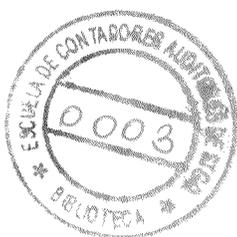


SCA
C118
2011

Trabajo correspondiente a la 2° fase

Del Seminario de Titulación

**“Operatividad de los Instrumentos Financieros Derivados en
la Industria de los Fondos Mutuos Chilenos”**



Seminario N° 60

Semestre Primavera 2010

Profesor guía: Raúl Rojas C.

Integrantes: Amalia Cáceres

Alejandra Silva

María José Pino

Maribel Valdés

Catherine Rojas

MARC B

Enero, 2011

Índice

ÍNDICE	2
PRÓLOGO	4
INTRODUCCIÓN.....	5
CAPÍTULO 1.....	7
EVIDENCIA EMPÍRICA DE LA UTILIZACIÓN DE LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS DERIVADOS.....	7
1.1 ¿QUÉ SON LOS FONDOS MUTUOS?	7
1.2 VENTAJAS DE LOS FONDOS MUTUOS	8
1.3 ¿CÓMO FUNCIONAN LOS FONDOS MUTUOS?	8
1.4 TIPOS DE FONDOS MUTUOS	10
1.5 CARACTERÍSTICAS DE LOS FONDOS MUTUOS QUE OPERAN CON INSTRUMENTOS FINANCIEROS DERIVADOS.....	11
1.5.1 <i>Forma de Inversión en Derivados</i>	11
1.5.2 <i>Relación de Mercado que se inviertan</i>	12
1.5.3 <i>Eficiencia de un Fondo Mutuo</i>	13
1.6 EVOLUCIÓN DE LOS DERIVADOS.....	14
1.7 EVOLUCIÓN DE LOS FONDOS MUTUOS QUE OPERAN CON DERIVADOS	15
1.7.1 <i>Tipos de Contratos de Derivados que se pueden Invertir</i>	18
1.7.2 <i>Clasificación de los Fondos Mutuos</i>	18
1.7.3 <i>Industria de los Fondos Mutuos</i>	19
1.8 RELEVANCIA OPERATIVA DE LOS FONDOS MUTUOS ESTRUCTURADOS	22
1.8.1 <i>Inversión de Fondos Mutuos Estructurados</i>	22
1.8.2 <i>Comercialización de Fondos Mutuos Estructurados</i>	23
1.8.3 <i>Ventajas y desventajas de los Fondos Mutuos Estructurados</i>	23
1.8.4 <i>Cartera de Fondos Mutuos Estructurados</i>	24
CAPÍTULO 2.....	26
INFORMACIÓN Y REGISTRO CONTABLE.....	26
2.1 MARCO REGULATORIO	27
2.2 NORMAS EMITIDAS POR LA SUPERINTENDENCIA DE VALORES Y SEGUROS PARA LAS OPERACIONES FINANCIERAS DERIVADOS EN FONDOS MUTUOS.....	27
2.3 NORMAS CONTABLES PARA LAS OPERACIONES FINANCIERAS DERIVADAS	28
2.3.1 <i>Colegio de Contadores – Boletines Técnicos</i>	28
2.3.1.1 Tipos de Inversiones	28
i. Contratos de Cobertura (hedging).....	28
ii. Contratos de Inversión (nonhedging).....	29
2.3.1.2 Contabilización de Contratos de Cobertura.....	29
- <i>Contratos de cobertura de partidas existentes</i>	29
- <i>Contratos de cobertura de partidas esperadas</i>	30
- <i>Contratos de inversión</i>	30
2.3.2 <i>IASB – Normas Internacionales</i>	31
2.3.2.1 Tipos de Inversiones	32
2.3.2.2 Contabilización de Contratos de Cobertura.....	33
i. <i>Coberturas sobre el Valor Razonable (Fair Value)</i>	33
ii. <i>Coberturas de Flujos de Efectivo</i>	33
iii. <i>Coberturas sobre la Inversión Neta</i>	33
2.4 ANÁLISIS COMPARADO DE LA NORMATIVA UTILIZADA	34
2.4.1 <i>Comparación con respecto a la Normativa Nacional</i>	34
2.4.2 <i>Comparación con Normativa Internacional</i>	35



CAPÍTULO 3.....	39
MEDICIÓN Y CONTROL DE RIESGOS	39
3.1 NORMATIVA CHILENA.....	39
3.1.1 <i>Requisitos de los Fondos Mutuos con Derivados</i>	40
3.1.2 <i>Instrumentos susceptibles de ser derivados</i>	41
3.1.3 <i>Límites de los Fondos Mutuos</i>	42
3.1.4 <i>Clasificación de Riesgo</i>	44
3.1.5 <i>Identificación de Riesgos</i>	46
3.1.6 <i>Tipos de Riesgos</i>	46
3.1.7 <i>Control de riesgos</i>	47
3.1.7.1 Programa de Gestión de Riesgo y Control Interno.....	48
i. <i>Función de Gestión de Riesgos</i>	48
ii. <i>Políticas y Procedimientos de Gestión y Control de Riesgo</i>	49
3.1.7.2 <i>Organización para la Gestión de Riesgos y Control Interno</i>	50
3.1.7.3 <i>Estrategia de Mitigación de riesgos y Plan de Contingencia</i>	51
3.1.7.4 <i>Certificación Anual</i>	52
3.2 ANÁLISIS COMPARADO.....	52
3.2.1 <i>Normativa Internacional</i>	52
3.2.2 <i>Normativa Nacional</i>	53
CONCLUSIÓN.....	55
GLOSARIO	58
ANEXOS.....	60
<i>Anexo 1 Modelo de Reglamento Interno de Fondos Mutuos</i>	60
<i>Anexo 2 Fondos Mutuos que usan derivados</i>	64
<i>Anexo 3 Índice Bursátil - IPSA</i>	65
<i>Anexo 4 Precios de commodities</i>	66
<i>Anexo 5 Tasa de Política Monetaria</i>	67
<i>Anexo 6 Tipo de Cambio Observado</i>	68
<i>Anexo 7 Certificación Anual</i>	69
BIBLIOGRAFÍA.....	70
ANEXO B	71

Prólogo

El presente trabajo de tesis tiene por principal objetivo, identificar los principios básicos que rigen el sistema de información y contabilidad establecida por la normativa chilena para las operaciones en Derivados en la industria de los Fondos Mutuos. Una vez identificados estos principios, se busca verificar la validez de estos desde el punto de vista del control de las operaciones. El enfoque central será el análisis de las normas y procedimientos contables establecidos por los organismos pertinentes y su aporte en el control mencionado.

Se busca conocer la importancia de la participación de esta industria en el mercado de derivados, volumen de operaciones y cuales son los instrumentos derivados transados a través de sus Fondos Mutuos y como es la operativa de mercado en cuanto al control de los riesgos asociados. Es importante señalar que lamentablemente no existe información desagregada por entidad y los instrumentos de Fondos Mutuos asociados a derivados, la información es global por industria.

El presente trabajo busca determinar si los controles establecidos, tanto en la normativa financiera como contable, otorgan a este mercado específico las herramientas apropiadas para la mitigación de los riesgos financieros, principio fundamental de la industria de los derivados, considerando para ello las regulaciones existentes.

Este trabajo se desarrolla en base a los normas chilenas que regulan el mercado, considerando los cuerpos legales y normativos emitidos por los organismos llamados a controlar este, pero sólo se referirá a los aspectos que tengan relación con los controles y requisitos establecidos para la operativa de los Fondos Mutuos que operan en instrumentos financieros derivados.

Introducción

Una economía abierta como es el caso de Chile, está expuesta a los cambios que se producen en los distintos factores económicos, provocando incertidumbre asociada a los activos transados por las empresas o las entidades a todo nivel.

La volatilidad del dólar es reflejada en el tipo de cambio, precios de los commodities, papeles del Banco Central de Chile, entre otros. Esta vulnerabilidad o incertidumbre implica un riesgo que afecta a las inversiones. Este debe ser cubierto, es así como ha surgido el mercado de productos derivados o futuros, que de alguna manera, se transforma en un seguro para protegerse de la fluctuación en los precios.

Este mercado ha crecido rápidamente, y representa un pilar fundamental para la maduración del sistema financiero. Chile aún no muestra los niveles de los países desarrollados en término de transacciones anuales respecto del Producto Interno Bruto¹. Pero si se encuentra por sobre las economías emergentes, comparación válida para Chile, pues se encuentra en este selecto grupo. Sin embargo, Chile está lejos de las economías desarrolladas, en donde el porcentaje de transacciones en derivados sobre el P.I.B. presentan valores destacados. Considerando la profundidad de mercado de derivados, queda mucho por avanzar, pues, este es un elemento clave al momento de evaluar su avance.

El mercado de futuros y opciones han cobrado en los últimos años una importancia creciente en el mundo de las finanzas y la inversión. Se ha alcanzado un punto donde es absolutamente esencial que los profesionales de finanzas entiendan cómo funcionan estos mercados, cómo pueden ser utilizados y qué determina sus precios.

En este contexto, la industria de los Fondos Mutuos esta aportando al mercado sus productos asociados a instrumentos derivados, lo que constituye un avance en la meta de conseguir el desarrollo deseado.

Las decisiones de inversión merecen un análisis y evaluación apropiado, y no se puede dejar de lado el grado de incertidumbre respecto del comportamiento futuro de los activos, es en este contexto cuando nace la necesidad de los Fondos Mutuos, de incorporar al análisis, estrategias de mitigación de riesgos asociados a la volatilidad, es decir, tratar de eliminar o al menos, disminuir las potenciales pérdidas producidas por mercados a la baja.

La mitigación de riesgos se convierte en un elemento fundamental, por lo tanto, la industria ha incorporado la utilización de instrumentos financieros derivados que se enmarquen dentro de los objetivos y políticas de los fondos que administran, así como su perfil de riesgo. Es decir, la

¹ El Producto Interno Bruto (P.I.B.), representa la suma de todos los bienes y servicios finales producidos en un país durante un año, ya sea por nacionales o por extranjeros residentes. P.I.B. Proyectado para el año 2011 sería de 5.11%

inversión de un fondo mutuo debe ser consistente con las expectativas razonables de sus partícipes o aportantes.

Este trabajo de tesis, contiene y analiza la operatividad de los instrumentos financieros derivados en la industria de los Fondos Mutuos, y el objetivo de la misma, será la determinación del grado de utilización de los instrumentos financieros derivados en sus estrategias de Fondos Mutuos.

En el primer capítulo se muestra información relativa a los instrumentos de Fondos Mutuos sobre derivados, sus categorías y características, además, se aporta información estadísticas para evaluar la evolución de la industria en estos instrumentos. Se incluye también en este capítulo, un tratamiento especial sobre la relevancia operativa de los Fondos Mutuos estructurados y su importancia en la gestión de riesgo.

Para el segundo capítulo, se hace un análisis acerca de la información y registro contable, específicamente sobre las normas que regulan este mercado, tanto desde el punto de vista de la normativa regulatoria nacional, a través de los cuerpos legales emitidos por la Superintendencia de Valores y Seguros, y por otro lado, la normativa contable que se utiliza para el registro y control de estas operaciones. También se incluye un análisis comparativo de normas nacionales e internacionales.

En el tercer y último capítulo, se analiza la información normativa y su alcance en la mitigación de los riesgos asociados a estos mercados, con especial énfasis en su comparación con las normas norteamericanas surgidas con posterioridad a la crisis sub-prime. Determinando el grado de vulnerabilidad de nuestro mercado.

Capítulo 1

Evidencia Empírica de la Utilización de los Instrumentos Financieros Derivados

A continuación, el texto se centrará en describir la industria de los Fondos Mutuos, definición y características de sus productos, las clasificaciones existentes y su funcionamiento, conocer sus propiedades y la forma en que operan. Se buscará determinar la relación entre estos fondos y los instrumentos financieros derivados, que función cumplen dentro del portafolio. Además, será vital conocer la evolución de este mercado y determinar su aporte en la oferta de productos destinados a inversión y cobertura.

Específicamente se analizarán los Fondos Mutuos que operan con derivados y su participación de mercado, así como la importancia operativa del tipo específico de fondo más utilizado conforme la evidencia empírica que se presenta. Finalmente, se espera determinar si la utilización de instrumentos derivados en esta industria, muestra niveles de desarrollo adecuado acorde con el espíritu de la industria de los Fondos Mutuos y su relación con el mercado de derivados.

1.1 ¿Qué son los Fondos Mutuos?

Fondo Mutuo es el patrimonio integrado por aportes de personas naturales y jurídicas, denominadas partícipes, para su inversión en valores de oferta pública tales como acciones, cuotas de fondos de inversión, bonos, pagarés, letras hipotecarias, etc. Este patrimonio es administrado por una sociedad anónima, por cuenta y riesgo de los partícipes, quienes tienen el derecho a rescatar parcial o totalmente sus aportes en cualquier momento sujeto a las condiciones pactadas. Estos fondos son una alternativa de inversión que permite acceder a los mercados de una manera fácil, cómoda y conveniente. La Sociedad Administradora es quien decide el destino de la inversión, con la finalidad de obtener el mayor retorno para el inversionista.

Un Fondo Mutuo aprovecha los beneficios que implica la diversificación, esto es, dividir una inversión en una variedad de activos. Esto ayuda a reducir el riesgo porque las diferentes inversiones tienen alzas y bajas en forma independiente una de otra. Por lo general, las combinaciones de activos cancelarán las fluctuaciones de cada uno de ellos, y por lo tanto reducirán el riesgo que implica la inversión en forma independiente en cada uno.

Los Fondos Mutuos y sus Sociedades Administradoras se rigen por las disposiciones contenidas en el D.L. N° 1.328 de 1976, y su reglamento, D.S. N°249 de 1982, en el reglamento interno de cada fondo y en la normativa emitida por la Superintendencia de Valores y Seguros, organismo al cual le compete su fiscalización. Asimismo, se aplican a estas entidades las disposiciones legales y reglamentarias relativas a las sociedades anónimas abiertas, y las disposiciones

contenidas en el Título XXVII de la Ley N°18.045, en caso de que la empresa se hubiere constituido como Sociedad Administradora General de Fondos.

1.2 Ventajas de los Fondos Mutuos

Operar o invertir en Fondos Mutuos tiende a ser más económico que cuando los inversores lo hacen directamente, por ejemplo, comprando acciones individualmente. Esto se debe a que los Fondos Mutuos compran o venden miles de acciones por día, reduciendo de esta forma los costos en forma drástica. Además, para el partícipe, resulta relativamente sencillo elegir un fondo de una familia de estos instrumentos que encaja con su estilo de inversión y tolerancia al riesgo. Los distintos fondos poseen distintos niveles de riesgo y estrategias de inversión. Algunos buscan maximizar el crecimiento del capital mientras otros buscan grandes retornos en intereses; incluso otros intentan equilibrar ambos objetivos. La elección se hace entre fondos de crecimiento agresivo, fondos de crecimiento y renta, y fondos de renta fija.

Las ventajas que ofrecen estas alternativas de inversión tienen relación con su costo, el cual corresponde a la remuneración de la Sociedad Administradora, la cual se descuenta diariamente del patrimonio. Estos instrumentos entregan liquidez, dado que los recursos invertidos pueden ser rescatados en forma total o parcial todos los días del año. Los Fondos Mutuos, son cómodos de utilizar debido a que estos no tienen vencimientos y no es necesario renovar la inversión. Logran la diversificación necesaria al estar diseñados mediante una combinación de distintos activos financieros, en distintos mercados, sectores y emisores, todo lo cual conforma una cartera diversificada con riesgos acotados. Los Fondos Mutuos ofrecen múltiples alternativas, pues en Chile, se ofrecen en promedio 40 Fondos Mutuos por cada Sociedad Administradora, los cuales invierten tanto en instrumentos de deuda como de capitalización, ya sea en Chile o en el extranjero.

Otra ventaja, al operar con Fondos Mutuos con derivados, es que la Sociedad Administradora es quien se hace cargo de líneas de crédito y garantías exigidas para entrar en este mercado, las cuales tendrían que ser asumidas por una persona o empresa que requiera cobertura mediante derivados en forma particular.

1.3 ¿Cómo Funcionan los Fondos Mutuos?

Por estructura, los Fondos Mutuos son administrados por Sociedades Anónimas, que se constituyen con el objetivo común, obtener una rentabilidad mediante la inversión de sus aportes individuales, los que se transforman en las cuotas.

Para invertir en Fondos Mutuos es necesario depositar un aporte en dinero a la Sociedad Administradora, informando a esta el tipo de fondo escogido de acuerdo al nivel de riesgo que esté dispuesto afrontar.

Para la formalización de dicho acto, se debe firmar un contrato de suscripción de cuotas, en el

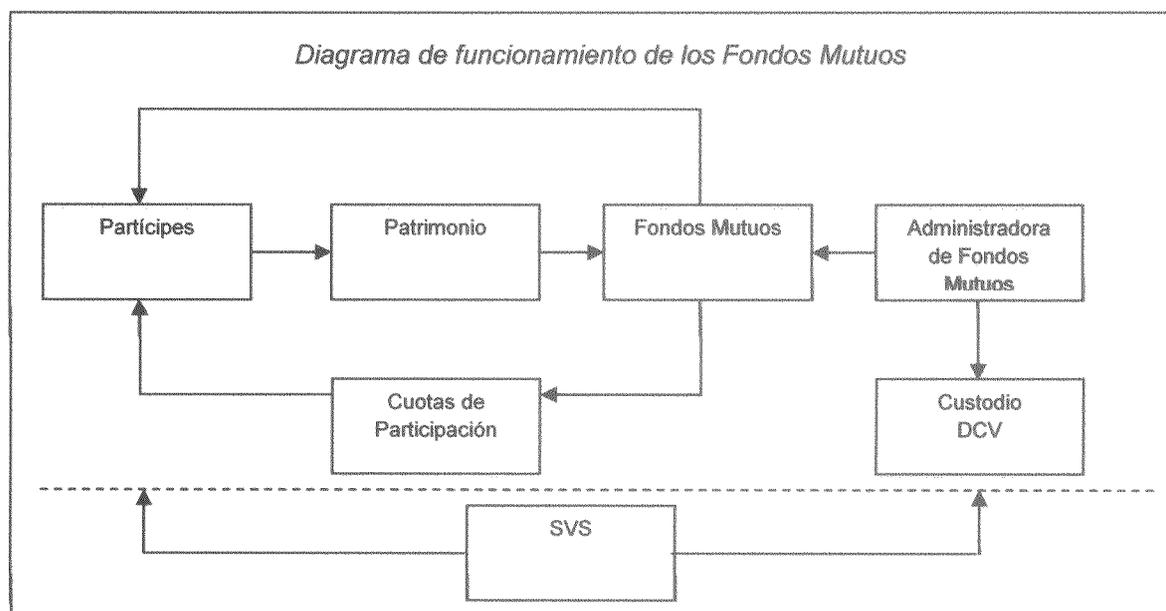
cual se estipulan los derechos y obligaciones de ambas, tanto del inversionista y la Sociedad Administradora. En este documento se individualizan las partes, monto de la inversión, remuneración que cobra la entidad por la administración de dichos fondos, comisiones a cobrar por la inversión, plazo de pago de los rescates², política de inversión de recursos, planes de inversión que tiene contemplada la Sociedad Administradora y otras cláusulas, dependiendo de la estrategia definida por la empresa. Además, ésta tiene la obligación de generar un reglamento interno de acuerdo a lo estipulado en el Decreto Supremo N° 249³ para cada tipo de fondo, documento que debe estar a disposición del partícipe, se anexa formato de reglamento interno, ver Anexo N°1.

El inversionista antes de realizar su inversión, debe solicitar información actualizada sobre la composición de la cartera de inversiones del fondo de su interés para verificar si este cumple con sus expectativas o se adecua a sus intereses, considerando que la Sociedad Administradora no garantiza que la ganancia actual generada por dicha inversión sea permanente o se repita en el futuro.

La Superintendencia de Valores y Seguros además de normar este mercado actúa como Custodio a través de boletas de garantía emitidas por las Sociedades Administradoras a favor de los Inversionistas o partícipes.

El proceso descrito anteriormente se puede ver graficado en el Diagrama N°1, que muestra la interacción entre el partícipe, su aporte al patrimonio, la administración del mismo por parte de la Sociedad Administradora, la retribución en cuotas y la supervisión en manos de la Superintendencia y la custodia de las Inversiones.

