

**Proyecto de Investigación: La incidencia de los Forwards como herramienta de Cobertura
Financiera en las exportaciones de cacao realizadas por CasaLuker S.A como
medida para mitigar el riesgo cambiario.**

Daniel Eduardo Vélez Giraldo
Estudiante

Gabriel Eduardo Escobar
Asesor

Facultad de Ciencias Contables, Económicas y Administrativas

Universidad de Manizales

2023

Tabla de Contenido

1.	Introducción	6
2.	Antecedentes de la investigación:	8
3.	Planteamiento del Problema	15
3.1	Pregunta de Investigación:	17
3.1.1	Hipótesis:	17
4.	Objetivos	18
4.1	Objetivo General:	18
4.2	Objetivos específicos:	19
5.	Justificación	20
6.	Marco teórico	22
6.1	El cacao en Colombia y en el mundo.....	22
6.2	Riesgo Cambiario.....	24
6.3	Instrumentos financieros de cobertura	26
6.3.1	Forwards:	27
6.3.2	Opciones:	31
6.3.3	Futuros:	32
6.3.4	Swaps:	34
6.4	Información de la empresa evaluada: Casa Luker S.A.	36
7.	Metodología	38
8.	Desarrollo de la investigación.....	42
8.1	Mostrar el desempeño histórico de las estrategias de cobertura financiera con forward, específicamente en lo que respecta a los resultados financieros obtenidos.	42
8.1.1	Exportaciones de Cacao del 2018 a 2022:	42

8.1.2	Resultados de las operaciones de cobertura financiera (Forwards) realizadas por CasaLuker S.A en el período comprendido entre los años 2021 y 2022.	43
8.2	Analizar el riesgo cambiario cubierto asociado a las exportaciones de cacao de CasaLuker S.A.	45
8.2.1	Ventas, resultado coberturas financieras y riesgo cambiario años 2021 y 2022.	45
8.3	Comparar los resultados financieros de CasaLuker S.A. con cobertura y sin cobertura como medida de mitigación del riesgo cambiario.	49
8.4	Definir en la empresa objeto de estudio la mejor opción de cobertura entre Forwards y Opciones, para la mitigación del riesgo cambiario de acuerdo con los costos financieros	54
9.	Discusión de resultados	56
10.	Conclusiones	60
11.	Limitaciones de la investigación	63
12.	Bibliografía	64

Tabla de Figuras

Figura 1	Exportaciones de cacao en grano 2019-2021.	15
Figura 2	Principales mercados importadores de cacao y sus derivados desde Colombia.....	24
Figura 3	Montos contratados en forwards según su plazo en Colombia.....	30
Figura 4	Comportamiento ventas cacao de 2018 a 2022	42
Figura 5	Cubrimiento riesgo cambiario primer semestre 2021.....	46
Figura 6	Cubrimiento riesgo cambiario segundo semestre 2021.....	47
Figura 7	Cubrimiento riesgo cambiario segundo semestre 2022.....	48
Figura 8	P&G Cobertura Financiera 2021 y 2022	56
Figura 9	Tasa Forward Pactada vs Tasa de Vencimiento	57
Figura 10	% Riesgo cubierto - Posición conservadora.	58
Figura 11	Estado de Resultados con Cobertura Financiera 2022.	59

Tablas

Tabla 1 Ventajas y Desventajas de los Contratos Forward.....	29
Tabla 2 Ventajas y Desventajas de los futuros.....	34
Tabla 3 Fases y actividades para el desarrollo de la metodología de investigación.	39
Tabla 4 P&G Coberturas Financieras 2021.....	43
Tabla 5 P&G Coberturas Financieras 2022.....	44
Tabla 6 Estado de Resultados julio de 2022.	49
Tabla 7 Estado de Resultados agosto de 2022	50
Tabla 8 Estado de Resultados septiembre de 2022	51
Tabla 9 Estado de Resultados octubre de 2022.....	52
Tabla 10 Estado de Resultados noviembre de 2022.....	52
Tabla 11 Estado de Resultados diciembre de 2022:.....	53
Tabla 12 Cotización Forwards:	54
Tabla 13 Cotización Opciones:	55

1. Introducción

De acuerdo con lo establecido por Junguito (2020) cuando nos encontramos ante un escenario empresarial es inevitable pensar en los riesgos que trae consigo las actividades propias de un sistema económico, en el cual todo el ambiente está impregnado de incertidumbre, es decir, las empresas no saben a ciencia cierta qué puede pasar en el futuro. La labor principal de toda organización es entender que el riesgo hace parte de su acontecer diario y que debe tomar decisiones que le permitan conocerlo, valorarlo y gestionarlo, así mismo, ejecutar acciones puntuales que ayuden a controlarlo o minimizarlo.

Según Angulo (2018), cuando hablamos de mitigación del riesgo cambiario en el sector empresarial, estamos haciendo referencia al uso alternativo de las coberturas financieras, las cuales son conocidas como Instrumentos Financieros de Cobertura y le facilitan a la organización disminuir una situación de incertidumbre y asegurar en el corto, mediano o largo plazo un flujo de caja positivo que se ha visto afectado por la volatilidad que se presenta en el mercado de las tasas de cambio. Igualmente, Zocola (2009) y Gabarre (2023), afirman que uno de los objetivos de aplicar contratos de cobertura en las empresas es la disminución de la incertidumbre ante la variación de algunos activos financieros y todo lo anterior en pro de mejores resultados económicos en la organización.

En Colombia la utilización de las coberturas financieras como estrategia de mitigación de riesgo cambiario es baja y ha presentado un crecimiento tardío en comparación con otros países. Aquellos derivados que están relacionados con las tasas de cambio son los más utilizados en el país, a diferencia de países como México y Brasil los cuales tienen preferencia por aquellos derivados sobre tasas de interés. Varón (2022).

Para el desarrollo de la presente investigación se ha establecido como objetivo principal, evaluar la incidencia de los Forwards como herramienta de Cobertura Financiera en las exportaciones de cacao realizadas por CasaLuker S.A, con el propósito de analizar su eficacia en la mitigación del riesgo cambiario a partir de datos históricos (últimos 2 años) y como objetivos específicos, mostrar el desempeño histórico de las estrategias de cobertura financiera con forward, específicamente en

lo que respecta a los resultados financieros obtenidos, analizar el riesgo cambiario cubierto asociado a las exportaciones de cacao de CasaLuker S.A., comparar los resultados financieros de CasaLuker S.A. con cobertura y sin cobertura como medida de mitigación del riesgo cambiario y definir en la empresa objeto de estudio la mejor opción de cobertura entre Forwards y Opciones, para la mitigación del riesgo cambiario de acuerdo con los costos financieros

Este trabajo de investigación se analizará el impacto que trae consigo la utilización de los Forward como instrumento de cobertura cambiaria en una empresa en la cual una de sus principales actividades es la exportación de cacao y sus derivados a diferentes partes del mundo.

Para llevar a cabo este estudio se definirá una metodología con enfoque mixto, buscando resaltar las características, ventajas y desventajas que trae consigo la utilización de los Forward en Casa Luker S.A (cualitativo). También se analizarán datos históricos que evidencien el comportamiento real que ha traído consigo la utilización de dichos derivados financieros (cuantitativo).

2. Antecedentes de la investigación:

En este punto se describen las principales fuentes consultadas para el desarrollo de este trabajo, teniendo presente que existe una relación directa con los instrumentos financieros que se pretenden estudiar en este proceso de investigación. Cabe destacar, que hasta el momento no se han encontrado análisis de caso que aborden el objetivo de la presente investigación. Para la elaboración del documento se llevó a cabo una búsqueda de artículos académicos en la plataforma de Google Scholar, como otros buscadores reconocidos como Scopus y Web of Sciences, a su vez se tuvo en cuenta que la información consultada tuviese las siguientes características: el contenido tomado de una revista indexada, autores con un amplio conocimiento en cobertura de riesgos a través de instrumentos de cobertura. Adicional, se incluyeron artículos en lengua extranjera. Una vez, se recopilaron todos los artículos con las características solicitadas, se procedió con la elaboración de una matriz, la cual permitió clasificar la información en categorías, los principales aportes de los autores y que estos fuesen los requeridos para elaboración de la tesis de investigación.

Los antecedentes que se relacionarán a continuación serán tenidos en cuenta como marco de referencia del marco teórico de este escrito.

A nivel internacional, Según Vohra (2019), en su artículo analiza la efectividad de las opciones para aquellas organizaciones que manejan carteras internacionales y que si se complementan con los forwards se pueden convertir en herramientas efectivas para cubrir el riesgo cambiario. Las opciones sobre monedas pueden ser utilizadas por aquellas empresas cuyas carteras incluyan activos que se negociaron en mercados desarrollados o emergentes. En su trabajo menciona tres hipótesis principales: La primera, está relacionada con la posición de la opción, es decir si se toma una posición larga, el riesgo que se puede presentar ante un cambio de decisión por haberla tomado es menor. La segunda hipótesis se plantea teniendo en cuenta si la opción contratada mejora el comportamiento de la cartera más larga. La tercera hipótesis menciona que si el comportamiento del activo subyacente en el mercado desarrollado o emergente no es bueno pero el de la opción si lo es, esto incrementaría la contratación de estos instrumentos. Al final de su estudio concluye que la hipótesis número tres, es la más acertada de acuerdo con el comportamiento del mercado,

teniendo en cuenta que el objetivo principal de los instrumentos de cobertura es proteger a la organización de posiciones bajistas.

Por su parte, Gumilang (2021), en su artículo menciona, que el desarrollo de la globalización ha llevado a la desaparición de las barreras entre los países, apoyando así la creación de organismos internacionales que incentivan las operaciones de comercio exterior. Cuando se presentan operaciones de compra y venta de divisas aumenta el riesgo en el tipo de cambio, lo que hace necesario la contratación de instrumentos financieros para mitigarlo. La cobertura ha aumentado en las últimas décadas de forma exponencial y esta tendencia puede atribuirse a una mayor volatilidad en los mercados financieros en todo el mundo. Así mismo, resalta que aquellas organizaciones que hacen uso de los instrumentos financieros derivados son más atractivas para los inversores.

Otra opinión a nivel internacional, se toma de Nosirjon (2022), en su documento, describe los problemas de los mercados y que favorecieron al desarrollo de los derivados financieros. Menciona crisis puntuales como la del Petróleo en el año 1973, las quiebras del año 1974, entre otras, las cuales provocaron una inestabilidad en los mercados de valores, divisas y crédito de los países. Producto de esto, surgieron los instrumentos financieros los cuales le dieron una estabilidad a la economía. El desarrollo de los instrumentos financieros se dio en varias etapas. En la primera etapa, aparecen los forwards, los cuales fueron utilizados por los productos agrícolas. En la segunda etapa, en el año 1948 se crea la Cámara de Comercio de Chicago y a su vez, la primera plataforma comercial para los Estados Unidos e inició la celebración de contratos de firmas para cereales, soya y ganado. Esto fue muy beneficioso para los productores porque les permitió mitigar los riesgos de cambio de precio de sus productos.

Por su parte, Das (2023), expone un su estudio que las empresas multinacionales con sede en los países desarrollados como Reino Unido y Estados Unidos consideran que la gestión del riesgo cambiario es tan relevante como la gestión de los riesgos empresariales. Cuando las empresas están expuestas positiva o negativamente a la volatilidad del tipo de cambio pueden gestionarla a través de transacciones internas con filiales extranjeras, derivados cambiarios y divisas financiación de la deuda. En su artículo, muestra el impacto de la cobertura financiera en el valor de la empresa y

al mismo tiempo mitiga el riesgo de tipo de cambio a través de medidas financieras. El uso de instrumentos derivados es más frecuente entre las empresas para gestionar el riesgo de tipo de cambio. Otras estrategias, como aceptar deuda denominada en moneda extranjera y ajustes operativos, también permiten a las empresas mitigar riesgo de tipo de cambio.

Alfaro (2023), en su artículo menciona la importancia de los derivados cambiarios, particularmente en los mercados emergentes donde el uso de moneda extranjera es predominante. Estos instrumentos financieros tienen un papel esencial en el apoyo al crecimiento económico y al desarrollo de los mercados de capitales, y todo indica que debería seguir aumentando. La regulación debe considerar las implicaciones y equilibrar los motivos de estabilidad financiera con sus consecuencias reales. Concluye entonces con la importancia de los derivados financieros en un contexto mundial y como aportan de manera significativa al desarrollo económicos de los países.

