</u>	<u>STRIKE PRICE</u>
Morgan Stanley	1 de enero	30 de enero	300,000 Bls.	US\$ 1.02

Swap - Spread

Descripción de la cobertura

Se realizó una operación de cobertura Swap-Spread sobre la diferencia de precios entre el índice NY 1% y el índice USGC 3% con la cual se asegura un factor de descuento competitivo para la compañía sobre el índice de valoración de Ecopetrol S. A. Los índices mencionados son utilizados para la negociación de

cargamentos de Fuel Oil.

Instrumentos de cobertura.

Instrumentos Swap con posiciones largas y cortas sobre cada índice respectivamente.

Earn outs en compañías adquiridas.

En las adquisiciones de Hocol Petroleum Ltd. y de Offshore International Group (OIG) se adquirieron compromisos futuros que debe reconocer el comprador al vendedor, dependiendo del comportamiento de variables como precios de crudo y reservas, denominados "earn outs".

Hocol Petroleum Ltd.

1. Dependiendo del comportamiento del precio promedio de crudo por barril se pagaría una suma adicional en febrero del 2011 si el precio promedio de crudo WTI entre el 1 de Enero y el 31 de Diciembre del 2010, es:

Menor a US\$55, el valor a pagar es cero.

Mayor a US\$55 y menor a US\$60, el valor a pagar es US\$25 millones.

Mayor a US\$60 y menor a US\$65, el valor a pagar es US\$40 millones.

Mayor a US\$65, el valor a pagar es US\$65 millones.

2. Dependiendo de los resultados exploratorios del pozo Huron y hasta un periodo máximo de dos años (diciembre de 2012), se deben certificar reservas 2P y este volumen se multiplica por un porcentaje (entre el 8% y 6%) de precio de WTI promedio en un periodo de tiempo y el valor resultante y hasta un máximo de US\$50 millones se pagaría en el primer trimestre del 2013.

Offshore International Group (OIG)

Si durante los dos años siguientes a la fecha de adquisición de la Compañía (6 de febrero de 2009) el precio promedio del crudo es mayor a US\$60 por barril, pero menor o igual a US\$70 por barril, se deben pagar US\$200 millones y si el precio promedio es mayor a US\$70 por barril, el valor a pagar es de US\$300 millones, es de anotar que a Ecopetrol le correspondería pagar el 50% del compromiso.

Contratos Ship or Pay

Ecopetrol S. A. y ODL tienen firmados dos contratos (Ship or pay): i) el primero soporta la deuda (Tarifa Financiera) a 5 años, el cual es recaudado mediante encargo fiduciario, quien realiza los pagos de amortización de la deuda al Grupo Aval, y ii) y el segundo respalda la titularización (Patrimonio Autónomo Títulos) con una vigencia de 7 años. Los títulos están administrados a partir de la fecha de emisión de los mismos por un patrimonio estructurado para tal fin, al cual se le cedieron los derechos patrimoniales de facturación, recaudo y pago a los tenedores de los títulos. Cada uno de estos contratos compromete el transporte de 30,000 barriles diarios en la primera fase, y 60,000 bls. diarios en la segunda fase.

32. RESERVAS DE CRUDO Y GAS

Ecopetrol se acoge a los estándares internacionales para el cálculo y la clasificación de las reservas, enmarcados en las definiciones de la Securities and Exchange Commission (SEC) y con base en estas definiciones la Superintendencia de Yacimientos prepara el estudio oficial de reservas del año. El reporte fue aprobado por el Comité de Reservas de Ecopetrol en enero de 2010.

Las reservas fueron certificadas en un 98% por 3 compañías auditoras especializadas: Gaffney, Cline &

3.3.4. EPM

Empresas Públicas de Medellín (EPM) es el principal protagonista del mercado energético nacional: atiende cerca del 25 por ciento de la demanda de energía eléctrica del país, gracias a las 15 centrales de generación de su propiedad, lo que equivale al 19 por ciento de la capacidad nacional instalada. Además, es el mayor distribuidor con operaciones en Antioquia, Quindío, Caldas y los Santanderes, entre otros.