Diagrama N°1



² plazo en que se devuelven el dinero que se haya invertido

³ Publicado en el Diario Oficial de 29 de julio de 1982

1.4 Tipos de Fondos Mutuos

Los Fondos Mutuos ofrecidos por las Sociedades Administradoras son los siguientes:

- Fondo Mutuo de inversión en instrumentos de deuda de corto plazo con duración menor o igual a 90 días: Estos están destinados al manejo de excedentes e inversiones de corto plazo, invierten sólo en instrumentos de deuda, entregan una competitiva rentabilidad y completa liquidez, ya que en la mayoría de los casos, el cliente puede disponer de su dinero en un día hábil bancario.
- Fondo Mutuo de inversión en instrumentos de deuda de corto plazo con duración menor o igual a 365 días: Son fondos destinados al ahorro de las personas naturales. Su inversión principal es en instrumentos de deuda nacional, tanto de corto como de largo plazo.
- Fondo Mutuo de inversión en instrumentos de deuda de mediano y largo plazo: Se caracterizan por su perfil de ahorro para personas, difiere del anterior fondo, debido a la gama de productos que se pueden incorporar al fondo, todos ellos con diferentes exposiciones de riesgo, y por lo tanto, diferentes rentabilidades esperadas.
- Fondo Mutuo Mixto: Destinados a las personas o empresas que buscan aprovechar las oportunidades de inversión que ofrece el mercado internacional. Según la política de inversión, invierte en carteras principalmente en instrumentos de capitalización de los distintos mercados internacionales diversificando distintas alternativas de inversión del mundo, con bajos montos mínimos.
- Fondo Mutuo de inversión en instrumentos de capitalización: Se caracterizan por estar destinados a personas que quieren aprovechar oportunidades que presenta el mercado bursátil local e internacional a través de una cartera diversificada de títulos de las principales sociedades anónimas abiertas del país.
- Fondo Mutuo de Libre inversión: Estos fondos están orientados a los inversionistas de mediano plazo, los cuales invierten principalmente en instrumentos de deuda de distintos plazos e instrumentos de capitalización, tanto nacionales como extranjeros, con el objeto de captar oportunidades de mercado.
- Fondo Mutuo Estructurado: Particularmente especiales, pues estos fondos buscan obtener una rentabilidad previamente determinada. Esta rentabilidad puede ser fija o variable y dependerá de lo definido en la reglamentación respectiva. Los Fondos Mutuos Estructurados pueden adoptar la definición de "garantizado", "afianzado", "asegurado" u otra de similar naturaleza en la medida que cuente con la aprobación respectiva y tenga como objetivo final asegurar esta rentabilidad para todos los partícipes de Fondos Mutuos.

- Fondo Mutuo Dirigido a Inversionistas Calificados: Contemplan características especiales en su política de inversión, siempre señalada en el reglamento interno respectivo, con el objetivo de otorgar a los partícipes una alternativa de inversión, es un producto que, eventualmente, tendrá mayores límites de inversión respecto del activo total del fondo en función de cada emisor, grupo empresarial y sus personas relacionadas, sin perjuicio de los requerimientos de información que establezca el reglamento interno y aquellos que la normativa exige.

1.5 Características de los Fondos Mutuos que operan con Instrumentos Financieros Derivados

Como se pudo observar en los párrafos anteriores, los distintos fondos se conforman de acuerdo a plazos u horizontes de inversión, de corto, mediano y largo plazo, esta característica se convierte en la variable que origina la adopción de estrategias en derivados asociadas a los fondos. Así es, pues los beneficios y riesgos involucrados en las distintas inversiones deben ser analizados y calculados en base a un futuro, muchas veces incierto, y en base a un enfoque integral del portafolio del fondo y sus objetivos.

1.5.1 Forma de Inversión en Derivados

La inversión en derivados presenta diversos tipos y niveles de riesgo, dependiendo de las características del instrumento en particular, así como de la composición de la cartera del fondo mutuo. Una vez analizadas estas variables, la elección del instrumento derivado asociado al portafolio principal, se efectúa considerando que dicha inversión, aportará valor al fondo, siendo consistente con los objetivos y políticas de éste, así como la búsqueda de diversificación definida.

A modo de ejemplo, un fondo asociado a instrumentos derivados, cuya estrategia consiste en invertir en acciones de compañías japonesas, puede utilizar contratos Forwards de yenes con el propósito de reducir el riesgo del portafolio. De esta forma el instrumento financiero derivado disminuye el riesgo asociado a la cartera completa, esto mismo ocurre si el fondo invierte en commodities tales como petróleo, cobre o celulosa, al incluir en dicho fondo, opciones sobre el precio de la materia prima, de esta manera, se fija el escenario máximo y mínimo del precio del subyacente. Aportando el grado de certidumbre al Fondo Mutuo Principal.

1.5.2 Relación de Mercado que se invierten

Por su propia estructura, los Fondos Mutuos están fuertemente relacionados con el mercado en que invierten, esto debido a que el fondo persigue otorgar rentabilidades superiores al mercado, o al menos iguales, de lo contrario no serían atractivos para los potenciales inversionistas.

Si un Fondo Mutuo invierte en acciones en el mercado local, esta inversión está correlacionada⁴ con el Índice de Precios Selectivo de Acciones (IPSA), o en el caso de invertir en algún sector especializado, esta correlación tendrá que ver con el comportamiento de dicho sector. El objetivo siempre será superar el índice, es decir, el índice de referencia, esto se conoce como *benchmark*⁵ del mercado en que invierte. Tanto los índices accionarios, como los índices de sectores productivos, tienden a moverse en el tiempo, esto significa, que son afectados por mercados alcistas o a la baja, estas variaciones afectan el valor del índice en sí, y por ende, el valor de la cuota del Fondo Mutuo. De la misma manera, fondos asociados a monedas y a commodities, se verán afectados por las variaciones en los precios de dichos activos. Finalmente, esta variabilidad de precios, se puede traducir en volatilidad, incrementando el riesgo del fondo asociado a dicho bien.

Producto de lo indicado anteriormente, es que los Fondos Mutuos incorporan a su estrategia de inversión a los instrumentos derivados, con la finalidad de disminuir la correlación con el mercado financiero del activo, esto se logra con la utilización conjunta dentro de un portafolio de instrumentos tradicionales, ya sea deuda o capitalización (bonos, acciones y depósitos) como de instrumentos derivados, esta acción de incorporación hace posible diseñar estrategias con coberturas de forma de disminuir o eliminar el impacto producido por la bajas en los mercados financieros y de commodities. La forma que tienen los Fondos Mutuos de mitigar los riesgos asociados a la volatilidad de los activos, es a través de tomar posiciones compradas, es decir, el fondo es propietario del activo subyacente del derivado, de esta forma, un fondo que toma derivados sobre acciones, espera que su valor crezca y así cobrar los dividendos que las firmas pagan a sus accionistas.

Esa condición, Long Position⁶, está normada por la Superintendencia de Valores y Seguros, pues las posiciones cortas están limitadas, dado que significan comprometerse a vender. A modo de ejemplo, un bien financiero del cual no se es propietario, la venta podría afectar el patrimonio del fondo más allá del nivel de riesgo definido por las políticas de riesgo del mismo.

⁴Se considera que dos variables cuantitativas están correlacionadas cuando los valores de una de ellas varían sistemáticamente con respecto a los valores homónimos de la otra: si tenemos dos variables (A y B) existe correlación si al aumentar los valores de A lo hacen también los de B y viceversa. La correlación entre dos variables no implica, por sí misma, ninguna relación de causalidad.

⁵ *benchmark* es un indicador financiero que se utiliza para comparar el desempeño de una cartera, acción o fondo. En el caso de Fondos Mutuos, busca simplificar la comprensión del destino de la inversión y a su vez permite al cliente comparar el desempeño del Fondo en términos de rentabilidad y riesgo.

⁶ Posición compradora de una Opción, ya sea de Compra o de Venta

Los Fondos Mutuos no pueden operar con estrategias dobles, es decir, tomando una posición larga y corta en un mismo fondo, esta estrategia es utilizada por los fondos de cobertura o "Hedge Funds"⁷, pues de esta forma gestionan los portafolios de tal forma de obtener un retorno o rentabilidad absoluta, es decir, siempre ganar, pero aumentando el nivel de apalancamiento y la volatilidad del fondo. Los Fondos Mutuos están restringidos en estas formas de operar.

1.5.3 Eficiencia de un Fondo Mutuo

La eficiencia de un Fondo Mutuo depende del comportamiento del mercado en que invierte, lo que pretende la estrategia conjunta de fondos tradicionales y derivados, es otorgar al fondo o a la cartera, la cobertura de riesgo necesaria para disminuir o mitigar al máximo su correlación con el mercado especialmente cuando este está a la baja. Se puede comparar con poner un corcho en la superficie del océano, el corcho subirá o bajará al ritmo de las olas.

Los productos derivados nacen precisamente para actuar como seguros ante las variaciones en los precios de los activos financieros que se transan en los mercados, con estos instrumentos se fijan valores para lo que se denomina el subyacente, dependiendo de cual instrumento se trate, quien suscribe el derivado toma resguardo respecto de lo que ocurrirá con el activo en el futuro.

Como se indicó anteriormente, el comportamiento de los Fondos Mutuos en instrumentos tradicionales, no derivados, tienen estrecha relación con el mercado en el que se transan. Durante el período analizado entre 2000-2007, el índice bursátil IPSA tuvo una evolución muy estable entre 2000 y 2003, sin embargo, comenzó un movimiento ascendente a partir de 2004 y sólo comenzó a declinar a fines del 2007 (ver Anexo N° 3, relativo a "Índice Bursátil - IPSA"). En cuanto a los commodities más conocidos, tanto el cobre como el petróleo mostraron mercados al alza en el período 2000-2007, con alta volatilidad los dos últimos años (ver Anexo N° 4, "Precios de commodities"). La inclusión de los datos relativos al movimiento de las variables económicas tales como IPSA y Commodities, obedece a la idea de demostrar cuán variable pueden ser estos factores cuando se observan con la perspectiva de largo plazo y sus movimientos ascendentes o descendentes dependiendo de las situaciones que afectan a los mercados a nivel mundial.

En Chile la tasa de política monetaria, es controlada por el Banco Central, quien tiene como principal objetivo mantener la inflación en niveles aceptables, para lo cual se define metas. Esta tasa también tiene relación con lo que ocurre en el mercado de las divisas, del empleo, del cobre, y por su puesto de la inflación. En este período los movimientos de tasa del Banco Central de Chile denotan una clara reacción ante los hechos económicos que se vivieron después de la guerra de Irak, y las ansias de la economía mundial por una pronta recuperación (Anexo N° 5, relativo a "Tasa de Política Monetaria").

⁷ El término "hedge fund" se aplicó por primera vez a un fondo gestionado por Alfred Winslow Jones que combinaba posiciones cortas y largas en valores con el fin de realizar una cobertura de la cartera frente a los movimientos del mercado. (Fuente <http://es.wikipedia.org/wiki/Correlaci%C3%B3n>)

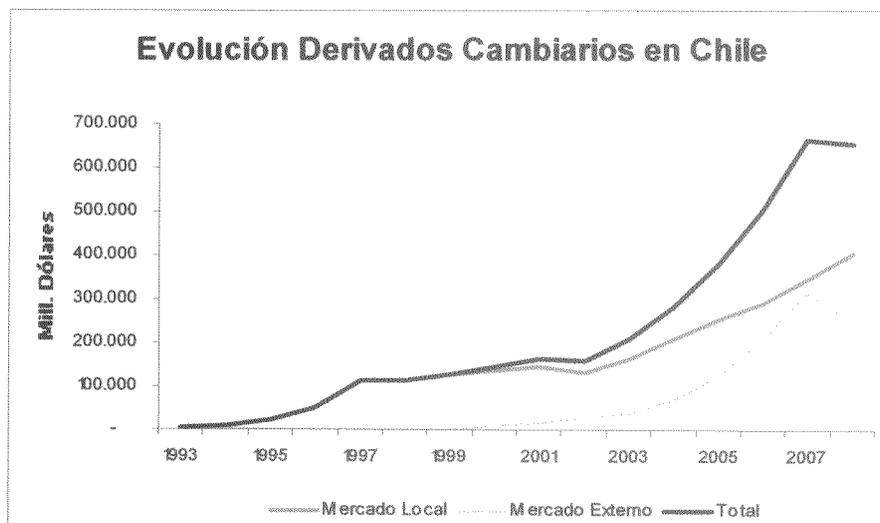
El activo que mostró la mayor volatilidad en este período fue el tipo de cambio (Anexo N° 6, relativo a “*Tipo de Cambio Dólar Observado*”), y en una economía abierta como la chilena, en donde el desarrollo se establece en base al poder exportador, el tipo de cambio no se puede obviar, y menos si muestra niveles de variabilidad como en el período estudiado.

1.6 Evolución de los Derivados

Ante la turbulencia de los mercados, los derivados aparecen como paraguas en una lluvia, y es así, por ejemplo, la cobertura mediante derivados para mitigar el riesgo cambiario, muestra volúmenes crecientes en el período 2000-2007, como se aprecia en el gráfico 1, relativo a la evolución de los Instrumentos Financieros Derivados en Chile, en el cual muestra el crecimiento de uso de estos instrumentos desde el año 2003 al 2007, con un descenso en el año 2008 en los instrumentos de Derivados Externos, que se estima fue afectado por la crisis financiera sub-prime.

Es en este contexto, cuando se hace necesario que los Fondos Mutuos incluyan en sus estrategias la utilización de los instrumentos derivados, con el propósito de dotar a la cartera de una cobertura que mitigue o disminuya el riesgo asociado a la variación en los precios del activo objeto, si este último, por ejemplo, se transa en una moneda de uso global.

Gráfico 1



Fuente: Banco Central de Chile

La industria como tal, según estadística del año 2007, entrega información acerca de los Fondos Mutuos en los cuales se ha incorporado el instrumento derivado, la principal característica de esta utilización, es que el derivado es asociado al producto Fondo Mutuo principal a modo de seguro para proteger los riesgos de volatilidad del activo subyacente o activo objeto.

Tabla N° 1

Transacciones del Mercado Cambiario Global					
Promedio de transacciones diarias de abril, en miles de millones de US\$					
<i>Instrumento</i>	1998	2001	2004	2007	2010
Spot	568	386	631	1.005	1.490
Forwards	128	130	209	362	475
Foreign Exchange Swaps	734	656	954	1.714	1.765
Currency Swaps	10	7	21	31	43
Otros instrumentos	87	60	119	212	207
<i>Total</i>	<i>1.527</i>	<i>1.239</i>	<i>1.934</i>	<i>3.324</i>	<i>3.981</i>
Total equivalente a abril 2010	1.705	1.505	2.040	3.370	3.981
Fuente: Bank For International Settlements (BIS)					

La encuesta trienal del BIS, Tabla 1, muestra cómo ha evolucionado el mercado cambiario en Chile, y se aprecia la participación de los derivados en este mercado, en promedios diarios, las estadísticas son interesantes, pues, las transacciones en derivados superan en promedio a las operaciones spot. El producto de mayor crecimiento es el Contrato Forwards, respecto de los montos promedio diario transados en el año 2007.

1.7 Evolución de los Fondos Mutuos que operan con Derivados

Conforme a la información de la Superintendencia de Valores y Seguros, en el año 2000 existían 116 Fondos Mutuos, de los cuales, sólo 8 registraban alguna posición en derivados, casi un 7% del total, participación no representativa. En base a la información de la última encuesta trienal, liberada por el Banco Central, este porcentaje aumenta al 24.5%, esto sí que muestra un crecimiento interesante de analizar.

En la tabla 2, se muestra la distribución mediante participación y extensión de los Fondos Mutuos con instrumentos derivados sobre la base total de fondos, en cifras a Julio de 2007. Los Fondos Mutuos Estructurados muestran una mayor participación en derivados, esto es 73.17%. Seguidos por los de libre elección con un 47.46%. También se puede apreciar que en gran medida los derivados son utilizados casi por la totalidad de los fondos.

Tabla N° 2

Incidencia y Extensión de Uso de Derivados en los Fondos Mutuos Chilenos a Julio de 2007

<i>Categoría</i>	Número de Fondos	<i>Fondos que Usan Derivados</i>		
		Número	Porcentaje	Extensión
Instrumentos de Deuda de Corto Plazo con Duración < a 90 días	58	0	0.00%	0.00%
Instrumentos de Deuda de Corto Plazo con Duración < a 365 días	16	2	12.50%	8.59%
Instrumentos de Deuda de Mediano y Largo Plazo	73	20	27.40%	57.67%
Mixto	52	12	23.08%	13.32%
Inversión en Instrumentos de Capitalización	74	5	6.76%	61.62%
Libre inversión	59	28	47.46%	43.67%
Estructurado	41	30	73.17%	42.87%
Dirigido a Inversionistas Calificados	12	0	0.00%	0.00%
Total	385	97		

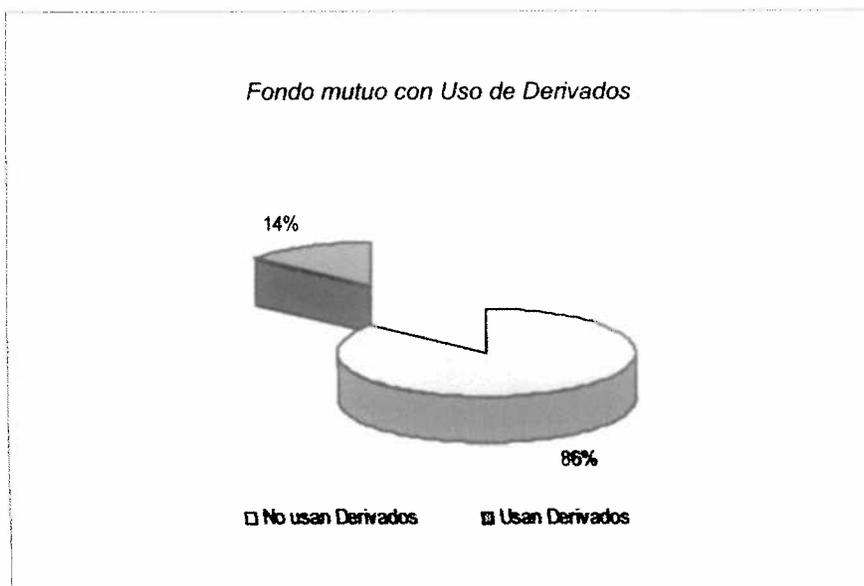
La tabla muestra la incidencia y extensión de uso de derivados en los Fondos Mutuos chilenos por categoría, utilizando cifras correspondientes al 31 de julio del 2007. La incidencia de uso se define como el número de fondos que mantienen alguna posición en derivados en sus carteras, dividido por el total de fondos registrados en esa fecha. La extensión de uso se mide dividiendo los montos totales invertidos en derivados por el valor total de los activos netos.

Fuente: SVS – Superintendencia de Valores y Seguros

La evidencia indica que el uso de derivados en la industria de los Fondos Mutuos mostró una evolución positiva entre el año 2000 y 2007, y que principalmente estos instrumentos financieros fueron utilizados por los Fondos Estructurados, cuya categoría consiste en asegurar el capital invertido y adicionalmente una potencial ganancia. Como se muestra en la tabla N° 3, estos últimos fondos, hacen uso de las ventajas operativas de las Opciones para mitigar los riesgos de la cartera. Las Opciones tienen la particularidad de acotar las pérdidas al monto de la prima, mientras que las ganancias son ilimitadas.

En base a información reciente, de acuerdo a datos de la Superintendencia de Valores y Seguros, a Julio de 2010, sobre una muestra de 466 fondos, distribuidos en todas las categorías autorizadas, sólo un 14% de ellos muestra inversión en instrumentos derivados, concentrándose estos en los Fondos Mutuos Estructurados, los cuales incluyeron derivados en sus estrategias en el 100% de los Fondos de esta categoría según se muestra en el Gráfico N° 2.

Gráfico N° 2



Elaboración Propia, Fuente: www.fondosonline.cl

Gran evolución si consideramos el 73.17% del análisis 2000-2007. Otro aspecto importante de señalar es que las categorías de fondos que usan derivados, se reducen a los Fondos Mutuos Estructurados o para Inversionistas Calificados. Respecto del patrimonio invertido en estos instrumentos, los derivados, el porcentaje alcanza sólo el 16.05%.

Se ve una evolución en cuanto al uso de Instrumentos Financieros Derivados, sin embargo, los porcentajes de participación en el contexto total de la industria, dan a entender que aún falta mucho por desarrollar, es necesario dotar a este mercado de mayores incentivos para que el mercado alcance un desarrollo adecuado y similar a las economías avanzadas.

En Anexo N° 2, se detalla listado de Fondos Mutuos que utilizan derivados y que conforman la participación de mercado que se aprecia en gráfico antes expuesto.

Antes de tratar específicamente la relación Fondos Mutuos y Derivados, se debe observar la evolución de este último mercado, el de los Derivados. En esta sección, se entregan estadísticas del período 2000-2007 para encontrar la relación uso de derivados y la cobertura relacionada con los activos objeto de los fondos, de estas estadísticas se puede extraer la razón por la cual la industria ha tenido que diseñar productos que contemplen la disminución del riesgo con las volatilidades del subyacente, a través del tiempo.

El principal producto derivado transado en nuestro mercado es el *Forwards de tipo de cambio*, este instrumento tiene una participación superior al 90% respecto del total de instrumentos derivados que se utilizan en Chile, según datos del Banco Central. La industria de los Fondos Mutuos ha incorporado este futuro en sus fondos de tal manera ofrecer al mercado una alternativa de cobertura o inversión a quienes buscan protegerse de la alta volatilidad de la moneda norteamericana, pues el principal activo monetario es el US Dólar.

1.7.1 Tipos de Contratos de Derivados que se pueden Invertir

Respecto de los Instrumentos Financieros Derivados asociados a los Fondos Mutuos, la autoridad entregó la aprobación a las Administradoras de Fondos Mutuos para operar en los siguientes derivados:

- Contratos de Opciones: Estos instrumentos dan a su dueño el derecho a hacer algo. El propietario de la opción no está obligado a ejercer ese derecho. La compra de una opción requiere un pago inicial, la prima. Existen las Opciones de Compra y de Venta. La fecha futura especificada en el contrato se conoce como la fecha de vencimiento (*expiration date, exercise date, strike date, o maturiry*).
- Contratos de Futuro Bursátiles. (Contratos de Futuro): Este es un acuerdo para comprar o vender un activo en una fecha futura a un precio determinado. Esta transacción se realiza en un mercado organizado de futuros. Sus condiciones son estandarizadas institucionales.
- Contratos de Futuro Extrabursátiles (Contratos Forwards): Similares a los contratos de futuro, es decir, son acuerdos para comprar o vender un activo en una cierta fecha futura a un precio determinado. Sin embargo, mientras los Contratos de Futuro se realizan en mercados organizados, los contratos Forwards se realizan fuera de mercado (*Over-the-Counter*). Respecto de la fijación de condiciones, por tratarse de acuerdos privados entre dos instituciones o entre una institución financiera y sus clientes corporativos.