Con respecto a estudios de caso aplicados a la efectividad de los instrumentos financieros de cobertura se destaca la investigación de Zhong (2023), en la cual analiza a dos organizaciones del país de China: Southern Airlines Group Co., Ltd y Fuyao Glass Industry Group Co., Ltd. y cómo estas dos empresas utilizan las finanzas los derivados financieros para cubrir los riesgos cambiarios para ayudarlos a reducir pérdidas o aumentar ganancias y evaluar el efecto de cobertura de estos instrumentos de cobertura. En estas dos organizaciones, los instrumentos financieros más populares para cubrir los riesgos cambiarios son los swaps de divisas, los contratos de divisas a término y los contratos de divisas a plazo, contratos de opciones, siendo los contratos de opciones los que tienen los mejores resultados. Así mismo el autor en su estudio indica que la situación actual demuestra que los derivados financieros no siempre pueden ser una buena cobertura contra el riesgo cambiario y, en ocasiones, pueden traer pérdidas para las empresas. El método de cobertura del riesgo cambiario depende en gran medida de si la empresa realiza una evaluación completa de aquellas variables cambiarias que la pueden afectar, de lo contrario, la utilización de los derivados financieros no tendrá el efecto esperado.

A nivel nacional, Sánchez (2010), en su artículo, analiza la posición actual de Ecuador como un país dolarizado y su vez se determina la conveniencia que tendría Colombia ante una dolarización desde el punto de vista de importaciones y exportaciones y qué medidas se podrían implementar para la mitigación del riesgo cambiario. Al final del trabajo se concluye que el mercado de los derivados financieros en Colombia no está muy desarrollado, solamente se hace uso en mayor proporción de los forwards y los futuros. Se resalta además que producto de la globalización y el aumento del comercio exterior las operaciones con derivados financieros tienen a crecer. Se siente la necesidad de asegurar los ingresos en el tiempo y esto se logra con el uso de los instrumentos de cobertura.

Alarcón Garzón (2014) en su trabajo, plantea los diferentes riesgos a los cuales se enfrentan las empresas que se dedican a actividades agropecuarias y que afectan de manera considerable su producción y a su vez los precios de venta de los mismo productos empiezan a tener un comportamiento muy volátil lo que genera incertidumbre en cada uno de los eslabones de la cadena, es decir, tanto productores, consumidores y los que se arriesgan a invertir en estos proyectos agropecuarios. Traen como ejemplo las opciones financieras como una medida para garantizar que los procesos de comercialización se realicen a precios justos apostándole a la consecución de los mercados internacionales. Para plantear una estrategia de cobertura parten de un análisis del mercado internacional del café y del cacao, centrándose en el estudio de la volatilidad y las fluctuaciones en los precios internacionales de estos commodities. En su estudio concluyen que las variaciones constantes en los precios son la causa principal de que los productores abandonen las actividades agrícolas. También proponen la creación de un organismo intermediario para el desarrollo de los instrumentos de cobertura como las opciones put y call entre la Chicago Mercantile Exchange (CME) y cada una de las organizaciones que representan a los productores, con el fin de que generen estrategias ante caída de los precios de los commodities y de esta manera se aseguren los precios de los pequeños y medianos productores del departamento de Antioquia y después se replique a nivel nacional.

De acuerdo con Quintana (2020), en su análisis plantea cual es la mejor alternativa de cobertura financiera para las Mipymes teniendo en cuenta que aún resulta ser un tema desconocido para

quienes lideran este tipo de organizaciones. Se concluye entonces que el instrumento financiero que más se ajusta a las Mipymes son los forwards ya que manejan una tasa del 5% y su liquidación puede manejarse como de carácter físico o financiero. Las opciones financieras también pueden considerarse instrumentos financieros aptos para estas organizaciones teniendo en cuenta su flexibilidad, es decir, cuando se firma un contrato con opciones, se obtiene un derecho más no una obligación de ejercerla, lo que significa que la empresa puede desistir de la operación antes de la liquidación, lo que si se debe tener en cuenta es que debe cancelar una prima la cual se acordó cuando se firmó el contrato.

Por su parte, Rodríguez, (2020), en su trabajo de investigación analiza la posición de las Pymes a la hora de contratar instrumentos de cobertura. Menciona que, en Colombia existe cierta desconfianza para utilizar estos instrumentos de cobertura y se debe principalmente a que las Pymes consideran que son instrumentos muy complejos y de un difícil entendimiento para su contratación, ejecución y cumplimiento. El autor a través de su artículo busca aportar conocimiento a los empresarios que lideran estas organizaciones y brindarles las herramientas necesarias para que empiecen a incursionar en el mundo de los derivados financieros. En el documento se desarrolla una temática clara y completa que le da las bases a los empresarios para entender el funcionamiento de cada una de estas herramientas, tanto los forwards, opciones, futuros y swaps.

Díaz (2022) en su tesis, analiza el uso de los instrumentos de cobertura en los países subdesarrollados y concluye a nivel general la importancia que tienen las coberturas financieras para este segmento de países, partiendo de la premisa de que son altamente dependientes de productos básicos externos y que a través de estos instrumentos se cubren los ingresos y se limitan las pérdidas. Por otro lado, menciona las limitaciones que pueden existir en el acceso de las coberturas, como lo son, un mercado escaso en oferta de instrumentos, contrapartes con falta de interés en participar en contratos de cobertura, pago de primas o falta de recursos al momento de evaluar el cumplimiento por ejemplo del forward, cuyo resultado sea negativo y se tenga que depositar una cantidad de dinero al intermediario del mercado cambiario (IMC).

Por otro lado, Vásquez (2022), analiza los efectos que el riesgo cambiario tiene sobre la producción y comercialización de cannabis medicinal en Colombia y concluye que la industria de este

producto se encuentra ante un riesgo inherente ante la tasa de cambio, teniendo en cuenta, que un alto porcentaje de su producción está destinada a la exportación, por lo tanto, es de vital importancia asegurar los flujos de efectivo futuros y facilitar la disminución de los riesgos cambiarios a través de instrumentos de cobertura. Por su parte, menciona que el sector que representa en cannabis en Colombia centra sus esfuerzos en los mercados internacionales, pero no los potencializa a nivel local, lo que conlleva a una exposición constante al tipo de cambio de una moneda a otra.

Desde el punto de vista de Botero (2022), actualmente las organizaciones experimentan un cambio de cultura constante que las obliga a la búsqueda de nuevos mercados que estén a la altura de los nuevos competidores. Esta situación genera una exposición constante a la volatilidad del tipo de cambio, generando incertidumbre sobre los flujos de caja lo que impacta directamente en la toma de decisiones de inversión por parte de los administradores financieros. En su trabajo recomienda el uso de instrumentos de coberturas financieras como los forwards, las opciones, futuros, swaps, entre otros. Concluye, además, que su uso puede tener un impacto positivo en la generación de valor para las organizaciones.

Por su parte, Fuente (2022), recalca la importancia de no generar especulaciones con el tipo de cambio y más cuando se trata del peso teniendo en cuenta su gran volatilidad frente al dólar. Esta situación en particular se presentó durante la pandemia del Covid-19, la cual fue inesperada y muchas organizaciones se vieron afectadas por la tasa de cambio al no tener cubierto el riesgo cambiario. Resalta la importancia y la necesidad de que las organizaciones cuenten con una estrategia de cobertura que les permita asegurar en el futuro una estabilidad financiera y una permanencia en el tiempo. En su trabajo, expone las ventajas que traen consigo las opciones como instrumentos de cobertura, otorgándole a las empresas que las adquieren el derecho y no la obligación de ejercerlas. Su buen manejo garantiza un equilibrio en los diferentes riesgos cambiarios a los cuales la empresa está expuesta.

Se destaca la investigación realizada por Castañeda (2023), por el tema que trata en su trabajo de investigación ya que aborda la temática de los derivados financieros en el siglo XXI tanto a nivel nacional como internacional debido a las variaciones constantes que se presenta

el dólar y esto genera un riesgo en el mercado de los exportadores e importadores, menciona que la utilización de los derivados tiene muchas ventajas y posibilidades brindando mayor información sobre la disminución de riesgo, determinando el precio y liquidez para poder comparar distintos activos y así elegir el mejor factor para disminuir la exposición de volatilidad.

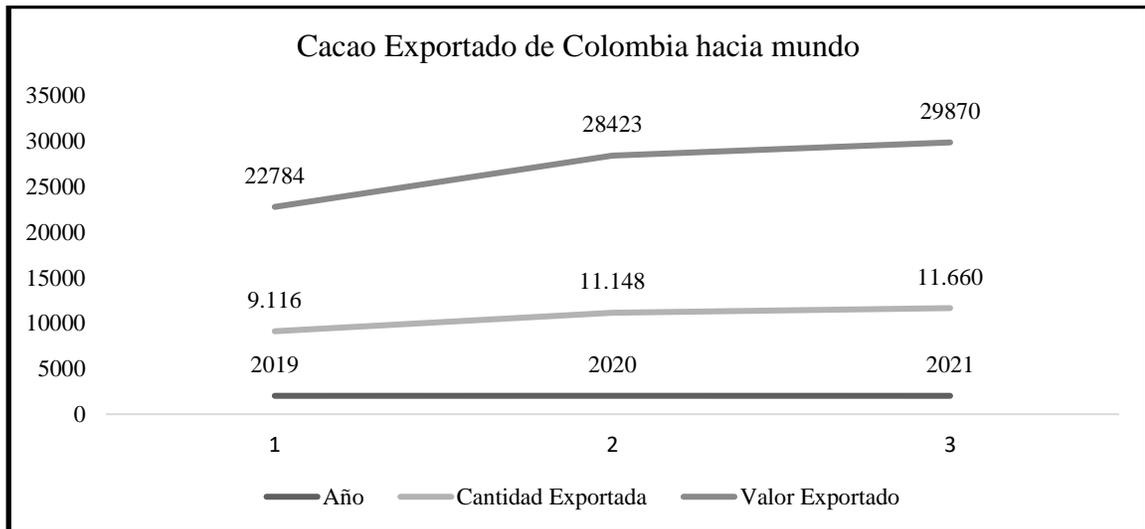
3. Planteamiento del Problema

La comercialización del cacao colombiano fuera del país sin duda alguna refleja datos muy significativos en cuanto a demanda y se debe principalmente a la buena aceptación que tiene en los mercados internacionales pues goza de una excelente calidad y representa la agricultura del país Pacheco (2014). A pesar de esto, y por tratarse de un producto básico que juega un papel importante en las economías extranjeras su precio lo determina la bolsa de Nueva York, por lo tanto, las variaciones son contantes y significativas. Ante esta situación y como medida para mitigar el riesgo cambiario las empresas exportadoras de cacao deberían acercarse a las coberturas financieras con el objetivo de protegerse de los cambios del mercado y una posible crisis económica que pueda afectar considerablemente sus resultados financieros Quintero (2004).

La siguiente figura representa el valor de las exportaciones de cacao hacia el mundo tanto en cantidades como en millones de dólares desde el año 2019 al 2021.

Figura 1

Exportaciones de cacao en grano 2019-2021.



Nota: Elaboración propia. Datos: Trademap (s.f)

Como se puede evidenciar año tras año los datos han mejorado significativamente comparando los años 2019 y 2021, cuya diferencia en cacao exportado en cantidades fue de 2.544.

Ante estos escenarios se hace necesario que los que participan activamente en el mercado del cacao y todo lo que acarrea su cadena productiva, conozcan los riesgos financieros que trae consigo la exportación del grano en cuanto a las variaciones de los precios y las herramientas que ofrece el mercado financiero, más específicamente las coberturas financieras. Arboleda (2006).

Durante los últimos años, el peso colombiano ha presentado niveles altos de fluctuación y devaluación frente al dólar lo que afecta considerablemente las operaciones de comercio internacional como las importaciones y las exportaciones y esto a su vez trae consecuencias significativas en el desarrollo económico del país. Gómez (2023). La razón principal de las variaciones en la tasa de cambio se debe principalmente al crecimiento de la economía de Estados Unidos, impulsada por el incremento en el sector energético, incrementando las transacciones en su divisa y las operaciones de compra y venta de petróleo. Castillo (2015).