Para llegar a esta posición, EPM hizo movidas estratégicas en la última década. Adquirió la Empresa Antioqueña de Energía (Eade), las electrificadoras de Santander y la mayoría en otras compañías, como la Central Hidroeléctrica de Caldas (Chec) y la Empresa de Energía del Quindío (Edeq).

“Los instrumentos derivados con fines de cobertura.

Representan el valor de las operaciones financieras que se pactan con el objeto de gestionar el riesgo de los pasivos y pueden efectuarse para comprar o vender activos, como divisas, títulos valores o futuros financieros sobre tasas de cambio, tasas de interés, índices bursátiles o cualquier otro subyacente pactado, los cuales se liquidarán en fecha futura acordada.

Se reconocen por el valor pactado en el contrato. Si se pactan en monedas diferentes al peso colombiano, se reconocen a la Tasa Representativa de Mercado, TRM, de la fecha de la transacción. Mensualmente se reexpresan con la TRM de fin de mes. El mayor o menor valor obtenido como resultado de la reexpresión se reconoce en el periodo en las cuentas de resultados.”

El saldo a 31 de diciembre de 2009 y 2008 de las operaciones de manejo de deuda se discriminó así:

Concepto	2009	2008
Obligaciones en contratos derivados	195,082	141,571
Derechos en contratos derivados (Db)	(159,243)	(116,341)
Total instrumentos derivados corrientes	35,839	25,230
Instrumentos derivados no corrientes (1)	164,992	154,904

Las operaciones con instrumentos derivados al 31 de diciembre de 2009, discriminadas en corto y largo plazo, se resumen en:

Derivados corto plazo	Entidad	Derecho (a)	Obligación (b)	Cobertura(a)-(b)
Swap dólar -peso	Citibank	87.902	124.958	(37.056)
Swap de cupones	ABN	306	317	(11)
	Bancolombia	208	215	(7)
	Citibank	202	205	(3)
	JPMorgan	202	206	(4)
Forwards	Citibank	34.456	33.739	717
	Citibank	29.833	29.234	599
	Banco de Bogotá	6.133	6.207	(74)

3.3.5. CEMENTOS ARGOS

"INSTRUMENTOS FINANCIEROS DERIVADOS

La Compañía está expuesta a diversos riesgos del mercado financiero como consecuencia de sus negocios ordinarios, los cuales se gestionan por medio de instrumentos financieros derivados. Estos riesgos se pueden resumir de la siguiente manera:

Riesgo estratégico: desviación entre los beneficios esperados de una estrategia y los resultados obtenidos.

Riesgo de mercado: cambio en el valor razonable del derivado debido a cambios en el precio de mercado.

Riesgo de liquidez: pérdidas debido a: I) No cumplimiento de obligación de pago por la dificultad de obtener liquidez. II) Imposibilidad de tomar o deshacer una posición en derivados por la ausencia de mercado.

Riesgo de crédito: pérdida que puede materializarse por incumplimiento de la contraparte.

Riesgo operacional: pérdida a la que se expone la compañía debido a errores en los sistemas de registro y/o de valoración. También al mal diseño de un sistema de límites adecuado, a una mala revisión de los contratos y a un inadecuado sistema de información de gestión.

A su vez, es importante resaltar que la Compañía hace valorización periódica a precios de mercado de sus derivados, para efectos de control administrativo.

La Compañía gestiona los riesgos mencionados mediante las siguientes operaciones:

OPERACIONES SWAP

Corresponden a transacciones financieras en las que la Compañía mediante un acuerdo contractual con un banco, intercambian flujos monetarios, con el propósito de disminuir los riesgos de liquidez, tasa, plazo o emisor, así como también la reestructuración de activos o pasivos.

En el caso de los swaps de tipos de interés no hay intercambio de capitales, la Compañía es responsable de sus acreencias con montos y plazos definidos, su registro contable es independiente al swap. En cuanto al registro del swap únicamente se registrarán los pagos netos de intereses entre las partes participantes, por consiguiente, el registro estará limitado al reconocimiento de la diferencia, positiva o negativa, entre los flujos de intereses que las partes acuerdan intercambiar. Las utilidades o pérdidas derivadas de los contratos se reconocen directamente en los resultados del período. En el caso de los swaps de monedas, la existencia de este acuerdo no tiene repercusiones sobre la valoración de la deuda subyacente (original). Durante el período de tiempo del acuerdo, las partes pagan un diferencial por los intereses y la diferencia en cambio, que se reconocen directamente en los resultados del período.