1.7.2 Clasificación de los Fondos Mutuos

Basándose en las estadísticas del período de muestra (2000-2007), a continuación, se puede apreciar una clasificación de los distintos tipos de Fondos Mutuos y los instrumentos Derivados utilizado (Tabla N° 3), además de entregar una idea respecto de la participación de los Derivados respecto del total de los Fondos Mutuos en cada categoría.

Tabla N° 3

Clasificación de Inversiones por Tipo de Derivado

Julio 2007

Categoría	Número de Fondos	Fondos que no usan derivados (%)	Número de Fondos que Usan Derivados							
			Forwards y Futuros				Opciones			
			Compra		Venta		Compra		Venta	
Instrumentos de Deuda de Corto Plazo con Duración < a 365 días	16	14 (87.5)	1	50%	1	50%	0	0%	0	0%
Instrumentos de Deuda de Mediano y Largo Plazo	73	53 (72.6)	11	55%	18	90%	0	0%	0	0%
Mixto	52	40 (76.9)	3	25%	10	83%	1	8%	0	0%
Inversión en Instrumentos de Capitalización	74	69 (93.2)	2	40%	5	100%	0	0%	0	0%
Libre inversión	59	31 (52.5)	11	39%	25	89%	1	4%	1	4%
Estructurado	41	11 (26.8)	4	13%	1	3%	27	90%	0	0%

Esta tabla reporta los diferentes instrumentos derivados en que invierten los Fondos Mutuos chilenos. Estos están clasificados en forwards y futuros, y en opciones. Además se encuentran subclasificados de acuerdo a si corresponden a instrumentos de compra o de venta.

Fuente: SVS -- Superintendencia de Valores y Seguros

Un aspecto importante es destacar la baja utilización de las Opciones como instrumento de cobertura, llevan la delantera los Forwards y Futuros. Se estima que esta mayor utilización obedece a que estos instrumentos son menos sofisticados que las Opciones. Sólo los Fondos Mutuos Estructurados las utilizan.

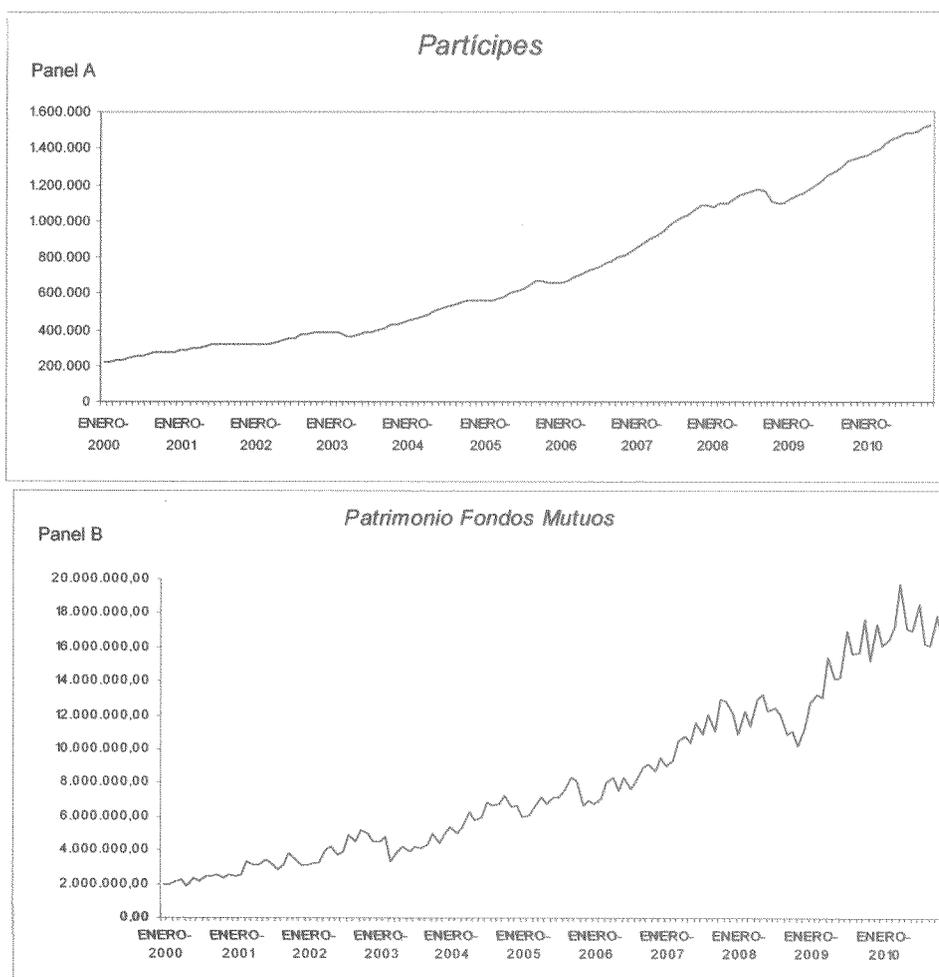
Para entender la evolución de los Fondos Mutuos asociada a instrumentos derivados, primero se debe observar, el crecimiento de este último mercado en los años recientes, es decir, si efectivamente las personas y/o empresas están entrando a este mercado con el propósito de ampliar sus posibilidades de inversión y de esta forma acceder a las ventajas que estos productos ofrecen.

1.7.3 Industria de los Fondos Mutuos

La industria esta conformada principalmente por Sociedades Administradoras de Fondos Mutuos con orígenes en empresas bancarias, las que aprovechan su cartera de clientes y les ofrecen la inversión en sus Fondos Mutuos, agregando valor a su relación con sus clientes. Las principales Sociedades Administradoras son Banchile Inversiones y Santander Santiago, quienes dominan más del 60% del mercado, las siguen otras Sociedades Administradoras ligadas al sector bancario más pequeños y por último, empresas no bancarias con escasa participación.

Según datos de la Superintendencia de Valores y Seguros, la industria de los Fondos Mutuos ha experimentado un crecimiento sostenido en el tiempo, por una parte, aumentando los volúmenes de patrimonio y por otro, con un importante incremento en el número de partícipes. Queda claro entonces, que la industria está consiguiendo su objetivo, convertirse en una alternativa de inversión para una amplia gama de inversionistas, los cuales, según su perfil de riesgo, necesidades de liquidez y búsqueda de rentabilidad, acuden a los Fondos Mutuos en un mercado que cada vez ofrece más instrumentos y de variadas características.

En el desarrollo de la industria de los Fondos Mutuos en relación a los patrimonios administrados y número de partícipes, ha mostrado un importante crecimiento en los últimos años, sólo se observa una disminución, en la primera parte del año 2009, situación que se ve revertida en los meses siguientes, como se puede apreciar en los siguientes paneles, en donde se ve la evolución del número de partícipes entre Enero 2000 a Enero 2010 (Panel A), respecto del patrimonio transado (Panel B), la evolución se ve claramente reflejada, es decir, la industria efectivamente se muestra atractiva para los inversionistas nacionales.



En el panel A de esta figura muestra la evolución del número de partícipes que mantienen cuotas en fondos Mutuos Chilenos. Cabe señalar que durante los meses Septiembre 2008 y Noviembre 2008 se visualiza una baja del número de partícipes de un 6.60%, logrando recuperar en los próximos 5 meses.

En el panel B, se muestra la evolución del patrimonio total que administran todos los Fondos Mutuos chilenos registrados en cada mes. Las cifras son las correspondientes al último día de cada mes, y están expresadas en millones de pesos.

Elaboración Propia - Fuente: Superintendencia de Valores y Seguros – Estadísticas

Ambos paneles describen un crecimiento notable, en sólo diez años, esta industria ha crecido siete veces en patrimonio y participes. Esta evolución tan impresionante tiene su explicación en dos aspectos fundamentales, por una parte, la industria ha realizado un esfuerzo tendiente a promocionar los productos y las ventajas que estos implican para el universo de potenciales inversores. En décadas pasadas, los Fondos Mutuos sólo eran conocidos por los tesoreros o especialistas financieros en las empresas. Hoy, estos productos son utilizados por personas naturales con propósito de ahorro o inversión.

Y por otro lado, la segunda causa han sido las reformas al mercado de capitales que se han implementado por medio de las autoridades, dotando a esta industria de mayores alternativas de inversión, lo que se traduce en un aumento de la oferta de productos, alcanzado a un mayor número de perfiles.

Respecto de la evolución por producto, los Fondos Mutuos, en la Tabla N° 4, se aprecia un crecimiento en los instrumentos de capitalización, y llama la atención la disminución en la utilización de los Fondos Mutuos Estructurados, pese a que estos productos entregan una seguridad adicional en cuanto a los retornos de la inversión capital.

Tabla N° 4

<i>Tipo de Fondos Mutuos</i>	<i>Número de Fondos</i>	<i>Patrimonio Promedio (MM\$)</i>	<i>Variación % Mes anterior</i>	<i>Variación % 12 Meses Móviles*</i>	<i>Variación % YTD**</i>	<i>Distribución sobre el Total</i>
Inversión en Instrumentos de Deuda de Corto Plazo menor a 90 días	182	8.962.063	2.9%	-11.7%	-13.3%	49.1%
Inversión en Instrumentos de Deuda de Corto Plazo menor a 360 días	70	560.163	-2.7%	-32.7%	-25.5%	3.1%
Inversión en Instrumentos de Deuda de mediano y Largo Plazo	310	3.223.617	-3.4%	22.8%	34.4%	17.7%
Inversión en Instrumentos de Capitalización	471	2.514.196	6.0%	63.08%	60.9%	13.8%
Inversión en Instrumentos de Mixtos	253	780.028	3.4%	16.6%	13.8%	4.3%
Inversión en Instrumentos Libres de Inversión	498	1.556.374	5.4%	39.0%	36.1%	8.5%
Fondos Mutuos Estructurados	44	379.507	-3.5%	-32.6%	-32.0%	2.1%
Fondos Mutuos Inversionistas Clasificados	80	285.134	2.7%	41.1%	38.2%	1.6%
Total Fondos Mutuos	1.908	18.261.083	2.0%	3.2%	3.5%	100.0%

* Considera Variación porcentual entre noviembre 2009 y noviembre 2010

** Considera Variación porcentual desde diciembre de 2009 a noviembre 2010

Este cuadro muestra el patrimonio administrado por tipo de fondos.

Las cifras totales de patrimonio en Noviembre aumentaron un 2.0% en comparación al mes anterior, y alcanzó un total de USD 37.861 millones.

Fuente: AAFM – Asociación de Fondos Mutuos

Analizando la tabla N° 4, queda de manifiesto que el Fondo Mutuo de mayor utilización es el de Inversión en instrumentos de Deuda de Corto Plazo menor a 90 días. Más del 49% del patrimonio de los Fondos Mutuos se encuentra invertido en esta categoría, conforme la opinión de expertos, esto se explica debido a que los inversionistas serían en su mayoría adversos a asumir riesgos en el corto plazo, y que buscan estos fondos para invertir excedentes de caja, flujos que pueden hacer líquidos en cualquier momento para hacer frente a las obligaciones, de esta forma, se elimina el costo financiero de dejar los flujos en el banco inmovilizados y por otro, se gana algo de intereses, aunque no grandes retornos.

1.8 Relevancia operativa de los Fondos Mutuos Estructurados

Como se ha señalado precedentemente, la industria de los Fondos Mutuos opera en mercados de derivados con la finalidad de ofrecer a los partícipes la alternativa de cubrir los riesgos de mercado dependiendo del perfil del mismo. En este sentido, los Fondos Mutuos Estructurados o Garantizados, apuntan a clientes que prefieren invertir en activos riesgosos sin la incertidumbre de perder el capital nominal inicialmente invertido.

Estos fondos son una interesante alternativa en tiempos de alta incertidumbre, pues como su nombre lo indica, además de garantizar el capital inicial invertido, ofrecen una rentabilidad adicional. Según datos del año 2008, de la Asociación de Administradoras de Fondos Mutuos, más de 79 mil partícipes se registraban en esta categoría de fondos, y el porcentaje de participación sobre el total de ellos era del 4.62%.⁸

1.8.1 Inversión de Fondos Mutuos Estructurados

Operativamente estos fondos apuntan a mercados con altas tasas de crecimiento, pero en donde se evita inversiones directas debido a la alta volatilidad de estos. Al invertir en Fondos Garantizados se puede participar en algún grado de los altos rendimientos, con la tranquilidad de recuperar el capital inicial invertido al final del período si los rendimientos no fueron los esperados. La garantía del capital se asegura en algún porcentaje, generalmente el 100% o más, sumado a otro porcentaje de participación de la potencial alza de algún activo riesgoso.

La estructura de estos Fondos Mutuos se encuentra compuesta básicamente por inversión en renta fija, la que cumple la función de asegurar el porcentaje del capital nominal y las opciones, las que aportan la participación de la potencial alza del activo subyacente. A su vez, estos instrumentos ofrecen la alternativa de ventanas de liquidez, por ejemplo trimestral, sin costo de salida. Estos fondos pueden ser estructurados también, sobre índices de renta variable, canastas de índices asiáticas, mercados desarrollados y bolsas americanas. La rentabilidad obtenida más el capital son retornados al inversionista mediante una boleta de garantía a favor de los partícipes, o mediante una fianza.

⁸ Reporte N° 396, Revista Gestión.

1.8.2 Comercialización de Fondos Mutuos Estructurados

El período de comercialización puede durar desde semanas hasta meses, durante este período que generalmente es similar a un fondo de menos de 90 días, la cuota tiene muy poca variación diaria y no existe comisión por rescates.

Luego los fondos se cierran a nuevos ingresos y comienza el período de inversión, en donde se implementa la estrategia sobre acciones, índices accionarios, renta fija, tasa de interés, monedas, commodities o combinaciones de estos. Durante el período de inversión la cuota del fondo varía de acuerdo al movimiento de las tasas de interés de los instrumentos de deuda de los fondos y del precio de los derivados. Por lo tanto, en esta etapa no existe garantía, si no que esta es exigible al vencimiento del fondo.

Por lo anterior la recomendación es permanecer invertido durante todo el período. Si existe la necesidad de un partícipe por rescatar antes, es posible hacerlo cualquier día, pero se arriesga a estar sujeto a comisiones de rescate, que pueden ser altas. De ahí la importancia de la posibilidad de rescates trimestrales predeterminados. Al vencimiento del fondo no hay comisión de rescate, en ese momento el fondo deja de existir y se devuelven a los partícipes sus aportes más la rentabilidad adicional que se pudiese haber generado en el período de inversión.

En resumen, la operativa de estos fondos implica la inversión de sus activos guiados por una estructura financiera que mezcla renta fija local de largo plazo más una estrategia de derivados, esto es en general, pues también se encuentran mezclados con rentas de corto y mediano plazo.

1.8.3 Ventajas y desventajas de los Fondos Mutuos Estructurados

Los factores que hacen atractivo el mercado de los Fondos Garantizados o Estructurados tienen relación con la mayor madurez del producto, la alta volatilidad de los mercados de renta variable en el mundo, la mayor aversión al riesgo de los partícipes, la necesidad de obtener rentabilidades más seguras, en donde es posible ganar más, y a la mayor oferta provocada por el desarrollo de estos productos a través de los Fondos Mutuos.

Si bien, el garantizar el capital inicial invertido funciona financieramente, este es respaldado por una boleta de garantía exigida por la Superintendencia de Valores y Seguro.

La importancia que ha alcanzado este tipo de fondos y su explosivo aumento, se explica con una parte, por la posibilidad de garantizar el capital, el cual por norma no puede ser inferior al 80%, y por otro lado debido a los últimos períodos de crisis en los que la volatilidad de los activos se ha incrementado, convirtiendo a estos instrumentos en una excelente alternativa de cobertura, de ahí que en los últimos años los Fondos Estructurados han crecido más de 130% en número de participantes y más del 100% en patrimonio.

Una de las ventajas asociadas a estos instrumentos, siendo la más importante el hecho de que estos fondos recuperan el 100% de la inversión inicial y tienen una volatilidad menor que el activo subyacente. Además de que tienen una estructura sencilla en mercados sofisticados y altamente volátiles. Lo anterior ofrece posibilidades de inversión más eficientes que la inversión directa en el subyacente. Desde el punto de vista tributario, estos fondos gozan de los beneficios del artículo 57 bis de la ley de Impuesto a la Renta.

Estos fondos también permiten la reinversión en otros Fondos Mutuos transfiriendo las inversiones entre Fondos Mutuos sin que estas se consideren rescates, de esta manera se posterga la tributación hasta el momento del rescate definitivo.

Por el lado de las desventajas, la rigidez de su estructura que disminuye la liquidez continua, debido a las altas comisiones de salida, y por su definición de inversión a largo plazo, la que incide al momento de decidir los momentos de entrada y salida.

1.8.4 Cartera de Fondos Mutuos Estructurados

La diversificación ofrecida en las carteras de los Fondos Mutuos persigue eliminar el riesgo no sistemático relativo a cada activo incluido en esta cartera. Este riesgo, tiene que ver con el comportamiento propio del activo, su industria o la compañía de que se trate. De esta forma, los fondos eliminan el riesgo a través de no poner todos los huevos en una misma canasta, es así, como los comportamientos bajistas individuales de los activos, se anulan mediante los movimientos positivos de los otros ítems del portafolio.

Ahora bien, el riesgo que afecta a todas las empresas o mercado en general a la vez, se conoce como riesgo sistemático, la diversificación no puede eliminar este último riesgo, por lo que se le llama riesgo no diversificable, y es el mayor riesgo que puede afectar a una cartera. Sin embargo, la rentabilidad esperada de las inversiones puede recompensar a los inversionistas por asumir este riesgo sistemático. Ahora bien, aún cuando el riesgo sistemático o de mercado, no se puede diversificar o eliminar, si se puede mitigar sus efectos, y esta acción de mitigar riesgos, se logra con la incorporación de instrumentos derivados a las carteras de inversión de los Fondos Mutuos.

Como conclusión se han mostrado las características de los instrumentos derivados, así como su relación con los Fondos Mutuos, su operatividad y los beneficios de su utilización. Con especial énfasis se ha desarrollado el aporte de los Fondos Mutuos Estructurados y su aporte a la mitigación de riesgos, concluyendo que constituyen una excelente herramienta de inversión a quien buscan mercados rentables, pero con bajo riesgo.

La evidencia empírica muestra que efectivamente la industria de los Fondos Mutuos ha considerado los aspectos relativos a diversificación, riesgo sistemáticos y no sistemático, mitigación y disminución de riesgos, y los ha incorporado en sus estrategias y diseño de Fondos Mutuos, se puede señalar que, existe utilización de instrumentos financieros derivados por parte de los Fondos Mutuos, que si bien, esta utilización es marginal si se compara el universo de



fondos de la industria, las Sociedades Administradoras han sabido incorporar estos instrumentos de tal manera de disminuir los riesgos asociados a sus inversiones en activos cuyos precios pueden verse afectados por la variabilidad de precios.

Capítulo 2

Información y Registro Contable

Los instrumentos derivados por sus características corresponden a contratos que se suscriben en un momento dado y cuyos efectos se desarrollarán en el futuro, es decir, la naturaleza de los derivados, incluye el hecho de que los activos, sufren variación en su valor durante la vigencia del contrato. Además, el mercado de instrumentos derivados está primordialmente diseñado para cobertura de riesgo. Estas condiciones, ameritan la existencia de tratamientos especiales desde el punto de vista de la información y registros contables.

Las autoridades y organismos encargados de dictar las normas para el tratamiento contable han considerado la naturaleza especial de estas transacciones y han emitido los procedimientos y directrices para su contabilización.

Resulta de especial interés, recordar que Chile se encuentra en un proceso de convergencia hacia las normas internacionales de contabilidad (IFRS), y que este hecho, reviste un cambio sustancial al momento de tratar las inversiones con uso de derivados, aparecen conceptos que requieren identificar estos contratos ya sea como inversiones o coberturas, además de otros cambios que se desarrollan en el capítulo.

Se describirán las normas dictadas por el Colegio de Contadores de Chile, el IASB y la Superintendencia de Valores y Seguros, en cuanto a las normas específicas respecto de los derivados. Además, se incluirá análisis comparativos de las normas nacional e internacional. Y los cambios producto de la adopción de las IFRS.

En el cuerpo de este capítulo, se ha incorporado un diagrama que muestra como se discriminan las inversiones en derivados y las normativas aplicables para cada caso.

Las normativas que se señalan a continuación, se refieren a controles y exigencias que pretenden otorgar al mercado, la base legal necesaria que permita un conveniente desarrollo, y que este mercado, otorgue los beneficios que originan su existencia, esto es la cobertura de riesgos.

El Decreto Ley 1.328 de 1976 del Ministerio de Hacienda en su artículo N° 9 instruye que las operaciones de Fondos Mutuos serán administrados por la Sociedad Administradora, siendo contabilizadas separadamente de las operaciones del patrimonio de la Sociedad y de los Fondos.

2.1 Marco Regulatorio

El Mercado de Derivados en Chile contempla siete instituciones que son responsables de regular y moldear este mercado, estas instituciones, cada una en su ámbito, ha emitido distintas resoluciones, circular, normas, leyes, decretos, etc., mediante los cuales se busca conformar el marco regulatorio que permite a los agentes operar en Derivados. Esta normativa afecta a todos quienes ingresan a este mercado, ya sea como *Market Makers* (hacedores de mercados), inversores, intermediarios, entidades que buscan cubrir riesgos. Los cuales deben atenerse a la regulación vigente que se señalará en este capítulo, e informar de sus transacciones de acuerdo a su participación. A continuación se describen las principales, y que afectan con sus normas el mercado de derivados utilizados por las Administradoras de Fondos Mutuos.

