



PONTIFICIA UNIVERSIDAD
CATOLICA
DE VALPARAISO



Documento de Investigación

Riesgos Financieros

Eduardo Cartagena Novoa
2002

El autor es Master en Administración (MBA) Mención en Gestión en Finanzas, Universidad de Chile, Licenciado en Ciencias en Administración de Empresas e Ingeniero Comercial de la Pontificia Universidad Católica de Valparaíso, profesor jornada completa de la misma Universidad.

INFORME FINAL
PROYECTO DE INVESTIGACIÓN CÓDIGO 144.783/2002:

TÍTULO:

“EVALUACIÓN CRÍTICA DE LOS INSTRUMENTOS UTILIZADOS, POR ALGUNAS EMPRESAS CHILENAS, PARA ADMINISTRAR SUS RIESGOS FINANCIEROS, A DICIEMBRE DE 2.002”.

Investigador responsable:
Eduardo Cartagena Novoa

Co-investigadoras:
Loreto A. Salas Mac- Iver, y Claudia L. Torrejón Puebla,

DOCUMENTO DE INVESTIGACIÓN

Riesgos Financieros

Los objetivos globales del trabajo de investigación fueron los siguientes:

- a) Determinar cuáles son los principales instrumentos utilizados en las empresas chilenas para efectuar cobertura de riesgos financieros.
- b) Evaluar la eficiencia de estos instrumentos para los fines que proclaman las empresas.
- c) Determinar el grado de conocimiento que se tiene en las empresas sobre los derivados financieros, como instrumentos de cobertura de riesgos.

La hipótesis del trabajo de investigación fue:

Comprobar si en las empresas chilenas desconocen los instrumentos de cobertura de riesgos financieros, por lo que se perderían múltiples oportunidades de inversión, o se asumirían riesgos y pérdidas innecesarias, para esto se requería efectuar una evaluación crítica de los instrumentos utilizados, por algunas empresas chilenas, para administrar sus riesgos financieros.

La investigación utilizó un modelo metodológico de tipo exploratorio, empírico, que permitió obtener conclusiones objetivas, utilizando técnicas de estudios de opinión, principalmente con encuestas anónimas, semi estructuradas, que permitieron a los encuestados proporcionar los antecedentes necesarios, sin el temor de exponer sus estrategias individuales, porque lo interesante eran las tendencias, los promedios, las estratificaciones, pero no lo que ocurría en cada empresa en particular.

El trabajo de investigación se desarrolló siguiendo las siguientes etapas:

- a) Primera Etapa: Se construyó un marco conceptual apropiado, el objetivo de esta etapa fue delimitar el ámbito de la investigación. Las principales tareas realizadas fueron: recopilación del material bibliográfico actualizado sobre la materia, selección de la legislación nacional regulatoria, tanto del mercado de capitales en general, como de los instrumentos financieros disponibles.
- b) Segunda Etapa: Se confeccionó una encuesta, el objetivo de esta etapa fue determinar cuáles eran los instrumentos que utilizan las empresas chilenas para efectuar cobertura de riesgos financieros. Las principales tareas realizadas fueron: Entrevistas a expertos, principalmente de las bolsas de comercio y de valores, para definir las principales variables a estudiar; Definición de una muestra de 20 empresas, por conveniencia, para entrevistar;

Identificación de los directivos financieros de esas empresas, que eran más idóneos para ser entrevistados.

- c) Tercera Etapa: Aplicación de la encuesta semi estructurada definitiva a los directivos seleccionados, el objetivo de esta etapa fue recoger los datos empíricos que permitían generar indicadores estadísticos descriptivos de la realidad. Las principales tareas realizadas fueron: Capacitación de una ayudante encuestadora que colaboró en la investigación; Establecimiento de contactos con los directivos financieros seleccionados; Encuestarlos en las fechas y lugares que se acordaron.
- d) Cuarta Etapa: Procesamiento de las encuestas, el objetivo de esta etapa fue evaluar los instrumentos utilizados en la práctica. Las principales tareas realizadas fueron: Validación de las encuestas y entrevistas efectuadas, descartando las que quedaron incompletas o que no entregaban información suficientemente confiable; Tabulación de los datos en forma estadística; Comparación de los resultados de las encuestas con los instrumentos más eficientes planteados en el marco conceptual de esta investigación; y finalmente se efectuaron las críticas objetivas respecto a los resultados obtenidos, justificando los aspectos favorables y se generaron algunas alternativas para los aspectos desfavorables.

Desde un punto de vista conceptual y empírico, las empresas se ven enfrentadas básicamente a tres tipos de riesgos financieros: cambios en los precios de commodities, tanto de compra de las materias primas, como de venta de los bienes y servicios; cambios en las tasas de interés, tanto de las que pagan las empresas por acceder a créditos, cómo de las que cobran por vender a plazo; y cambios en la paridad cambiaria o tipo de cambio, tanto para lo que compran las empresas, como para lo que venden y lo que se endeudan.

La mayoría de estos potenciales cambios son impredecibles, tanto en la oportunidad en que ocurrirán, como en la magnitud de las variaciones, allí se encuentra la fuente de incertidumbre en los procesos de planificación, tanto de las inversiones, como de la producción y las contrataciones, ante esta incertidumbre cabe la abstención en las inversiones, la producción y las contrataciones, tratando de esperar mejores condiciones, las que no se sabe cuando se darán, lo que resulta perjudicial para todos, otra alternativa es correr los riesgos, asumiendo la posibilidad de obtener ganancias o pérdidas, dependiendo de cómo evolucionen esas variables en un determinado período de tiempo, lo que en el fondo se traduce en especulación, una tercera alternativa es efectuar cobertura de riesgos, con instrumentos financieros derivados, en el sentido de que el valor de esos instrumentos depende del valor de otros activos.

Los instrumentos de cobertura de riesgos financieros más tradicionales son: los contratos de Forwards, Swaps, Futuros, Opciones y Swaptions.

Cada uno de ellos se puede entender de la siguiente forma:

Los forwards: son contratos o acuerdos privados de compra o venta de un activo en un momento determinado en el futuro por un precio determinado, entre dos instituciones financieras o entre una institución financiera y uno de sus clientes corporativos.

Los swaps: son contratos privados entre dos empresas para el intercambio de flujos de caja, o tesorería, futuros conforme a una fórmula preestablecida.

Los futuros: son contratos que constan de un acuerdo para comprar o vender un activo en una fecha futura a un precio cierto. (No son privados, son estándares).

Las opciones: se dividen en opciones de compra (call) y opciones de venta (put). Éstas dan a su titular el derecho (no la obligación) a comprar o vender, respectivamente, un activo a un precio determinado en una fecha establecida.

Las swaptions: son contratos de opciones sobre swaps, principalmente de tasas de interés.

Para diseñar una estrategia de cobertura de riesgos, y poder utilizar estos instrumentos de cobertura, normalmente se deben efectuar las siguientes actividades:

Identificar cuáles son los riesgos financieros que enfrenta cada empresa.

Determinar dentro de éstos cuáles son los más relevantes para esa empresa.

Plantear la estrategia con la cual se enfrentarán los riesgos, en términos de porcentajes de cobertura y razón de riesgo / retorno aceptable.

Determinar los instrumentos de cobertura que se utilizarán.

La muestra considerada en la investigación es de tipo no probabilística, por conveniencia, la cual está conformada por 20 empresas que se describen en el Anexo N° 1, seleccionadas de acuerdo a la facilidad de acceso a la información. Dado que esta es una muestra por conveniencia, existe la limitación de que los datos obtenidos no sean totalmente representativos de la realidad.

Las 20 empresas que se seleccionaron para ser estudiadas fueron las siguientes:

- 1) Compañía Chilena de Navegación Interoceánica (CCNI S.A.).
- 2) Compañía Sud Americana de Vapores (CSAV S.A.).
- 3) Compañía Manufacturera de Papeles y Cartones (CMPC S.A.).
- 4) Falabella S.A..
- 5) ENTEL S.A.
- 6) Compañía de Petróleos de Chile (COPEC S.A.).
- 7) Chilquinta Energía S.A.
- 8) ENDESA S.A.

- 9) Empresa Nacional de Minería (ENAMI).
- 10) CODELCO.
- 11) SOPRAVAL S.A.
- 12) ESVAL S.A.
- 13) Chiletabacos S.A.
- 14) Empresa Nacional del Petróleo (ENAP S.A.).
- 15) Cemento Melón S.A.
- 16) Empresas ARIZTÍA Ltda.
- 17) Viña Santa Rita S.A.
- 18) Viña Concha y Toro S.A.
- 19) Lucchetti S.A.
- 20) OXIQUM S.A.)

Instrumento de observación aplicado:

Entrevista semi estructurada señalada en el Anexo N° 2, la cual consta de tres partes:

La primera parte se denomina “Datos demográficos de la empresa”, donde se consideran cinco preguntas abiertas.

La segunda parte se ha denominado “Fuentes de Financiamiento de la empresa”, y contiene 12 preguntas, de las cuales, 8 son cerradas y 4 son abiertas.

La tercera parte se denomina “Actividades Operativas”, con 17 preguntas, de las cuales 12 son cerradas y 5 son abiertas.

Definición de Variables. Para el desarrollo de la investigación se construyeron las siguientes variables:

Variables Demográficas.

Se consideró relevante conocer los antecedentes generales de cada empresa, de esta forma, a través de las 5 preguntas se busca obtener datos tales como: giro, mercado, competencia, número de trabajadores y el nivel de ventas.

Variable de Financiamiento de la empresa.

Esta variable se consideró para identificar los riesgos financieros a los que está expuesta cada empresa a través de su forma de financiamiento.

Con la pregunta 1, se pretendió determinar las alternativas de financiamiento que utilizan las empresas; Con las preguntas 2 y 3, se obtuvieron los datos sobre la moneda y tasas de interés de la deuda; De esta forma, se pudo determinar la exposición cambiaria y de tasa de interés; La pregunta 4 tuvo como objetivo detectar si la empresa ha identificado los riesgos a los cuales se encuentra expuesta de acuerdo a su perfil de financiamiento; De la pregunta 5 hasta la número 12 se pretendió obtener de los entrevistado antecedentes sobre las características propias de las coberturas utilizadas por la respectiva empresa.

Variable Actividades operativas.

Esta variable buscaba determinar a qué riesgos financieros: tipo de cambio y/o de precio de commodity, estaba expuesta la empresa producto de su actividad.