OPERACIONES FORWARD

Se utilizan para cubrir el riesgo de tasa de cambio en las operaciones de deuda e inversión existentes

en moneda extranjera. Al final de cada período, se valoran descontando la tasa futura del forward a la tasa de devaluación pactada, comparando este valor presente con la tasa representativa del mercado al cierre, registrando la diferencia positiva o negativa en el estado de resultados.

3.3.6. AVIANCA

El proceso de ajuste de Avianca podría ser uno de los más exitosos de la historia empresarial de Colombia. A comienzos del nuevo siglo, la aerolínea atravesaba por una difícil situación que la tenía al borde del abismo.

Diez años después el panorama es diferente: recibe 3,5 billones de pesos en ingresos operacionales, está estrenando aviones Airbus, espera una nueva flota Boeing y concretó el año pasado un acuerdo con Taca para convertirse en una de las aerolíneas más grandes de la región.

Ese giro de 180 grados fue producto de una estrategia gerencial que seguramente será caso de estudio. En primera instancia, se dio un ajuste que algunos catalogan de sangriento, pero que era necesario para mantenerse en pie, y posteriormente se sacó adelante una agresiva estrategia de expansión, conducida por un genio de los negocios que apareció como si alguien hubiera frotado la botella: Germán Efromovich.

Los estados Financieros de Avianca, no muestran ningún movimiento de Instrumentos derivados.

3.3.7. ISA

Directamente y a través de sus filiales y subsidiarias ISA adelanta importantes proyectos en sistemas de infraestructura lineal que impulsan el desarrollo en el continente. Para lograrlo focaliza sus actividades en los negocios de Transporte de Energía Eléctrica, Operación y Administración de Mercados, Transporte de

Telecomunicaciones, Construcción de Proyectos de Infraestructura y Concesiones Viales.

La estrategia de inversión de ISA traspasó las fronteras del sector energético. Ahora invierte en infraestructura en general. Conquistó mercados latinoamericanos y su proyección es inmensa.

"Instrumentos Financieros derivados

Con el propósito de reducir la exposición la fluctuación en las tasas de cambio y tasas de interés de interés de las obligaciones financieras con la banca comercial local e internacional, multilaterales y emisiones de bonos, entre otras, las empresas de ISA recurren al uso de instrumentos derivados tales como swaps, forward y opciones .

De acuerdo con los procedimientos expedidos por la Contaduría General de la Nación, los derivados con fines de cobertura se reconocen por valor de derecho y de la obligación en la fecha de inicio del contrato; mensualmente estos se actualizan utilizando metodologías de reconocido valor técnico y la diferencia se registra como ingreso o gasto por la valoración de derivados según corresponda.

La comissão de valores Mobiliarios CVM en Brasil emitió 15 pronunciamientos contables que deben ser aplicados por las compañías en Brasil al cierre del 2008 estableciéndose como plazo para la incorporación de los cambios el 30 de abril de 2009. Entre otros estos procedimientos indican que la valoración de los derivados "swaps" se debe realizar considerando los precios del mercado en que operan estos instrumentos financieros. Teniendo en cuenta las restricciones y obligaciones impartidas por la CVM relacionadas con la valoración de derivados en Brasil, ISA realizó la evaluación de este swap considerando que es un derecho obtenido con propósito de cobertura y no de especulación.

4. OTROS ASPECTOS COLOMBIANOS

4.1. LEGISLACION COLOMBIANA

4.1.1. PRINCIPIO DE LA BUENA FE

Los vendedores de derivados financieros normalmente están en una posición de superioridad frente a sus compradores porque tienen una mayor capacidad de entendimiento sobre todas las implicaciones de los productos que ofrecen, sobre todo en relación con derivados exóticos y estructurados negociados en mercados OTC. De esto se deriva una necesidad de proteger a los usuarios finales de los derivados financieros.

El Principio de la buena fe contractual es uno de los aspectos legales que tienen repercusión en el momento de analizar la responsabilidad en la venta de derivados financieros en Colombia y de este se derivan deberes como el de la información, obligaciones de medio y obligaciones de resultado y vicios del consentimiento.