Las siete instituciones son: Superintendencia de Valores y Seguros, el Banco Central de Chile, la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, la Superintendencia de Pensiones, el Comité Técnico de Inversiones, la Comisión Clasificadora de Riesgos y el Servicio de Impuestos Internos.

Desde el punto de vista contable el organismo encargado de dictar las normas de registro y control es IASB (*International Accounting Standard Board*) mediante la emisión de sus normas denominadas IFRS (*International Financial Reporting Standards*), que en el contexto local se difunden por medio de las NIC (Normas Internacionales de Contabilidad), las cuales rigen para el control de registro contable en reemplazo de los Boletines Técnicos que se han utilizado históricamente.

2.2 Normas Emitidas por la Superintendencia de Valores y Seguros para las Operaciones financieras derivados en Fondos Mutuos

La Superintendencia de Valores y Seguros, tiene por misión vigilar el cumplimiento de las disposiciones legales contenidas en la Ley 18.045 de Mercado de Capitales, esta norma, regula la oferta de valores y sus respectivos intermediarios y por ende regula las operaciones de derivados que pueden realizar la Administración de Fondos Mutuos, en adelante las Sociedades Administradoras, a través de su Norma de Carácter General N° 204 del 2006.

Las Sociedades Administradoras pueden celebrar contratos de Opciones, de Futuros y de Forwards, actuando como compradores o vendedores, ya sea en Chile o en el extranjero, pero sólo en países autorizados de acuerdo al numeral 2 de la Circular 1.217 de 1995, dichas condiciones se incluyen en el Anexo N° 1 de este trabajo. Los contratos de Opciones y Futuros sólo pueden realizarse en bolsa, exceptuando los Fondos Mutuos Estructurados que pueden ser transados con Opciones fuera de bolsa (*Over-The-Counter*), respetando las condiciones en cuanto a la forma de determinación diaria de los precios para dichos contratos. Esta norma también contempla las exigencias de clasificación de riesgo mínimas para las contrapartes de Forwards.

En cuanto a los activos objeto de estos instrumentos se aprueban las monedas (autorizadas), índices con difusión pública y reglamento interno, acciones, cuota de fondos, tasa de interés e instrumentos de renta fija, productos, materias primas y títulos representativos de estos activos.

Para la creación de los Fondos Mutuos, las Sociedades Administradoras deben formular una solicitud conforme a lo dispuesto en los artículos 5° y 8° del D.L. 1.328 de 1976; artículos 1° y 4° del Decreto Supremo de Hacienda número 249, y la circular número 1.633 de 2002, de la Superintendencia de Valores y Seguros.

De acuerdo a los cuerpos legales antes mencionados, las Sociedades Administradoras solicitan la aprobación del reglamento interno del Fondo Mutuo y el texto tipo de contrato de suscripción de cuotas del mismo. Ambos documentos deben ceñirse a las formalidades y contenido exigidos en la normativa señalada, definiendo parámetros respecto de la información de carácter legal y las propias características de cada Fondo Mutuo con Derivados.

2.3 Normas Contables para las Operaciones Financieras Derivadas

2.3.1 Colegio de Contadores – Boletines Técnicos

En relación a los aspectos contables, el Colegio de Contadores de Chile por medio de la Comisión de Principios y Normas de Contabilidad, posee la atribución y responsabilidad de elaborar las normativas contables en nuestro país, éstas son conocidas como Principios Contables Generalmente Aceptados. Estos Principios establecen reglas y procedimientos para el registro de las operaciones realizadas por las distintas entidades, unificando criterios para la práctica contable. En este sentido se emitió el Boletín Técnico N° 57, el cuál trata de la contabilización de instrumentos derivados, conocidos en el mercado como Forwards, Futuros, Swaps y Opciones.

2.3.1.1 Tipos de Inversiones

i. Contratos de Cobertura (hedging)

Son tomados con el objetivo de protegerse de algún riesgo tales como variaciones de precio, tasas de interés, tipos de cambio etc. A su vez estos se subdividen en:

- Contratos de cobertura de partidas existentes.
- Contratos de cobertura para transacciones esperadas.

Estos instrumentos para ser de cobertura deben cumplir requisitos en forma copulativa:

- La partida o transacción a proteger expone a la empresa a un riesgo por la variación de precios, monedas, tasa de interés, etc. Para que se cumpla esta condición no deben existir otros activos, pasivos, compromisos u otras transacciones que compensen el riesgo a cubrir.
- Además debe reducir efectivamente el riesgo a cubrir. Para ello, tanto al inicio del contrato como durante su vigencia, deberá ser probable que los cambios en el valor del contrato sean prácticamente suficientes para compensar los cambios en el valor de la partida o transacción cubierta por dicho contrato.

ii. Contratos de Inversión (nonhedging)

Se suscriben con el objeto de obtener una utilidad u otro objetivo distinto al de cobertura, o bien entrarán en esta categoría aquellos suscritos como Contratos de Cobertura que no cumplan con los requisitos copulativos indicados en el punto precedente.

En este Boletín también se menciona cuál es el tratamiento contable para los tres tipos de contratos de Derivados, mencionados con anterioridad:

2.3.1.2 Contabilización de Contratos de Cobertura

- *Contratos de cobertura de partidas existentes*

Son aquellos contratos cuyo objetivo es proteger un riesgo al que están expuestas una o varias partidas *existentes* ya sean activos (derechos) o bien obligaciones (compromisos). En los registros contables y en la presentación de los Estados Financieros, la partida protegida y el instrumento derivado se deberá considerar que se debe registrar a Valor Justo y periódicamente deberá reconocer contablemente las diferencias que surjan de efectuar las valuaciones de los cambios que experimente el valor justo, antes descrito, de la partida protegida y el instrumento derivado según lo siguiente:

- a. Si el resultado implica una pérdida, ella deberá ser debitada a los resultados del período.
- b. Si el resultado neto es una utilidad, ella sólo se reconocerá a la liquidación de la operación. Por lo tanto, si al comparar el cambio en el valor justo del instrumento de cobertura con el cambio en el valor justo de la partida protegida resulta una ganancia neta, ésta será imputada a una cuenta de resultado diferido, la que deberá presentarse en el corto a largo plazo, según el vencimiento del contrato.
- c. Si el resultado neto es utilidad, y se han reconocido pérdidas netas en períodos o ejercicios anteriores, se abonará a resultados del período hasta el monto de las pérdidas reconocidas con anterioridad, pues la normativa permite el neteo de las pérdidas.
- d. Cuando el resultado neto sea pérdida pero exista una utilidad diferida, previo al reconocimiento de la pérdida deberá saldarse la utilidad no realizada.

- *Contratos de cobertura de partidas esperadas*

Su objetivo es proteger el riesgo del flujo de caja que se originará en una transacción que es probable que se lleve a cabo en el futuro, conocidas como cobertura de flujo de caja. Para su registro contable se deberá considerar que al igual que el tipo anterior, debe registrarse a valor justo y sus cambios deberán ser reconocidos en resultado no realizado.

Además al término del contrato, ese resultado no realizado del instrumento derivado se reclasificará como resultado realizado (ganancia o pérdida) por el uso de derivados, *sin* afectar el costo o precio de venta del activo adquirido o vendido en la transacción.

Si el costo estimado de producción de los bienes y servicios comprometidos en la venta excede al precio futuro pactado por los mismos, deberá reconocerse, en forma inmediata, *la pérdida* que esa operación se estima que generará.

No se podrá diferir las eventuales pérdidas originadas por el compromiso de adquisición de bienes realizables a precios futuros que exceden los precios de mercado previstos a la fecha de vencimiento de la operación.

- *Contratos de inversión*

Cómo se ha mencionado con anterioridad, estos contratos tienen el objetivo obtener una utilidad, u otro objetivo distinto al de cobertura, para su presentación en los Estados Financieros se debe presentar a valor justo y los cambios generados por este, deberán ser reconocidos como resultado del período en que se originó dicho cambio.

En ningún caso el lanzamiento de un *Contrato de Opción* podrá ser considerado como de cobertura, el lanzador de la opción siempre deberá aplicar las normas correspondientes para los contratos de inversión, registrando las pérdidas que originará el ejercicio de la opción que haga la otra parte.

Debido a la globalización de las economías mundiales, se ha visto en la necesidad de mejorar las normativas ya establecidas formulando y publicando normas a nivel mundial de contabilidad conocidas como las NIC (Normas Internacionales de Contabilidad), que hace referencia a un mismo tema establecido en los Boletines Técnicos, con el objeto de estandarizar los registros contables a nivel mundial. Estas normas poseen un nivel alto de calidad y se originan por la necesidad de reflejar en forma fidedigna la situación financiera de una entidad.

En la actualidad muchos países utilizan tanto las NIC como los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados en cada país, es por ello la relevancia de mencionar las normas internacionales en las cuales hace referencia al tratamiento contable para las operaciones financieras derivadas.

2.3.2 IASB – Normas Internacionales

La Norma Internacional N° 39 de Instrumentos Financieros tiene como objetivo el establecimiento de principios para el reconocimiento y la medición de los activos y pasivos financieros. Indica que un derivado es el instrumento financiero que cambia su valor en respuesta a los cambios que experimente la tasa de interés, el valor de una acción, el precio de mercaderías o de cualquier variable similar que se denomina activo subyacente y cuya liquidación del contrato de derivado se efectúe en una fecha futura.

Un derivado puede ser componente de un instrumento financiero híbrido, que incluye junto al derivado, un contrato principal, cuyo efecto es que algunos de los flujos de efectivo del instrumento combinado varían en forma similar al derivado considerado independientemente.

Un contrato híbrido debe ser objeto de separación del contrato principal y tratado contablemente como un derivado si las características económicas y de riesgos inherentes del instrumento no están estrechamente relacionadas con el contrato principal; y el instrumento híbrido no se mida según su valor razonable, ni lleva a pérdidas o ganancias las fluctuaciones.

Cuando un derivado pueda ser separado del contrato principal, queda en condiciones de ser tratado contablemente como un instrumento financiero de la NIC 39 y el principal como un instrumento financiero de acuerdo a la norma que le corresponda de acuerdo a sus características de origen.

Contablemente, los productos derivados deberán reconocerse como activos y pasivos en el *Balance de Situación General* e inicialmente el costo será a valor razonable de la contraprestación que se haya entregado o recibido y posteriormente en la fecha que se liquida, también a su valor razonable. El valor razonable antes indicado se refiere al valor de la transacción o precios de mercado, si la determinación de este no es posible, o es de difícil cálculo, se considerará como valor razonable la sumatoria de los futuros pagos o cobros, descontados a la tasa de interés del mercado para instrumentos de similares características (considerando la misma calificación crediticia).

El reconocimiento de las diferencias del valor razonable tendrá un tratamiento contable que dependerá de si fue o no contratado para cubrir riesgos (derivado de cobertura). De esta forma, la ganancia o pérdida proveniente de un cambio en el valor razonable de un activo o pasivo que no forma parte integrante de una operación de cobertura, se registrará como pérdida o ganancia neta del período en que haya ocurrido, siempre y cuando el instrumento sea mantenido para su negociación, o se llevará al patrimonio neto, revelando la información sobre este hecho en el *Estado de Cambios en el Patrimonio Neto*, hasta que el activo haya sido vendido, reembolsado o desapropiado, o bien hasta que se determine que el activo en cuestión haya sufrido un deterioro de valor, en cuyo caso las ganancias o pérdidas acumuladas y previamente reconocidas como un componente del patrimonio neto, deberán ser incluidas en la ganancia o pérdida neta del período.

Un derivado es considerado de cobertura cuando como su nombre lo indica, aseguran un flujo futuro o bien para mantener una estabilidad en variaciones de mercado en algún activo subyacente, asumiendo que este expone a la empresa a un riesgo de cambio en su valor razonable o flujos de efectivos del elemento cubierto. Contablemente un derivado clasificado como de cobertura tendrá el efecto de las variaciones de valor razonable de acuerdo a los tipos de cobertura que se esté hablando, siendo cobertura del valor razonable, afectará la ganancia o pérdida del ejercicio, y ya sea cobertura de flujos de efectivo como cobertura para inversión por operaciones en el extranjero, tendrá su efecto resultado o en el estado de *Cambio del Patrimonio*.

2.3.2.1 Tipos de Inversiones

De acuerdo a lo expuesto en el numeral anterior, existen tres tipos de derivados de cobertura, el primero de ellos es Cobertura sobre el Valor Razonable (fair value), cuando la exposición en los cambios en el valor razonable de activos o pasivos previamente reconocidos en el Balance de Situación General. Serán de cobertura sobre los Flujos de efectivo cuando la exposición a la variabilidad de los flujos de efectivos sea atribuibles a un riesgo particular asociado a un activo o pasivo reconocido a una transacción prevista y cuando puedan afectar los resultados de la compañía. Una cobertura correspondiente a compromisos a firme de compra y venta, que no haya sido objeto de reconocimiento en los Estados Financieros, se debe contabilizar como si fuera una cobertura de los Flujos de Efectivo.

Finalmente, las coberturas de la Inversión Neta en entidades extranjeras, será de cobertura si existe documentación formal de la relación de cobertura, como además de la estrategia y del objetivo de la empresa respecto al riesgo; debe incluir identificación del instrumento de cobertura, de la transacción a cubrir y la naturaleza del riesgo cubierto; la cobertura deberá ser altamente eficaz, consiguiendo la compensación de los cambios en los valores libros que se atribuyan al riesgo cubierto; la eficacia antes indicada debe medirse fiablemente, tanto su valor razonable como el de los flujos de efectivo en la partida cubierta, además esta eficacia debe ser evaluada constantemente por la empresa durante todo el período contable. El método y periodicidad que la empresa adopte para la evaluación de la eficacia de las coberturas dependerá de la estrategia de gestión de riesgos, dejando el respaldo de los cálculos, y que serán efectuados al menos cuando se preparen los Estados Financieros.

2.3.2.2 Contabilización de Contratos de Cobertura

i. Coberturas sobre el Valor Razonable (Fair Value)

El tratamiento contable de *Coberturas sobre el Valor Razonable* será llevando a ganancia o pérdida el valor que resulte de la reexpresión contable, debe ser reconocida de forma inmediata en el *Estado de Resultados*. Por otro lado, el resultado atribuible al riesgo cubierto del elemento protegido debe reconocerse también en el resultado modificando el valor contable del mismo. El resto de la ganancia o pérdida de este activo susceptible al riesgo, se registrarán conforme las normas que le sean aplicables. El ajuste que se haya realizado en el valor libro de un instrumento financiero que produzca intereses, será objeto de amortización o imputación de ganancia o pérdida neta de la empresa. El importe del ajuste quedará totalmente amortizado o imputado en el momento del vencimiento. La compañía cesará de la aplicación de la contabilidad de cobertura cuando el derivado expire, sea vendido o ejercido, o bien cuando la cobertura ya no esté cumpliendo los criterios para clasificarla contablemente como tal.

ii. Coberturas de Flujos de Efectivo

Por otro lado, las *coberturas de Flujos de Efectivo* cuando la porción de la pérdida o ganancia que se haya determinado como una cobertura eficaz deba ser reconocida directamente en el patrimonio, la porción que se haya determinado como ineficaz será contabilizada llevando la ganancia o pérdida directamente a patrimonio neto en el Estado de Variación en el Patrimonio Neto.

Esta porción se llevará al resultado del período si el instrumento de cobertura es un derivado, y cuando no lo sea. La empresa cesará de esta contabilización cuando el instrumento expire, sea vendido o ejercido; cuando la cobertura ya no cumpla con los criterios exigidos; o bien cuando el compromiso o transacción prevista no va a producirse. En este último caso, los cambios registrados anteriormente en el Estado de Variación de Patrimonio Neto serán registrados inmediatamente en el resultado del ejercicio. Caso contrario a los otros dos tipos de cobertura, el efecto en el Patrimonio se mantendrán separadamente hasta el compromiso o transacción futura, además la empresa puede elegir entre designar para el futuro una nueva relación de cobertura con otro elemento a cubrir siempre que cumpla con los requisitos exigidos.

iii. Coberturas sobre la Inversión Neta

Cuando se trate de *Coberturas sobre la Inversión Neta*, esto se tratará de una forma similar al reconocimiento de las diferencias del valor razonable, registrando las ganancias y pérdidas del activo o pasivo financiero dentro del resultado del período en el que hayan surgido siempre y cuando el instrumento haya sido mantenido para su negociación y no así cuando el instrumento fuera considerado como cobertura, o bien dentro del patrimonio neto hasta que sea vendido, reembolsado o desapropiado por otro medio, o hasta que se determine que el activo en cuestión haya sufrido un deterioro de valor, en cuyo caso las ganancias o pérdidas acumuladas previamente reconocidas como componentes del patrimonio neto deban ser incluidas en ganancia o pérdida neta del período.

2.4 Análisis Comparado de la Normativa Utilizada

2.4.1 Comparación con respecto a la Normativa Nacional

Respecto de la valorización de los instrumentos derivados, la NIC 39 establece los criterios para este tratamiento. Esta norma aprobada por el IASB es un estándar para la contabilización con operaciones con derivados y especifica el reconocimiento y medición de los Activos y Pasivos Financieros. Señalando esta condición pues supone Derechos y Obligaciones, los cuales, pueden ser liquidados con dinero, por lo cual deben ser reconocidos en los Estados Financieros. El único criterio fundamental para la valorización es el Valor Razonable, mientras que las pérdidas y ganancias en Derivados no deben ser reconocidas como Activos o Pasivos, si no que como Ingresos o Gastos. Se establecen tratamientos contables especiales a situaciones de cobertura para las transacciones de cobertura que cumplen con criterios razonables, sólo debe explicarse la relación entre el Instrumento Derivado y un patrimonio existente o una futura transacción.

La NIC 39 indica que los cambios de valor se registran en el período en que ocurren. Esto incluye los Derivados motivados por cobertura, excepto, las operaciones Forwards o Swaps que se ejecuten de acuerdo al título VII de la circular 1512 de 2001 de la Superintendencia de Valores y Seguros. El concepto de valorización razonable corresponde al de Mercado cuando exista y a un método de valorización económica. En tanto que la Superintendencia de Valores y Seguros señala de acuerdo a su circular N° 232, que se entienda por operación de Inversión en derivados financieros, las que no cumplan los requisitos para ser calificadas como de cobertura, o bien, estén en exceso conforme a los límites señalados en la Norma de Carácter General N° 204 de la Superintendencia de Valores y Seguros.

Para efecto de contabilización la Superintendencia de Valores y Seguros establece el concepto de cuenta de activo denominada "*Derecho por Opciones*" para las opciones compradas y la cuenta de pasivo "*Obligaciones por Opciones*" para las opciones vendidas, reconociendo pérdidas o ganancias en el período que se producen. En forma general, los Forwards y Futuros no se contabilizan al momento de la operación, salvo su garantía en el caso de los primeros, y las ganancias o pérdidas van a resultado conforme su valor razonable en el mismo período, en ambos casos.

El 12 de noviembre del 2009, la *International Accounting Standard Board*, emitió la NIIF 9, que introduce nuevos requerimientos para clasificación y medición de los Activos Financieros, norma que será efectiva a contar del 1 de Enero de 2013, permitiéndose la aplicación temprana de esta norma. Como resultado de la creación de esta nueva normativa, que implica el eventual reemplazo completo de la NIC 39. Quien adopte tempranamente la NIIF 9 continuará aplicando la NIC 39 para los requerimientos que aún no estén en el alcance de la nueva norma. Uno de los cambios entre ambas normas, es que la NIIF 9 no mantiene el concepto de la NIC 39 relativo a los derivados implícitos en un contrato híbrido, si el contrato anfitrión es un activo financiero dentro del alcance de la NIIF 9. En consecuencia, estos derivados que serían contabilizados en forma separada con la NIC 39, se valorarán en su totalidad como *Fair Value* en el resultado.

Otro cambio, y de paso considerado de los más importantes, es en la capacidad para medir algunos instrumentos de deuda, que según NIC 39, habrían sido registrados a valor razonable y que se cotizan en un mercado activo, bajo la nueva normativa, serán registrados a Costo Amortizado. Y otros instrumentos, tales como valores respaldados con activos y las cuentas por cobrar de los servicios para concesión, que según NIC 39 pueden haber sido medidas completamente como costo amortizado o como disponibles para la venta, probablemente serán medidos a Fair Value con cambios en resultado.

2.4.2 Comparación con Normativa Internacional

En el cuadro siguiente se muestra una comparación de los cambios más importantes relativos entre la normativa contable emitida por el Colegio de Contadores de Chile y la internacional emitida por IASB, descrita en los numerales anteriores.