Las organizaciones que hacen parte del entorno económico del país y que realizan actividades de comercio exterior (importaciones y exportaciones), están expuestos a la volatilidad y en muchas ocasiones mantienen una posición de especulación, es decir, esperan un movimiento positivo a su favor, sin embargo, desconocen que estos productos financieros les ayudan a controlar de una manera eficiente las variaciones en la tasa de cambio y en la tasa de interés, garantizando la rentabilidad para su negocio. Ante este escenario y según lo menciona Gómez (2022), en su artículo, desde el año 2006, se evidencia un crecimiento en el uso de los instrumentos financieros, sin embargo, la gran mayoría de las empresas del sector industrial no los aplica y esto se debe principalmente al desconocimiento y a la no implementación de una estrategia de cobertura cambiaria. Por este motivo, se hace necesario que los empresarios realicen un esfuerzo mayor en conocer cómo es el funcionamiento de estos instrumentos financieros y cómo podrían ayudar a mitigar los riesgos que se pueden presentar tanto en la tasa de cambio como en los precios.

Uno de los principales problemas que enfrentan las organizaciones es el no considerar necesarios los instrumentos financieros en sus estrategias financieras sin tener en cuenta las ventajas que trae consigo la utilización de estos como un método eficaz frente a la volatilidad en las tasas de cambio.

Es por ello, que en la presente investigación se pretende identificar y analizar específicamente el uso de los contratos forwards como una estrategia de cobertura en el contexto de las exportaciones de cacao. Esta identificación destaca la relevancia de estas herramientas financieras en un mercado agrícola específico, proporcionando información valiosa para quienes participan en el comercio de cacao. Adicional, este estudio arroja luz sobre los posibles beneficios y desafíos asociados con estas operaciones financieras. Este conocimiento permite a los exportadores y actores financieros tomar decisiones más informadas al considerar la implementación de estrategias de cobertura.

Con este proyecto de investigación se pretende realizar un análisis de la implementación de estos instrumentos financieros en CasaLuker S.A., en la exportación de cacao. A partir de lo dicho anteriormente, se genera entonces la siguiente pregunta de investigación:

3.1 Pregunta de Investigación:

¿Cuál es el impacto de la utilización de contratos Forward como estrategia de cobertura en las exportaciones de cacao de CasaLuker S.A en términos de mitigar el riesgo cambiario, y cómo esta práctica influye en la estabilidad financiera de la empresa?

3.1.1 Hipótesis:

El uso de los contratos forward en CasaLuker S.A tiene un impacto positivo en las utilidades producto de sus exportaciones de cacao.

4. Objetivos

4.1 Objetivo General:

- Evaluar la incidencia de los Forwards como herramienta de Cobertura Financiera en las exportaciones de cacao realizadas por CasaLuker S.A, con el propósito de analizar su eficacia en la mitigación del riesgo cambiario.

Para la elaboración de los objetivos específicos surgen las siguientes subpreguntas:

- ¿Qué son los contratos Forward y cómo funcionan como estrategia de cobertura para mitigar el riesgo cambiario en las exportaciones de cacao?
- ¿Cuál es la exposición de CasaLuker S.A. al riesgo cambiario en sus exportaciones de cacao?
- ¿Cuáles son los beneficios financieros de utilizar contratos Forward en comparación con no usarlos en el contexto de exportaciones de cacao?
- ¿Cuáles son los costos financieros asociados a los Forwards y las Opciones en el mercado de divisas?

4.2 Objetivos específicos:

- Mostrar el desempeño histórico de las estrategias de cobertura financiera con forward, específicamente en lo que respecta a los resultados financieros obtenidos.
- Analizar el riesgo cambiario cubierto asociado a las exportaciones de cacao de CasaLuker S.A.
- Comparar los resultados financieros de CasaLuker S.A. con cobertura y sin cobertura como medida de mitigación del riesgo cambiario.
- Definir en la empresa objeto de estudio la mejor opción de cobertura entre Forwards y Opciones, para la mitigación del riesgo cambiario de acuerdo con los costos financieros.

5. Justificación

Las empresas a nivel general en su búsqueda de crecimiento constante buscan relacionarse comercialmente con otras organizaciones del exterior y esto a su vez trae como consecuencia el intercambio de divisas, avances tecnológicos y un repunte en la economía del país. Sin duda alguna estos escenarios le generan un valor agregado a un país que en un lenguaje de comercio internacional no se tenía visualizado, lo que les permite a las organizaciones generar nuevas sinergias impulsando las posibilidades de concretar nuevos negocios.

Cuando se genera intercambio de divisas, la fluctuación de las tasas de cambio es un riesgo significativo para las empresas exportadoras, ya que puede tener un impacto directo en sus ingresos y costos. La utilización de Forwards como herramienta de cobertura financiera puede ayudar a mitigar este riesgo, lo que puede ser relevante no solo para CasaLuker S.A, sino también para otras empresas exportadoras en diversos sectores. Las coberturas financieras como lo son los forwards y las opciones le garantizan a la organización un manejo financiero eficiente, generan valor y lo más importante minimizan las pérdidas que se puedan presentar al momento de entregar o recibir divisas. Espinosa (2021).

Hoy los empresarios deben conocer más de los diferentes instrumentos financieros de cobertura que ofrecen las entidades financieras, ya que por su desconocimiento u operatividad no son demandantes o tomadores de estas oportunidades que les ofrece el sistema financiero. La utilidad de esta investigación se enfoca en la descripción y análisis de la estrategia de cobertura financiera que utiliza CasaLuker S.A para cubrirse de las variaciones en la tasa de cambio y presentar las ventajas que trae consigo la utilización de los instrumentos financieros (Forwards) tomando como referencia datos históricos de la empresa y evaluar los resultados. Para obtener estos datos se analizarán las exportaciones de cacao realizadas por CasaLuker S.A, centrado en cómo los Forwards se utilizaron para mitigar el riesgo cambiario en situaciones específicas. Como novedad, este proceso de investigación analizará la incidencia de las coberturas financieras en cuanto a la mitigación del riesgo con base en datos reales, aportando desde la experiencia la motivación a aquellos empresarios inclusive de otros sectores, que aún no se deciden a hacer uso de estos. Uno de los aspectos más interesantes, es determinar el porcentaje de riesgo cubierto en las exportaciones

realizadas en un determinado período demostrando el impacto tan positivo que los derivados financieros pueden tener.

6. Marco teórico

Este marco teórico se enfoca en explorar la incidencia de los instrumentos financieros como los forwards, una herramienta de cobertura financiera en el contexto de las exportaciones de cacao llevadas a cabo por CasaLuker S.A. Para comprender de manera integral esta problemática, es necesario adentrarse en los siguientes elementos conceptuales clave:

El cacao en Colombia y en el mundo: Se abordará la importancia del cacao en Colombia, la exportación del grano a otros mercados, su papel en el comercio internacional y los factores que influyen en esta actividad.

Riesgo cambiario: Se analizará en profundidad el concepto de riesgo cambiario, sus fuentes y cómo afecta a las empresas exportadoras, en particular a CasaLuker S.A.

Instrumentos financieros de cobertura: Se explorarán los fundamentos de los contratos forward, opciones, futuros y swaps, su funcionamiento y su uso en la gestión del riesgo cambiario.

Información de la empresa evaluada: CasaLuker S.A: Se presentará una visión general de la empresa CasaLuker S.A, su historia, alcance en la industria del cacao y sus motivaciones para utilizar contratos forward como medida de cobertura.

6.1 El cacao en Colombia y en el mundo.

El cacao tiene profundas raíces en la cultura colombiana. Antes de la llegada de los colonizadores europeos, las civilizaciones indígenas en Colombia ya cultivaban y consumían cacao. Hoy en día, el cacao se considera un elemento importante de la herencia cultural y gastronómica del país. Actualmente, el cacao en grano ocupa un lugar importante en la economía del país y esto se debe no solamente al uso industrial que se le da, sino también por su excelente calidad. Por su parte Perdomo (2021), en su artículo menciona que la producción de cacao en Colombia ha incrementado en los últimos años y los departamentos que más han aportado a este crecimiento

son: Santander, Antioquia, Huila y Arauca y se debe principalmente a que cada una de estas áreas tiene condiciones climáticas y geográficas adecuadas para el cultivo de cacao.

Cerca del 80% del cacao que se produce en Colombia proviene de pequeños productores bajo una modalidad de subsistencia, en la cual el productor recibe el 75% como ingreso para cubrir sus necesidades básicas. Según Lasso (2022), desde al año 2006 y hasta el año 2021, la producción de cacao en Colombia llega hasta las 69.040 toneladas y este período fue considerado en más alto en la historia. Diferentes políticas gubernamentales no solamente buscan incrementar la producción de cacao en Colombia, si no también, la transformación de la materia prima en productos terminados y de esta manera incrementar la competitividad y la participación del país en los mercados internacionales.

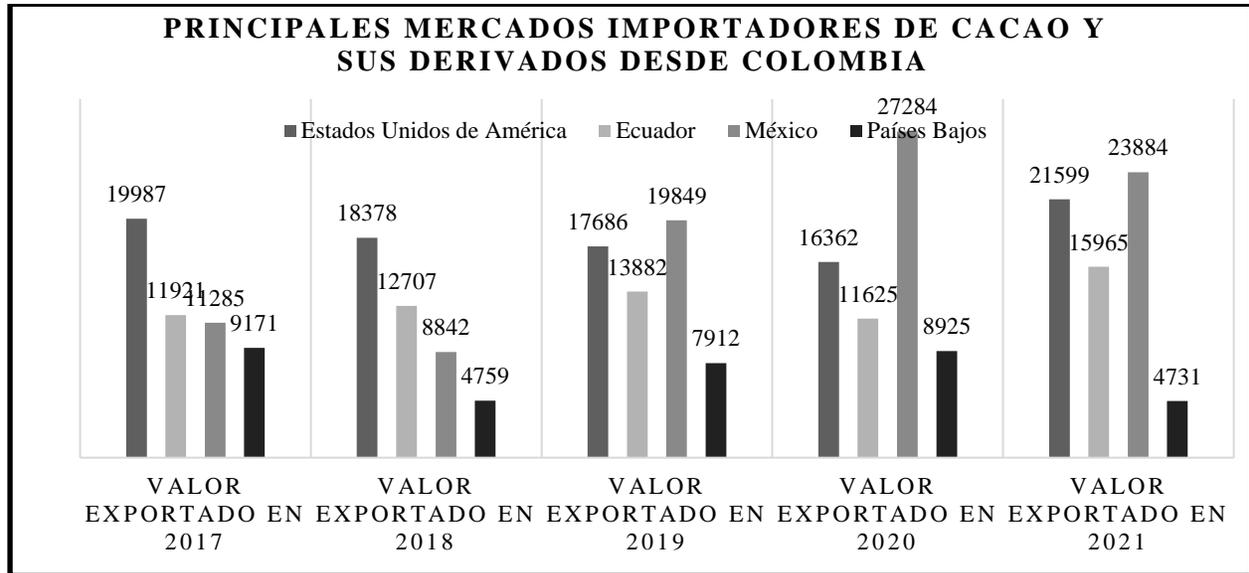
Hoy en día el gobierno nacional incentiva la producción del cacao como una medida de sustitución de los cultivos ilícitos. Se tiene la certeza que esta alternativa licita fomenta el desarrollo y la sostenibilidad en las zonas rurales las cuales han sido afectadas por la violencia en Colombia (Sierra, 2016).

El cacao es un producto que se viene posicionando en los mercados internacionales y se debe principalmente al incremento en la demanda mundial por su sabor y aroma, además de sus amplias aplicaciones en la industria de alimentos, cosméticos y como materia prima. Actualmente esta materia prima es catalogada como un producto bastante competitivo a nivel mundial y se debe principalmente a que goza de una excelente calidad. Sin duda alguna genera grandes oportunidades de crecimiento en el mercado de la industria y cuando hablamos de sus derivados nos estamos refiriendo a un aspecto importante para la economía colombiana y más aún si se aprovechan los tratados de libre comercio vigentes. Según Perdomo (2021) Colombia es conocida por producir cacao de alta calidad, en particular el llamado "cacao fino de aroma". Este tipo de cacao se distingue por sus sabores y aromas únicos, que son muy valorados en la industria del chocolate de alta gama. Los principales mercados internacionales a los que se exporta el cacao colombiano incluyen Estados Unidos, Ecuador, México, Canadá y algunos países asiáticos como Japón y Corea del Sur.

En la siguiente figura se exponen los datos de los países con mayor número de importaciones de cacao durante los años 2017 a 2021.