- a. Deber de información: En esta etapa las partes analizan el contenido del negocio que pretenden celebrar para evaluar si dicho contenido se ajusta al fin práctico perseguido con la celebración del contrato, con el fin de tomar una decisión sobre la conveniencia o inconveniencia de otorgar el consentimiento respectivo. Es necesario que la representación preventiva efectuada sobre el contenido futuro del contrato se ajuste a la realidad y sea lo más fidedigna posible.
- b. Obligaciones de medio y de resultados: Cuando el deudor se obliga a favor del acreedor a utilizar los recursos de que dispone, observando una especial diligencia en la consecución de un fin, sin que tal consecución esté garantizada. La obligación es de resultado cuando tiene por objeto un fin o

resultado determinado que el deudor garantiza, de tal manera que su no consecución comporta el incumplimiento de la obligación. Las negociaciones con derivados financieros están sujetos a oscilaciones en indicadores de mercado o de un activo subyacente y se hace imposible garantizar un resultado.

- c. Vicio de consentimiento: Cualquier engaño, trampa, artificio, trama o astucia que pueda crear en la mente de la otra persona una situación irreal que la lleve a adherirse a una situación o una condición; en este se incluye el dolo por omisión donde el uso de frases inconclusas, ideas a medio expresar o sugerencias veladas, hará nacer o alimentará un error en la contraparte.

Artículo 83 de la Constitución

“Las actuaciones de los particulares y de las autoridades públicas deberán ceñirse a los postulados de la buena fe, la cual se presumirá en todas las gestiones que aquellos adelanten ante éstas.”

4.1.2. NORMATIVIDAD COLOMBIANA

- Constitución Política de Colombia
- Ley 45 de 1923
- Circular externa 033 2010-12-27
- Circular externa 100 de 1995
- 1514 del 4 de agosto de 1998
- Circular externa 025 del 2008 de la Superintendencia Financiera de Colombia
- Circular externa 045 del 2008 de la Superintendencia Financiera de Colombia
- Ley 9 de 1991
- Ley 35 de 1993
- Decreto 663 de 1993

- Resolución 400 de 1995
- Ley 510 de 1999
- Ley 546 de 1999
- Ley 550 de 1999

5. CONCLUSIONES

La revista Semana el 24 de abril de 2010, publicó “ El top de los 10” y “Una década de estrategias” en el que les hacen un homenaje a las empresas mas representativas de Colombia, describen estrategias y retos que se plantearon y como los llevaron a continuar como los mejores o ingresar al grupo.

Las empresas seleccionadas tienen un gran reconocimiento a nivel nacional e internacional y han logrado obtener una gran participación en sus mercados principalmente por las estrategias que han adoptado, han rediseñado, se han aliado, han buscado inversión y cooperación internacional, han perfeccionado sus procesos y han renovado su visión interna y su proyección hacia el futuro.

Es evidente que algunas de ellas utilizan los productos derivados financieros pero solo unas cuantas los utilizan con desenvolvimiento y continuidad, cuando han decidido utilizarlas lo han hecho de una forma bastante definida sobre un posible riesgo o una necesidad fija, es el caso del Grupo ÉXITO cuando adquirió a Carulla Vivero y no son utilizados con el objetivo de especulación.

Los montos transados por ellos son poco significativos y en algunos de los informes financieros no se evidencia la utilización de estos instrumentos como en el caso de Avianca; es posible que si se utilicen pero que no se presenten con el detalle que lo hacen los que si los definen ampliamente.

Otras empresas pequeñas utilizan instrumentos derivados pero sus Estados Financieros no son publicados abiertamente como en el caso de las empresas seleccionadas, que por ser Sociedades Anónimas son de obligatoria publicación para sus accionistas, estas empresas tienen un celo por su información financiera y no es frecuente que la ofrezcan para ser evaluada.