Las preguntas que iban de la 1 a la 4 buscaban determinar cuáles era los riesgos financieros de tipo de cambio y de precios que se relacionaban con la compra de sus insumos; De la pregunta 5 a la 8, se buscó determinar los riesgos financieros de tipo de cambio y de precios que se relacionan con la venta de los productos o servicios de la empresa; La pregunta número 9 tenía como objetivo recoger el resumen de los riesgos financieros que se desprenden de las relaciones comerciales que tenían las empresas; De las preguntas 10 a la 17 se pretendió obtener los datos referentes a las estrategias de cobertura utilizadas por las empresas, y sus principales características, en cuanto a plazo, tipo de instrumento, contraparte, etc.

Recolección de la Información.

La información recolectada se ordenó en tres matrices, las cuales se presentan en el Anexo N° 3, y en las Tablas 1, 2 y 3, cada una de las matrices contiene información referente a un tema específico de las actividades de la empresa, y que son: Matriz Fuentes de Financiamiento, Matriz Actividades Operativas y Matriz Estrategia de Cobertura.

El objetivo de las matrices Fuentes de Financiamiento y Actividades Operativas era identificar el nivel de exposición de cada empresa a la volatilidad del tipo de cambio, de tasa de interés y de precios de commodities, insumos y/o productos.

La matriz de Estrategia de Cobertura resume los resultados obtenidos y señala las alternativas de cobertura utilizadas, a la fecha de la entrevista, por las empresas de la muestra.

En la tabulación se incluye la fecha de la entrevista, dado que sitúa al lector en el tiempo específico en el cual se recolectó la información, esto es relevante considerando que el funcionamiento de las empresas es dinámico.

Matriz Fuentes de Financiamiento.

En ésta se ordenaron los datos de la siguiente forma:

a) Alternativas de Financiamiento.

Éstas identifican las principales formas de obtener recursos que utilizan las empresas seleccionadas en la muestra. Entre las alternativas encontradas se pueden mencionar las siguientes: Emisión de acciones, Emisión de bonos, Préstamos bancarios, Leasing financiero, Proveedores, Leasback, PAES, Forfating y Generación de flujos.

La emisión de acciones y bonos incluye las realizadas, tanto a nivel nacional, como internacional. En el caso de las acciones, la emisión internacional más común es la de ADR, para los bonos son la emisión de Yankee Bonds y Eurobonds.

Los préstamos bancarios corresponden a créditos adquiridos de instituciones bancarias nacionales y extranjeras. Estas últimas se entienden como aquellas cuya matriz se encuentra en el exterior. Cabe señalar, que dentro de estos préstamos bancarios se incluyen los préstamos otorgados por una institución financiera y los créditos sindicados, que son otorgados por un grupo de bancos.

Los Préstamos a Exportadores (PAES), también son financiamientos otorgados por bancos, sin embargo se consideró como otra alternativa de financiamiento distinta, dado que presentan características especiales en cuanto a costo y a quienes está dirigido.

Otra alternativa de financiamiento corresponde a la generación de flujos de efectivo que es la capacidad de la empresa para autofinanciar sus operaciones a través de los saldos netos de efectivo.

b) Plazo del financiamiento.

Indica el período que caracteriza la alternativa de financiamiento seleccionada por la empresa; éste se puede clasificar en corto plazo, el cual corresponde a un financiamiento menor o igual a un año, y en largo plazo, el cual corresponde a más de un año.

c) Unidad de medida.

Para el caso de las deudas la Unidad de medida representa la unidad en que se tomó la obligación; Para el caso de las acciones, la unidad de medida es la moneda en que se realizó la emisión; o en la que se generan los flujos. Entre las unidades de medida se encontraron pesos chilenos, dólares americanos, Unidad de Fomento, Euros, otras.

d) Tipo de tasa de interés.

Este ítem identifica el tipo de tasa de interés que utilizan las empresas entrevistadas cuando su fuente de financiamiento corresponde a deuda, entre éstas se pueden encontrar: tasa fija y tasa variable.

En el caso de tasa de interés variable, se detalla qué tipo de tasa de interés variable utilizan las empresas, cuando su financiamiento es a través de deuda. Entre las tasas de interés variables se encuentran la Libor y la TAB, dado que son las más utilizadas en el mercado financiero, sin perjuicio, de que alguna Empresa utilice otro tipo de tasa variable, la cual también se considera.

e) Plazo de la tasa de interés.

En esta parte se indica el período durante el cual la tasa de interés permanece constante. Por lo cual, se puede clasificar en corto y largo plazo.

Matriz Actividades Operativas.

Acá se ordenaron los datos de la siguiente forma:

a) Principales Insumos.

Este tema señala las características de los principales insumos que tienen las empresas seleccionadas. Como insumos se entienden aquellos recursos físicos y humanos que son necesarios para desarrollar las actividades propias del giro. Para considerar cuáles son los insumos principales, se tomó como parámetro su importancia relativa dentro del total de costos de la empresa, además, se consideró aquellos que generen algún tipo de riesgo financiero. Estas características se han clasificado en 3 ítems, que son: Commodity, Origen de Insumo y Unidad de medida.

- Commodity: Este punto identifica el grado de homogeneidad que presentan los principales insumos que adquieren las empresas, determinando si es o no un commodity. Por lo tanto, sabiendo que un producto es relativamente significativo dentro del total de los costos de la empresa y que es commodity, la volatilidad de su precio tendrá impactos en sus resultados.
- Origen Insumos: Indica si los principales insumos son de procedencia nacional o extranjera, sin considerar las características de commodity que puedan presentar. Esto es con la finalidad de identificar la unidad de medida en que se deben efectuar los pagos.
- Unidad de Medida: Identifica la moneda en que se realizan los pagos de los insumos, entre las que se encuentran: pesos chilenos, dólares americanos, Euros y otras.

b) Productos.

Esta sección entrega las variables más relevantes, y que tienen relación con los principales bienes y servicios finales que entregan las empresas seleccionadas. Se ha considerado como parámetro, tanto la importancia relativa en la generación de sus ingresos, como también, aquellos que generen algún tipo de riesgo financiero. Estas características se han clasificado en 4 ítems, los cuales son: Ventas, Unidad de medida de las ventas, Factores que determinan el precio del producto y Commodity.

- Ventas: Determina el destino de las ventas de las empresas, el cual se ha distinguido en mercado nacional e internacional. El primero corresponde a las ventas realizadas en el país, el segundo a las ventas en el extranjero (exportaciones). Cabe señalar, que en este ítem no se incluyen las ventas realizadas por las filiales extranjeras.
- Unidad de medida de las ventas: Identifica la moneda en que se reciben los pagos de las ventas, entre las que se encuentran: pesos chilenos, dólares americanos, Euros y otras.
- Factores que determinan el precio del producto: Corresponden a las principales variables que determinan el precio de los productos y servicios de las empresas.
- Commodity: Detalla si alguno de los productos o servicios de las empresas se consideran o no commodities.

Matriz Estrategias de cobertura.

En ésta se ordenaron los datos de la siguiente forma:

a) Perfil de Riesgo.

En este ítem se resumen las exposiciones de riesgos financieros a los cuales se enfrenta la empresa, como resultado de las 2 matrices anteriores. Entre estos riesgos se encuentran: Tipo de cambio, Tasa de interés, Precio insumo y Precio producto. Estos últimos hacen referencia a la exposición de las empresas a las volatilidades de los precios de insumos o bienes finales que son commodities.

b) Tipos de cobertura.

Se detallan los instrumentos derivados que las empresas utilizan como parte de su estrategia de cobertura, entre los cuales se encuentran: Forwards, Swaps, Futuros, Opciones, Swaptions, Cap y Collar. Además, se señala cuando la empresa no utiliza ningún mecanismo de cobertura a través de éste tipo de contratos.

c) Plazo de la cobertura.

Se determina el período durante el cual tiene vigencia el instrumento de cobertura, éste puede ser menor o igual a 6 meses, entre 6 meses y 1 año y mayor a 1 año.

d) Contraparte del contrato.

Son aquellas entidades con las cuales la empresa realiza el contrato de cobertura, entre éstas se encuentran los bancos y las bolsas de valores.

Para los Forwards y Swaps, generalmente la contraparte son los bancos, sin embargo, no se puede asegurar si éste se está cubriendo de algún riesgo financiero o es sólo un mero intermediario, dado que esta es una de las actividades propias del negocio bancario. Por lo tanto, para la empresa que se está cubriendo, la contraparte es el banco, que puede ser nacional o extranjero. Esto también ocurre para las opciones over the counter (OTC).

En el caso de los futuros y opciones que se transan en bolsa, es difícil determinar quien es la contraparte que se está cubriendo, dado que son instrumentos que se transan todos los días, por lo tanto, como contraparte se considera la bolsa de valores, que puede ser nacional o extranjera, cabe señalar, que la bolsa nacional ya no funciona para los instrumentos derivados, sin embargo, se consideró para determinar el uso que se tuvo de ésta en el pasado.

e) Ratio de Cobertura.

Indica el porcentaje de riesgo financiero que las empresas han decidido cubrir a través de instrumentos derivados. Estos ratios pueden variar en ciertos rangos, los cuales se han determinado como menores a 50%, entre 50% y 100% e igual a 100%.

Además, se identifican aquellas empresas que no tienen definido el ratio a cubrir, sino que depende del análisis que ellas mismas realizan en el momento para tomar la decisión de realizar o no cobertura, y el porcentaje a cubrir. Este último caso se clasifica como política abierta.

f) Limitaciones de la Cobertura.

Señala aquellos factores que dificultan la utilización de instrumentos derivados para realizar cobertura, entre éstos se encuentran: Costo, Mercado nacional no desarrollado, Reglamento de la empresa, Legislación nacional, Líneas de crédito, Información, entre otros. También existe la posibilidad de que la empresa considere que no existe ningún tipo de limitación, es por ello que también se ha distinguido una clasificación para esta alternativa.

- Costo: Se entienden como aquellos desembolsos que deben realizar las empresas para utilizar un instrumento derivado. Se considera una limitación por cuanto existen algunas

empresas que no tienen los recursos para acceder a estos tipos de instrumentos, entre estos desembolsos se encuentran la prima, para el caso de las opciones, las garantías, el personal capacitado, etc.