Figura 2

Principales mercados importadores de cacao y sus derivados desde Colombia



Nota: Federación Nacional de Cacaoteros (Fedecacao)

Actualmente Colombia está haciendo esfuerzos para promover la producción de cacao de manera sostenible, incluyendo prácticas agrícolas amigables con el medio ambiente y el comercio justo. Esto es importante para satisfacer la creciente demanda de productos sostenibles en los mercados internacionales. Ictus (2023). La colaboración de Colombia con organismos internacionales y organizaciones de comercio justo es una estrategia positiva que puede beneficiar a los agricultores de cacao, promover prácticas comerciales más éticas y sostenibles, y fortalecer la posición de Colombia en el mercado internacional de cacao.

6.2 Riesgo Cambiario

La expansión de los mercados internacionales ha facilitado el incremento del mercado internacional y con esto un mayor tránsito de divisas en cada una de las economías del mundo. Este crecimiento hace que los diferentes actores económicos estén expuestos a diferentes riesgos

buscando rentabilidades altas. Cuando una economía es susceptible a la especulación provoca la variación constante en los precios de las monedas lo que conlleva a la aparición del riesgo cambiario. Rubio (2001).

Las volatilidades de los mercados internacionales han facilitado el desarrollo de los sistemas financieros generando nuevas modalidades de inversión y coberturas cambiarias. El objetivo principal de los instrumentos de cobertura como los forwards y las opciones es minimizar el riesgo cambiario que se genera en cualquier operación internacional, ya sea una exportación o una importación. Con los instrumentos de cobertura se fija el precio del dólar a una determinada tasa, al final y sin importar las variaciones en la tasa de cambio nominal, se aseguran los flujos de caja del importador o el exportador.

Como lo menciona Correa (2023), el riesgo cambiario surge cuando una entidad tiene activos, pasivos, ingresos o gastos denominados en una moneda distinta a su moneda local. Las variaciones en los tipos de cambio pueden tener un impacto significativo en los resultados financieros de una entidad, es decir, si se materializa el riesgo cambiario, la empresa puede incurrir en pérdidas considerables afectando su valorización y su continuidad en el mercado, por ello se debe tener en cuenta una gestión adecuada para mitigar ese riesgo.

Por su lado, Echeverry (2022), en su artículo, define el riesgo cambiario, como la variación que se puede presentar entre lo que se tiene registrado con un activo, un pasivo o un ingreso y la moneda local, esto como consecuencia de los cambios constantes en la tasa de cambio. De esta manera se puede afirmar que el riesgo cambiario surge como consecuencia de la volatilidad de las monedas y de que tan expuestas están las empresas a dicho riesgo. El riesgo cambiario se puede definir desde dos perspectivas diferentes. La primera es el riesgo de transacción y se refiere a las pérdidas financieras que una empresa puede experimentar debido a fluctuaciones en los tipos de cambio en transacciones comerciales internacionales. Por ejemplo, si una empresa exporta productos a un cliente en el extranjero y la moneda del cliente se deprecia frente a la moneda local de la empresa, esta podría recibir menos ingresos cuando convierta el pago a su moneda local González (2022). La segunda es el riesgo de conversión y hace referencia a las ganancias o pérdidas que una empresa puede experimentar debido a las fluctuaciones en las tasas de cambio al consolidar los estados

financieros de sus subsidiarias extranjeras en su moneda local. Si la moneda extranjera se debilita en relación con la moneda local, la conversión puede resultar en una pérdida. González (2022).

6.3 Instrumentos financieros de cobertura

Los instrumentos de cobertura de riesgo son herramientas financieras que las empresas y los individuos utilizan para protegerse contra la volatilidad y las pérdidas financieras que pueden surgir debido a cambios en los precios de activos, tasas de interés, tipos de cambio, eventos imprevistos y otros factores. Estos instrumentos ayudan a gestionar y reducir la exposición al riesgo. Carvajal (2022).

Como sucede con la mayoría de los países latinoamericanos, la economía se ve afectada por la volatilidad de los precios internacionales, más precisamente sobre los productos agroindustriales, metales preciosos, tasas de interés, entre otros, y esto lo refleja nuestra balanza comercial. Martínez (2023).

La relación principal de Colombia con los mercados internacionales está ligada en una primera instancia con la divisa americana, el dólar, es decir, a través de esta moneda recibimos las cotizaciones de los productos que exportamos y de aquellos bienes y servicios que importamos de otros países. En una segunda instancia tenemos la balanza comercial, en la cual la mayoría de los precios de los productos que exportamos son fijados internacionalmente en bolsas de valores. Dentro de estos productos se encuentra el algodón, el azúcar, café, oro, el petróleo crudo, entre otros. Maquilón (2022).

Nuestras empresas en su acontecer diario perciben como sus utilidades se ven afectadas por ciertos factores que no están dentro de su total control. Como lo mencionamos anteriormente, uno de esos factores es la fijación de los precios de los productos, acciones, tasas de intereses en bolsas del mercado internacional. A su vez, estos mercados les ofrecen a los empresarios alternativas o mecanismos para reducir o controlar los riesgos cambiarios. Una de estas alternativas son las operaciones de cobertura que consiste básicamente en tomar una posición contraria al riesgo al que estamos expuestos. Esta simple operación es capaz de reducir el riesgo que genera el cambio en los precios. Si nos encontramos ante un escenario en el cual el precio puede bajar la posición que

debemos tomar en el mercado de coberturas es el de vendedor o si por el contrario los precios tienden a subir, la posición que debemos tomar es la de comprador.

Cuando hablamos de un mercado internacional globalizado el cual ha ido tomando forma en los últimos años, los instrumentos de cobertura tuvieron su gran aparición y eran considerados lo suficientemente capaces de lidiar con cualquier riesgo asumido.

Hace más de 24 años, Colombia inició con un mercado de derivados financieros Molina (2020). A pesar de haber transcurrido todo este tiempo, la participación de las empresas colombianas que realizan actividades que están expuestas al riesgo cambiario es muy baja. Según el Banco de la República, de más de 5.000 empresas encuestadas solo el 17% hace uso de los instrumentos de cobertura. En los países desarrollados el uso de estos instrumentos alcanza más del 60%. En las cifras actuales los forwards de tasa de cambio son los más utilizados.

Aquellas organizaciones que realizan operaciones de comercio exterior es decir importaciones y exportaciones, que toman deuda en dólares y cuyos ingresos operacionales son altos, son aquellas que más celebran contratos de coberturas financieras con los intermediarios del mercado cambiario.

Existe una variedad de instrumentos de cobertura a los cuales nuestros empresarios pueden acceder fácilmente y de esta manera afrontar las variaciones que se pueden presentar en la tasa de cambio. Dentro de estos tenemos: Los Forward, las Opciones, los Futuros y los Swaps.

6.3.1 Forwards:

Posada (2023), en su artículo, menciona que los forwards son acuerdos a través de los cuales las partes se comprometen a comprar o vender cierta cantidad de un activo subyacente en una fecha futura predeterminada por un precio que es fijado el día de hoy. Es decir, son contratos que, en contraposición a los contratos denominados spot (esto es, “al contado”), en donde su liquidación (settlement) se realiza en forma inmediata o en un plazo muy corto, la liquidación de estos se efectúa y es diferida a un plazo que es convenido y definido libremente por las partes, por ejemplo, a los treinta, cuarenta, sesenta o noventa días contados desde su suscripción o en una fecha determinada. Al igual como se pueden celebrar forwards de moneda extranjera o divisas, también

pueden celebrarse este tipo de operaciones respecto a otro tipo de bienes y activos financieros y no financieros, tales como, por ejemplo, tasas de interés, instrumentos representativos de deuda, instrumentos representativos de capital, índices de mercados bursátiles, commodities y materias primas.

Según Masini (2022), define los forwards como un contrato entre dos partes, el cual obliga a una a comprar y la otra a vender un activo subyacente (como una moneda, un commodity, tasa de interés o valor) a un precio previamente definido, a una fecha determinada en el futuro. A diferencia de otros derivados, como los contratos de futuros, los forwards son personalizados y no se negocian en mercados organizados.

Barreda (2022), expone que, los contratos forwards se establecen para plazos largos, mediante los cuales se busca comprar o vender un activo a un precio y fecha que se establecen previamente. Menciona, además, que los contratos forward son considerados instrumentos extrabursátiles, es decir que las condiciones de su negociación no están regidas por un mercado determinado, sino que, por el contrario, se aplica el concepto de igualdad de negociación en cualquier escenario o lugar.

Por otro lado, Moraga (2020), define los forwards como un contrato con el cual se busca cubrir los riesgos de mercado. El objetivo principal de estos contratos es proteger el activo que se estableció en el contrato, ya sea de una depreciación si se trata de una cuenta por cobrar o una apreciación si se trata de una cuenta por pagar.

Los forwards son los instrumentos de cobertura más antiguos, además de ser los más directos y fáciles de utilizar. Algunas de sus ventajas y desventajas son las siguientes:

Tabla 1

Ventajas y Desventajas de los Contratos Forward.

Ventajas	Desventajas
Al ser un mecanismo de cobertura le permite al cliente asegurar una tasa de cambio fija a futuro	Son contratos rígidos, es decir sí o sí se deben cumplir.
Otorga inmunidad antes las variaciones de la tasa de cambio.	Los contratos forwards no son negociables.
No se requieren flujos de caja considerables para acceder a ellos.	Para este tipo de coberturas no existe un mercado secundario.
El Cliente puede escoger diferentes tipos de cumplimiento entre un forward delivery (entrega física) o non delivery (compensación).	Los contratos de futuros exigen el depósito de una prima que cubra el riesgo
Los forwards cuentan con la facilidad de combinarse con otros instrumentos de cobertura.	
Cuando se presentan devaluaciones y revaluaciones de las monedas y existe un contrato forward no existe incertidumbre dependiendo del riesgo que se esté cubriendo.	

Nota: Zelada (2022)

Los contratos forward le permiten a las empresas y a los inversores protegerse contra la volatilidad de las tasas de cambio de divisas extranjeras.

Sanchez (2022), explica cómo se utilizan los contratos forward para gestionar el riesgo cambiario:

Definir la exposición al riesgo cambiario: Lo primero que debe hacer una empresa o inversor es identificar su exposición al riesgo cambiario. Esto implica determinar cuánto podrían verse afectados sus ingresos, costos o inversiones debido a cambios en las tasas de cambio de divisas.

Evaluar la duración y la cantidad: Una vez identificada la exposición al riesgo, es importante determinar la cantidad de divisas que se necesitan proteger y el plazo de la protección. Los contratos forward permiten fijar una tasa de cambio para una fecha futura específica.

Negociar el contrato forward: La empresa o inversor debe negociar un contrato forward con una institución financiera o un intermediario. En el contrato, se acuerda la cantidad de divisas, la tasa de cambio y la fecha de vencimiento.

Liquidación del contrato: En la fecha de vencimiento del contrato forward, se realiza la liquidación. Si la tasa de cambio en el mercado spot es más favorable que la tasa acordada en el contrato forward, la empresa o inversor obtiene una ganancia, ya que puede comprar divisas a un

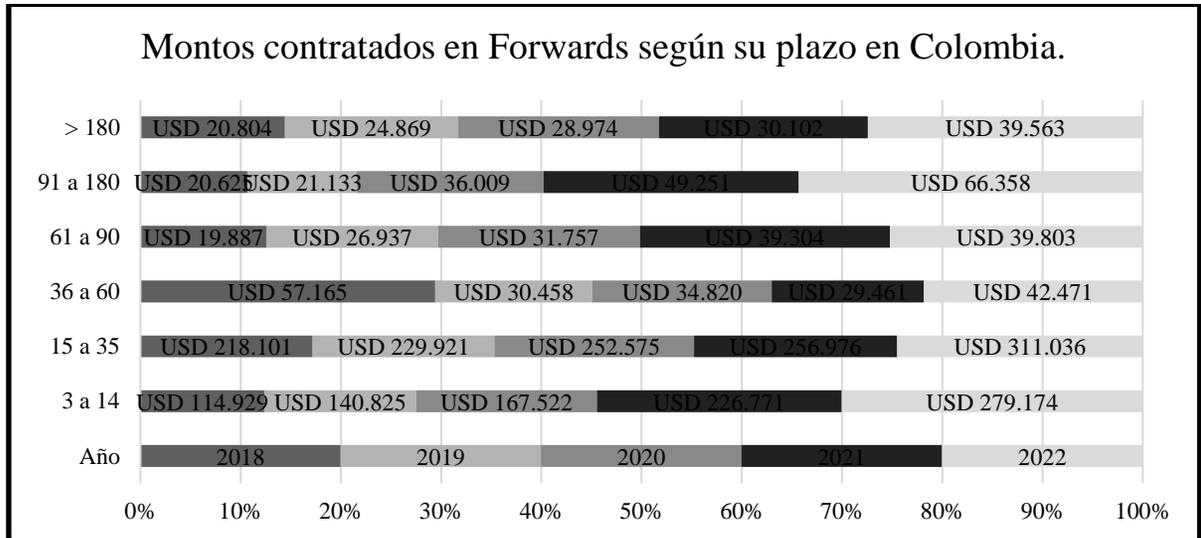
precio más bajo. Si la tasa de cambio es menos favorable, se incurre en una pérdida, pero se evita una mayor exposición al riesgo.