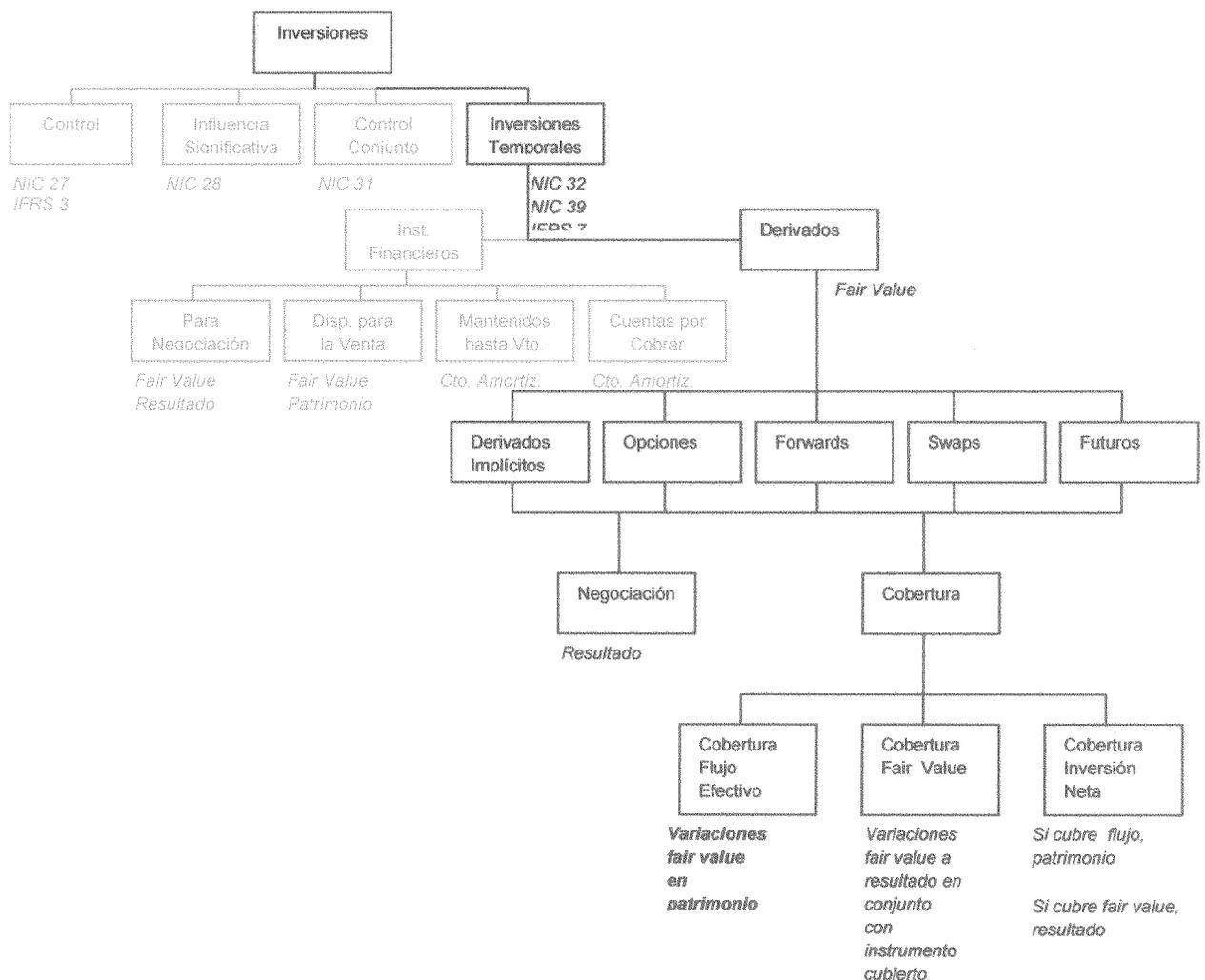
<i>Instrumento de Derivados</i>		
<i>Variable</i>	<i>NIC 39</i>	<i>BT. 57</i>
Presentación	Activos Financieros con cambios del valor razonable en el resultado	Se clasifican como contratos de inversión, donde <i>Opciones</i> , rubro <i>otras inversiones financieras</i> <i>Futuros y Forwards</i> , registradas en <i>Producto de Inversiones y/o Diferencias de cambio</i>
Cobertura	Un instrumento financiero no derivado puede clasificarse como instrumento de cobertura de riesgos.	Sólo entrarán en esta categoría cuando reduzca el riesgo de las variaciones del activo subyacente
Flujo de Efectivo	La cobertura sobre un compromiso en firme no reconocido para comprar o vender un activo a un precio establecido en moneda local, se registra como cobertura de flujo de efectivo	No existe la clasificación de cobertura de flujo de efectivo, al menos cuando no cubra un riesgo
Valoración	Valor Razonable	Valor Justo
Resultado	Las ganancias o pérdidas en derivados no deben ser reconocidas como activo o pasivo, si no que se reconocerán como ingresos o gastos, en su caso, formarán parte de los fondos propios, los beneficios o pérdidas no podrán diferirse.	Las pérdidas resultantes del valor justo serán reconocidas en el resultado del período; las ganancias, en cambio, serán diferidas, las que se liquidarán al momento de liquidar el contrato, o bien podrá amortizar esta ganancia con las pérdidas que se generen.

Elaboración Propia – Fuente Boletín Técnico N° 57 y NIC 39

Se destaca en esta comparación, la aplicación del concepto Fair Value, traducida como Valor Razonable, aparece en la literatura contable anglosajona hace varias décadas. Sin embargo, cobra mayor relevancia cuando el IASB lo acoge como método de medición de los activos y pasivos financieros. En lo que dice relación con los activos, la aplicación de este concepto puede hacerse a través de diversos criterios y métodos de medición, entre los más usados se encuentra el valor de mercado de un activo o el valor descontado de los flujos que se espera genere dicho activo.

En el esquema siguiente, se despliega la forma de discriminar entre la normativa existente en cuanto a Inversiones e Inversiones Temporales.

Esquema de Tratamiento de las Inversiones en IFRS



En la NIC 39 se contemplan los derivados como Derivados Implícitos en un contrato principal, Opciones, Forwards, Swaps y Futuros, estos contratos se reconocerán dependiendo de la intención de uso, es decir si fueron contratados para inversión y con esto, el registro de las variaciones del valor razonable, que en este caso se llevarán a resultados en forma directa. Por otro lado, están los derivados contratados para cubrirse de riesgos tales como: flujo de efectivo, cobertura de valor razonable y de inversión neta, con su respectivo registro contable en cuanto a las variaciones en este.

Como conclusión podemos asumir que conforme la legislación vigente en nuestro país, es la Superintendencia de Valores y Seguros quien tiene como misión, supervigilar que los controles normativos se cumplan y se encuentren acorde con el normal desempeño de este mercado, definiendo las directrices que regulan las inversiones de los Fondos Mutuos en Instrumentos Financieros Derivados. De acuerdo a estas normas, es que las Sociedades Administradoras tienen por obligación informar de sus operaciones y mantener los límites establecidos. Mediante estas normas, la autoridad aprueba los distintos fondos así como sus características particulares.

Por el lado de las normas contables, se establecen tres ámbitos o marcos regulatorios específicos que afectan el como se registran y se presentan las transacciones sobre derivados. En primera instancia se encuentra el Colegio de Contadores de Chile, quien por medio del Boletín Técnico N°57, ha instruido los procedimientos que han regido estas operaciones históricamente en Chile.

Por otro lado, aparece la IASB, mediante la NIC 39 se establecen los criterios de clasificación de estos instrumentos, colocando nuestra normativa contable en el contexto de las normas internacionales de contabilidad, introduciendo cambios muy importantes, principalmente en lo que se refiere la determinación del propósito de la inversión en derivados, es aquí donde se hace necesario distinguir entre instrumentos de Cobertura o de Inversión, así como los conceptos de Valor Razonable reemplazando el Valor Justo de Boletín N°57. Estos cambios han introducido cierto grado de incertidumbre al momento de la clasificación o separación de conceptos de cobertura o especulación que perseguirían los inversionistas en Derivados.

La Autoridad se encuentra al tanto de esta incertidumbre y ha propuesto cambios que de incorporación mediante la aplicación de reforma al mercado de capitales MKIII, la idea del Gobierno es entregar mayor claridad sobre el incierto aspecto tributario, de tal forma que los partícipes del mercado sepan si una determinada inversión se va a catalogar como una operación de cobertura o de especulación.

Por último, y producto de la comparación de las normativas, se puede concluir que este mercado está siendo afectado por encontrarse precisamente en medio de un período de adaptación de las normas locales a las internacionales, y que por esta razón, parece no estar definidos los distintos aspectos que regulan y que regularán las operaciones desde el punto de vista contable, sin embargo, tanto la autoridad de gobierno, como los entes llamados a aportar en este sentido, se encuentran trabajando con la finalidad de perfeccionar al máximo las normas y su aplicación en Chile, de esta forma, nuestro país podrá contar con un marco regulatorio acorde con el papel que quiere jugar en el mundo globalizado, en donde, el tratamiento tributario, así como los

procedimientos contables, son aspectos claves a la hora de internacionalizar y desarrollar nuestro mercado de capitales.

En este sentido, se ven positivos avances en el corto y mediano plazo, por ejemplo, con la emisión de la NIIF 9, que mejora la capacidad de los inversionistas y otros usuarios de información financiera, pues, esta normativa utiliza un enfoque único para determinar si un activo financiero debe ser medido bajo costo amortizado o bajo valor razonable, reemplazando las distintas reglas que contiene la NIC 39.

El enfoque en esta nueva norma está basado en como una entidad administra sus instrumentos financieros y las características de los flujos de efectivo en los activos financieros. Esta norma requiere el uso de método único de implementación y reemplaza así los distintos métodos de deterioro contemplados en la NIC antes expuesta.

Capítulo 3

Medición y Control de Riesgos

Chile es una economía abierta pero pequeña, esta apertura implica exposición importante a los shocks de precios internacionales, incluyendo tipos de cambio, tasas de interés internacional y precios de materias primas, además, nuestro mercado también genera fuentes de volatilidad que afectan los factores financieros, es así, como la política monetaria, los niveles de inflación, nuestras tasas de desempleo, precio del cobre, crisis internacionales, entre otros factores, resultan en variabilidad en los precios de los activos.

Por lo tanto, es extremadamente responsable que las Sociedades Administradoras de Fondos Mutuos busquen protegerse de estas volatilidades, en gran medida asociadas a la imposibilidad de las empresas de influir en el valor de un activo determinado. Es así como identificar los riesgos asociados a las transacciones es vital para establecer una estrategia de cobertura adecuada a fin de proteger las inversiones, los cuales han desarrollado la incorporación de instrumentos derivados a sus productos.

Es por esto que los mercados deben estar regulados para que se conozcan las reglas del juego, las cuales deben ser suficientemente estrictas para evitar malas practicas, pero también, no puede constituirse en un sistema extremadamente rígido, se debe encontrar un punto adecuado que no perjudique el mercado y su desarrollo, y que a su vez, entrega la estabilidad normativa suficiente.

Es por esto que la Superintendencia de Valores y Seguros, por medio de la emisión de las normas busca regular, moldear y entregar a los partícipes los resguardos requeridos para mitigar al máximo los riesgos inherentes a este mercado.

En este capítulo se describirá los límites y marco de control que se han establecido para dotar al mercado de los Fondos Mutuos y su operatividad en instrumentos derivados, de la medición y control de riesgos necesarios. Se pretende conocer si estas limitaciones son apropiadas para mitigar los riesgos asociados a estas transacciones.

3.1 Normativa chilena

En relación a la operatividad de la celebración de inversiones de derivados en los Fondos Mutuos, la norma básica está contenida en el numeral 10 del Artículo 13 del Decreto Ley N° 1.328, sobre administración de Fondos Mutuos, donde se autoriza a las Sociedades Administradoras de Fondos Mutuos operar en estas transacciones, tanto dentro como fuera de bolsa; adquirir instrumentos con promesa de venta; y adquirir o enajenar opciones de compra o venta sobre activos, valores e índices, dar préstamos valores y celebrar contratos de ventas

cortas sobre éstos. Indudablemente, todas estas operaciones e inversiones deberán cumplir con los requisitos y límites que establezca la Superintendencia de Valores y Seguros.

La legislación general establece las regulaciones en las operaciones de derivados bajo la siguiente pauta:

- Autoriza los instrumentos derivados susceptibles de utilización, así como las finalidades que pueden perseguir con esta operativa.
- Estipula los límites de la utilización de estos instrumentos, tanto de riesgos de mercado como de contraparte
- Establece un conjunto de normas de Control Interno que deben cumplir las Sociedades Administradoras.

En general, la normativa busca que las Sociedades Administradoras puedan aplicar controles para mitigar los riesgos sistemático y de crédito (de contraparte), los cuales tienen relación más con los aspectos de funcionamiento del mercado, regulación de los agentes que intervienen y ámbito de aplicación de las legislaciones. Es decir, las normas permiten determinar un marco regulatorio en donde se desarrolle el mercado de forma eficiente. Los riesgos asociados a los activos objeto de estos instrumentos, son ampliamente conocidos y precisamente están siendo cubiertos o mitigados mediante los productos derivados. Sin embargo, el riesgo sistemático asociado, es más complejo y requiere de una permanente revisión de su regulación, actualizaciones y aprovechar las experiencias recientes, como la crisis sub-prime, y aprender para mejorar las leyes de forma continua.

3.1.1 Requisitos de los Fondos Mutuos con Derivados

La normativa busca que las inversiones en derivados cumplan tres condiciones, siendo estas, cobertura de los riesgos asumidos; inversiones para gestionar eficazmente la cartera y en el marco de una gestión de riesgo, encaminada a la consecución de un objetivo concreto, su mitigación. Es por esto que los Fondos Mutuos se limitan a las siguientes inversiones financieras en Derivados, actuando como compradores y vendedores del activo objeto:

- Contratos de Opciones que pueden ser de Compra o Venta (*Call o Put.*)
- Contratos de Futuros Bursátiles, los cuales se conocen como Contratos Futuros.
- Contratos de Futuro Extrabursátiles, más conocidos como Contratos Forwards.

Las Sociedades Administradoras pueden celebrar contratos sobre derivados en mercados bursátiles ya sea nacional o extranjero y las contrapartes deben ser Bancos, filiales bancarias u otras entidades, con clasificación de riesgo mínima A o su equivalente, sin embargo, es importante definir que ante varias opciones de clasificación riesgo, se debe optar siempre por la de menor categoría otorgada.

Con respecto a los Fondos Mutuos Estructurados, la norma indica que estos podrán celebrar contratos de opciones fuera de mercados bursátiles y con contrapartes distintas a las señaladas en el párrafo anterior, debiendo especificar en su reglamento interno, el tipo de entidad de que se trate y la clasificación de riesgo de su deuda de corto y largo plazo. En este caso se deberá referenciar la forma de determinación diaria de los precios de estos contratos.

Los Fondos Mutuos se crean con la finalidad de convertirse en alternativas de inversión y los instrumentos derivados, como formas de disminuir los riesgos asociados a la volatilidad de los activos, de ninguna manera deben convertirse en instrumentos de especulación, las Sociedades Administradoras de Fondos Mutuos no deben buscar ganarle al mercado, no es la idea, lo que deben hacer, es mitigar los riesgos, utilizando los instrumentos derivados.

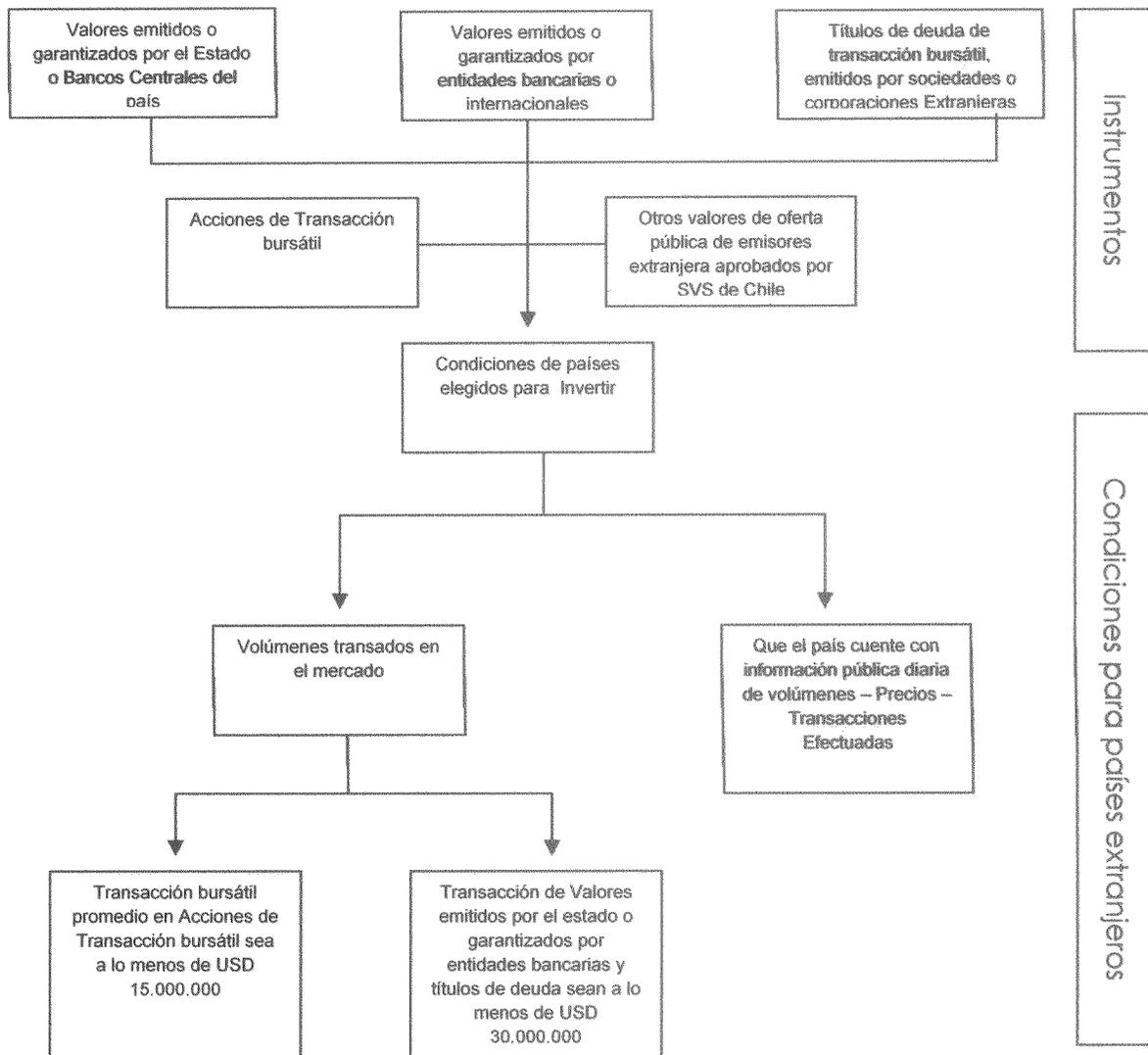
3.1.2 Instrumentos susceptibles de ser derivados

Los activos objeto de los contratos de Opciones, Futuros y Forwards son los siguientes:

- Monedas, autorizadas por la Superintendencia de Valores y Seguros
- Índices, estos deben cumplir con que su comportamiento sea difundido públicamente y que la entidad que lo desarrolle disponga de un Reglamento Publico para su cálculo
- Acciones, de ofertas públicas y autorizadas por la Superintendencia de Valores y Seguros
- Cuotas de Fondos, estos pueden ser de Fondos Mutuos o de Inversiones, Nacionales o Extranjeros, y que estén autorizados por la Superintendencia de Valores y Seguros
- Tasas de Interés e instrumentos de renta fija, corresponden a Bonos y tasas de interés, Nacionales o Extranjeros, expresados en monedas autorizadas a invertir los Fondos Mutuos
- Productos, commodities y títulos representativos de estos activos, tales activos deben ser negociados en bolsas de productos nacionales o commodities⁹ extranjeras

En el siguiente esquema se muestra los instrumentos elegibles para invertir y condiciones exigibles de los países autorizados por la Superintendencia de Valores y Seguros para operar en el mercado de derivados en el extranjero.

⁹ La normativa define Commodities como aquellos productos que provengan directa o indirectamente de la agricultura, ganadería, silvicultura, actividades hidrobiológicas, extracción de hidrocarburos y minerales metálicos y no metálicos, o cualquier otra actividad que pueda ser entendida como agropecuaria o de extracción mineral. *Norma de Carácter General N° 204*



Elaboración Propia – Fuente: Superintendencia de Valores y Seguros

3.1.3 Límites de los Fondos Mutuos

La norma establece los límites a la utilización de instrumentos derivados para operaciones de cobertura de riesgo de mercado, las que deben cumplirse permanentemente, definiendo que el tamaño de la posición tomada para cubrir no puede ser mayor que la exposición inicial, es decir, se busca evitar la sobre-cobertura que implique una especulación neta en sentido opuesto a la posición inicial.

En primer lugar, de los límites generales se refieren a la inversión total del fondo en instrumentos derivados, de tal forma que ante la eventualidad de una pérdida asociada a los activos del fondo, la cantidad comprometida limita el efecto negativo en la cartera total. Estos límites y su aplicación para cada tipo de instrumento y fondo se encuentran señalados en la Norma de Carácter General N° 204 de la Superintendencia de Valores y Seguros.

Específicamente, para las Opciones indica que el límite máximo a invertir es 5% del valor del activo del fondo. Los excesos deben ser eliminados en un plazo máximo de 90 días. Este límite se incrementa al 15% para los Fondos Estructurados y los excesos pueden ser mantenidos indefinidamente.

Los Fondos Mutuos no pueden entregar márgenes asociados a operaciones en derivados (Futuros, Forwards, y Venta de Opciones) por más de 15% del activo del fondo, el exceso debe ser regularizado al día siguiente de producido.

Las Sociedades Administradoras de Fondos Mutuos no están autorizadas a lanzar Opciones de Venta por más de 5% del activo del fondo respectivo, esto se debe a que la posición lanzadora, en este caso, implica un mayor riesgo que podría comprometer el patrimonio del fondo más allá los propios límites establecidos en su perfil de riesgo.

Por otra parte, la venta de una Opción *Call*¹⁰ por parte del fondo mutuo no podrá exceder el 50% del valor de activo del fondo, tratándose de activos objetos en los que la Sociedad Administradora ha invertido, pero no podrá exceder del 5% de los activos del fondo, al tratarse de activos objeto que no forma parte de su cartera de contado.

En el siguiente cuadro se establece un resumen de los límites generales, antes descritos.