- Mercado nacional no desarrollado: En este ítem se incluyen las deficiencias que tiene el mercado nacional, las cuales restringen el desarrollo de instrumentos derivados, entre estas deficiencias se consideran la falta de liquidez y profundidad, es decir, que no existen plazos adecuados a las necesidades de la empresa, como también falta de madurez y tamaño del mercado.
- Reglamento de la empresa: Son las regulaciones internas a las cuales se ven enfrentadas las empresas para utilizar instrumentos derivados, resultantes de decisiones principalmente de los directorios.
- Legislación nacional: Se refiere a las regulaciones externas a las cuales se ven enfrentadas las empresas, las cuales emanan de la legislación vigente en nuestro país; Estas regulaciones, en ocasiones, impiden que el mercado tenga mayor profundidad y liquidez. Entre estas regulaciones se puede mencionar la normativa del Compendio de Cambios Internacionales del Banco Central de Chile.
- Líneas de crédito: Cuando las empresas utilizan derivados a través de instituciones bancarias, requieren de una línea de crédito contingente, que es exigida por estas instituciones, de esta forma, se aseguran de los pagos necesarios en el caso que la empresa tenga que realizar compensaciones, esto es una limitación dado que reduce la capacidad crediticia de la empresa, puesto que absorberá parte de su línea de crédito.
- Información: La disponibilidad de información es una limitante para las empresas, dado que en la medida que se cuente con mejor información de los indicadores de la economía y de las proyecciones de su evolución, se podrán tomar mejores decisiones de cobertura.
- Otros: Incluye otras razones por las cuales las empresas no utilizan instrumentos derivados, entre éstas se encuentran la inexistencia de cobertura para commodities específicos o tienen algún tipo de cobertura natural.
- No hay Limitaciones: Este ítem señala las empresas que consideran que no existe ninguna limitación para utilizar instrumentos derivados.

Conclusiones de la investigación

La totalidad de las empresas consideradas en la muestra están expuestas a algún tipo de riesgo financiero. Las 20 empresas están expuestas a riesgo de tipo de cambio, un 90 % de las empresas está expuesta a riesgos de tasa de interés y un 75 % lo está a riesgo de precio de commodity. Esto se debe principalmente a la mayor apertura de nuestro país hacia los

mercados internacionales, lo cual obliga a las empresas a interactuar con variables externas, las cuales producen efectos en sus resultados y cuyo comportamiento no puede ser controlado. (Tabla 1, Anexo N° 4)

Respecto a los riesgos cambiarios.

El 80 % de las empresas tienen financiamiento en moneda distinta a la utilizada en sus operaciones, es decir aquella moneda en la cual presenta sus estados financieros, lo cual les genera exposición de tipo de cambio. Esto se explica principalmente, porque son empresas de gran tamaño, que requieren altos montos de inversión, los cuales no siempre pueden ser suministrados por la banca local, debido a la restricción que tienen los bancos en cuanto a prestar no más del 5 % de su patrimonio, por lo tanto, las empresas deben acudir a financiamiento externo, el cual normalmente es en dólares. (Tabla 2, Anexo N° 4)

En general, una empresa tiene tres formas de financiamiento: aportes de capital efectuados por los dueños, utilidades retenidas y deuda; Para una empresa estatal, las dos primeras dependen del Estado, por lo tanto, acuden a la última alternativa, la cual es su principal fuente de financiamiento.

Las actividades operativas de las empresas también son fuentes generadoras de riesgos financieros; esto queda de manifiesto en la moneda en que se realizan los pagos de los insumos, los cuales, en un 85 % de los casos son en una moneda distinta a la utilizada en sus operaciones. (Tabla 3, Anexo N° 4)

Más del 50 % de los insumos más importantes de las empresas son commodities, los cuales en su mayoría son importados. (Gráfico 1, Anexo N° 5)

Cabe señalar, que la exposición cambiaria originada por los proveedores puede ser recogida a través de las principales fuentes de financiamiento y a través de las actividades operativas. Esto se observa cuando los proveedores sean importantes en el financiamiento de las actividades de las empresas.

Del total de las empresas encuestadas, un 65 % realiza exportaciones, de las cuales sólo un 76 % presentan una exposición cambiaria por este motivo (Tabla 4, Anexo N° 4). Esto se debe a que una parte de las empresas realizan ventas en el exterior, pero no les genera riesgo cambiario, puesto que la moneda que reciben como pago es su moneda de operación. Por lo tanto, el riesgo cambiario se origina por las ventas que realizan en el mercado local. (Gráfico 2, Anexo N° 5)

El 30 % de estas empresas son controladas por accionistas extranjeros, los cuales, exigen retornos en moneda de su país. De esta forma que las empresas se enfrentan a una exposición

cambiaría, que se presenta al transformar los retornos de pesos chilenos a moneda de origen de los propietarios. (Tabla 5, Anexo N° 4)

El objetivo de cualquier empresa es agregar valor a sus dueños o accionistas, que en este caso son extranjeros, por lo tanto, cuando el peso se deprecia con respecto a la divisa, se desvalorizan las empresas. De esta forma, se pueden estar generando más utilidad en pesos chilenos, sin embargo, en moneda extranjera, pueden presentar un mal desempeño.

Por lo tanto, las variabilidades que presenta el tipo de cambio tienen dos efectos, por un lado aumenta o disminuye el valor de la deuda, y por otro, produce efectos en los retornos de los accionistas. Esto último puede hacer poco competitivas las empresas. No obstante, aquellas que son exportadoras, pueden tener una cobertura natural, dado que venden, tienen deuda y entregan dividendos en moneda extranjera.

El principal objetivo de realizar cobertura de riesgo cambiario es disminuir la variabilidad de los flujos, lo que reduce la posibilidad de que las empresas tengan problemas de liquidez.

Respecto a los riesgos de las tasas de interés.

Las principales alternativas de financiamiento que utilizan las empresas de la muestra se componen de: deuda, o préstamos (82,14 %), generación de flujos (14,29 %) y en menor medida, la emisión de títulos de propiedad, o acciones (3,57 %). (Tabla 6, Anexo N° 4)

Sobre el 95 % del financiamiento a través de deuda tiene relacionada explícitamente una tasa de interés. De la cual, un 68,89 % de los casos corresponde a tasa de interés flotante, entre las que se encuentran la Libor y la TAB, el resto es a una tasa de interés fija. (Tabla 7, Anexo N° 4; Gráfico 3, Anexo N° 5)

De las empresas estudiadas, el 55,56 % (Tabla 9, Anexo N° 4), no cubren su exposición de riesgo de tasa de interés variable, lo que se explica por las atractivas condiciones de mercado que se presentan en el período en que se recolectaron los datos. Cabe señalar, que dentro del grupo de empresas que sí se cubren de la tasa de interés variable, se incluye aquella que cubre además, la tasa de interés fija, dado que la reconoce como riesgo financiero.

El riesgo de tasa de interés fija se genera por el costo de oportunidad de la empresa, cuando las tasas de mercado bajan y ella está atada a un costo financiero mayor. No todas las empresas identifican este riesgo financiero, dado que no les genera volatilidad en sus flujos y por lo tanto, utilizar instrumentos derivados para esta exposición, se puede entender como cobertura, pero también como especulación.

Los créditos bancarios de corto plazo se consideraron con tasa variable, aún cuando en el período en que están vigentes tienen una tasa fija; esto se debe a que al refinanciarlo, las

empresas se enfrentan a una tasa variable, generalmente Libor, para definir el próximo costo financiero. Por lo tanto, al ser deudas permanentes se pueden considerar como de largo plazo, con tasa de interés variable.

Respecto a los riesgos de precios de Commodities.

El 70 % de las empresas estudiadas utilizaba al menos un insumo tipo commodity en sus actividades de producción, de las cuales alrededor del 40 % están cubiertas con algún instrumento derivado. El resto de las empresas presentaba cobertura natural, o no existían contratos derivados para sus insumos commodities. (Tabla 9, Anexo N° 4)

Si el insumo commodity representa un alto porcentaje dentro del total de costos, entonces un mal manejo de éstos, arriesga la permanencia de la empresa en el mercado. Por lo tanto, en estos sectores, adquiere importancia la permanente observación de las estrategias de cobertura utilizadas por los competidores; de allí que este tipo de cobertura estratégica se denomine, hedge competitivo, y si no se acota el costo de los insumos commodities, se podría dar el caso de que un negocio que se asume de mucho éxito puede quedar absolutamente desfinanciado.

Alrededor de un 30 % de los productos y servicios que ofrecen las empresas estudiadas, son commodities, entre los cuales se consideraron la distribución de gas natural y la de combustible, dado que presentan altos grados de homogeneidad en las calidades, cabe señalar que la variabilidad de sus precios es el reflejo de la volatilidad del insumo, petróleo o gas. (Tabla 10, Anexo N° 4)

El 40 % de las empresas observadas vende al menos un producto commodity, de las cuales, sólo un 25 % utilizan instrumentos derivados para cubrir esta exposición. Esto se debería a que presentan algún tipo de cobertura natural, o tienen algún grado de integración vertical, que amortigua el impacto sobre sus resultados. (Tabla 11, Anexo N° 4; Gráfico 4, Anexo N° 5). Además, es una variable que forma parte del negocio de la Empresa, y por lo tanto, ésta tiene la obligación de gestionarlo de la mejor forma posible.

Respecto a la Cobertura de los riesgos.

Del total de las exposiciones de riesgo financiero observados, un 62,5 % son cubiertas con algún tipo de instrumento derivado, y el resto están descubiertas. (Tabla 12, Anexo N° 4)

El instrumento de cobertura más utilizado, en la muestra, es el Forward, con un 46,67 % del total de contratos realizados por las empresas. En segundo lugar se encuentran los Swaps con un 20 %, seguidos por las Opciones con un 17,78 % y por último, los Futuros y Swaptions, con un 13,33 % y 2,22 % respectivamente.

Los contratos Forwards son los más utilizados porque son los que se adaptan mejor a las necesidades de las empresas, presentan una mayor liquidez y profundidad en el mercado

chileno, dado que es el más desarrollado. Además, las empresas los consideran menos complejos que los otros instrumentos derivados, son más fáciles de medir y no requieren de un desembolso inicial.

Los contratos Forwards se utilizan para cubrir principalmente el riesgo de tipo de cambio; los Swaps, en cambio se privilegian para la exposición de tasas de interés; los Futuros se utilizan para el riesgo de precios de commodities; y las Opciones, tanto para la exposición de tasa de interés, como precio de commodities. Además, se encontró una combinación de instrumentos derivados, Swaptions, que se utiliza para la cobertura de tasa de interés. (Gráfico 6 Anexo N° 5 y Tabla 13, Anexo N° 4)

Existen empresas que utilizan Swaps para mantener su estructura de deuda a tasa fija y variable, de esta forma, están realizando actividad de cobertura y especulación. Estas empresas, generalmente, forman parte de un negocio altamente cíclico, en el cual las ventas están estrechamente correlacionadas con la economía nacional, por lo cual, su negocio puede ser utilizado como una cobertura natural contra fluctuaciones en las tasas de interés. De esta manera, al diseñar su estrategia de cobertura, las lleva a escoger una proporción mas alta de deuda a tasa flotante de lo que normalmente se consideraría en una cobertura tradicional estándar.