Con lo anterior, la principal ventaja de los contratos forward es que permiten reducir la incertidumbre asociada con las fluctuaciones de las tasas de cambio. Aunque no generan ganancias por especulación, protegen contra pérdidas potenciales debido a movimientos desfavorables en las tasas de cambio. Las empresas deben realizar un seguimiento constante de su exposición al riesgo y ajustar sus contratos forward según sea necesario a medida que cambian las condiciones del mercado.

Los forwards siguen siendo los instrumentos de cobertura más utilizados y en los últimos 5 años ha tenido un crecimiento exponencial. En la siguiente figura se puede evidenciar los montos contratos según el plazo y para los forwards el vencimiento más utilizado es el de 15 a 35 días. Del 2018 a 2022, el monto total superó USD \$ 1.200 M.

Figura 3

Montos contratados en forwards según su plazo en Colombia



Nota: Elaboración propia. Cifras del Banco de la República

6.3.2 Opciones:

Moraga (2020), define las opciones como instrumentos financieros estandarizados que mediante el pago de una prima otorgan al comprador o al vendedor el derecho, pero no la obligación de comprar o vender un activo subyacente a un precio y un plazo previamente establecido en la negociación. De acuerdo con lo anterior, en el caso de que el comprador ejerza la opción, el vendedor del contrato de la opción tienen la obligación de vender o comprar el activo subyacente.

Por su parte, Arranz (2022), menciona que en los contratos de opciones la pérdida es limitada, es decir, está representada por el pago del costo de la prima, lo que significa, que si ante un escenario de posición descubierta, una de las partes tiene una posición limitada de pérdida o ganancia y la otra parte una posición ilimitada de pérdida o ganancia, según sea la posición de cada uno.

De acuerdo con García (2021), De entre las opciones más comunes en el mercado, destacan las llamadas call y put, las cuales ofrecen al inversor la posibilidad de comprar (opción call), o vender (opción put) un activo subyacente a un precio previamente determinado, a cambio del pago de una prima. Las opciones de compra le dan a su propietario el derecho a adquirir un activo financiero subyacente determinado durante un cierto período de tiempo a un precio de ejercicio especificado. Mientras que las opciones de venta le dan a su propietario el derecho a vender un activo financiero subyacente determinado durante un cierto período de tiempo a un precio de ejercicio especificado.

Según lo mencionado en Reina (2022), los contratos de opciones están diseñados para que el comprador reciba un beneficio a pesar de los movimientos del mercado, con esto, la opción le garantiza la posibilidad, pero no la obligación de ejercer la compra o la venta del activo subyacente,

Para entender más este concepto Galindo (2022), nos expone el siguiente ejemplo: Supongamos que el precio de cotización de la acción de Ecopetrol en la Bolsa de Valores de Colombia es de \$ 2.500. Imaginemos además que Carlos es un inversionista que luego de analizar el mercado llega a la conclusión de que el precio de la acción subirá en el corto plazo, pero no cuenta con el suficiente dinero para comprar un paquete de acciones. Carlos decide asesorarse con un trader de Bancolombia quien le recomienda adquirir una opción call sobre las acciones de Ecopetrol reduciendo de esta manera el riesgo y asegurando un mayor rendimiento. Juan decide entonces

adquirir una opción de compra con Bancolombia con vencimiento al 30 de junio de 2023 y a una tasa de \$ 2.400 y desembolsa una prima de \$ 900.000 como contraprestación. Con esta operación Carlos podría beneficiarse de un aumento en el precio de la acción de Ecopetrol sin adquirirla aún y cumplido el plazo el 30 de junio de 2023 ya se considerará accionista de la empresa siempre y cuando ejercer la opción. Carlos, decidirá entonces ejercer la opción de compra en el momento del vencimiento siempre y cuando el valor de la acción sea superior al pactado en la operación (\$ 2.400). Si por el contrario el precio de la acción en el mercado es inferior al precio pactado Carlos decidirá entonces no ejercer e incurrirá en una pérdida equivalente al valor de la prima que pagó por la operación.

En el escenario en el que el precio de la acción de Ecopetrol en el mercado bursátil al vencimiento de la operación sea de \$ 2.800 Carlos decidirá ejercer la opción pagando el precio pactado de \$ 2.400. Carlos aprovecha este precio y vende las acciones en la Bolsa de Valores de Colombia a su precio actual \$ 2.800.

6.3.3 Futuros:

De acuerdo con lo planteado por Vásquez (2022), los futuros son un contrato estandarizado celebrado entre, un comprador o vendedor, la cámara de riesgo, un mercado y una contraparte, en dicho contrato queda estipulado el precio en el cual se comprará o se venderá un activo subyacente a un plazo futuro en un mercado estandarizado que ya se definió previamente, es decir, ya se tienen las fechas de cumplimiento fijas y el plazo de duración del contrato. El día en el que se cumpla el plazo pactado, el comprador o el vendedor tienen la obligación de comprar o vender el activo en la tasa inicialmente pactada, independientemente de si las condiciones del mercado son diferentes. Este cumplimiento generará un P&G producto de la compensación entre la tasa de mercado y la tasa del contrato. Dicha utilidad o pérdida deberá ser asumida por ambas partes. En el caso de que exista una cámara de compensación esta funcionará bajo el contrato de novación, convirtiéndose así en comprador de todo vendedor y vendedor de todo comprador para así evitar el riesgo de impago por una o ambas partes.

Por su parte, Céspedes (2020), menciona que los futuros son acuerdos donde ambas partes interesadas establecen en el hoy el precio, plazo del intercambio de un activo en una fecha futuro, la diferencia al forward es que este derivado financiero define con exactitud los términos y están

protegidos por la cámara de compensación (institución que vela por el cumplimiento de los pagos y así lograr la compensación y liquidación entre ellos.

Por su lado, Pantanetti, (2022), menciona que cuando hablamos de futuro nos estamos refiriendo a un tipo de contrato estandarizado celebrado entre dos partes, en el cual se define la entrega, en una fecha indicada de ciertos productos, instrumentos financieros, divisas, entre otros, a un precio que previamente se definió en el cierre del contrato. Con esta acción se logra fijar un precio actual independiente de las variaciones que pueda tener ese producto en el mercado. Para que esto se pueda lograr se deberá tomar posición ya sea igual u opuesta en el mercado spot. Por ejemplo, si soy un productor de cacao y el precio del producto sube y he tomado una posición de venta en el mercado a futuro, la pérdida que obtenga en dicho mercado se compensa con la ganancia que obtenga en el mercado spot siempre y cuando liquide su posición antes del vencimiento.

Para que el mercado de futuros pueda funcionar de manera correcta, existe una institución que recibe el nombre de Cámara de Compensación y tiene dos funciones principales:

1. Garantizar la ejecución de cada uno de los contratos de futuros y
2. Es una intermediaria que facilita los ajustes y las liquidaciones de los contratos en el momento de su cumplimiento.

Para dar cumplimiento a sus funciones, la Cámara de Compensación registra diariamente cada una de las operaciones que se llevan a cabo entre vendedores y compradores y cuando se liquidan reporta el saldo generado. A su vez garantiza la existencia de un fondo monetario para dar respuesta a posibles incumplimientos que se pueden presentar entre las partes.

En la siguiente tabla se mencionan las ventajas y las desventajas de los contratos de futuros:

Tabla 2*Ventajas y Desventajas de los futuros.*

Ventajas	Desventajas
Aquellos inversionistas que son arriesgados pueden acceder al mercado de valores a través de un contrato de futuro.	Los activos están sujetos a eventos futuros que no se pueden prever, como, por ejemplo, una pandemia, fenómenos climáticos.
Los requisitos de margen están previamente establecidos, es decir un inversor conoce desde el comienzo cuanto margen debe aportar a los contratos de futuro.	No existen contratos de futuros disponibles que puedan cubrir de contado todas las posiciones.
El inversionista puede conocer fácilmente el precio del activo a diferencia de otros. Estos se obtienen básicamente de la sumatoria del costo del transporte y el precio.	Cuando se lleva a cabo un contrato de futuros se debe tener en cuenta el riesgo tan alto que los caracteriza. Se puede perder toda la inversión.
	Los contratos de futuros exigen el depósito de una prima que cubra el riesgo

Nota: Zelada (2022)

6.3.4 Swaps:

De acuerdo con Vicente (2022), los swaps son instrumentos de mercado, en los que dos partes se comprometen al intercambio de flujos de acuerdo con unas condiciones de mercado a un plazo en específico. Los swaps más comunes en el mercado son los de tasa de interés y los de divisas. En los swaps de interés dos partes acuerdan intercambiar flujos de intereses basados en una cantidad principal durante un período específico. Por lo general, un lado paga una tasa de interés fija, mientras que el otro paga una tasa de interés variable, o viceversa. Esto puede ayudar a una parte a protegerse contra movimientos adversos en las tasas de interés o aprovechar oportunidades de financiamiento más ventajosas. En los de divisas, acuerdan intercambiar cantidades iguales de dos monedas diferentes durante un período de tiempo acordado. Esto se utiliza a menudo en el comercio internacional para gestionar riesgos cambiarios, ya que puede permitir a las partes involucradas obtener acceso a monedas extranjeras sin incurrir en riesgos de tipo de cambio.

Por otra parte, Calderón (2021), citado por Castañeda (2023), afirma que, los swaps se crearon con el objetivo de cubrir las limitadas identificadas en los contratos de futuros por parte de las partes,

pero esta afirmación, no se puede interpretar como una faltante de restricción y control en las contrataciones de los swaps, por el contrario, estos instrumentos de cobertura no pueden ser modificados o alterados en sus condiciones beneficiando a una de las contrapartes. También, Castañeda (2023), en este artículo indica, que una de las principales características de los swaps es que se realiza de manera privada, es decir, las contrapartes son las únicas que tienen conocimiento de las transacciones que se están ejecutando y cuál es la normatividad a la que se deben regir.

Con el fin de conocer las aplicaciones de los swaps en el siglo XXI, Leyes (2022), realizó un estudio analizando las consecuencias que se presentaron en aquellas organizaciones que tuvieron que incurrir en deudas para solventarse ante la crisis generada por el covid-19. En su trabajo, analiza la posición de una empresa perteneciente al sector salud, la cual ante la crisis tomó un crédito con una entidad financiera a una tasa variable, lo que implicaba generar el pago de intereses muy elevados. Con el fin de mitigar el riesgo de la tasa de interés variable decide entonces realizar la contratación de una swap de interés para la obligación financiera, modificando las condiciones del crédito, es decir, pasó de una tasa variable a una tasa fija, logrando un ahorro del 20,25% en el pago intereses. Con esto concluye que, los swaps ofrecen a los empresarios una excelente alternativa para la valoración y mitigación de los riesgos, gestionando eficientemente los posibles cambios en las tasas de interés permitiendo de esta manera optimizar la estructura de la deuda.

Actualmente, la evolución en los mercados financieros y las necesidades de los participantes han dado lugar a una amplia gama de productos de swap para gestionar diversos tipos de riesgos financieros. Por su parte, Fuertes (2022), enuncia varios modelos y tipos de swaps que reflejan las necesidades cambiantes del mercado y las innovaciones financieras. Algunos de los modelos de swaps más relevantes para el siglo XXI son: Swaps de retorno total, Swaps de inflación, Swaps de crédito, swaps de volatilidad, Swaps de materias primas, Swaps climáticos, Swaps de criptomonedas, entre otros.