	Fondos Mutuos	Fondos Mutuos Estructurados
<i>% de Inversiones en Derivados</i> (Opciones de Compra y Venta sobre las Primas)	5% del Fondo	15% del Fondo
<i>Márgenes o Garantías</i> (Todos los tipos de derivados)	15% del Valor del Activo	15% del Valor del Activo
<i>Lanzamiento de Call</i> (Cartera Contado)	50% del Valor del Activo	50% del Valor del Activo
<i>Lanzamiento de Call</i> (Fuera de Cartera Contado)	5% del Valor del Activo	5% del Valor del Activo
<i>Lanzamiento de Put</i>	5% del Valor del Activo	5% del Valor del Activo

En segundo lugar, existen los límites específicos que se refieren a los activos objetos dentro de los cuales la Norma de Carácter General N° 204, establece:

- Derivados sobre Monedas, la cantidad neta comprometida a vender en Forwards, Futuros y Opciones no podrá exceder el monto total de los Activos del Fondo Mutuo expresados en esa moneda. En tanto, la cantidad neta comprometida a comprar no podrá exceder al monto autorizado en esa moneda, valorizado considerando el valor de la moneda de Activo Objeto más la inversión de la misma en la cartera contado.

¹⁰ Opción Call, conocida como Opción de Compra

- Derivados sobre Tasa de Interés y Bonos, la cantidad neta comprometida a vender estos Activos, no podrá exceder el Valor de las Inversiones de Renta Fija que posea el fondo mutuo. Mientras que, la cantidad neta comprometida a comprar no podrá exceder el valor del Activo del fondo mutuo.
- Derivado sobre Índices, la cantidad neta comprometida a vender estos índices, no podrá exceder el monto invertido por este fondo en el tipo de instrumentos componentes de ese índice. En cuanto a la cantidad comprometida a comprar no podrá exceder del 15% del activo del fondo, no obstante, si alguno de los componentes del índice representa por si mismo más del 50% de su ponderación, dicho límite no podrá exceder el 10% del activo del fondo. Para los Fondos Mutuos Estructurados, esta cantidad no podrá ser superior al 100% del valor del activo del Fondo Mutuo.
- Derivados en Acciones Individuales, la cantidad neta comprometida a vender de una determinada acción, no podrá exceder el número de unidades de esa acción mantenida por el fondo. Mientras que la cantidad comprometida a comprar, no podrá exceder el máximo de acciones por emisor, establecido en el artículo 13, numeral 4 del Decreto Ley N° 1.328. Asimismo, esta cantidad no podrá superar al 10% del valor del activo del fondo.
- Derivados sobre Commodities y Títulos Representativos de estos, la cantidad neta comprometida a vender este activo, no podrá exceder el número de unidades de ese Commodities o título representativo mantenido por el fondo, por otro lado, la cantidad neta comprometida a comprar no podrá superior al 10% del valor del activo del fondo.
- Derivados sobre Cuotas de Fondos Mutuos, la cantidad neta comprometida a vender de cuotas, no podrá exceder el número de unidades de esa cuota mantenido por el fondo mutuo en cartera. Mientras que la cantidad neta comprometida a comprar de estas cuotas, no podrá exceder el límite máximo dispuesto en el artículo 13, numeral 6 del Decreto Ley N° 1.328.

3.1.4 Clasificación de Riesgo

La normativa nacional también contempla la clasificación de riesgos previamente a la autorización de los Fondos Mutuos para su operación. La Comisión Clasificadora de Riesgos (CCR) es la encargada de aprobar las bolsas de valores y las cámaras de compensación donde se pueden realizar operaciones de Futuros y Opciones, así como las contrapartes para operaciones de Forwards y Swaps.

A continuación se expone un cuadro con la clasificación de riesgos asociados a los Fondos Mutuos en instrumentos de deuda.

Cuotas de Fondos Mutuos con Inversión en Instrumentos de Deuda

<i>Riesgo Crediticio</i>	
AAAfm	Cuotas con la más alta protección ante pérdida asociadas a riesgo crediticio
AAfm	Cuotas con muy alta protección ante pérdidas asociadas a riesgo crediticio
Afm	Cuotas con alta protección ante pérdidas asociadas a riesgo crediticio
BBBfm	Cuotas con suficiente protección ante pérdidas asociadas a riesgo crediticio
BBfm	Cuotas con baja protección ante pérdidas asociadas a riesgo crediticio
Bfm	Cuotas con muy baja protección ante pérdidas asociadas a riesgo crediticio
Cfm	Cuotas muy variables a pérdidas asociadas a riesgo crediticio
+ o -	Las calificaciones entre AAfm y Bfm pueden ser modificadas al agregar un símbolo + (más) o – (menos) para destacar sus fortalezas o debilidades dentro de cada categoría
<i>Riesgo de Mercado</i>	
M1	Cuotas con la más alta sensibilidad ante cambios en las condiciones de mercado
M2	Cuotas con moderada a baja sensibilidad frente a cambios en las condiciones de mercado
M3	Cuotas con moderada sensibilidad frente a cambios en las condiciones de mercado
M4	Cuotas con moderada a alta sensibilidad frente a cambios en las condiciones de mercado
M5	Cuotas con alta sensibilidad frente a cambios en las condiciones de mercado
M6	Cuotas con muy alta sensibilidad frente a cambios en las condiciones de mercado

Cuotas de Fondos Mutuos con Inversión en Instrumentos de Capitalización

RV-1	Cuotas con la mejor capacidad para entregar retornos adecuados a su nivel de riesgo
RV-2	Cuotas con muy buena capacidad para entregar retornos adecuados a su nivel de riesgo
RV-3	Cuotas con buena capacidad para entregar retornos adecuados a su nivel de riesgo
RV-4	Cuotas con aceptable capacidad para entregar retornos adecuados a su nivel de riesgo
RV-5	Se trata de cuotas no elegibles para inversionistas institucionales. Buotas con escasa capacidad para entregar retornos adecuados a su nivel de riesgo

Fuente: Fitch Rating

3.1.5 Identificación de Riesgos

La Sociedad Administradora deberá identificar todos los riesgos propios de su negocio y aquellos que puedan afectar a los inversionistas. Estos tendrán relación con el riesgo de mercado, crediticio, de liquidez, operacional, tecnológico, jurídico, entre otros, los cuales se encuentran explicados en el numeral siguiente

Los riesgos antes indicados serán agrupados de acuerdo a las funciones de mayor relevancia dentro de la Sociedad Administradora de Fondos. Las funciones indicadas serán tres de acuerdo a la normativa, considerando el Ciclo de Inversión de los fondos que se administren, Ciclo de aportes y rescates de los fondos que se administren y Ciclo de contabilidad y tesorería de los fondos que se administran, pudiendo la Sociedad Administradora considerar cualquier otra que pudiera afectar tanto su negocio como su estructura operacional.

3.1.6 Tipos de Riesgos

En la industria de Fondos Mutuos podemos encontrar diversos riesgos, relativos a las volatilidades de las variables a cubrir por un instrumento financiero de derivado, como también riesgos inherentes al mercado, a continuación se expone un listado de estos:

- **Riesgo de Mercado:** Potencial pérdida causada por cambios en los precios de mercado, incluye el riesgo de tasa de interés, riesgo cambiario y cambios de precios del activo objeto del fondo.

- *Riesgo de Tipo de Cambio:* Potencial exposición a las variaciones de la moneda, las cuales pueden estar asociadas a cambios en la masa monetaria, o los movimientos de demanda y oferta de la moneda asociada al instrumento.
- *Riesgo de Inflación:* Exposición a los efectos producidos por pérdidas de valor de la moneda local, la que se puede generar por factores externos a ella, o aumentos de la demanda por pesos, un aumento en el tipo de cambio implica mayores precios importados, los cuales afectarán aumentando los niveles de inflación.
- *Riesgo de Contraparte:* Exposición al potencial no cumplimiento del contrato por una de las partes. Esta se puede deber a falta de liquidez o a un exceso de riesgo asumido.
- *Riesgo Crediticio:* Potencial exposición a pérdidas económicas debido al incumplimiento por parte de un tercero a los términos del contrato. Este puede ser Riesgo asociado al emisor o a la contraparte, tales como países, o agentes que intervienen en el contrato.
- *Riesgo de Liquidez:* Exposición de la Sociedad Administradora o de un fondo manejado por esta, a una potencial pérdida como resultado de la necesidad de extraer fondos de manera inmediata. Este riesgo puede estar asociado a liquidez de financiamiento o liquidez de mercado.
- *Riesgo Operacional:* Exposición asociada a potenciales pérdidas debido a falta de procedimientos adecuados para la ejecución de las actividades del negocio de la Sociedad Administradora, el cual se divide en Operacional externo, por ejemplo operadores de mesa, cartera, corredores. Y Riesgo interno, pérdidas producidas por errores de procesamiento de las transacciones o en la manipulación de la información contable de la Sociedad Administradora. Y Finalmente, el riesgo de custodia, exposición a pérdidas por negligencias, malversación de fondos, robo, etc.
- *Riesgo Tecnológico:* Exposición a pérdidas asociadas a potenciales errores en los datos proporcionados por los sistemas de procesamiento de información.
- *Riesgo Jurídico:* Exposición a pérdidas potenciales producto de falta de integridad o a la inexactitud de la documentación de transacciones específicas o la falta de firma, legalizaciones, etc.

3.1.7 Control de riesgos

En lo que se refiere estrictamente a los controles de riesgo, la autoridad ha impartido instrucciones específicas a las Sociedades Administradoras de Fondos Mutuos, estas instrucciones están contempladas en la circular N° 1.869 de 2008 de la Superintendencia de Valores y Seguros. Esta norma busca la mitigación de los riesgos mediante la implementación de medidas para su gestión y control.

Con respecto a la función de control, esta implica la realización programas de gestión de riesgo y control interno, actividades de monitoreo del cumplimiento de las políticas y controles para las inversiones, aportes y rescates, contabilidad y tesorería.

Las medidas de mitigación y control de riesgos, también contemplan la certificación anual ante la Superintendencia de Valores y Seguros, dicha certificación debe ser firmada por el gerente de la Sociedad Administradora y debe declarar acerca de la idoneidad de la estructura de gestión de riesgo y control interno de la sociedad.

Los riesgos asociados a las operaciones de los Fondos Mutuos en general y por ende, también deben ser extensivos a las operaciones con derivados.

La Superintendencia de Valores y Seguros establece en la circular antes indicada, que la Sociedad Administradora de Fondos debe poseer y mantener actualizado un Manual de Gestión de Riesgos y Control Interno, que debe contener la información necesaria para el control de riesgos, y estrategias de mitigación de los mismos, de acuerdo a lo siguiente:

- Definición de políticas y procedimientos
- Identificación de personal responsable de aplicación de las políticas y procedimientos
- Identificación del personal responsable del monitoreo y supervisión
- Planes de contingencias y estrategias de mitigación de riesgos
- Descripción mediante la cual se revisan, actualizan y aprueban los procedimientos y controles mencionados anteriormente
- Existencia de un formulario tipo donde se detallen las acciones adoptadas para el incumplimiento de las políticas y procedimientos
- Descripción del proceso de monitoreo
- Otros

3.1.7.1 Programa de Gestión de Riesgo y Control Interno

Son dos funciones básicas que debe contener el programa de gestión de riesgos y control interno de la Sociedad Administradora, de acuerdo a la Circular N°1.896 de la Superintendencia de Valores y Seguros, que se describen a continuación:

i. Función de Gestión de Riesgos

Corresponde a la identificación y cuantificación de riesgos, donde considera tamaño, estrategia comercial y los tipos de fondos administrados. Identificados estos, la Sociedad Administradora deberá establecer políticas y procedimientos en concordancia con las estrategias de mitigación

de riesgos y planes de contingencia. El objetivo de esto, según indica la normativa, es asegurar la factibilidad de asegurar los riesgos que está expuesta la Sociedad Administradora y los fondos administrados y a su vez proporcionar a la Superintendencia de Valores y Seguros, las herramientas para verificar el cumplimiento de las disposiciones legales y la normativa respecto de los reglamentos internos de los fondos; que los inversionistas o partícipes y el mercado en general tengan la información relevante de la administración de los fondos para la toma de decisiones; las buenas prácticas de la industria de fondos asegurando la confianza y credibilidad del mercado; y que la Sociedad Administradora utilice procedimientos de mitigación de riesgos y controles adecuados respecto de estos.

ii. Políticas y Procedimientos de Gestión y Control de Riesgo

Se pide a las Sociedades Administradoras, entre otros aspectos, la formalización de políticas y procedimientos de gestión de riesgo y control interno asociados a los riesgos propios de sus operaciones. Esto implica la identificación de los riesgos, determinar el nivel de importancia, establecer límites y controles que mitiguen los mencionados riesgos, supervisar y verificar el funcionamiento de los controles, documentar, y responder cuando estos controles sean vulnerados. Todo lo anterior debe quedar por escrito en un manual creado para este efecto.

Las políticas y procedimientos antes expuestos, deben ser actualizados y aprobados por el Directorio de Sociedad Administradora. Estos documentos abordarán a lo menos:

- El documento deberá especificar como se controlará que los límites y parámetros establecidos en la ley y reglamentos internos se cumplan relativo a Cartera de Inversión.
- La Sociedad Administradora deberá definir políticas y procedimientos, incluyendo metodología de cálculo, conversión de aportes y rescates, relativo a Valor Cuota de los Fondos.
- Como se indicó en el punto anterior, debe incluir políticas y procedimientos relativo a rescates y como se controlará el riesgo de liquidez, de tal forma poder garantizar el pago.
- Se deberá detallar en las políticas y procedimientos descritos, como se manejarán y vigilarán los conflictos de intereses de la administración de los fondos de terceros y además, la identificación de las personas designadas para esta labor.
- En cuanto a la Confidencialidad de la información, deberán existir políticas y procedimientos definidos que resguarden la naturaleza confidencial de la información y las operaciones de las inversiones de terceros, para los cuales tienen una relación comercial.

- La Sociedad Administradora deberá incluir en la definición de políticas y procedimientos, la forma en como garantizará el cumplimiento de las disposiciones contenidas en la ley y normativa vigente relativa a sus operaciones con fondos de terceros.
- El riesgo financiero, ya sea de mercado como crediticios deberán existir sus límites y base de cálculo, y las medidas a adoptarse para la mitigación de los mismos.
- En cuanto a la publicidad y propaganda deberán estar estipulados los controles de calidad de la información que contendrán los materiales de publicidad y propaganda, de tal forma que cumpla con las disposiciones legales relativas a esta materia y reglamentos internos de los fondos.
- Los partícipes deben poseer información suficiente relativa a los fondos administrados, tanto al momento de efectuar sus inversiones como en el período de permanencia de sus inversiones. Y deberán incluir, como la Sociedad Administradora controlará el cumplimiento de las políticas y procedimientos y el actuar respecto de sus agentes colocadores, propios y externos.
- Suitability, las Sociedades Administradoras deben definir políticas y procedimientos que permitan a los partícipes invertir sus recursos teniendo cabal conocimiento del riesgo asumido. Además deberán requerir al inversionista antecedentes respecto de su situación financiera, horizonte de inversión y grado de tolerancia al riesgo. Así como también, procedimientos referidos a la forma en que la sociedad controla el cumplimiento de las políticas.

3.1.7.2 Organización para la Gestión de Riesgos y Control Interno

La estructura organizacional de las Sociedades Administradoras de Fondos Mutuos debe ser adecuada en relación a tamaño y actividades que esta desempeñe dentro del mercado, debe considerar para esto los distintos tipos y cantidad de fondos, partícipes y volúmenes de las operaciones de los fondos que se administran.

La organización deberá considerar una estructura que contribuya a la minimización de conflicto de intereses descritos en el numeral anterior y adicionalmente funciones de personas o áreas claves como son:

- i. El Directorio de la Sociedad Administradora, que tendría como responsabilidad las aprobaciones a lo menos una vez por año, de las políticas y procedimientos de gestión de riesgos y control interno para la organización y dejar evidencia de esta tarea.
- ii. El Gerente General de la Sociedad, quien cumplirá con la elaboración de las políticas y procedimientos de gestión de riesgo y control interno para la Sociedad Administradora y sus fondos, pudiendo delegar la función, sin embargo no perderá la responsabilidad y la presentación al Directorio del punto i. para su respectiva aprobación.

- iii. Persona o departamento responsable del monitoreo de las políticas y procedimiento indicados precedentemente, denominado "Encargado de Cumplimiento y Control Interno". Este debe ser un ente independiente de las unidades operativas y reportará al Directorio de la Sociedad Administradora. Esta persona deberá tener las competencias técnicas y la experiencia profesional suficiente para el cumplimiento de sus funciones y estará en contacto con la Superintendencia de Valores y Seguros en toda materia relacionada con la gestión de riesgos y los controles internos utilizados. Además de monitorear el cumplimiento de las políticas y procedimientos, realizar seguimientos a los incumplimientos del procedimiento, informará al Directorio y Gerente General de manera inmediata de los incumplimientos significativos de los procedimientos y podrá proponer cambios en las políticas y establecer e implementar los procedimientos adecuados para garantizar que el personal, además de cumplir con sus funciones, puedan desempeñar y estén en conocimiento de los riesgos asociados a sus actividades, la naturaleza de los controles para la mitigación de estos riesgos, las consecuencias de tales controles.

3.1.7.3 Estrategia de Mitigación de riesgos y Plan de Contingencia

El Gerente General de la Sociedad Administradora será responsable de la elaboración de mitigación de riesgos y planes de contingencia en relación con los principales riesgos. Este, podrá delegar las funciones al Encargado de Cumplimiento y Control Interno, a los gerentes de cada área o a otra unidad de la Sociedad, sin perder la responsabilidad final de esta estrategia y plan de contingencia.

El Plan de Contingencia debe ser aprobado por el Directorio a lo menos dos veces por año o las veces que sea necesaria dentro de este período. Y será responsabilidad del Encargado de Cumplimiento y Control Interno que estos planes se cumplan junto a sus respectivos procedimientos.

La elaboración de las estrategias para la mitigación de riesgos deberán contener a lo menos, una simulación de los escenarios de riesgos internos y externos, contemplando situaciones de excepcionalidades en los diversos mercados en que la Sociedad Administradora se desempeñe, variaciones de tasas de cambio, variaciones de las bolsas de valores, desastres naturales y cambios macroeconómicos del mercado; estrategias para condiciones de crisis, especificando acontecimientos y condiciones de la crisis en los mercados del entorno de la Sociedad Administradora.

Por otro lado, el Plan de Contingencia debe contener al menos, los planes necesarios para acceder a registro de datos y que sean respaldados en los sistemas tecnológicos que la Sociedad Administradora emplee en situaciones de crisis o fallas de los sistemas, así como los respaldos de los registros y custodia de los mismos; Plan de Contingencia para liquidación de valores en cartera con la finalidad de minimizar potenciales pérdidas; además de incluir planes para el rescate de cuotas de fondos en situaciones de mercados extremas y otros planes que la Sociedad Administradora considere necesarias definir.

3.1.7.4 Certificación Anual

El Gerente General de la Sociedad Administradora presentará a la Superintendencia de Valores y Seguros, quien aprobará, una certificación respecto de la idoneidad de la estructura de gestión de riesgos y control interno de la organización. Dicha certificación será enviada dentro de los primeros días hábiles del mes de Enero de cada año, cumpliendo con el formato entregado en el Anexo N° 7.

3.2 Análisis Comparado

3.2.1 Normativa Internacional

Sin duda Estados Unidos es un referente a nivel mundial respecto del desarrollo de los instrumentos derivados, y también, constituye muchas veces el origen de episodios de crisis que han afectado a la economía mundial, debido a su enorme peso específico en el escenario financiero. Es así como los países que aún se encuentran en su proceso de desarrollo, deben estar atentos a los cambios que se producen en el país del norte, además, Estados Unidos es uno de los principales socios económicos de Chile y el nivel de transacciones entre ambos, justifica que las normativas se encuentren alineadas, de esta forma, los agentes que intervienen, no se verán afectados por discrepancias al momento de invertir ya sea desde o hacia Estados Unidos.

Como se indicó precedentemente, el Departamento del Tesoro de Estados Unidos, ha propuesto reformas al mercado de derivados, con el objeto de minimizar el riesgo sistemático.

Las principales modificaciones buscan la liquidación de todos los derivados estandarizados Over-The-Counter en entidades de Contrapartes Centralizadas (CCP, por sus siglas en inglés). Si un derivado Over-The-Counter se liquida vía Contraparte Centralizada, se establece la presunción de que todos los derivados de similares características se pueden liquidar vía Contraparte Centralizada. Se incrementan los requisitos de capital para los derivados no liquidados vía Contraparte Centralizada. Mayores Exigencias de márgenes para los derivados. Las empresas que generen grandes exposiciones deberán ajustarse a un estricto régimen de supervisión. Se busca establecer límites a posiciones de derivados Over-The-Counter. Por el lado de aumentar la eficiencia y transparencia en los mercados de derivados Over-The-Counter se establecen reportes, derivados no liquidados vía Contraparte Centralizada deben ser informados. Información pública para las operaciones y entrega de información de contraparte al ente regulador. Desarrollo de sistemas de información que diseminen prontamente los precios y transacciones en derivados y por último, mayor incentivo a operar en derivados dentro de bolsa.

Todas las modificaciones buscan finalmente conseguir el objetivo de prevenir la manipulación de mercado y cautelar la idoneidad de los clientes que adquieren dichos productos financieros, se establecen límites para operadores o contrapartes poco sofisticadas.

3.2.2 Normativa Nacional

En Chile, prácticamente no existe un mercado de derivados en Bolsa, si existe un mercado Over-The-Counter, se negocian contratos bilaterales, donde uno o más intermediarios cumplen la función de Market Makers, en este caso, las Sociedades Administradoras de Fondos Mutuos cumplen esta función. Los contratos son estandarizados y opera totalmente mediante compensación y no con entrega física del subyacente. Esta modalidad de liquidación no paga impuestos.