Considerando lo anterior se puede analizar lo siguiente en cuanto a la utilización de los derivados financieros en las empresas importadoras y exportadoras y las razones para su utilización:

- El miedo a la bolsa y a lo desconocido es un rasgo característico de los empresarios colombianos, si no se sabe manejar la situación entonces hay que evitar estar en ella.
- Existe desconocimiento del personal administrativo y financiero de las propiedades financieras de estos instrumentos, en la ausencia de límites para la determinación de las exposiciones admisibles y toma de riesgos excesiva o conocimiento parcial de los riesgos que soportan.
- Ausencia o debilidad del control interno, lo que incluye la no delimitación e independencia de la función de control o la falta de poder real.
- La valoración de los derivados presenta cierto nivel de complejidad, para la mayoría de los riesgos que la entidad debe gestionar el punto de partida es la valoración del instrumento derivado, por lo que las debilidades en el terreno de la valoración se trasladan al campo de la identificación, medición, gestión y control de riesgos.
- La medición de riesgo de crédito de cualquier instrumento es una cuestión compleja, pero lo es más en el caso de los derivados por la naturaleza de la

exposición crediticia futura, difícil de evaluar, dado que se trata del valor del derivado en un horizonte futuro.

- Muchos derivados se negocian en mercados no organizados (OTC) en los que la liquidez no está asegurada. La medición de los riesgos de mercado debe tener muy en cuenta el factor de la liquidez para no incurrir en la infravaloración de los riesgos.
- Los riesgos operacionales son también específicamente importantes en el caso de los derivados. De entre ellos, los riesgos legales vinculados a la interpretación y cumplimiento de los contratos, los riesgos de registro y contabilización de las operaciones y los riesgos de los modelos, tanto de valoración como de medición de los riesgos, por citar los mas importantes.

La utilización de los derivados financieros en empresas exportadoras e importadoras en Colombia, ha incrementado como lo muestran los informes de las empresas seleccionadas y el informe de Bancolombia en cuando a Forward y opciones, pero ha sido muy lento el crecimiento y el desarrollo de esta implementación, esto lo demuestra la poca información que se encuentra disponible en la red y en las instituciones, en las que se evidencia desconocimiento del tema; es posible pretender que siendo estas empresas las mas representativas en Colombia sean ellas las que se encuentren a la vanguardia en estos temas.

Después de esta década de retos en función del resurgimiento de compañías y de redefinirlas, en búsqueda de estándares de calidad, de mercado, de tecnología, de preparación es muy posible que Colombia incremente su participación en el mercado internacional y por ende asuma los nuevos enfoques y las nuevas filosofías, estas empresas acabaron su década de renovación ahora viene un nuevo reto.

6. FUENTES DE CONSULTA

6.1.1 FUENTES BIBLIOGRÁFICAS

Libros

- Serrano Rodríguez, Javier. "Mercados financieros : visión del sistema financiero colombiano y de los principales mercados financieros internacionales" Universidad de los Andes, Facultad de Administración, Bogotá, Editorial Planeta, B2005.
- Baena Toro, Diego; Hoyos Walteros, Hernan; Ramírez Osorio, Jorge Humberto. "Sistema Financiero Colombiano" primera edición, Bogotá, Ecoe Ediciones, 2008.
- Colombia. Leyes, etc.; Legis (Empresa comercial). "Régimen financiero y cambiario (2003, 2006)" Bogotá: Legis, 2003, 2006.
- Vilarino Sanz, Ángel; Pérez Ramírez, Jorge; García Martínez, Fernando, "Derivados: valor razonable, riesgos y contabilidad: teoría y casos prácticos (2008), España, Pearson Education, 2008.
- Lara Haro, Alfonso de. "Productos derivados financieros: instrumentos, valuación y cobertura de riesgos (2005), México: Limusa, 2005.
- Mantilla Blanco, Samuel Alberto, "Control interno de los nuevos instrumentos financieros una herramienta de información para considerar el COSO Internal Control-Integrated framework en aplicaciones de derivados (1999, 2001), Colombia: Ecoe Ediciones, 1999, 2001.
- Venegas Martínez, Francisco, "Riesgos financieros y económicos: productos derivados y decisiones económicas bajo incertidumbre (2006), México: Thomson, 2006.
- Lamothe Fernández, Prosper; Soler, José Antonio. "Swaps y otros derivados OTC en tipos de interés (1996), "Swaps y otros derivados OTC en tipos de interés (1996)", España: McGraw-Hill Interamericana, 1996.

Revistas

- Zuleta, Luis Alberto. "La reactivación productiva del sector privado colombiano, Archivos de Macroeconomía (Santafe de Bogotá), No. 134, Mar. 23, 2000, p. 1-39.