Alrededor del 70 % de los contratos derivados que utilizan las empresas estudiadas son a corto plazo, de los cuales, un 68,75 % corresponden a Forwards. Por otra parte, los contratos de largo plazo, están compuestos principalmente por Swaps y Opciones, con un 50 % y 31,25 % respectivamente. (Tablas 14, 15 y 16, Anexo N° 4)

Dado que la exposición a largo plazo está basada en fuerzas macroeconómicas, es casi imposible establecer una cobertura sobre una base permanente. Una cobertura de largo plazo impediría a las empresas adaptarse a los nuevos cambios, por lo cual, dejaría de ser viable y fracasaría. En cambio, al establecer una cobertura de corto plazo, la empresa obtiene tiempo para ajustar sus operaciones y adaptarse a las nuevas condiciones sin incurrir en problemas costosos.

Casi un 70 % de las estrategias de cobertura para cada exposición de riesgo financiero tienen definido un ratio, y un 33 % mantienen una política abierta, evaluándola de acuerdo a la situación de mercado. De esta forma, este porcentaje se encuentra principalmente entre un 50 % y 100 %. (Tablas 17 y 18, Anexo N° 4)

Teniendo en cuenta que uno de los objetivos de la administración del riesgo financiero es cubrir a las empresas de la volatilidad de los mercados, entonces las empresas que mantienen una política abierta en cuanto al ratio y plazos de cobertura, la cual depende de las expectativas sobre los precios de mercado, al parecer, tienen más bien objetivos especulativos que de

cobertura. Este tipo de estrategias, sin un adecuado sistema de control, pueden llevar a resultados no deseados por las empresas.

Las posiciones tomadas en los derivados necesitan ser diseñadas y administradas cuidadosamente y, los controles deben asegurar que las posiciones tomadas sean totalmente consistentes con los objetivos de las empresas. Es necesario contar con personal capacitado para realizar el control y la administración de las posiciones tomadas. Este, es uno de los mayores costos fijos del ingreso a los mercados de derivados.

Se observa dentro de la muestra, que las empresas de mayor tamaño, y que se encuentran expuestas a riesgos financieros, son las que utilizan más los instrumentos derivados y con mayor grado de sofisticación (Ver Anexo N° 15), contando con áreas especiales dentro de la organización para gestionar el manejo de estos instrumentos; de esta forma, mantienen información que les permite administrar de forma más eficiente sus estrategias de cobertura, contando con mejores proyecciones, acceso a una mayor cantidad de mercados de derivados y así poder elegir el instrumento más adecuado a sus necesidades. Esto es posible, dado que cuentan con los recursos para sustentar estos costos. Las empresas de menor tamaño, se inclinan por externalizar esta área, para dedicarse de mejor manera sólo a su negocio.

Al evaluar la utilización de coberturas, un 28,26 % de las opiniones de los entrevistados considera que no existe ninguna limitación y el 71,74 %, creen que si existen, y considera como los principales obstáculos el costo de los instrumentos (14,13 %), el mercado nacional no desarrollado (16,3%) y los reglamentos de las empresas (11,96%). (Tabla 19 y 20, Anexo N° 4; Gráfico 7, Anexo N° 5)

En las empresas estatales existe mayor reticencia a la utilización de instrumentos derivados, debido a que está implícito el bienestar social, dado que las utilidades que generen forman parte del aporte social del país.

De aquellas exposiciones no cubiertas, un 48,15 % señala que no existe ningún tipo de limitación y esto se debe a que tienen cobertura natural en las partidas expuestas o que están aprovechando situaciones de mercado favorables para la empresa, al momento de efectuar esta investigación. (Tabla 21, Anexo N° 4)

La cobertura natural está relacionada principalmente con los commodities de las empresas, de esta forma, el 59,26 % de las exposiciones no cubiertas corresponden a este tipo. Por otra parte, las situaciones de mercados favorables se presentan básicamente en el comportamiento de las tasas de interés, las cuales, en el año 2.000 se mantuvieron relativamente altas, el promedio anual de la tasa Libor a 180 días fue de 6,65 % y la Tasa Activa Bancaria (TAB) en UF a 180 días se encontraba en 6 % promedio anual, mientras que, durante el primer semestre del año 2.001, las tasas disminuyeron en forma importante, llegando a niveles de 3,74 % promedio anual para la Libor y 4,5 % para la TAB, de esta forma, el 37,04 % de las exposiciones no cubiertas se relaciona con ese otro tipo. (Tabla 22, Anexo N° 4)

Las razones por las cuales no se cubren las empresas que sí se encuentran expuestas a riesgos financieros son las siguientes: el reglamento de la empresa (14,81 %), un mercado nacional de derivados no desarrollado (3,7 %) y otras razones (33,33 %). (Tabla 21, Anexo N° 4; Gráfico 8, Anexo N° 5)

Todavía en Chile no se conocen suficientemente los beneficios de los instrumentos derivados y, por lo tanto, se cree que la utilización de los mismos implica especulación, lo cual tiene una connotación negativa. Además en las empresas hay quienes consideran las compensaciones como pérdidas en vez de verlo como una cobertura, lo cual crea ciertas limitaciones a su utilización.

Una de las limitaciones en la utilización de instrumentos derivados, y que se consideraron en la tabulación es la “Legislación Nacional”, la cual, representa un 7,61 % de las opiniones de los entrevistados (Gráfico 7, Anexo N° 5), este bajo porcentaje se justifica porque las regulaciones, en realidad, no restringen la utilización de derivados para las empresas; sin embargo, la legislación sí afecta a los principales inversionistas institucionales, impidiéndoles utilizar estos instrumentos como inversión y en algunos casos, como para las AFP y los Fondos Mutuos, tampoco pueden usar Swaps para actividades de cobertura, esto genera poca liquidez en el mercado, y justifica que el instrumento más utilizado sea el Forward, ya que es el único que las AFP pueden acceder en Chile; Por otra parte, todos los inversionistas institucionales pueden solamente cubrir activos financieros y no productos commodities; esto restringe el desarrollo de mercados de Futuros y de Opciones para productos en Chile, lo cual implica que las empresas que deseen cubrir este tipo de riesgo, deban acudir a mercados externos.

Cabe señalar, que la cobertura a través de instrumentos derivados limita las posibles pérdidas por variación cambiaria, elimina la incertidumbre en los estados financieros, ya que se podrán proyectar los ingresos y gastos, y las empresas podrán mejorar su gestión financiera, determinando su presupuesto con mayor certeza; Además, la cobertura limita los riesgos que va a asumir la empresa y facilita su focalización exclusivamente en el riesgo propio de su negocio y traspasa eficientemente el resto de los riesgos al mercado.

No se puede evaluar una política de cobertura a partir de sus resultados, siempre se tiene que analizar a partir del estudio previo, es decir, qué variables se analizaron, en qué condiciones se encontraba la economía al momento de decidir tomar la cobertura.

Las empresas logran eficientemente controlar sus riesgos financieros, a través de la utilización de instrumentos derivados en sus estrategias de cobertura considerando un horizonte de corto plazo, o el período por el cual se toma la cobertura; Sin embargo, en el largo plazo, la empresa debe asumir la volatilidad de la variable y por lo tanto, queda expuesta.

Las empresas de la muestra diseñaron sus propias estrategias de cobertura de riesgos financieros de acuerdo a sus necesidades específicas y su aversión al riesgo. Esto es

coherente con la utilización de los instrumentos derivados, en donde el contrato Forward es el más usado, dado que se adapta a los requerimientos de ellas

En los Anexos, Gráficos, Cuadros, Tablas y Matrices que se proporcionan a continuación se resumen todos los datos obtenidos en la investigación, y basándose en éstos es que se generó la información necesaria para obtener las conclusiones que se han expuesto en este estudio.

Debe destacarse que, para efectos de mantener la reserva de las personas entrevistadas, lo mismo que sus respectivas empresas, éstas no se identifican con sus nombres, si no que se las ha denominado en forma genérica y aleatoria, con una letra de la A hasta la T.

Dado que se han alcanzado los objetivos planteados para esta investigación, lo normal sería continuar este estudio con una evaluación crítica de las estrategias desarrolladas por estas y otras empresas más.

ANEXO Nº 1: EMPRESAS CONSIDERADAS EN LA MUESTRA.

1. Compañía Chilena de Navegación Interoceánica (CCNI S.A.).

CCNI cuya actividad es la de armador, tiene a su cargo el transporte marítimo con servicios regulares entre los países Sudamericanos de la Costa Occidental y los principales mercados de su comercio exterior: Norte de Europa, Mediterráneo, Asia Pacífico, Costa Este de Estados Unidos y Sudeste Asiático.

Es una sociedad anónima abierta, la cual es controlada por Empresas Navieras S.A., quien posee el 69,73% del total accionario.

Al 31 de Diciembre de 2.001 las inversiones en empresas relacionadas de CCNI eran las siguientes: West Cape Marine Co. Ltd., Naviera Arica S.A. (Panamá), Naviera Antofagasta S.A., Key West Marine Co. Ltd., Key Colony Marine Co. Ltd., Interoceanbulk S.A., entre otras.

La empresa realiza sus actividades en el Sector del transporte marítimo internacional de cargas masivas, de automóviles, de carga a granel y de contenedores.

2. Compañía Sudamericana de Vapores (CSAV S.A.).

Compañía Sudamericana de Vapores S.A. es una Empresa que se ha consolidado como transportista global, con fuerte presencia en las rutas entre Sudamérica y el resto del mundo. Opera una flota promedio de más de setenta naves, siendo la líder en Sudamérica y una de las primeras del mundo.

Las principales filiales nacionales son: Sudamericana, Agencias Aéreas y Marítimas S.A.; Logística Integral S.A.; Empresa de Transporte Sudamericana Austral Ltda.; entre otras. Algunas de las empresas extranjeras filiales de CSAV son Corvina Shipping Co. S.A. y Tollo Shipping Co. S.A.

Es una sociedad anónima abierta, controlada por Marítima de Inversiones S.A., quien posee directamente el 43,92% del total accionario.

Los negocios de CSAV comprende once divisiones operativas, cada una de las cuales entrega distintos servicios en cuanto a la ubicación geográfica, tipo de carga, número de viajes, entre otros. Estos son Servicios de Línea a Norteamérica, Servicios de Línea a Europa, Servicios de Línea a Oriente, Servicios de Línea entre Países de Sudamérica, Servicio de Transporte de Graneles Líquidos, Servicio de Transporte de Graneles Sólidos, Servicio de Transporte de Cargas Refrigeradas, Servicio de Transporte de Automóviles, Companhia Libra de Navegação, Montemar Marítima S.A., Norasia Container Lines Ltd.

3. Empresas CMPC S.A.

Empresas CMPC S.A. es una sociedad de inversiones, con estructura de holding que abarca cinco áreas de negocios: forestal, celulosa, papeles, tissue, y productos de papel.