6.4 Información de la empresa evaluada: Casa Luker S.A.

La historia de CasaLuker S.A comenzó a principios del siglo XX, cuando el chocolate se consideraba un lujo para Colombia. Durante muchos años, los fundadores de la empresa fueron pioneros en el desarrollo de lo que hoy se considera uno de los principales alimentos básicos del país. A través de la producción de un chocolate consistente de alta calidad para bebidas calientes, lidera el crecimiento de la industria del cacao en Colombia.

Hoy, 117 años después, el portafolio de CasaLuker S.A. supera las 1.000 referencias, 32 líneas, 80 mil clientes atendidos directamente, alianzas con las grandes multinacionales y presencia en varios países, con operación propia en algunos y exportación en otros. CasaLuker S.A cuenta en la actualidad con más de 2.000 empleados en Colombia y más de 800 entre países como Panamá y Venezuela.

Cien años después, para sus gerentes, las prioridades y los retos son incursionar en un mundo globalizado y seguir diversificando en productos de consumo masivo que hagan de CasaLuker S.A. una empresa de talla mundial.

Hoy CasaLuker S.A. es productor y distribuidor. Un productor de derivados de cacao, café y productos de aseo. Pero, al mismo tiempo, una gran empresa comercializadora y forjadora de alianzas. Estas alianzas comerciales empezaron hace más de 100 años cuando dos hombres, sin mayor experiencia, entran al negocio textil y a los pocos años, entre un bulto y otro de mantillas y pañolones, envían chocolate y maíz y le dan vida a la CasaLuker S.A. de hoy.

Una de las mejores alianzas es la de Team, el proyecto de aseo y posteriormente en el tema de los congelados. La gente común habla de CasaLuker S.A. como una compañía tradicional pero no hay tal. Estar en el mundo de los alimentos y que de la noche a la mañana empiece a producir detergentes, cepillos de dientes o lavalozas, por citar algunos, con la marca de La Joya, requiere mucho más capital y maquinaria: una mentalidad abierta al mundo. Lo de aseo fue muy agresivo culturalmente para esta compañía, y a eso se sumó la decisión de comprar otras marcas y

distribuir las, aunque fuesen producidas por terceros, como fue el caso de café soluble Aroma, jabón Cristalino, lavalozas Fassi y atún Vikingos.

La sumatoria de todo lo anterior da como resultado una compañía altamente diversificada, con una mentalidad de competencia abierta al mundo y a las nuevas demandas de los clientes.

Actualmente, a través del negocio de Luker Chocolate, CasaLuker S.A. como una empresa que se dedica a la elaboración de productos derivados del cacao, cuenta con un mercado que llega a más de 50 países, cuyos clientes cuentan con negocios de comercialización muy amplios tanto de alimentos como de bebidas, los cuales incluyen confiterías, panaderías, bocadillos y bebida muy elaboradas.

El incursionar en diferentes países de mundo le trae a CasaLuker S.A. nuevos retos a nivel financiero, para el caso puntual en las exportaciones corre un riesgo de pérdida que puede afectar sus finanzas y su rentabilidad. Ante esta situación, se hace necesario hablar de riesgo cambiario y se puede definir como esa diferencia positiva o negativa que puede surgir de las variaciones de la tasa de cambio en un periodo determinado González (2022). Como medida para mitigar el riesgo cambiario CasaLuker S.A. establece contratos de derivados financieros con los intermediarios del mercado cambiario (Bancolombia – Banco Davivienda – Banco de Occidente – Banco de Bogotá) y se debe principalmente a una estrategia de cobertura implementada en la organización con el fin de protegerse contra las fluctuaciones adversas en los precios de los activos subyacentes, en este caso puntual el cacao. El uso de los forwards le ha permitido a Casa Luker S.A garantizar en el futuro sus márgenes de beneficio al fijar los precios de los productos que vende. Esto es especialmente importante en industrias donde los márgenes son ajustados y las fluctuaciones de precios pueden tener un impacto significativo en la rentabilidad. A su vez, una de las motivaciones principales de Casa Luker S.A en la celebración de contratos forward es la posibilidad de planificar presupuestalmente los costos futuros y asegurar una rentabilidad en el caso de que los movimientos del mercado no estén a su favor.

7. Metodología

La investigación tiene un enfoque mixto (cualitativo y cuantitativo). Inicialmente a través del enfoque cualitativo lo que se busca es resaltar los beneficios, ventajas y desventajas que trae consigo la utilización de las coberturas financieras (Forwards) en Casa Luker S.A. Por otro lado, desde el enfoque cuantitativo el objetivo principal es analizar cuál es impacto financiero que se genera con los instrumentos financieros, tanto en el cubrimiento del riesgo cambiario como en las utilidades de la organización.

Con respecto a los métodos utilizados para dar alcance a la investigación se requiere una revisión de literatura de libros especializados, artículos científicos, documentos indexados y demás, referente a los instrumentos financieros, así como la comprensión de los procedimientos para el cubrimiento del riesgo cambiario en las exportaciones de cacao.

A continuación, se describe el uso de los métodos para dar cumplimiento a los objetivos específicos establecidos anteriormente:

Tabla 3*Fases y actividades para el desarrollo de la metodología de investigación.*

Objetivos Específicos	Métodos o actividades
Fase No. 1	
Mostrar el desempeño histórico de las estrategias de cobertura financiera con forward, específicamente en lo que respecta a los resultados financieros obtenidos.	Recopilar la información estadística de las ventas realizadas durante los años 2021 y 2022 por la empresa CasaLuker S.A.
	Obtener los resultados de las operaciones de cobertura financiera (Forwards) realizadas por CasaLuker S.A en el período comprendido entre los años 2021 y 2022.
Fase No. 2	
Analizar el riesgo cambiario cubierto asociado a las exportaciones de cacao de CasaLuker S.A.	Analizar la información histórica obtenida por Casa Luker S.A, referente a las operaciones de cobertura (Forwards) realizadas durante los años 2021 y 2022, identificando los resultados no operacionales obtenidos, es decir, si se trata de una ganancia o una pérdida.
	Realizar un paralelo de las operaciones forward celebradas y las exportaciones realizadas en dicho período con el fin de evaluar el resultado final de las coberturas financieras y el riesgo cubierto
Fase No. 3	
Comparar los resultados financieros de CasaLuker S.A. con cobertura y sin cobertura como medida de mitigación del riesgo cambiario.	Identificar los ingresos obtenidos por las ventas de cacao al exterior con sus correspondientes costos y gastos para llegar finalmente a una utilidad antes de impuestos. En este punto se analiza el efecto de la cobertura financiera en los resultados.
Fase No. 4	
Definir en la empresa objeto de estudio la mejor opción de cobertura entre Forwards y Opciones, para la mitigación del riesgo cambiario de acuerdo con los costos financieros	Solicitar cotizaciones a dos bancos de un monto específico para cobertura cambiaria en las modalidades de forward y opciones para comparar los costos financieros asociados entre ambos.

Nota: Elaboración propia de acuerdo con la metodología a aplicar.

Técnicas para el desarrollo de las fases de la investigación:

Objetivo No. 1: Mostrar el desempeño histórico de las estrategias de cobertura financiera con forward, específicamente en lo que respecta a los resultados financieros obtenidos.

- Recopilar los datos de ventas de la empresa CasaLuker S.A. para los años 2021 y 2022. Estos datos están almacenados en registros financieros, bases de datos y hojas de cálculo.
- Obtener información detallada sobre cada transacción, como la fecha de venta y el monto de la venta.
- Acceder a los contratos forward celebrados durante los años 2021. Con información del monto cubierto, la tasa de negociación y la tasa de cumplimiento del contrato, permitirá calcular el valor del resultado del instrumento financiero. La fórmula para aplicar es la siguiente $(Tasa\ forward - Tasa\ de\ cumplimiento) * Monto\ del\ contrato$.
- Análisis de los resultados.

Objetivo No 2: Analizar el riesgo cambiario cubierto asociado a las exportaciones de cacao de CasaLuker S.A.

- Recopilar todos los datos relevantes sobre las operaciones de forwards de Casa Luker S.A. Esto incluye contratos de forwards, fechas de inicio y vencimiento y tasas de cambio acordadas.
- De acuerdo con la estrategia de cobertura definida por Casa Luker S.A se define el porcentaje de riesgo cubierto para cada mes durante los años 2021 y 2022. La fuente principal de este dato es la elaboración de los presupuestos para cada año.
- Analizar el riesgo asociado a cada operación forwards. Esto implica evaluar cómo las operaciones de cobertura afectaron la exposición de Casa Luker S.A. a los riesgos cambiarios y si lograron mitigarlos de manera efectiva. Esto se logra aplicando el siguiente calculo: Diferencia entre la tasa de la venta y el promedio ponderado de la tasa forward de las operaciones realizadas durante el mes por el monto cubierto para luego comparar la sumatoria final con el P&G y determinar el riesgo cubierto.
- Análisis de los resultados.

Objetivo No. 3: Comparar los resultados financieros de CasaLuker S.A. con cobertura y sin cobertura como medida de mitigación del riesgo cambiario.

- Recopilar los datos de ventas de la empresa CasaLuker S.A. para los años 2021 y 2022.
- Acceder a la información de los costos en los que incurre a la organización en todo el proceso de exportación de cacao.
- Determinar cuales son los gastos de administración asociados a la estrategia de cobertura cambiaria (personal de CasaLuker S.A que interviene en la contratación de los forwards) y de ventas en todo lo que tiene que ver con la exportación de cacao.
- Por último, se obtiene el dato de la utilidad de la siguiente forma: Ventas – Costo de ventas- Gastos de administración y de ventas).
- Análisis de los resultados.

Objetivo No. 4: Definir en la empresa objeto de estudio la mejor opción de cobertura entre Forwards y Opciones, para la mitigación del riesgo cambiario de acuerdo con los costos financieros.

- Solicitar a los bancos cotizaciones a diferentes plazos y acorde al monto a cubrir. De acuerdo con esta información nos ofrecen las devaluaciones y las tasas del contrato tanto para los forwards como para las opciones.
- Definir el instrumento de cobertura cambiaria más apropiado para la organización a su costo financiero.

8. Desarrollo de la investigación

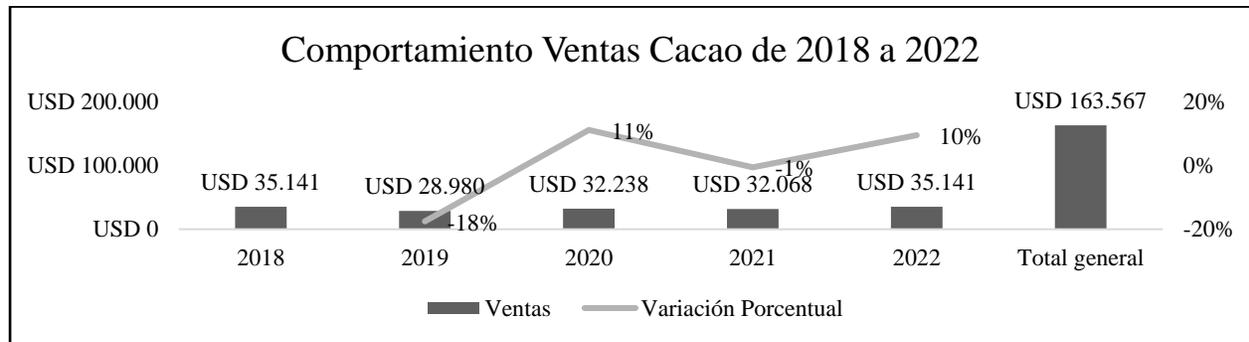
8.1 Mostrar el desempeño histórico de las estrategias de cobertura financiera con forward, específicamente en lo que respecta a los resultados financieros obtenidos.