- Silva B., Julio Cesar. "Camino a una recuperación mas sólida", Cambio. (Bogota), Edición 2003. Las 1000 Empresas más grandes de Colombia, p. 10-19.
- Quevedo Cabana, Gustavo. "Captaciones y colocaciones del sistema financiero en el distrito de Barranquilla", Desarrollo Indoamericano (Barranquilla), Vol. 41, No. 119, Dic. 2007, p. 32-44.
- Bogota: Legis, 2003, 2006. "La responsabilidad en la venta de derivados financieros", Revista Estudios Socio - Jurídicos (Bogota), Vol. 09, No. 02, Nov. 2007, p. 142-178.
- Reyes Carmona, Rolando. "Cobertura de los riesgos de mercado de las instituciones financieras dominicanas mediante la utilización de derivados financieros", Ciencia y Sociedad (Santo Domingo), Vol. 25, No. 02, Abr.-Jun. 2000, p. 189-200.
- Gomez Minujin, Facundo, "Efectos de la globalización en el mundo jurídico: un enfoque particular en el área financiera y de negocios" Contribuciones (Buenos Aires), Vol. 15, No. 03, Jul-Sep. 1998, p. 43-66.
- Instrumentos financieros derivados y productos estructurados. Nuevo régimen, Legislación. (Bogota), Vol. 113, No. 1339, Jul. 30, 2008, p. 20-70.

6.1.2 FUENTES DE INTERNET

- Cámara de Comercio de Bogotá www.ccb.org.co/
- Cámara de Comercio de Medellín www.camaramed.org.co
- Cámara de Comercio de Cali www.ccc.org.co
- Cámara de Comercio de Barranquilla www.camarabaq.org.co
- Cámara de Comercio de Cartagena www.cccartagena.org.co
- Banco de la República de Colombia www.banrep.gov.co/
- Asociación Bancaria y de Entidades Financieras de Colombia www.asobancaria.com/
- Superintendencia de Sociedades www.supersociedades.gov.co/
- Proexport Colombia www.proexport.com.co/
- Diario portafolio www.portafolio.com.co/
- Revista Dinero www.dinero.com/
- Revista Semana
- Guía del Sector Financiero www.quiafinanciera.com/
- La República www.larepublica.com.co/
- Grupo Bancolombia <http://www.grupobancolombia.com>
- Grupo ÉXITO <http://www.almacenesexito.com/accionistas/default.aspx>
- Grupo Nacional de Chocolates http://www.grupochocolates.com/html/i_portals/index.php

- ECOPETROL <http://www.ecopetrol.com.co/>
- Portafolio <http://www.portafolio.com.co/archivo/documento/CMS-4656817>
- Manual de proveedores <http://www.almacenesexito.com.co/proveedores/politicas/Manual%20de%20proveedores.pdf>

6.1.3. OTRAS FUENTES

- López García, William Alberto; Monsalve Mejía, Juan David; Acevedo Monsalve, Eduar Mauricio; Rhenals Monterrosa, Remberto. "Evolución de los mercados de derivados financieros agrícolas en Colombia entre 1979-2007 [archivo de computador] Medellín, [s. n.], 2008.
- Gutierrez Cañaveral, Gloria; Carvajal Valencia, Giovanni; Morales Jaramillo, Francisco Luis; García Londoño, Gloria Cecilia, "Prueba de valoración de forwards y futuros en Excel aplicada al caso colombiano [recurso electrónico], Medellín: [s. n.], 2009.
- Maradey Angarita, Kelly; Cardona Quiroz, Maria del Pilar; Arias Velásquez, Lina Marcela, "Topología de los productos estructurados de primera y segunda generación mas frecuentemente ofrecidos en el mercado colombiano [archivo de computador], Medellín: [s. n.], 2008.
- Restrepo Meneses, Elkin; Mosquera Rosero, Claudia, "Los productos derivados y sus efectos económicos, Medellín: [s. n.], 1996.
- Ramos V., Maria Eugenia; Montoya G., Ana Lucia; Restrepo M., Mauricio. "Derivados y su negociación en Colombia", Tesis de grado, Medellín: [s. n.], 1998.