En el primer semestre de 2.002, sus principales fuentes de generación de ingresos fueron el negocio de la celulosa (25%) y el papel tissue (25%). Sin embargo, en términos de flujos de caja, el 50% lo genera el negocio de la celulosa.

Es una sociedad anónima abierta controlada por el Grupo Matte que posee el 55,2% del total accionario a través de las sociedades: Forestal Cominco S.A.; Forestal, Constructora y Comercial del Pacífico Sur S.A.; Forestal O'Higgins S.A.; Forestal Bureo S.A.; Forestal Coindustria S.A.; entre otras.

4. Falabella S.A.

Falabella S.A. es la tienda por departamento líder en Chile, con filiales en Argentina y Perú. En el 2.000, la empresa alcanzó ventas cercanas a los US\$ 1.102 millones manteniendo activos totales por US\$ 1.209 millones.

Es una Sociedad Anónima abierta, cuya propiedad se concentra en la familia Solari, que alcanza un 92,2% del total accionario de la empresa.

Las áreas de negocio en las que participa Falabella son: Tiendas por departamento en Chile, Servicios Financieros, Tiendas en el exterior, Cadenas de especialidad, Fabricación de vestuario, Inversiones Inmobiliarias en Centros Comerciales y Otros Servicios.

De acuerdo a los resultados obtenidos en Junio de 2001, las áreas de negocios más relevantes son las operaciones de tiendas en Chile, administrada por S.A.C.I. Falabella y sus filiales (20%) y el otorgamiento de créditos a los clientes de éstas tiendas, administrado por Promotora CMR Falabella S.A. (53%).

5. Empresa Nacional de Telecomunicaciones (Entel S.A.)

Entel es la segunda empresa de telecomunicaciones que opera en Chile; En el año 2.001 hubo un incremento del 32% en el nivel de sus ventas consolidadas, alcanzando los 709 mil millones de pesos. Los mayores incrementos se produjeron en las ventas de servicios móviles (38%), en las de internet (21%) y en las filiales internacionales (63%), lo cual ha consolidado el proceso de diversificación de la Compañía.

Es una sociedad anónima abierta, la cual es controlada por la Sociedad de Inversiones STET International Netherlands N.V. que posee el 54,76% del total accionario, ésta es a su vez, es filial del conglomerado de telecomunicaciones italiano Telecom Italia S.A.

Entel está estructurado en tres grandes áreas de operación, las cuales son: Voz, que incluye los servicios de Larga Distancia y Telefonía Local; Datos, que incluye los Servicios de Datos para Empresas e Internet y; Telefonía Móvil.

6. Compañía de Petróleos de Chile (Copec S.A.)

Copec es la principal empresa distribuidora de combustibles de Chile, contando además con inversiones en empresas de distintos sectores de la economía.

Actualmente la sociedad administra y controla sociedades relacionadas a la distribución de combustibles (Abastible S.A., Metrogas S.A., Copec Mobil, Sonacol); del sector pesquero (Pesquera Iquique-Guanaye); del sector forestal (Celulosa Arauco y Constitución S.A. y filiales); del negocio de la generación de energía eléctrica (Empresa Eléctrica Guacolda), en el sector comercio (ABC Comercial Ltda.) y en el negocio portuario (Puerto de Lirquén, Inv. Puerto Coronel).

Copec S.A. es una sociedad anónima abierta, cuyo control corresponde a AntarChile S.A., siendo dueña del 60,1% de las acciones de la compañía. A su vez, los controladores finales de AntarChile S.A. es el grupo Angelini.

Las ventas consolidadas al 31 de Diciembre de 2.001 se componen de un 61,2% en Combustibles, 31,4% Forestal, 2,8% Eléctrico, 1,4% Pesquero y Servicios y otros un 3,2%.

7. Chilquinta Energía S.A.

Chilquinta Energía S.A. es una Empresa cuyas inversiones se orientan tanto en Chile como en el extranjero. Es una sociedad anónima cerrada, la cual es controlada por la empresa Inversiones Sempra – PSEG Chile S.A. que posee el 99,98% del total accionario.

Los negocios de la empresa incluyen la Energía Eléctrica, la cual opera a nivel nacional a través de las filiales Compañía Eléctrica del Litoral S.A., Generadora Sauce Andes S.A., Luzlinares S.A., Energía de Casablanca S.A. y Distribuidora Parral S.A. Además actúa a nivel internacional, con sus filiales: Chilquinta International A.V.V., Chilquinta Argentina S.A., Ontario Quinta A.V.V., Tecsur S.A., Energy Business International A.V.V., Luz del Sur S.A. (Perú), Eléctrica de Cañete S.A. y Luz del Sur International A.V.V. También participa en el negocio de Gas Natural, a través de su filial Energas S.A. y a través de filiales Inmobiliaria del Litoral S.A. e Inmobiliaria Luz del Sur S.A. desarrolla el negocio Inmobiliario.

8. Empresa Nacional de Electricidad (ENDESA S.A.)

La Empresa Nacional de Electricidad opera en cinco países latinoamericanos y está ligada a los negocios de generación de energía eléctrica, transporte de gas natural, infraestructura e ingeniería. En Chile, es la principal empresa generadora de energía eléctrica y una de las más grandes empresas del país. Opera el 39% de la capacidad total instalada, de la cual, un 73,7% es hidráulica, y el resto, térmica.

Participa con un 57% en el Sistema Interconectado Central (SIC), principal sistema interconectado del país, que se extiende por donde vive aproximadamente el 93% de la población nacional. Además, participa en el Sistema Interconectado del Norte Grande (SING), a través de su filial Celta con un 5% e indirectamente a través de la empresa Gasatacama y Nopel.

Endesa es controlada por Enersis, quien tiene una participación de 59,6%, quien a su vez es filial de Endesa España.

9. Empresa Nacional de Minería (ENAMI).

Enami es una empresa estatal de administración autónoma, que cumple con el rol de Fomentar el desarrollo de la minería de pequeña y mediana escala, brindando los servicios requeridos para acceder al mercado de metales refinados en condiciones de competitividad. Para esto, despliega su accionar de fomento integrado en todas las cadenas del valor del negocio Minero, a través de 4 áreas de operación: Desarrollo minero, Beneficio de minerales, Fundiciones y refinería y Comercialización.

ENAMI se sitúa entre las primeras empresas exportadoras del país, con ventas totales que superan los US\$ 800 millones anuales.

Las ventas de cobre, oro, plata, ácido sulfúrico y otros subproductos representaron en el año 2.001 ingresos de explotación por US\$ 485,46 millones.

Durante el año 2.001 China, Chile y Taiwán constituyeron los principales mercados para el cobre de Enami. En cuanto al principal mercado para las colocaciones de oro fue Estados Unidos, como también de la plata junto con Brasil. La producción de ácido sulfúrico fue comercializada principalmente en la industria nacional.

10. Corporación Nacional del Cobre (CODELCO).

Codelco es propiedad del Estado de Chile y su negocio principal es la exploración, desarrollo y explotación de recursos mineros de cobre y subproductos, su procesamiento hasta convertirlos en cobre refinado y finalmente su comercialización.

La Corporación ejecuta sus operaciones a través de cinco Divisiones mineras: Chuquicamata, Radomiro Tomic, Salvador, Andina y El Teniente; y una metalmecánica: Talleres Rancagua. Participando en importantes operaciones mineras tales como El Abra y Agua de la Falda y otras asociaciones mineras orientadas a la exploración geológica.

La corporación también desarrolla actividades en otros yacimientos, directamente o en asociación con terceros; esto con el objeto de expandir sus actividades en proyectos mineros, con el aporte de capitales, tecnología, experiencia y otros. De estas asociaciones destacan: Sociedad Contractual Minera El Abra, Compañía Contractual Minera Los Andes e Inversiones Mineras Los Andes S.A., Agua de la Falda S.A., entre otras.

En el año 2.001, las ventas físicas de cobre ascendieron a 2,09 millones de tmf, cifra que es un 11,6% superior a la del período anterior. Los ingresos totales por las ventas de cobre y subproductos alcanzaron a US\$ 3.422 millones, US\$ 188 millones menos que los ingresos generados en el 2.000.

11. Sopraval S.A.

Sopraval S.A. es una Sociedad Anónima Abierta, controlada por Inversiones Sagunto S.A., sociedad en la que participan en partes iguales la familia Allende y Gonzalo Vial V. dueño de Superpollo, empresa que pertenece al holding Agrosuper.

Los ingresos de la compañía por concepto de la comercialización de pavos experimentaron un crecimiento promedio anual, entre 1995 y el 2.000, de 16,2%, alcanzando a US\$ 39 millones el año 2.001. Este crecimiento se explica, en parte, por las exportaciones realizadas a los países de la Unión Económica Europea, sumado al desarrollo del mercado latinoamericano y asiático.

En 1.996, se materializó una alianza con la empresa Super Pollo, con el propósito de potenciar capacidades y consolidar liderazgo como productores de carnes de ave y cecinas de pavo en el mercado nacional y adicionalmente proyectarse con mayor énfasis en los mercados internacionales del mismo rubro.

Las líneas de negocio de la compañía se diferencian principalmente por el grado de elaboración del producto y el uso para el cual están destinados. Entre éstas se encuentran, Pavo trozado y entero, Carne Industrial, Cecinas y Exportaciones.

12. Esval S.A.

El principal negocio de Esval consiste en la producción y distribución de agua potable y realización de los demás servicios relacionadas con dichas actividades en la forma y condiciones establecidas en la ley, a los sectores de la V Región entregados a concesión, agregando las zonas de expansión que apruebe la Superintendencia de Servicios Sanitarios, además de la recolección, tratamiento y disposición de aguas servidas.

A partir de Agosto del 2.000, Anglian Water Chile Ltda., una de las principales empresas sanitarias del Reino Unido, es el operador y controlador de Esval, tras la compra de la participación de Enersis en el consorcio Aguas Puerto S.A. Posteriormente, con el aumento de capital realizado a fines de ese mismo año, Aguas Puerto alcanzó un 49,82% de la propiedad de Esval.

13. Compañía Chilena de Tabacos (CHILETABACOS S.A.)

Compañía Chilena de Tabacos es una Sociedad Anónima abierta, cuyas principales actividades comprenden la elaboración, cultivo, producción, venta, importación y exportación de tabacos y cigarrillos, además de la inversión en bienes muebles e inmuebles y la prestación de toda clase de servicios y asesorías.

La Empresa pertenece al grupo British American Tobacco p.l.c., en virtud de la participación directa e indirecta de esta última Sociedad en Compañía Chilena de Tabacos S.A., la cual llega a un 70,36 %.