8.1.1 Exportaciones de Cacao del 2018 a 2022:

En la siguiente figura podemos observar las variaciones en la exportación de cacao en grano que se han presentado durante los últimos 5 años en la empresa objeto de estudio. Estas variaciones se deben a factores internos como externos, por las políticas implementadas por los gobiernos de esos años o por cambios que trae consigo la globalización de los mercados internacionales:

Figura 4

Comportamiento ventas cacao de 2018 a 2022



Nota: Elaboración propia. Datos empresa CasaLuker S.A

Los ingresos que se obtuvieron producto de la exportación de cacao en grano en el año 2018 fue de USD \$ 35.141.000 y con respecto al año 2019 se presentó una variación del -18% y se debió principalmente al comportamiento que se tuvo durante de los meses de enero a mayo período en el cual se tuvo un decrecimiento en la producción de cacao producto de las condiciones climáticas de intensas lluvias presentadas en el último semestre de 2018 que afectaron negativamente la florecencia de los árboles. Para el año 2020 las ventas incrementaron un 11% en comparación con el año 2019 alcanzando unas ventas de USD \$ 32.238.000. Con respecto al año 2022, las ventas alcanzaron los USD \$ 35.141.000. Los mercados principales son España, Argentina, Estados Unidos, México, Rusia, Trinidad y Tobago, entre otros.

8.1.2 Resultados de las operaciones de cobertura financiera (Forwards) realizadas por CasaLuker S.A en el período comprendido entre los años 2021 y 2022.

En la siguiente tabla se exponen los datos de las ventas realizadas en el año 2021, los montos que se cubrieron a través de los contratos de cobertura con los intermediarios del mercado cambiario y los resultados obtenidos a nivel de P&G.

Tabla 4

P&G Coberturas Financieras 2021.

Mes	Ventas	Monto Cubierto	P&G Cobertura Financiera
Enero	USD 1.694.674	USD 1.169.500,00	-\$ 5.145.270
Febrero	USD 1.416.184	USD 1.037.105,00	-\$ 2.985.654
Marzo	USD 2.799.771	USD 1.428.995,00	-\$ 143.630.577
Abril	USD 2.104.867	USD 580.000,00	-\$ 103.035.120
Junio	USD 2.352.304	USD 1.256.000,00	-\$ 210.921.840
Julio	USD 2.212.185	USD 1.162.400,00	-\$ 358.819.256
Agosto	USD 2.629.878	USD 1.388.661,00	-\$ 377.429.473
Septiembre	USD 2.366.075	USD 2.114.339,00	-\$ 419.262.018
Octubre	USD 3.254.605	USD 1.900.000,00	-\$ 237.300.190
Noviembre	USD 2.631.113	USD 1.632.000,00	-\$ 517.749.200
Diciembre	USD 2.933.589	USD 1.500.000,00	-\$ 543.047.500
Total	USD 26.395.244	USD 15.169.000	-COP 2.919.326.098

Nota: Elaboración propia. Datos empresa CasaLuker S.A

CasaLuker S.A, durante el año 2021 realizó ventas al exterior por USD \$ 26.395.244, pero dentro su estrategia de cobertura financiera solo decidió cubrir el 57% lo que equivale a USD \$ 15.169.000 y se debe principalmente a decisiones financieras basadas en el presupuesto para la vigencia de ese año. Con base en el presupuesto, se realizan las estimaciones necesarias para la medición del riesgo cambiario al que está expuesta CasaLuker S.A y proponen diferentes alternativas para mitigarlo. La estrategia de cobertura financiera se basa principalmente en contar con información financiera suficiente y oportuna que permita analizar la rentabilidad del negocio y tomar decisiones encaminadas al cubrimiento del riesgo cambiario. Para llegar a los resultados de la cobertura financiera, es decir el P&G, se realiza el siguiente cálculo: Resultado = (Tasa

forward - Tasa de vencimiento) x Monto del contrato. De esta manera, definimos si corresponde recibir fondeo por parte del intermediario del mercado cambiario (ganancia) o si por el contrario CasaLuker S.A deberá fondear al banco (pérdida).

Con respecto a los resultados y teniendo en cuenta la estrategia de cobertura implementada por CasaLuker S.A la cual se basa principalmente en el presupuesto, las pérdidas que se obtienen cuando se cumple el forward están incluidas dentro de la proyección, quizás la organización hubiese podido obtener más ganancias asumiendo una posición de apostador y estar expuesto a los movimientos volátiles del mercado, pero esa no es la estrategia que implementada en la organización, al contrario, la posición de la empresa es conservadora buscando cubrir sus operaciones de las fluctuaciones de la tasa de cambio.

Para el año 2022, los resultados que se obtuvieron se representan en la siguiente tabla:

Tabla 5

P&G Coberturas Financieras 2022.

Mes	Ventas	Monto Cubierto	P&G Cobertura Financiera
Julio	USD 2.574.849	USD 1.289.000,00	-\$ 496.872.260
Agosto	USD 3.563.126	USD 2.661.000,00	-\$ 149.184.490
Septiembre	USD 3.583.954	USD 2.600.000,00	-\$ 261.709.650
Octubre	USD 2.815.920	USD 2.550.000,00	-\$ 1.055.995.410
Noviembre	USD 2.354.936	USD 2.300.000,00	-\$ 1.448.907.000
Diciembre	USD 3.710.182	USD 3.100.000,00	-\$ 1.556.070.500
Total, general	USD 18.602.967	USD 14.500.000	-COP 4.968.739.310

Nota: Elaboración propia. Datos empresa CasaLuker S.A

Durante el año 2022, la empresa decidió mantener una posición apostadora durante los meses de enero a junio. Según las proyecciones realizadas en el presupuesto la Tasa Representativa del Mercado (TRM), se mantendría sobre los \$ 3.800 y la empresa decidió no cubrirse en ese primer semestre del año 2022. Los resultados obtenidos en ventas para ese año fueron de USD \$ 36.073.078, lo que evidencia un incremento del 37% comparado con el año 2021. Si analizamos el P&G de las coberturas financieras la empresa obtuvo un resultado de COP \$ -4.968.739.310, pero está pérdida no significa que la estrategia de cobertura no está siendo efectiva, teniendo en

cuenta que el objetivo principal de los instrumentos financieros es asegurar a la organización un flujo de caja futuro y aportar a la consecución de una adecuada y efectiva planeación financiera.

A través de estudio histórico de las estrategias de cobertura financiera con forward pueden ayudar a comprender cómo estas estrategias han mitigado los riesgos financieros en el pasado. Esto es esencial para la gestión adecuada de riesgos en entornos empresariales y financieros. Adicional, esta información puede ser utilizada por empresas y entidades financieras para tomar decisiones informadas en cuanto a la implementación de estrategias de cobertura financiera. Esto puede conducir a una gestión más eficiente de los recursos y la reducción de riesgos financieros no deseados.

8.2 Analizar el riesgo cambiario cubierto asociado a las exportaciones de cacao de CasaLuker S.A.

Para el desarrollo de este objetivo analizaremos la posición conservadora de CasaLuker S.A al cubrir un porcentaje mes a mes de sus operaciones de ventas de cacao en riesgo. Para este punto es muy importante que la organización cuente con presupuestos elaborados con la mayor exactitud posible, teniendo en cuenta todas las variables y consideraciones pertinentes. Para este punto es muy importante que la empresa realice un seguimiento constante a las cifras presupuestadas y garantizar que estos datos coincidan con la información real. Si esto no se garantiza, la estrategia de cobertura financiera puede no ser efectiva para el comportamiento actual y se deban realizar las correcciones pertinentes.

8.2.1 Ventas, resultado coberturas financieras y riesgo cambiario años 2021 y 2022.

En las siguientes tablas, se muestra el resumen de las operaciones de realizadas durante el primer y segundo semestre del año 2021. Esta tabla se detallan las ventas realizadas mes a mes, los montos que se cubrieron, los resultados de las operaciones forward contratadas (P&G) y el riesgo cubierto por parte de CasaLuker S.A de acuerdo con el presupuesto y a su posición conservadora. Para el año 2021, se aseguró en promedio un cubrimiento del riesgo del 63% de las ventas de cacao realizadas a clientes del exterior lo que equivale a un total de USD \$ 16.672.624 en contratos

forward con los diferentes intermediarios del mercado cambiario. En las exportaciones de cacao y en cualquier actividad económica de exportación las tasas de cambio pueden fluctuar significativamente en el corto plazo debido a factores económicos, políticos y eventos globales y al mantener una posición conservadora CasaLuker S.A al fijar el tipo de cambio al que se realizarán las transacciones de exportación, la empresa puede tener una mejor previsibilidad de los ingresos que obtendrá por sus exportaciones de cacao. Esto facilita la planificación financiera y reduce la incertidumbre.

Figura 5

Cubrimiento riesgo cambiario primer semestre 2021.

Mes	Enero de 2021	Febrero de 2021	Marzo de 2021	Abril de 2021	Junio de 2021
Valor total ventas	USD 1.694.674	USD 1.416.184	USD 2.799.771	USD 2.104.867	USD 2.352.304
TRM Venta	\$ 3.483,37	\$ 3.556,90	\$ 3.631,93	\$ 3.657,28	\$ 3.824,44
Valor COP	\$ 5.903.173.711,00	\$ 5.037.225.057,00	\$ 10.168.575.635,00	\$ 7.698.082.541,00	\$ 8.996.236.580,00
Valor Venta Cubierta	USD 1.208.648	USD 1.062.138	USD 1.399.885	USD 526.217	USD 1.176.152
Valor Venta sin Cubrir	USD 486.026	USD 354.046	USD 1.399.885	USD 1.578.650	USD 1.176.152
Monto Cubierto con IMC	USD 1.169.500	USD 1.037.105	USD 1.428.995	USD 580.000	USD 1.256.000
Tasa Strike Ponderada	\$ 3.462,22	\$ 3.554,71	\$ 3.537,19	\$ 3.490,81	\$ 3.509,11
Tasa Cierre Ponderada	\$ 3.466,62	\$ 3.557,59	\$ 3.637,70	\$ 3.668,46	\$ 3.677,04
Diferencia TF y TV	-\$ 4,40	-\$ 2,88	-\$ 100,51	-\$ 177,65	-\$ 167,93
Ingreso Venta Cubierta	\$ 4.189.924.953,09	\$ 3.778.647.679,33	\$ 5.092.359.328,74	\$ 1.930.404.499,79	\$ 4.324.760.543,30
Ingreso Venta sin Cubrir	\$ 1.684.867.562,66	\$ 1.259.549.226,44	\$ 5.092.359.328,74	\$ 5.791.213.499,38	\$ 4.324.760.543,30
Ventas Totales	\$ 5.874.792.515,75	\$ 5.038.196.905,77	\$ 10.184.718.657,48	\$ 7.721.617.999,17	\$ 8.649.521.086,59
PYG	-\$ 5.145.270,00	-\$ 2.985.653,55	-\$ 143.630.576,90	-\$ 103.035.120,00	-\$ 210.921.840,00
Resultado Venta Cubierta	\$ 25.559.084,60	\$ 2.328.831,78	\$ 132.633.202,07	\$ 87.596.820,04	\$ 203.175.665,56
Riesgo Cubierto	\$ 20.413.814,60	-\$ 656.821,77	-\$ 10.997.374,83	-\$ 15.438.299,96	-\$ 7.746.174,44
% Riesgo Cubierto	75%	75%	50%	25%	50%
% Riesgo No Cubierto	25%	25%	50%	75%	50%

Nota: Elaboración propia. Datos empresa CasaLuker S.A

Para determinar el resultado final de cada una de las coberturas, se toma la tasa forward definida en el momento del contrato y se establece la diferencia con la TRM del día siguiente al vencimiento y este resultado se multiplica por el monto cubierto. Con esta operación se establece el P&G de cada una de las operaciones. El resultado de las ventas cubiertas se estima estableciendo la diferencia entre la tasa de la venta y el promedio ponderado de la tasa forward de las operaciones realizadas durante el mes por el monto cubierto para luego comparar la sumatoria final con el P&G.