Por tratarse de operaciones sólo de Over-The-Counter, Chile está expuesto al riesgo sistemático y las normas y modificaciones presentadas en Estados Unidos, serian un gran aporte para mitigar los riesgos asociados a las debilidades observadas en la reciente crisis. Si bien Chile, fue uno de los países que pasó la crisis sin mayores complicaciones, esto también se debe a que nuestro mercado es pequeño y específicamente el mercado de derivados aún se encuentra en un proceso de crecimiento y desarrollo.

El mercado de derivados Chileno, por tratarse de un mercado primordialmente desarrollado vía Over-The-Counter, el riesgo de contraparte es el más importante, los contratos de derivados implican una promesa de pago futuro, por lo tanto, existe el riesgo que esta promesa no se cumpla, esto es riesgo de contraparte o de crédito. En los mercados de derivados transados en bolsa, que no es el caso de Chile, el riesgo ha sido mitigado con un doble sistema de contraparte central, y de cuentas de márgenes con liquidación diaria.

En Chile, los Fondos Mutuos están incluidos entre las entidades que deben informar sus operaciones en derivados transados con países extranjeros.

A modo de conclusión, se debe señalar que existen reportes internacional que advierten sobre la vulnerabilidad de los mercados de derivados Over-The-Counter, en particular la acumulación excesiva de exposiciones bilaterales e insuficiente colateralización, resulta en un importante incremento de los riesgos de contraparte y se concluye que una parte significativa del mercado de derivados Over-The-Counter no cuenta con mecanismos que puedan absorber los potenciales efectos dominó. Nuestro mercado se encuentra incluido en estos mercados en donde se transan principalmente Over-The-Counter, por lo que la regulación debe tomar las recomendaciones de los expertos y hacer las modificaciones tendientes a dotar al mercado de los resguardos que limiten la ocurrencia de incumplimientos de contratos.

Pese a las considerables pérdidas asociadas al uso de instrumentos de derivados en forma especulativa en el pasado, estas no son en lo absoluto representativas de este mercado y su historia. Las transacciones en derivados alcanzan trillones de dólares en la economía mundial. Sin embargo estas experiencias deben servir para continuar con el perfeccionamiento y no olvidar las lecciones aprendidas.

En consecuencia con lo indicado en el párrafo anterior y por principio básico, los derivados deben utilizarse para cobertura de riesgos y no para especulación. Esta cobertura implica reducir riesgos y asumirlos en forma adecuada, en el caso de los Fondos Mutuos que operan en este mercado, el administrador debe informar y señalar claramente en el contrato de suscripción, así como, en toda la información pública de fondo, el nivel de riesgo y las características que permitan al partícipe, tomar una decisión informada.

Tanto las empresas como usuarios de estos fondos, como los administradores, deben establecer los controles internos adecuados para evitar que la cobertura se transforme en especulación. Es así, como la normativa chilena, contempla principalmente límites a estas operaciones, límites que tienen relación con el monto susceptible de ser cubierto con derivados, así como de los instrumentos autorizados para la operación de los Fondos Mutuos.

El marco regulatorio nacional tiene por objetivo resguardar la inversión de quienes invierten en este mercado y de esa forma, establecer una plataforma en donde los riesgos están acotados y normadas todas las actuaciones de las Sociedades Administradoras. La autoridad ha definido los procedimientos en extenso, a través de sus normas, incluso se legisla respecto de la organización y estructura interna de los administradores, de tal manera de asegurar que los límites y resguardos se cumplan, así como, obliga a informar en caso de darse un exceso de inversión en derivados. También se establece una certificación anual para los administradores, así se realiza una permanente supervigilancia de la industria.

Los controles establecidos parecen ser adecuados, sin embargo, debido al bajo volumen de este mercado, es muy probable que para generar un mayor desarrollo, se requiera de reformas para facilitar el acceso a más protagonistas en este mercado. A veces, las regulaciones más allá de controlar, se convierten en trabas o barreras de entrada.

En el caso chileno, las operaciones en bolsa son casi nulas, y la mayoría de las operaciones en derivados se realizan en mercado Over-The-Counter, en donde finalmente son privados quienes actúan. Según se concluye en estudio¹¹ para la Superintendencia de Valores y Seguros, se sugiere la implementación de lo que se denomina Contraparte Centralizada, institución que se pretende organizar en Estados Unidos, y que podría ser un aporte para el desarrollo del mercado chileno, además de dotarlo de una mejor herramienta de control contra los riesgos inherentes a él, específicamente el riesgo de Crédito. Esta Contraparte Centralizada o CCP realiza su labor en mercado de contratos estandarizados, se interpone a ambos lados de la transacción, como contraparte.

En consecuencia, el riesgo de crédito se traspassa a la Contraparte Centralizada. Esta cubre su propio riesgo de contraparte exigiendo márgenes a los participantes, los cuales liquida diariamente, reflejando al final de cada día de transacciones, las ganancias o pérdidas diarias.

¹¹ Carlos Budnevich L. y Salvador Zurita L. – Febrero 2010

Conclusión

El presente trabajo de tesis fue desarrollado mediante el estudio de la industria de los Fondos Mutuos, específicamente, la utilización y operativa de los instrumentos financieros derivados incorporados en las carteras de inversión. Profundizando en aspectos claves en cuanto a la participación de mercado dentro de la industria, evolución de la misma y su aporte en la mitigación de riesgos. A su vez, y como objetivo principal, se buscó identificar los principios básicos que rigen el sistema de información y contabilidad establecida por la normativa chilena para las operaciones en Derivados. Asimismo, se establecen los controles y procedimientos exigidos para esta industria, en lo que respecta a la información y control de la vulnerabilidad propia de la economía y que afectan las inversiones a través los riesgos sistemáticos y de crédito. Identificando los controles emanados por la autoridad para asegurar la conveniente identificación de riesgos, su control e implementación de estrategias que mitiguen los efectos de las riesgos.

La industria de los Fondos Mutuos se crea principalmente con el objetivo de convertirse en una alternativa de inversión y ahorro para personas naturales y jurídicas que buscan rentabilizar sus aportes mediante la diversificación que ofrecen las carteras diseñadas por las Sociedades Administradores. Dichos portafolios se componen de diferentes activos, y con distintos horizontes de inversión. La Industria sale al mercado a través de 8 tipos de fondos, los cuales se denominan conforme el tipo de instrumento en que invierte, ya sea de deuda o capitalización, así como de acuerdo a su plazo de duración, es decir, de corto, mediano y largo plazo. Esta oferta de instrumentos de inversión también considera el perfil de riesgo de los potenciales inversores, los cuales pueden satisfacer sus necesidades de liquidez y rentabilidad, todo lo cual asociado al grado de tolerancia al riesgo del inversionista.

Conforme a los datos obtenidos y presentados en este trabajo, se concluye que la industria de los Fondos Mutuos ha mostrado un crecimiento sostenido durante los últimos diez años, tanto en patrimonio administrado y cantidad de partícipes, este mercado ha incrementado siete veces su tamaño, lo que permite establecer que efectivamente, los Fondos Mutuos, son una alternativa de inversión y ahorro eficientes de acuerdo a la demanda por inversión existente en el país.

Ahora bien, respecto de la incorporación de instrumentos derivados a las carteras de inversión de los fondos, la evidencia indica que las Sociedades Administradoras han diseñado estrategias de inversión combinadas, esto es, incluir en un mismo fondo, inversión en activos tradicionales, tales como acciones, índices, cuotas de fondos, monedas, commodities, etc. Y adicionalmente se incorpora a la cartera un instrumento financiero derivado asociado a la cobertura del riesgo inherente al activo objeto principal.

Esta estrategia persigue por una parte, beneficiarse de la diversificación de cartera, en donde los rendimientos decrecientes, son anulados por los rendimientos crecientes, esta diversificación dota a la cartera de la posibilidad de disminuir el riesgo de pérdida asociada a los comportamientos de los activos propiamente tal. Sin embargo, los instrumentos financieros, también están expuestos al riesgo de mercado, o riesgo sistemático, el cual se relaciona con las volatilidades que afectan a los activos mediante la variabilidad de sus precios. Los instrumentos financieros derivados otorgan a la cartera la cobertura necesaria para mitigar los riesgos provocados por la volatilidad de los mercados en donde se invierte.

A la luz de la evidencia empírica revisada en este trabajo de tesis, se concluye que el uso de instrumentos derivados incorporados a las carteras de los Fondos Mutuos, mostró un crecimiento importante hasta el año 2007, pero muestra signos de menor utilización conforme lo indica la información reciente. Por lo que no es posible catalogar a este mercado como una alternativa real de cobertura ante los riesgos de mercado analizados.

Comentario aparte merece la evolución observada para el tipo de Fondo Mutuo Estructurado, fondo que se encuentra estrechamente ligado a los instrumentos de cobertura, ya sea por su operatividad, beneficios y su aporte a la mitigación de riesgos. Convirtiéndose en una excelente herramienta de inversión para partícipes que persiguen rentabilidad asumiendo bajo riesgo.

El análisis de la normativa contable se desarrolló sobre las emitidas por el Colegio de Contadores de Chile por medio de su Boletín Técnico N° 57, que establece la forma de contabilización de los derivados. Y debido a la convergencia hacia las Normas Internacionales de Contabilidad, las emanadas desde la IASB, quien introduce cambios para el reconocimiento y medición de los activos y pasivos financieros, específicamente a través de su Norma Internacional N° 39, define los derivados como instrumentos financieros que cambian su valor en respuesta a los cambios que experimente la tasa de interés, el valor de una acción, el precio de las mercaderías o de cualquier variable similar que se denomina activo subyacente y cuya liquidación del contrato derivado se efectúe en una fecha futura. Se rescata del mencionado análisis, que es posible identificar y concluir, que los principios básicos establecidos para el sistema de información y registro contable, son la determinación de la naturaleza u objetivo de la adopción de derivados en la estrategia de inversión de la empresa, y la clara separación de los instrumentos de cobertura con fines de mitigación de riesgo, de los de especulación o inversión, los cuales se contratan con la finalidad de obtener utilidades.

Ante los antecedentes incluidos en lo concerniente a medición y control de riesgos, la normativa chilena ha establecido un marco regulatorio que permite a los intermediarios atenerse a estas, de tal forma otorgar al mercado las herramientas necesarias para el control y la mitigación de riesgos asociados a las prácticas de estas operaciones.

Primero, es la Superintendencia la que ha regulado los aspectos relativos a los límites de inversión, las garantías e información de excesos de las operaciones de los Fondos Mutuos en derivados, esta reglamentación pretende disminuir el riesgo de mercado que afecta a las transacciones operadas por las Sociedades Administradoras. Se encuentran perfectamente delimitadas las operaciones que pueden realizar a través de los Fondos Mutuos y los requisitos

establecidos para las contrapartes autorizadas, así como los activos objeto susceptibles de ser incluidos en las carteras de inversión en derivados. Por otra parte, y de manera muy específica, se han establecido los controles y procedimientos de mitigación de riesgos al interior de las Sociedades Administradoras. Como queda de manifiesto en la última parte de este trabajo, en extenso se han impartido las instrucciones para la implementación programas de gestión de riesgo y control interno, las cuales incluyen todos los aspectos que ayudan a disminuir al máximo las potenciales pérdidas asociadas a los riesgos de mercado existentes.

Es evidente que los controles establecidos aún adolecen de deficiencias, especialmente respecto de los riesgos de contraparte en los mercados Over-The-Counter, operaciones que conforman mayoritariamente las operaciones de derivados en Chile. Específicamente, el riesgo de crédito se constituye el de mayor potencial ocurrencia, esto debido a que las operaciones son bilaterales y no existe una entidad que haga las veces de ente central en donde se estandaricen los contratos y se apliquen las garantías necesarias para asegurar que ninguna de las partes se vea perjudicadas por el no cumplimiento de su contraparte. Es así como se hace necesario dotar al mercado de derivados de una contraparte centralizada, cuyas características ya se han mencionado en el cuerpo de este informe.

Es entonces pertinente concluir, que los controles establecidos para el control y mitigación de riesgos, efectivamente reducen los riesgos inherentes a la operativa en derivados, otorgando transparencia e impartiendo normas que promueven el cumplimiento de las normas que regulan este mercado. Aún cuando, es posible su perfeccionamiento mejorando los controles que mitiguen el riesgo de contraparte.

“El aleteo de una mariposa en Pekín, puede producir una tormenta en Nueva York”, esta frase puede sintetizar como una pequeña variación en algún índice financiero o en un valor de mercado, podría provocar enormes pérdidas sin importar en que lugar del mundo ocurran estos hechos. En un mundo cada vez más interconectado, la variabilidad de los precios de los activos se ha convertido en un factor determinante al momento de evaluar la conveniencia de un proyecto de inversión. La volatilidad hace imposible predecir los movimientos futuros de un determinado bien, y resulta cada vez más necesario estar preparados e implementar las estrategias tendientes a la mitigación de los riesgos que se han establecido en el mundo de las finanzas.

Este trabajo de tesis, ha permitido profundizar en los conceptos relativos a control de riesgos, registro contable y regulaciones asociadas a la industria de los Fondos Mutuos y la utilización de Instrumentos Derivados. Para finalmente corroborar cuan importante ha sido la combinación de estos dos mercados y su aporte al transformarse en un sistema de cobertura ante los efectos del aleteo de una mariposa, aún cuando esta se encuentre al otro lado del mundo.

Glosario

<i>BIS</i>	<i>The Bank for International Settlements</i> Organismo Internacional el cual fomenta la cooperación monetaria y financiera internacional y sirve como un Banco para los Bancos Centrales. Genera estadísticas respecto de la actividad financiera a Nivel Mundial. Se estableció en el 17 de Mayo de 1930
<i>CCP</i>	Contra Parte Centralizada Contraparte centralizada, entidad propuesta para asegurar la transparencia y eficiencia de los mercados derivados
<i>CCR</i>	Comisión Clasificadora de Riesgo Entidad con personalidad Jurídica y patrimonio propio, que tiene como función aprobar o rechazar las cuotas de Fondos Mutuos y de inversión nacional; instrumentos representativos de capital extranjeros y a solicitud de la Superintendencia de Pensiones, otros instrumentos de oferta pública autorizados por esta. Así mismo, debe aprobar o rechazar las contrapartes para los efectos de las operaciones con instrumentos derivados. Tiene, además, la atribución de rechazar las clasificaciones de riesgo de los instrumentos de deuda nacional cuyas dos clasificaciones de mayor riesgo sean iguales o superiores a la Categoría BBB o al Nivel 3.
<i>Fair Value</i>	Valor Justo
<i>Fondos Mutuos</i>	Patrimonio formado con aportes realizados por personas naturales o jurídicas (participes) y administrado por un gestor (Sociedades Administradora de Fondos Mutuos), por cuenta y riesgo de sus aportantes.
<i>Hedging</i>	Contraparte que busca la posición de cobertura de riesgo a través del derivado
<i>IASB</i>	<i>Internatinal Accounting Standard Board</i> Organización independiente responsable del desarrollo y publicación de las IFRS
<i>IFRS</i>	<i>International Financial Reporting Standars</i> Normativa que pretende la uniformidad en el lenguaje y en las prácticas contables de cada país, con el fin de permitir la comparabilidad, de un período otro, y con otras compañías que desarrollen la misma actividad.
<i>Market Makers</i>	Término inglés que se aplica a las sociedades de contrapartida o creadoras de mercado.
<i>NIC</i>	Normas Internacional de Contabilidad
<i>Nonheding</i>	Contraparte que busca la posición de inversión a través de un derivado
<i>OTC</i>	Over the counter
<i>Over the counter</i>	Fuera de Bolsa Son Operaciones en derivados bilaterales, en donde no existe un organismo centralizado que regule la operación.



<i>Participes</i>	Inversionistas dueños de cuotas de Fondos Mutuos, quienes asumen el riesgo, creada en el año 1985
<i>PCGA</i>	Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados
<i>SVS</i>	Superintendencia de Valores y Seguros Institución autónoma, con personalidad jurídica y patrimonio propio, que tiene por objeto la fiscalización de las actividades y entidades que participan de los mercados de valores y de seguros en Chile.



Anexos

Anexo 1 Modelo de Reglamento Interno de Fondos Mutuos

MODELO DE REGLAMENTO INTERNO DE FONDOS MUTUOS

REGLAMENTO INTERNO DE (*Denominación de fondo*)

Aprobado por Resolución Exenta N° ____ de fecha ____ / ____ / ____

Este documento recoge las características esenciales del fondo que se indica. No obstante, dichas características pueden ser modificadas en el futuro, previa aprobación de la Superintendencia de Valores y Seguros.

I) INFORMACION GENERAL SOBRE FONDOS MUTUOS

Un fondo mutuo es un patrimonio integrado por aportes de personas naturales y jurídicas para su inversión en valores de oferta pública y bienes que el D.L. N°1.328 permite, que administra una sociedad anónima por cuenta y riesgo de los partícipes o aportantes.

Los fondos mutuos y sus sociedades y sus sociedades administradoras se rigen por las disposiciones contenidas en el D.L. N°1.328 de 1976, en su Reglamento, el D.S. N° 249 de 1982, en el reglamento interno de cada fondo y en la normativa emitida por la Superintendencia de Valores y Seguros, organismo al cual compete su fiscalización. Asimismo, se aplican a estas entidades las disposiciones legales y reglamentarias relativas a las sociedades anónimas abiertas y las disposiciones contenidas en el Título XXVII de la Ley N°18.045, en caso de que la sociedad administradora se hubiere constituido como administradora general de fondos.

Nombre de Fondo : _____

Tipo de Fondo : _____

Sociedad Administradora: _____

III) INFORMACION SOBRE LA SOCIEDAD ADMINISTRADORA

(*Denominación de la Sociedad Administradora*), en adelante "la Administradora", se constituyó por escritura pública de fecha ____ / ____ / ____, otorgada en la notaría de _____ de don _____. Su existencia fue autorizada por Resolución Exenta N° ____ de fecha ____ / ____ / ____, de la Superintendencia de Valores y Seguros. La Administradora se encuentra inscrita en el Registro de Comercio de _____ a fojas número _____ del año ____.

IV) CARACTERISTICAS DE FONDO

1. Política de Inversión

1.1. Objetivo

1.2. Tipo de inversión al cual está dirigido el fondo

1.3. Política específica de inversiones



a) Instrumentos elegibles

b) Política de inversión en instrumentos derivados y realización de otras operaciones autorizadas

c) Estrategia de inversión

d) Diversificación de las inversiones respecto del activo total de fondo

Tipo de instrumento	%Mínimo	%Máximo
_____	_____	_____
_____	_____	_____

e) Diversificación de las inversiones por emisor y grupo empresarial

Límite máximo de inversión por emisor : xx% del activo del fondo

Límite máximo de inversión en cuotas de un fondo de

inversión extranjero : xx% del activo del fondo

Límite máximo de inversión en títulos de deuda de securitización

correspondientes a un patrimonio de los referidos en el Título XVIII

- a) Objeto : _____
- b) Entidad garante : _____
- c) Beneficiarios : _____
- d) Condicionamiento de su efectividad : _____
- e) Forma y plazo de pago : _____
- f) Otros datos de interés : _____

3. Remuneración de la Administradora y gastos de cargo del fondo

a) Remuneración de la sociedad administradora

b) Comisiones

c) Gastos de cargo del fondo



4. Suscripciones y Rescates

a) Condiciones generales

1. El fondo será evaluado diariamente de acuerdo a la legislación vigente y los aportes se representarán por cuotas expresadas en _____. Las cuotas son de igual valor y características.
2. *El fondo contempla las siguientes series de cuotas:*

<u>Serie</u>	<u>Características</u>
_____	_____
_____	_____

En este caso, las cuotas de una misma serie tendrán igual valor y características.

3. *El valor inicial de la cuota del fondo será de _____.*

b) Suscripción de cuotas

El aporte recibido se expresará en cuotas del fondo, utilizando el valor de la cuota correspondiente al _____ si éste se efectuare antes del cierre de operaciones del fondo o al valor de la cuota del _____, si el aporte se efectuare con posterioridad a dicho cierre.

Este fondo contempla los siguientes planes especiales de suscripción de cuotas :

c) Rescate de cuotas

Cualquier partícipe tiene derecho, en cualquier tiempo, a rescatar total o parcialmente sus cuotas del fondo.

Sin perjuicio de lo anterior, el partícipe podrá programar rescates, caso en el cual ejercerá su derecho en una fecha determinada, distinta a la fecha de presentación de la solicitud de rescate correspondiente, la cual deberá constar expresamente en la solicitud.

Los rescates se solicitarán de la siguiente forma : _____

Si la solicitud de rescate es presentada antes del cierre de las operaciones del fondo, en la liquidación de la solicitud de rescate se utilizará el valor de la cuota correspondiente a la fecha de recepción de dicha solicitud o a la fecha en que se dé curso al rescate, si se trata de un rescate programado. Si la solicitud de rescate es presentada con posterioridad al cierre de operaciones del fondo, se utilizará el valor de la cuota del día siguiente al de la fecha de recepción.

Tanto para efectos de la suscripción de cuotas como para el rescate de las mismas, se considerará como hora de cierre de operaciones del fondo _____.



Tratándose de rescates que alcancen montos que representen un porcentaje igual o superior a un % del calor de patrimonio del fondo y/o, se pagarán dentro del plazo de _____ días corridos/ hábiles / hábiles bancarios contado desde la fecha de la presentación de la solicitud de rescate, o de la fecha en que se dé curso al rescate, si se trata de un rescate programado. Para estos efectos, se considerará el valor del patrimonio del fondo correspondiente al día anterior a la fecha de solicitud de rescate o a la fecha en que se curse el rescate, si se trata de un rescate programado.