Los negocios de la Empresa son, la fabricación y venta de cigarrillos, enfocada a diferentes segmentos de mercado entre los que se encuentran, marcas Premium (Lucky Strike, Kent, Viceroy y Barclay), segmento jóvenes estudiantes (Belmont de 10) y segmento bajo precio (Derby, Belmont); y las Exportaciones de diversas versiones de la marca Kent, a los

mercados de Colombia, Paraguay, Costa Rica, Panamá, Guatemala, Honduras, El Salvador, Nicaragua y República Dominicana.

Durante el 2.001, el volumen exportado alcanzó los 1.000 millones de cigarrillos, lo que representó un 8% del total producido en la Fábrica Casablanca durante el año. Adicionalmente, se exportó material impreso y aproximadamente 1.700 toneladas de tabaco.

14. Empresa nacional del petróleo (ENAP S.A.)

Se encuentra organizada como un Grupo de Empresas, integrada por las refinerías RPC S.A. y Petrox S.A., la Empresa Almacenadora de Combustibles (Emalco S.A.), y la Sociedad Internacional Petrolera (Sipetrol S.A.).

ENAP aporta alrededor del 87% de los combustibles líquidos y gaseosos que se consumen en Chile y representa cerca del 40% del total de la energía que mueve a la economía nacional.

A través de sus filiales nacionales y extranjeras ENAP desarrolla las siguientes actividades operacionales y de negocios: Exploración y producción de petróleo, refinación de crudo y producción de combustibles líquidos y gaseosos; petroquímica; transporte, almacenamiento y distribución de combustibles; y venta de servicios de ingeniería y logística petrolera.

Actualmente, el Grupo de Empresas ENAP despliega sus operaciones alrededor del mundo, a través de su filial Sipetrol S.A., con actividades productivas en Argentina, Brasil, Colombia, Ecuador, Venezuela, Irán y Egipto y oficinas de representación en Londres y Houston.

15. Cemento Melón S.A.

Cemento Melón es una Sociedad Anónima abierta, perteneciente al grupo Empresas Melón S.A., la cual se orienta a la producción, elaboración y comercialización de cemento, hormigones y cualquier otro tipo de producto usado en construcción.

Empresas Melón S.A. se encuentra integrada además por las filiales Premix S.A, dedicada a la producción de hormigón premezclado, Megáridos S.A., dedicada a la explotación, comercialización y distribución de áridos, y Presec S.A., ligada a la industria de los morteros secos predosificados.

El grupo es controlado por la sociedad anónima cerrada chilena Blue Circle South American Holdings S.A., la que pertenece a la sociedad holandesa Blue Circle Chilean Holdings B.V.

En el año 2.001 se realiza la adquisición de la sociedad inglesa Blue Circle Industries PLC por parte del Grupo Lafarge, la cual es una empresa multinacional de origen francés, líder del mundo en materiales de construcción ya que cuenta con operaciones comerciales en 75 países. Esta alianza otorga a Empresas Melón, atractivas oportunidades de fortalecimiento y crecimiento.

16. Empresas Ariztía Ltda.

Empresas Ariztía es una Sociedad de Responsabilidad Limitada, integrada verticalmente, cuyo negocio principal está constituido por la producción de pollos y pavos, desde su reproducción y crianza.

Durante el año 2.001, la Empresa realizó exportaciones a 31 países de los 5 continentes por más de US\$ 26 millones, equivalentes a unas 18 mil toneladas de carne. Entre sus principales mercados externos se encuentran, México, Europa y Asia.

Los negocios de la Empresa comprenden, la producción de carne de pollos y pavos trozados y enteros, los congelados procesados, las cecinas y exportaciones.

Además, como complemento de su giro principal, la empresa desarrolla proyectos agrícolas en más de 4 mil hectáreas propias, lo que incluye la producción de cereales y hortalizas. A ello se suma, la producción forestal que realiza a partir de bosques propios de eucaliptus y los chips son vendidos a empresas exportadoras.

17. Viña Santa Rita S.A.

Viña Santa Rita es una Sociedad Anónima abierta cuyo objeto es la explotación agrícola, industrial y comercial de la vitivinicultura y sus derivados. Actualmente Santa Rita posee seis plantas de producción ubicadas en Chile y Argentina.

La Sociedad es controlada por las empresas Cristalerías de Chile S.A. y Bayona S.A. con el 77,6% de la propiedad. A su vez, la persona natural que controla Compañía Electro Metalúrgica S.A. y por ende sus filiales Cristalerías de Chile S.A. y Bayona S.A., es el señor Ricardo Claro Valdés, que indirectamente controla el 46,06% de Compañía Electro Metalúrgica S.A.

En el mercado nacional, durante el año 2.001, Viña Santa Rita logró un incremento de 11,3% en sus ventas físicas, explicado fundamentalmente por el éxito de los nuevos productos y por el crecimiento de la marca 120.

18. Viña Concha y Toro S.A.

Viña Concha y Toro es una empresa vitivinícola verticalmente integrada que posee y administra viñas para el cultivo de uvas que se usarán en la producción de vino, plantas de vinificación (que convierten la uva en vino), plantas embotelladoras y una red de distribución de vino de la Compañía, la más extensa de Chile.

Su negocio de distribución se realiza a través de filiales 100% propias, ubicadas en Chile, Argentina y Reino Unido. Cuenta además con la filial Sociedad Exportadora y Comercial Viña Maipo Ltda., a través de la cual realiza exportaciones a Europa, Australia, Sudáfrica y Estados Unidos.

Durante el 2.001, el volumen comercializado por Concha y Toro creció 2,3%, explicado por un aumento de 14,6% en las ventas de vino varietal, de 1,6% en el segmento popular y de 36,4% en el caso de los blend, junto a una caída de 8% en los vinos premium.

El año 2.001 las exportaciones continuaron su trayectoria de crecimiento representando un aumento de 4% en volumen y un 1% en valor.

19. Empresas Lucchetti S.A.

Empresas Lucchetti es un holding conformado por las empresas Lucchetti Perú S.A., Sociedad Distribuidora y de Mercadeo Ltda., Sociedad de Transportes Ital Ltda y Lucchetti Overseas S.A.

Cabe señalar que en el año 2.001, la filial Lucchetti Argentina S.A. fue vendida a Molinos Río de la Plata, empresa de alimentos trasandina.

De acuerdo a los registros de la Sociedad, el controlador de la misma es la Sociedad Anónima Abierta “Quiñenco S.A.”, la cual tiene una participación indirecta del 93,24% de su capital accionario a través de su filial “Inversiones Río Bravo Limitada”.

Empresas Lucchetti S.A. desarrolla a través de sus filiales nacionales y extranjeras los negocios de producción de Pastas, Aceites y Deshidratados, entre los que se encuentran sopas, caldos y cremas.

En el mercado nacional es el negocio de las pastas el que reporta mayores ingresos, seguido muy estrechamente por el negocio de los aceites con un 49% y 46% del total de ingresos respectivamente.

20. Oxiquim S.A.

Oxiquim S.A. es la mayor subsidiaria de SINTEX S.A. Participa activamente en la distribución y comercialización de productos químicos y petroquímicos, tanto en el mercado nacional como en el internacional. A la vez, representa, con exclusividad para Chile, a compañías extranjeras de reconocido prestigio internacional

Dentro de sus productos, es líder en la fabricación de Formaldehído & Derivados en sus plantas de Viña del Mar y Concepción. A lo anterior, se agrega también la producción y fabricación de adhesivos para la industria de la madera.

Con el objeto de responder eficientemente a los requerimientos del mercado, Oxiquim S.A., se encuentra organizado en cinco Divisiones de Negocios: Formaldehídos & Derivados, Comercial, Terminales Marítimos, Negocios Internacionales y Maderas y Minería. La Empresa cuenta además con dos filiales nacionales: Epoxa S.A., el cual es un joint venture con participación igualitaria, con la empresa colombiana Andercol S.A. y Dilox S.A.



ANEXO Nº 2: ENTREVISTA SEMIESTRUCTURADA.

Nombre de la empresa _____

Fecha de la entrevista _____

A. DATOS DEMOGRÁFICOS DE LA EMPRESA.

1. Giro de la empresa.

2. Mercado.

3. Competencia.

4. ¿Cuál es el número de trabajadores que posee esta empresa?

5. ¿A cuánto ascendió el volumen de ventas de la empresa el 2001?

B. FUENTES DE FINANCIAMIENTO DE LA EMPRESA.

1. ¿Cuál son las alternativas de financiamiento utilizadas en su empresa?

- Emisión de títulos _____
- Emisión de bonos _____
- Préstamo bancario _____
- Crédito Sindicado _____



- ADR _____
- Flujos operacionales _____
- Otros _____

2. ¿En qué unidad está expresado el financiamiento de la empresa?

- Moneda nacional _____
- Moneda Extranjera _____ ¿Cuál? _____
- UF _____

3. Tasa de interés de la deuda.

a) Tipo de tasa de interés.

Fija _____ Variable _____

b) Tasa de Interés.

- Libor _____
- Prime _____
- Tab _____
- Otra _____

c) Duración de la tasa de interés.

Corto Plazo _____ Largo Plazo _____

4. ¿Cuáles son los tipos de riesgos a que está expuesta la empresa de acuerdo a este perfil de financiamiento?

Riesgo de tipo de cambio _____

Riesgo de tasa de interés _____



5. ¿Ha utilizado o utiliza algún tipo de cobertura la empresa? ¿Cuál?

6. Plazo de la cobertura.

Menor o igual a 180 días _____

Entre 180 y 360 días _____

Mayor a 360 días _____

7. Contraparte del contrato de cobertura.

Bolsa de valores _____

Banco Nacional _____

Banco Extranjero _____

8. ¿Cuál es el ratio de cobertura?

Menor a 50 % _____

Entre 50 % y 100 % _____

Igual a 100 % _____

Política abierta _____

9. ¿Por qué utiliza este tipo cobertura?

10. ¿Cuáles son las ventajas y desventajas de utilizar esta cobertura?

11. ¿Cuáles han sido los resultados que se han obtenido con la utilización de cobertura?



12. Principales limitaciones a las coberturas.

- Costo _____
- Mercado nacional no desarrollado _____
- Reglamento de la empresa _____
- Legislación Nacional _____
- Otros _____

C. ACTIVIDADES OPERATIVAS.

1. Basándose en la importancia relativa que tienen dentro de los costos totales, ¿Cuáles son sus principales insumos?

2. ¿Alguno de ellos es commodity?

SI _____ NO _____

3. Origen de los insumos.

Nacionales _____ Importados _____

4. Moneda utilizada para el pago de los insumos.

Moneda Nacional _____
Moneda Extranjera _____ ¿Cuál? _____

5. Destino de sus ventas.

Mercado Local _____ Mercado Externo _____

6. Moneda recibida por las ventas de la empresa.



Moneda Nacional _____
Moneda Extranjera _____ ¿Cuál? _____

7. Factores que determinan el precio de los productos de la empresa.

- Costos _____
- Oferta y Demanda _____
- Precios regulados _____
- Otros _____

8. ¿Los productos que venden son commodities?

SI _____ NO _____

9. ¿A qué riesgo financiero está expuesta la empresa producto de estas transacciones comerciales?

Riesgo de tipo de cambio _____

Riesgo de precio de insumo _____

Riesgo de precio de producto _____

10. ¿Ha utilizado o utiliza algún tipo de cobertura la empresa? ¿Cuál?

11. Plazo de la cobertura.

Menor o igual a 180 días _____

Entre 180 y 360 días _____

Mayor a 360 días _____

12. Contraparte del contrato de cobertura.



Bolsa de Valores _____
Banco Nacional _____
Banco Extranjero _____

13. ¿Cuál es el ratio de cobertura?

Menor a 50 % _____
Entre 50 % y 100 % _____
Igual a 100 % _____
Política abierta _____

14. ¿Por qué utiliza este tipo cobertura?

15. ¿Cuáles son las ventajas y desventajas de utilizar esta cobertura?

16. ¿Cuáles han sido los resultados que se han obtenido con la utilización de cobertura?

17. Principales limitaciones a las coberturas.

- Costo _____
- Mercado nacional no desarrollado _____
- Reglamento de la empresa _____
- Legislación Nacional _____
- Otros _____

ANEXO Nº 4: TABULACIONES.

Tabla 1

Perfil de Riesgo		
Tipo de Cambio	20	100%
Tasa de Interés	18	90%
Commodities	15	75%

Tabla 2

Fuentes de Financiamiento		
Empresas con exposición tipo de cambio	16	80%
Empresas sin exposición de tipo de cambio	4	20%
Total Empresas	20	100%

Tabla 3

Actividades Operativas	Moneda de Pago	
Empresas con exposición tipo de cambio	17	85%
Empresas sin exposición de tipo de cambio	3	15%
Total Empresas	20	100%

Tabla 4

Ventas			
Empresas que realizan Exportaciones		13	65%
	Exposición Cambiaria	10	76,92%
	Sin Exposición Cambiaria	3	23,08%
Empresas que actúan sólo en el mercado local		7	35%
Total Empresas		20	100%

Tabla 5

Propiedad de las Empresas		
Empresas con Matriz Extranjera	6	30%
Empresas con Matriz Nacional	14	70%
Total Empresas	20	100%

Tabla 6

Financiamiento		
Financiamiento a través de deuda	46	82,14%
Financiamiento a través de Acciones	2	3,57%
Autofinanciamiento	8	14,29%
Número de Financiamientos	56	100%

Tabla 7

Tasa de Interés		
Deuda con tasa de interés	45	97,83%



	Tasa variable	31	68,89%	
	Tasa Fija	14	31,11%	
Deuda sin tasa de interés			1	2,17%
Financiamiento a través de deuda			46	100%

Tabla 8

Exposición de Tasa de Interés Variable		
Nº Empresas cubiertas	8	44,44%
Nº Empresas no cubiertas	10	55,56%
Nº de Empresas expuestas a tasa de interés	18	100%

Tabla 9

Insumos Commodities por Empresa			
Empresas que utilizan como insumo un commodity		14	70%
	Cubiertas con instrumentos derivados	5	35,71%
	No cubiertas con instrumentos derivados	9	64,29%
Empresas que no utilizan como insumo un commodity		6	30%
Total Empresas		20	100%

Tabla 10

Productos Commodities		
Commodities	6	31,58%
No commodities	13	68,42%
Total productos	19	100%

Tabla 11

Productos Commodities por Empresa			
Empresas que venden un producto commodity		8	40%
	Cubiertas con instrumentos derivados	2	25%
	No cubiertas con instrumentos derivados	6	75%
Empresas que no venden un producto commodity		12	60%
Total Empresas		20	100%

Tabla 12

Exposiciones Cubiertas		
Contratos realizados	45	62,50%
Sin cobertura	27	37,50%
Total	72	100,00%

Tabla 13

Contratos realizados		
Forwards	21	46,67%
Swap	9	20,00%



Futuros	6	13,33%
Opciones	8	17,78%
Swaption	1	2,22%
Total	45	100%

Tabla 14

Plazos de los contratos derivados realizados		
Contratos realizados	48	100%
Corto Plazo	32	66,67%
Largo Plazo	16	33,33%

Tabla 15

Contratos derivados de Corto Plazo			
Corto Plazo	Forward	22	68,75%
	Futuros	6	18,75%
	Opciones	2	6,25%
	Swap	1	3,13%
	Swaption	1	3,13%

Tabla 16

Contratos derivados de Largo Plazo			
Largo Plazo	Forward	3	18,75%
	Opciones	5	31,25%
	Swaps	8	50%

Tabla 17

Política de Cobertura		
Porcentaje definido	30	66,67%
Política Abierta	15	33,33%
Total	45	100%

Tabla 18

Ratios de Cobertura		
X < 50%	6	13,33%
50% ≤ X < 100%	15	33,33%
100%	9	20%
P. Abierta	15	33,33%
Total	45	100%



Tabla 19

Evaluación a la utilización de coberturas		
Hay Limitación	66	71,74%
No hay Limitación	26	28,26%
Total	92	100%

Tabla 20

Limitaciones a la utilización de Coberturas		
Costo	13	14,13%
Mercado nacional	15	16,30%
Reglamento	11	11,96%
Legislación	7	7,61%
Líneas de Crédito	9	9,78%
Información	2	2,17%
Otros	9	9,78%
No hay	26	28,26%
Total	92	100%

Tabla 21

Razones de las exposiciones no cubiertas			
Nº de opiniones de las exposiciones no cubiertas		27	100%
	No hay Limitaciones	13	48,15%
	Reglamento de la Empresa	4	14,81%
	Mercado Nacional no desarrollado	1	3,70%
	Otros	9	33,33%

Tabla 22

Del total de exposiciones cuántas no están cubiertas			
Nº Exposiciones no cubiertas		27	100%
	Tasa de Interés	10	37,04%
	Commodity	16	59,26%
	Tipo de Cambio	1	3,7%

ANEXO Nº 5: GRÁFICOS DE LA TABULACIÓN.

GRÁFICO 1: PROPORCIÓN DE INSUMOS COMMODITIES Y NO COMMODITIES
NACIONALES E IMPORTADOS.

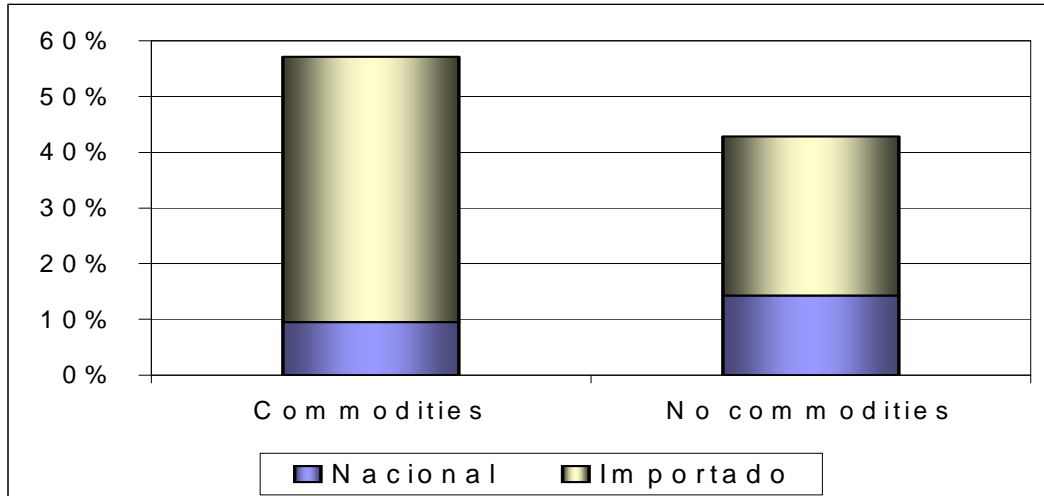
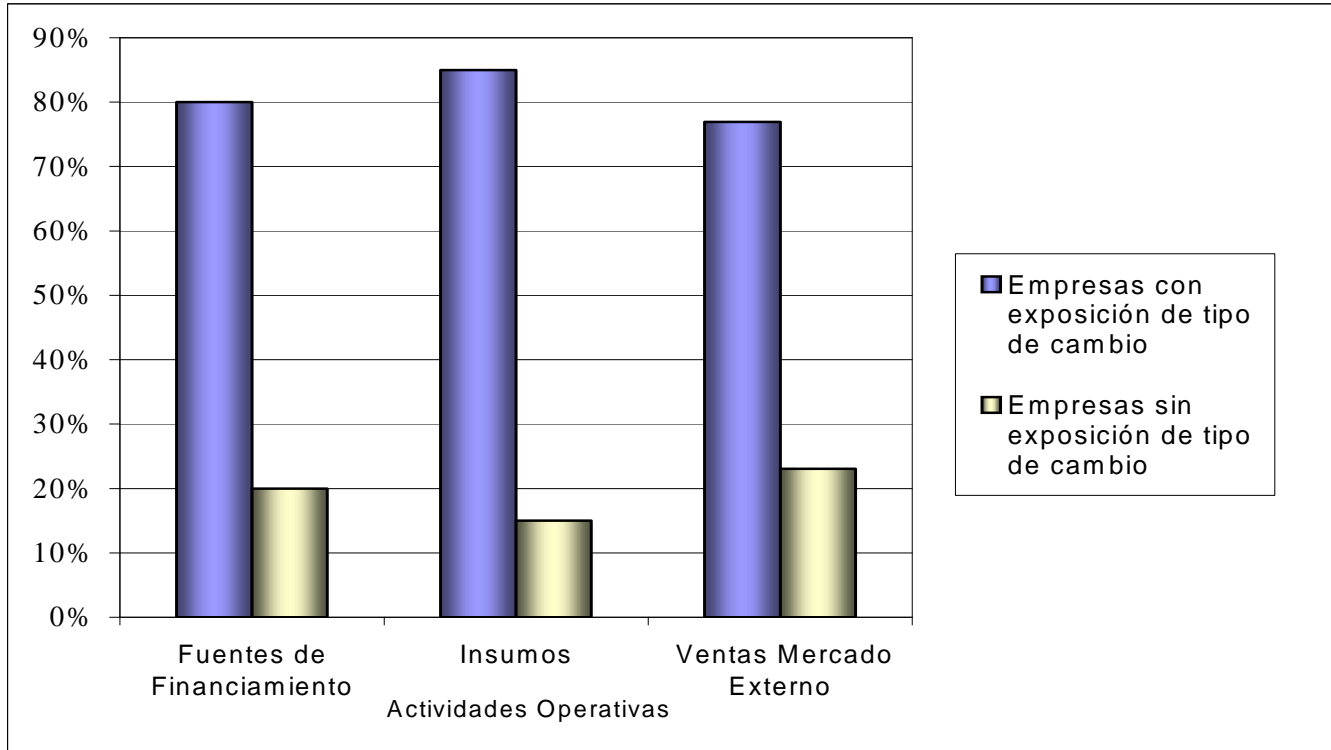


GRÁFICO 2: EXPOSICIÓN AL TIPO DE CAMBIO.