Asimismo, cuando la suma de todos los rescates efectuados por un partícipe en un mismo día, sea igual o superior al monto precedentemente señalado, la administradora pagará los siguientes rescates de cuotas que, cualquiera sea su cuantía, efectúe el mismo partícipe dentro del mismo día, dentro del plazo de _____ días corridos/ hábiles / hábiles bancarios contado desde la fecha de presentada la solicitud de rescate o desde la fecha en que se dé curso al rescate si se trata de un rescate programado.

5. Condiciones especiales de colocación

- a) Inversión mínima inicial : _____
- b) Inversión mínima a mantener : _____
- c) Volumen máximo de participación por partícipe : _____
- d) Período de comercialización inicial : _____

6. Información relevante al partícipe y al público en general

Cualquier modificación que en el futuro se introduzca en el presente reglamento, con el fin de aumentar la remuneración de la sociedad administradora y los gastos de operación que puedan atribuirse al fondo, una vez aprobada por la Superintendencia, será comunicada al mercado por medio de la publicación de un aviso destacado en el diario _____ o, en ausencia de éste, en el Diario Oficial. La modificación comenzará a regir luego de 15 días contados a partir de la fecha de la publicación.

Asimismo, cualquier modificación que se introduzca a este reglamento, con motivo de un cambio en (el nombre, tipo o definición, o en la política de inversiones), una vez aprobada por la Superintendencia, será comunicada al público en la misma forma antes señalada y comenzará a regir una vez transcurrido igual plazo. Además, en una fecha no posterior a la publicación del aviso, la sociedad administradora informará las modificaciones directamente a los partícipes, por _____. La información especificará el contenido de cada uno de los cambios que se introduzcan al presente reglamento interno.

7. Otros aspectos relevantes

a) Contabilidad

La contabilidad del fondo se llevará en _____, razón por la cual tanto los activos, los pasivos y el valor del patrimonio del fondo se expresarán en esa moneda, independientemente de la moneda en la cual se efectúen las inversiones de los recursos del fondo.

b) Reparto de beneficios

El fondo efectuará reparto de beneficios a los partícipes a prorrata de su participación en (el fondo/ en la (s) serie (s) xx). Tendrán derecho a percibir los beneficios aquellos partícipes del fondo que tengan tal calidad el día anterior a la fecha de pago de los mismos. La administradora informará sobre el día de pago del beneficio, publicando un aviso en _____, con al menos un día de anticipación a la fecha en que se efectúe el pago correspondiente.

El reparto de beneficios se realizará _____

Se distribuirá entre los partícipes del fondo la totalidad de los dividendos que hayan sido distribuidos, entre la fecha de adquisición de las cuotas y el rescate de las mismas, por las sociedades anónimas abiertas en que se hubieren invertido los recursos del fondo.

c) Aspecto tributario

d) Contratación de servicios externos

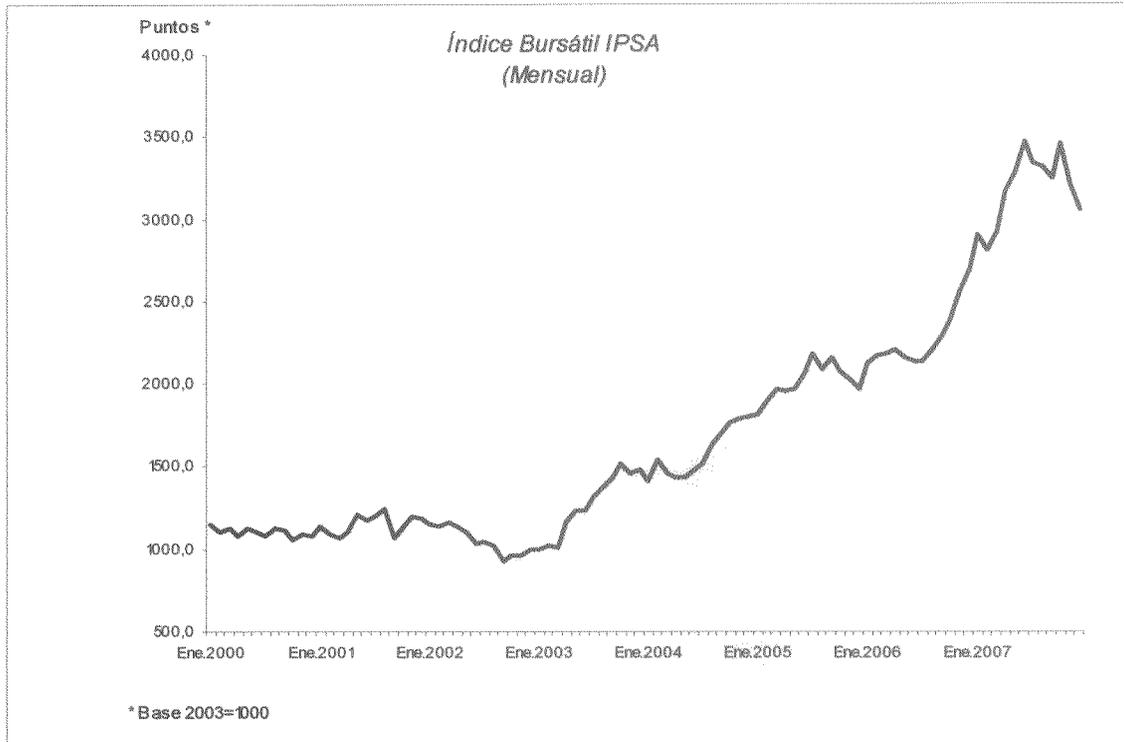
e) Otros

Anexo 2 Fondos Mutuos que usan derivados

Nombre del Fondo	Administradora	Tipo	Categoría
Doble Oportunidad	Bancoestado	Garantizado	Accionario Emergente
Más Renta Bicentenario	Bancoestado	S/C	S/C
Wall Street 107 Garantizado	Banchile	Garantizado	Accionario Desarrollo
Fortalezas Garantizado	Banchile	Garantizado	Accionario Emergente
Gigantes Garantizado	Banchile	Garantizado	Accionario Emergente
Muralla China Garantizado	Banchile	Garantizado	Accionario Emergente
Potencias Consolidadas	Banchile	Garantizado	Accionario Emergente
Potencias Garantizado	Banchile	Garantizado	Accionario Emergente
Tigres Garantizado	Banchile	Garantizado	Accionario Emergente
Verde Amarelo Garantizado	Banchile	Garantizado	Accionario Emergente
Carry Trade Monedas	Banchile	Garantizado	No Accionario
Estrategia Commodities Gara ...	Banchile	Garantizado	No Accionario
Booster China	Banchile	Inversionistas Calificados	Accionario Internacional
Banca Americana Voltarget G ...	Banchile	S/C	S/C
Chile 18 Q	Banchile	S/C	S/C
Garantizado Top Markets II	BBVA	Garantizado	Accionario Desarrollo
Garantizado Top Pacífico 10	BBVA	Garantizado	Accionario Desarrollo
Garantizado Triple Óptimo	BBVA	Garantizado	Accionario Desarrollo
Garantizado Chile +	BBVA	Garantizado	Accionario Emergente
Garantizado Panda II	BBVA	Garantizado	Accionario Emergente
Garantizado Plan Rentas 2012	BBVA	Garantizado	No Accionario
Garantizado Plan Rentas 201 ...	BBVA	Garantizado	No Accionario
Garantizado Siempre Ganas	BBVA	Garantizado	No Accionario
Garantizado Ultra Depósito	BBVA	Garantizado	No Accionario
Garantizado Plan Rentas 2013	BBVA	S/C	S/C
Garantizado Plan Rentas 201 ...	BBVA	S/C	S/C
Monetario IV	BBVA	S/C	S/C
Capital Trust Óptimo	BCI	Garantizado	Accionario Desarrollo
Estrategia L/S Garantizado	BCI	Garantizado	Accionario Desarrollo
Bric 40	BCI	Garantizado	Accionario Emergente
Garantizado Amazona	BCI	Garantizado	Accionario Emergente
Imperial II	BCI	Garantizado	Accionario Emergente
Long/Short Commodities	BCI	Garantizado	No Accionario
Chindia	BCI	S/C	S/C
Long/short Asia Garantizado	BCI	S/C	S/C
Dinámico	Bice	S/C	S/C
México	Bice	S/C	S/C
Infraestructura	Celfin Capital	S/C	S/C
Garantizado La Nueva Potencia	Corp Capital	Garantizado	Accionario Emergente
Asia Pacífico	Corp Capital	S/C	S/C
Emea	Corp Capital	S/C	S/C
Protección UF	Cruz Del Sur	S/C	S/C
Acciones Índice Brasil	Im Trust	Inversionistas Calificados	Accionario Internacional
Acciones Índice Perú	Im Trust	Inversionistas Calificados	Accionario Internacional
Renta Internacional	ING	S/C	S/C
Solución 2020	ING	S/C	S/C
Solución 2030	ING	S/C	S/C
Solución 2040	ING	S/C	S/C
Brasil Activo	Itaú	S/C	S/C
Colombia	Larrain Vial	Inversionistas Calificados	Accionario Internacional
Multimercado	Larrain Vial	Inversionistas Calificados	Accionario Internacional
Ahorro Activo	Larrain Vial	S/C	S/C
Mi Ahorro	Larrain Vial	S/C	S/C
Protección	Larrain Vial	S/C	S/C
Brasil Crecimiento	Principal	S/C	S/C
Garantizado Carioca	Santander Asset	Garantizado	Accionario Emergente
Garantizado Chile	Santander Asset	Garantizado	Accionario Emergente
Garantizado Mandarin	Santander Asset	Garantizado	Accionario Emergente
Garantizado Matrioska	Santander Asset	Garantizado	Accionario Emergente
Acciones Selectas Brasil	Santander Asset	Inversionistas	Accionario Internacional
Santander Eficiente	Santander Asset	S/C	S/C
América 106 Garantizado	Security	Garantizado	Accionario Emergente
Chile 105 Garantizado	Security	Garantizado	Accionario Emergente
Corporativo	Security	S/C	S/C
SMALL CAP CHILE	Security	S/C	S/C
Rentabilidad 80 global	Zurich	S/C	S/C

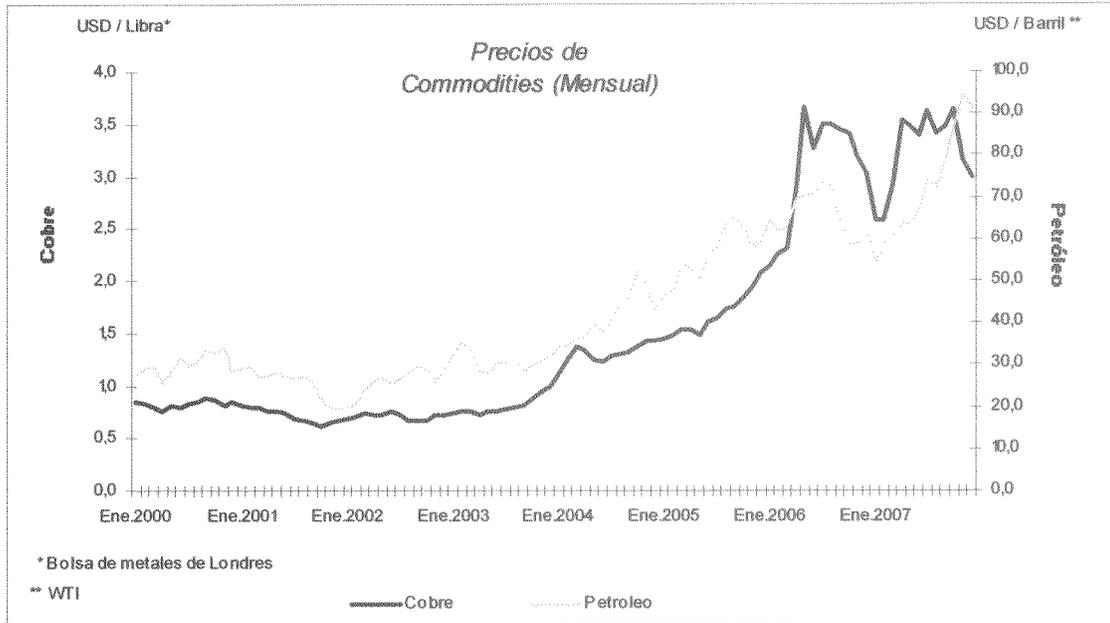
Fuente: www.fondosonline.cl

Anexo 3 Índice Bursátil - IPSA



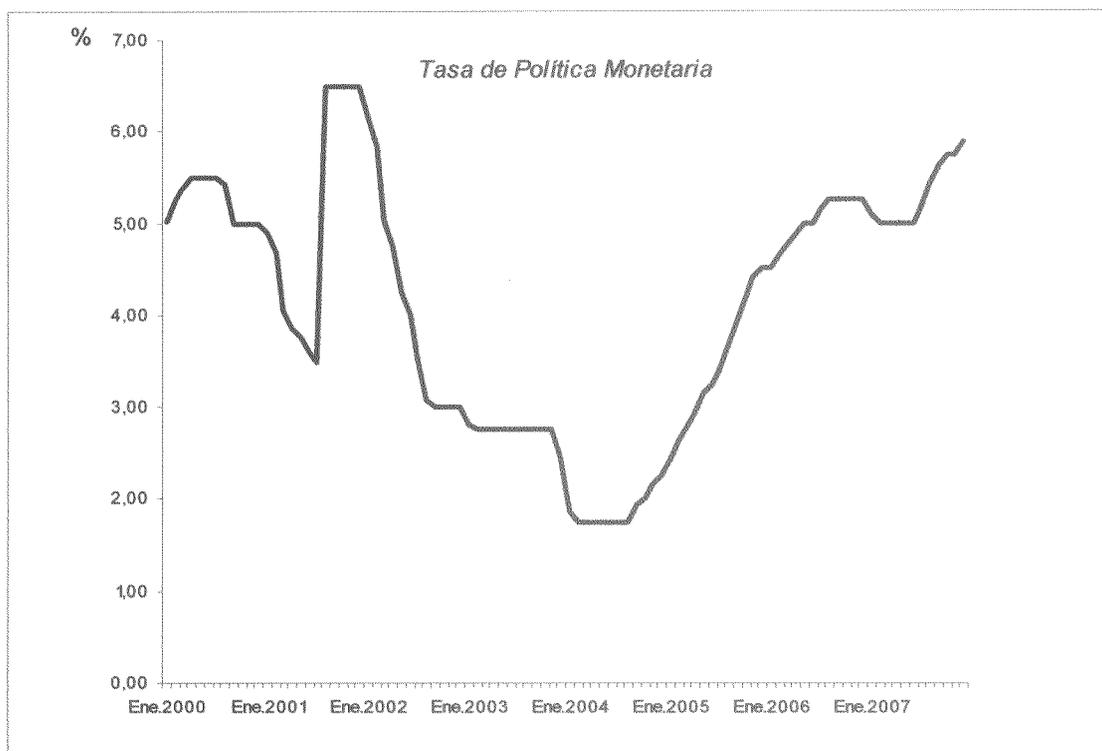
Fuente : Banco Central de Chile

Anexo 4 Precios de commodities.



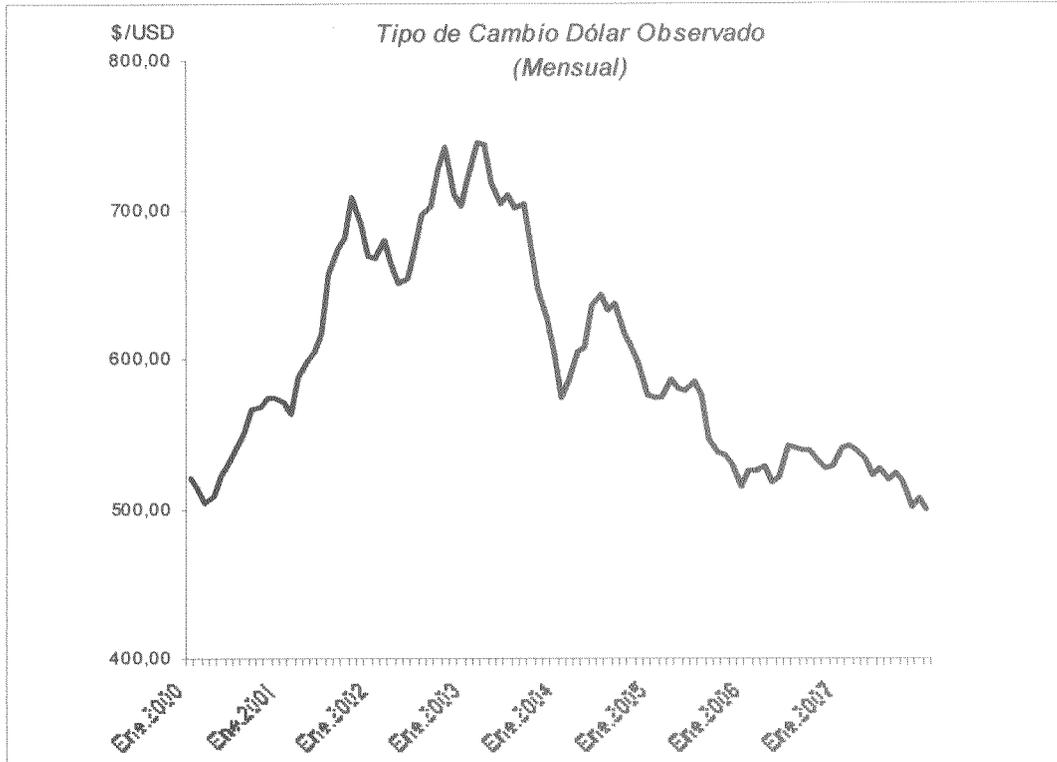
Fuente : Banco Central de Chile

Anexo 5 Tasa de Política Monetaria.



Fuente : Banco Central de Chile

Anexo 6 Tipo de Cambio Observado



Fuente : Banco Central de Chile

Anexo 7 Certificación Anual

(Ciudad y Fecha de Certificación)

Yo, *(nombre y puesto)*, certifico por medio del presente que *(Nombre de la Sociedad Administradora de Fondos)* cuenta con un sistema de gestión de riesgos y control interno, que se ajusta a lo dispuesto en la Circular N° 1.869 de 2008, cuyos aspectos fundamentales se encuentran contenidos en el Manual de Gestión de Riesgos y Control Interno.

El Directorio de la Sociedad Administradora avala la presente certificación, según consta en la Sesión de Directorio de Fecha *(fecha de sesión)*

(Nombre, Rut y Firma de Gerente

General o el que haga sus veces)

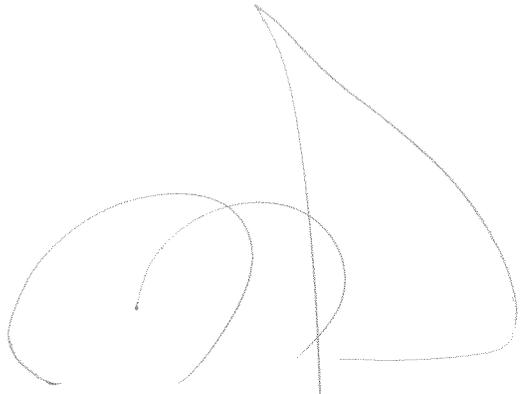
Fuente : Circular N° 1.869 – Superintendencia de Valores y Seguros

Bibliografía

- Fondos Mutuos Extranjeros: Derivados – Leverage – Marzo 2004 – CCR
- www.svs.cl – Legislación y Normativa Fondos Mutuos.
- www.svs.cl – Datos estadísticos.
- www.gestion.cl – Estudios.
- www.bcentral.cl – Base de datos estadísticos.
- Introducción a los Mercados de Futuro y Opciones – 4° Edic.- John C. Hull – Prentice Hall.
- www.bis.org – Bank of International Settlements (BIS).
- www.fitchrating.cl – Tendencias en la industria de Fondos Mutuos – Informe especial – Agosto 2009.
- www.aafm.cl – Asociación de Administradoras de Fondos Mutuos de Chile A.G. – Circular N°7 – Informa de la industria Noviembre 2010.
- Diagnostico, Evaluación y Propuestas de Desarrollo del Mercado de Derivados en Chile – Documento de Trabajo N° 6 – Superintendencia de Valores y Seguros – Carlos Budnevich L. y Salvador Zurita L. – Febrero 2010.
- Uso de Instrumentos Derivados en la Industria de Fondos Mutuos en Chile – Tesis PUC – Nicolás Birkner Gilabert. – Año 2007.
- Productos Derivados en Chile y su Mecánica – Documento de Trabajo – Luis Morales y Viviana Fernández – Banco Central de Chile.
- International Accounting Financial Board – NIC 39, NIIF 9, NIIF 7.
- Colegio de Contadores de Chile – Boletín Técnico 57.
- Ministerio de Hacienda – Ley 18045 de Octubre de 1981 y modificaciones.
- KMPG – Asesoría en la aplicación de NIIF en Compañías de Seguros – Informe Final – Noviembre 2008.
- Deloitte – IFRS el Desafío de la Convergencia – Mayo 2006.
- Instrumentos Financieros Reconocimiento y Valoración – Yris Villalobos – Universidad de Zaragoza.
- www.aurora-de-chile.blogspot.com – Noticia 9 de Febrero de 2010 – Fondos Mutuos.

Anexo B

Profesor Guía *Raúl Rojas Carvajal*



Integrantes *Amalia Cáceres*



Alejandra Silva



María José Pino



Maribel Valdés



Catherine Rojas