Se consideró el Mercado Externo dado que es el que genera exposición.

GRÁFICO 3: EXPOSICIÓN DE TASA DE INTERÉS

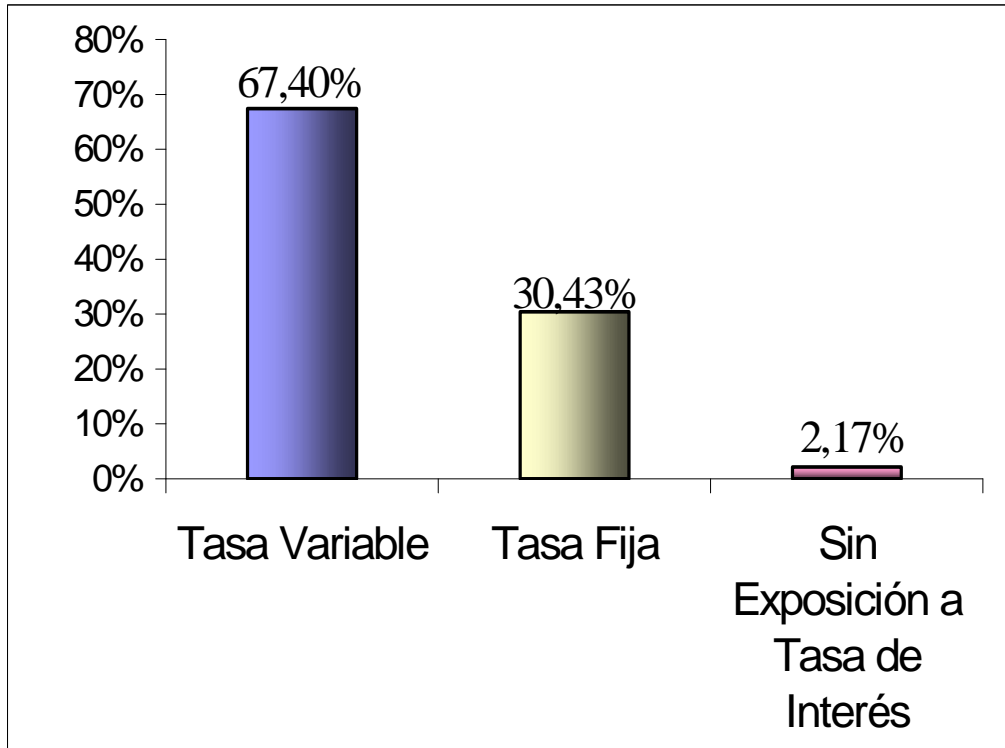


GRÁFICO 4: EXPOSICIÓN A PRECIOS DE COMMODITIES.

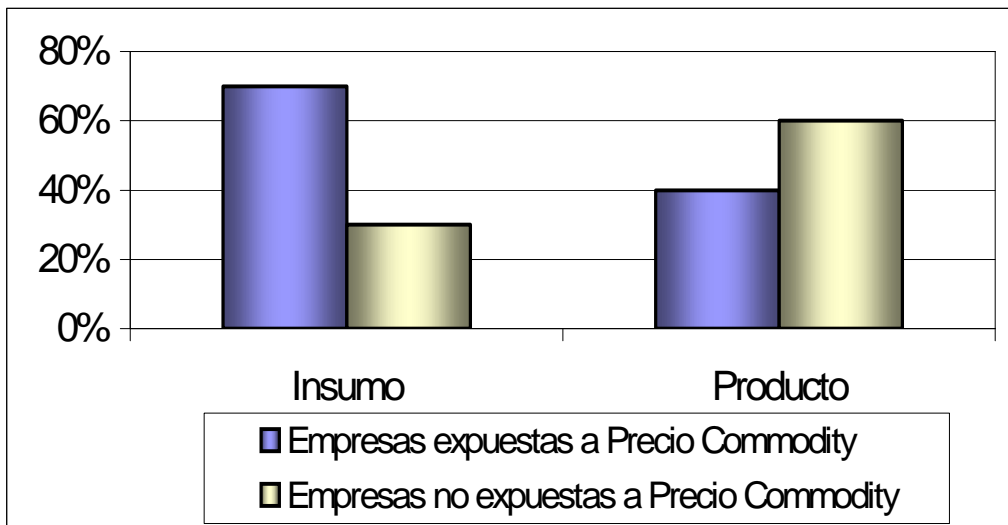


GRÁFICO 5: TIPOS DE INSTRUMENTOS DERIVADOS UTILIZADOS POR LA MUESTRA DE EMPRESAS.

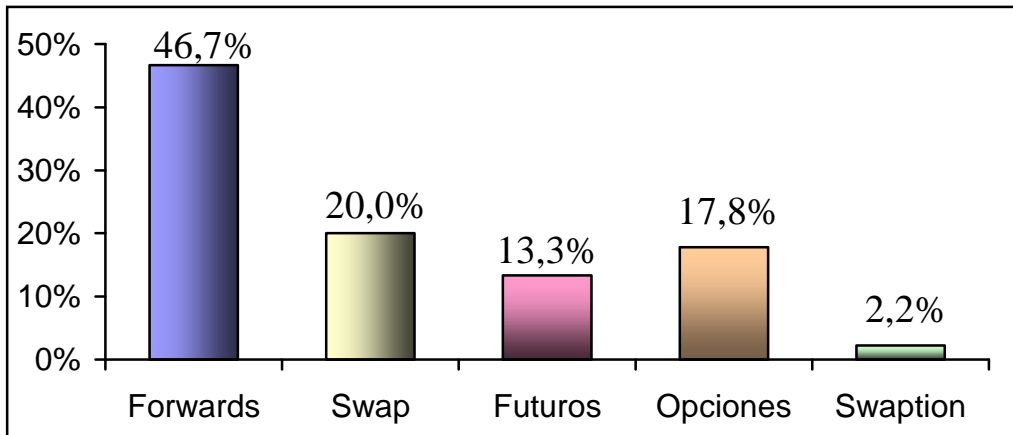


GRÁFICO 6: RIESGOS FINANCIEROS CUBIERTOS POR TIPO DE INSTRUMENTO DERIVADO.

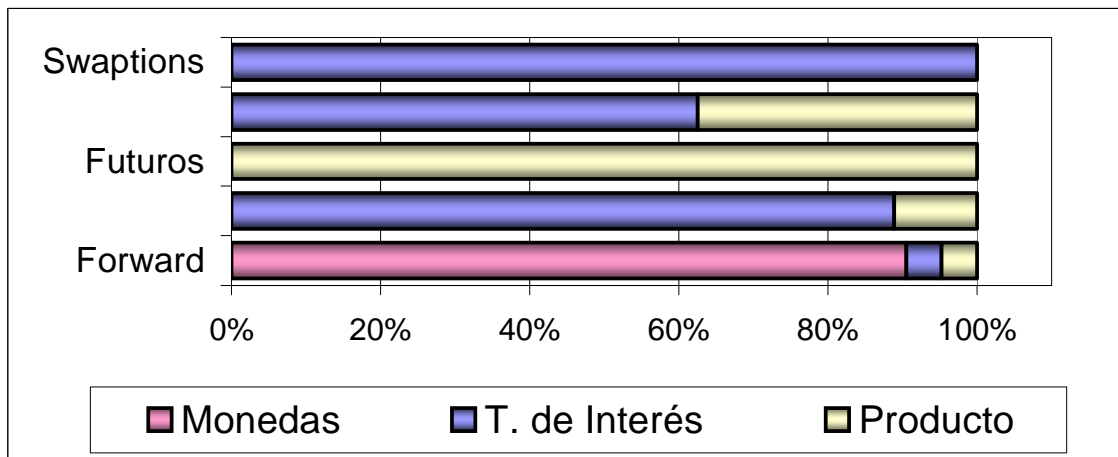


GRÁFICO 7: LIMITACIONES DE LAS COBERTURAS.

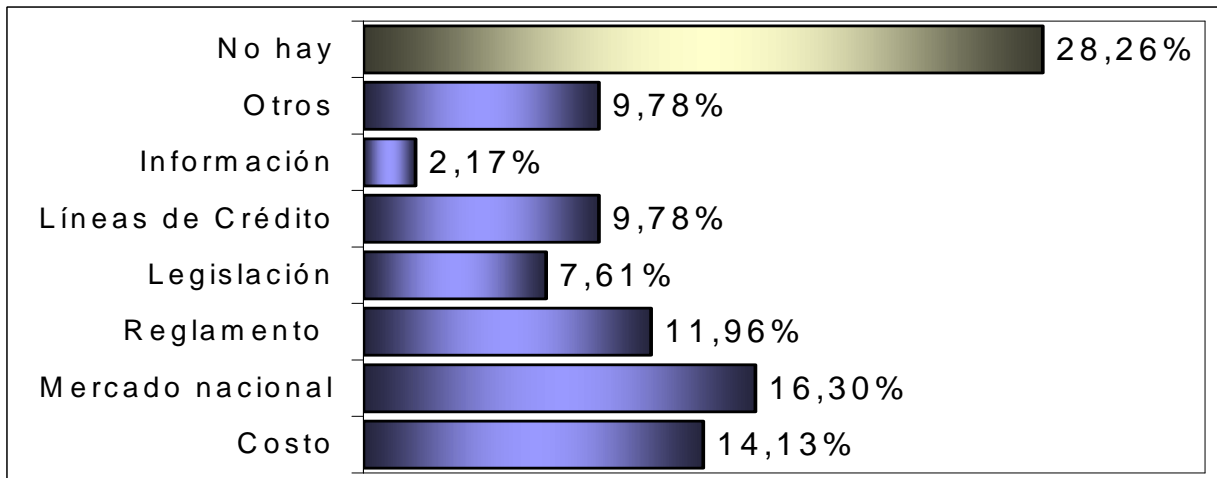


GRÁFICO 8: LIMITACIONES DE LAS EXPOSICIONES NO CUBIERTAS.