Figura 6*Cubrimiento riesgo cambiario segundo semestre 2021.*

Mes	Julio de 2021	Agosto de 2021	Septiembre de 2021	Octubre de 2021	Noviembre de 2021	Diciembre de 2021
Valor total ventas	USD 2.212.185	USD 2.629.878	USD 2.366.075	USD 3.254.605	USD 2.631.113	USD 2.933.589
TRM Venta	\$ 3.439,30	\$ 3.904,37	\$ 3.824,62	\$ 3.768,91	\$ 4.034,85	\$ 3.968,82
Valor COP	\$ 7.608.357.843,00	\$ 10.268.011.712,15	\$ 9.049.338.618,00	\$ 12.266.328.532,00	\$ 10.616.144.948,00	\$ 11.642.876.259,00
Valor Venta Cubierta	USD 1.216.702	USD 1.709.420	USD 2.011.163	USD 2.766.414	USD 1.894.402	USD 1.701.482
Valor Venta sin Cubrir	USD 995.483	USD 920.457	USD 354.911	USD 488.191	USD 736.712	USD 1.232.107
Monto Cubierto con IMC	USD 1.162.400	USD 1.388.661	USD 2.114.339	USD 1.900.000	USD 1.632.000	USD 1.500.000
Tasa Strike Ponderada	\$ 3.516,59	\$ 3.621,59	\$ 3.640,37	\$ 3.640,39	\$ 3.608,64	\$ 3.602,11
Tasa Cierre Ponderada	\$ 3.825,28	\$ 3.893,39	\$ 3.838,67	\$ 3.765,28	\$ 3.925,89	\$ 3.964,14
Diferencia TF y TV	-\$ 308,69	-\$ 271,79	-\$ 198,29	-\$ 124,89	-\$ 317,25	-\$ 362,03
Ingreso Venta Cubierta	\$ 4.654.222.276,59	\$ 6.655.432.614,56	\$ 7.720.186.208,89	\$ 10.416.327.094,56	\$ 7.437.212.758,43	\$ 6.744.917.020,71
Ingreso Venta sin Cubrir	\$ 3.808.000.044,48	\$ 3.583.694.484,77	\$ 1.362.385.801,57	\$ 1.838.175.369,63	\$ 2.892.249.406,06	\$ 4.884.250.256,38
Ventas Totales	\$ 8.462.222.321,06	\$ 10.239.127.099,33	\$ 9.082.572.010,46	\$ 12.254.502.464,19	\$ 10.329.462.164,49	\$ 11.629.167.277,09
PYG	-\$ 358.819.256,00	-\$ 377.429.473,24	-\$ 419.262.017,88	-\$ 237.300.190,00	-\$ 517.749.200,00	-\$ 543.047.500,00
Resultado Venta Cubierta	\$ 384.601.220,40	\$ 483.384.916,37	\$ 370.554.477,58	\$ 355.563.038,45	\$ 496.405.669,10	\$ 623.941.436,20
Riesgo Cubierto	\$ 25.781.964,40	\$ 105.955.443,13	-\$ 48.707.540,30	\$ 118.262.848,45	-\$ 21.343.530,90	\$ 80.893.936,20
% Riesgo Cubierto	55%	65%	85%	85%	72%	58%
% Riesgo No Cubierto	45%	35%	15%	15%	28%	42%

Nota: Elaboración propia. Datos empresa CasaLuker S.A

Actualmente Casa Luker S.A, para determinar el porcentaje de riesgo a cubrir, realiza un seguimiento constante a su presupuesto y lo compara con los datos reales, es decir, con las condiciones del mercado y los resultados de la estrategia de cobertura. De acuerdo con este análisis ajusta la estrategia según sea necesario para garantizar que siga siendo efectiva.

Para el año 2022, en el primer semestre Casa Luker S.A, opta por una posición de apostador. En el presupuesto para ese año definió una TRM de \$ 3700 y en el seguimiento al comportamiento de esta refleja datos por encima de ese valor. Para ese primer semestre la TRM promedio fue de \$ 3.914 según datos del Banco de la República, por ende, los resultados en cuanto a ingresos estuvieron por encima de lo presupuestado. Para el segundo semestre de este año, la compañía decidió tomar una posición conservadora y cubrirse de las volatilidades del mercado cambiario. En ese período se vivía una tensión por la expectativa sobre los resultados de las elecciones presidenciales, lo que generó un movimiento de alzas y bajas de la divisa en ese período. Mejía (2021).

Figura 7*Cubrimiento riesgo cambiario segundo semestre 2022.*

Mes	Julio de 2022	Agosto de 2022	Septiembre de 2022	Octubre de 2022	Noviembre de 2022	Diciembre de 2022
Valor total ventas	USD 2.574.849	USD 3.563.126	USD 3.583.954	USD 2.815.920	USD 2.354.936	USD 3.710.182
TRM Venta	\$ 4.446,48	\$ 4.318,50	\$ 4.436,34	\$ 4.691,07	\$ 4.947,13	\$ 4.789,63
Valor COP	\$ 11.449.009.731,00	\$ 15.387.365.114,00	\$ 15.899.626.373,00	\$ 13.209.683.193,00	\$ 11.650.173.616,24	\$ 17.770.404.499,00
Valor Venta Cubierta	USD 1.287.425	USD 2.672.344	USD 2.687.966	USD 2.534.328	USD 2.354.936	USD 3.116.553
Valor Venta sin Cubrir	USD 1.287.425	USD 890.781	USD 895.989	USD 281.592	USD 0	USD 593.629
Monto Cubierto con IMC	USD 1.289.000	USD 2.661.000	USD 2.600.000	USD 2.550.000	USD 2.300.000	USD 3.100.000
Tasa Strike Ponderada	\$ 4.066,63	\$ 4.264,72	\$ 4.334,14	\$ 4.273,82	\$ 4.332,86	\$ 4.289,66
Tasa Cierre Ponderada	\$ 4.452,10	\$ 4.320,78	\$ 4.434,80	\$ 4.687,94	\$ 4.962,82	\$ 4.791,62
Diferencia TF y TV	-\$ 385,47	-\$ 56,06	-\$ 100,66	-\$ 414,12	-\$ 629,96	-\$ 501,96
Ingreso Venta Cubierta	\$ 5.731.746.461,74	\$ 11.546.617.518,15	\$ 11.920.593.700,14	\$ 11.880.778.237,90	\$ 11.687.126.041,88	\$ 14.933.345.151,57
Ingreso Venta sin Cubrir	\$ 5.731.746.461,74	\$ 3.848.872.506,05	\$ 3.973.531.233,38	\$ 1.320.086.470,88	\$ -	\$ 2.844.446.695,54
Ventas Totales	\$ 11.463.492.923,49	\$ 15.395.490.024,20	\$ 15.894.124.933,53	\$ 13.200.864.708,78	\$ 11.687.126.041,88	\$ 17.777.791.847,11
PYG	-\$ 496.872.260,00	-\$ 149.182.070,00	-\$ 261.709.656,00	-\$ 1.055.995.397,10	-\$ 1.448.907.000,00	-\$ 1.556.070.513,00
Resultado Venta Cubierta	\$ 489.023.354,02	\$ 143.724.366,74	\$ 274.690.128,20	\$ 1.057.442.009,42	\$ 1.446.562.228,32	\$ 1.558.173.994,93
Riesgo Cubierto	-\$ 7.848.905,98	-\$ 5.457.703,26	\$ 12.980.472,20	\$ 1.446.612,32	-\$ 2.344.771,68	\$ 2.103.481,93
% Riesgo Cubierto	50%	75%	75%	90%	100%	84%
% Riesgo No Cubierto	50%	25%	25%	10%	0%	16%

Nota: Elaboración propia. Datos empresa CasaLuker S.A

Para el segundo semestre del año 2022, CasaLuker S.A realizó un cubrimiento cambiario promedio del 79% y firmó contratos de cobertura financiera con los bancos por USD \$ 14.653.551.

Aunque los resultados de las coberturas financieros alcanzaron salidas de dinero por COP \$ - 4.968.736.810, esta situación no se puede interpretar como algo desfavorable para la organización, debemos tener en cuenta que el objetivo de los instrumentos financieros no es asegurar una rentabilidad superior, lo que se traduce en ganancias, sino, proteger a la organización de movimientos adversos que pueden afectar a la organización.

Con el desarrollo de este objetivo, queda claro que un estudio del riesgo cambiario implica el análisis de la volatilidad de las divisas involucradas en las exportaciones de cacao. Esto podría proporcionar información valiosa sobre las monedas en las que CasaLuker S.A. y otras organizaciones operan y les ayudaría a tomar decisiones informadas sobre cómo cubrirse contra las fluctuaciones en el tipo de cambio. Adicional, el enfoque aplicado por CasaLuker S.A. con las estrategias de cobertura en la industria del cacao podría proporcionar información valiosa sobre las mejores prácticas y lecciones aprendidas en la gestión del riesgo cambiario.

8.3 Comparar los resultados financieros de CasaLuker S.A. con cobertura y sin cobertura como medida de mitigación del riesgo cambiario.

Para el desarrollo de este objetivo se analizará el impacto de los instrumentos de cobertura financiera en el estado de resultados, tomando como referencia datos reales del año 2022. En este punto se analizará la utilidad generada en los meses de julio a diciembre teniendo en cuenta el impacto que se genera trasladando el resultado de la cobertura, es decir el P&G (ganancia o pérdida) al costo.

Tabla 6

Estado de Resultados julio de 2022.

	Sin Cobertura	Con Cobertura Forward
Ventas Netas	\$ 11.449.009.731	\$ 11.449.009.731,00
Costo de Ventas	-\$ 6.180.856.684	-\$ 6.677.728.944
Utilidad Bruta	\$ 5.268.153.047	\$ 4.771.280.787
Gastos de Administración	\$ -	-\$ 23.580.000
Gastos de Ventas	-\$ 160.000.000	-\$ 160.000.000
Utilidad Operacional	\$ 5.108.153.047	\$ 4.587.700.787
Ingresos Financieros	\$ -	\$ -
Subtotal Otros Ingresos Financieros	\$ -	\$ -
Gastos Financieros	\$ -	\$ -
Subtotal Gastos Financieros	\$ -	\$ -
Utilidad antes de Impuestos	\$ 5.108.153.047	\$ 4.587.700.787

Nota: Elaboración propia. Datos empresa CasaLuker S.A

Resultado sin cobertura cambiaria: Para el mes de Julio del 2022, la utilidad antes de impuestos llegó a **\$ 5.108 M**, un resultado mejor que con la utilización de los instrumentos de cobertura cambiaria. Esto se debe principalmente al buen comportamiento de las variables macroeconómicas. Cabe destacar, que si el mercado no hubiese estado a favor de la empresa las perdidas por diferencia en cambio hubiesen sido considerables.

Resultado con cobertura cambiaria: En el escenario con la utilización del forward como instrumento de cobertura se obtuvo una utilidad de **\$ 4.588 M** y se tuvieron en cuenta los gastos

de administración que corresponden a aquellas erogaciones que la empresa debe cancelar al personal que se encarga de realizar las negociaciones y a establecer las estrategias de cobertura financiera. Para los gastos de venta se consideró un gasto promedio mensual de lo que la empresa paga por todo lo relacionado con las ventas al exterior. Con respecto a los gastos financieros estos se mantienen en \$ 0, teniendo en cuenta que el costo de la utilización del forward se encuentra inmerso en la tasa y al final ese gasto va a influir en el resultado del forward.

Tabla 7

Estado de Resultados agosto de 2022

	Sin Cobertura	Con Cobertura Forward
Ventas Netas	\$ 15.387.365.114	\$ 15.387.365.114,00
Costo de Ventas	-\$ 10.472.305.477	-\$ 10.621.487.547
Utilidad Bruta	\$ 4.915.059.637	\$ 4.765.877.567
Gastos de Administración	\$ -	-\$ 23.580.000
Gastos de Ventas	-\$ 160.000.000	-\$ 160.000.000
Utilidad Operacional	\$ 4.755.059.637	\$ 4.582.297.567
Ingresos Financieros	\$ -	\$ -
Subtotal Otros Ingresos Financieros	\$ -	\$ -
Gastos Financieros	\$ -	\$ -
Subtotal Gastos Financieros	\$ -	\$ -
Utilidad antes de Impuestos	\$ 4.755.059.637	\$ 4.582.297.567

Nota: Elaboración propia. Datos empresa CasaLuker S.A

En el anterior estado de resultado se exponen los dos escenarios, sin cobertura y con cobertura cambiaria. Cuando analizamos el escenario sin cobertura cambiaria evidenciamos que los gastos de administración están en cero, teniendo en cuenta que este rubro solo adquiere un valor cuando existe personal orientado a la implementación y ejecución de una estrategia de cobertura. Cuando la empresa decide cubrirse con forward asegura el ingreso en el momento de la venta y el P&G que paga la empresa al intermediario del mercado cambiario representa un costo de oportunidad.

Cuando la empresa decide no cubrirse implica estar expuesta a las variaciones del mercado y esta situación tiene un impacto directo en el estado de resultados al no tener contemplado el alto riesgo en el que se incurre cuando se negocia en los mercados internacionales.

Cuando la organización decide implementar una estrategia de cobertura, uno de los aspectos más importantes a considerar son las condiciones actuales de los mercados. Si la empresa decide mitigar el riesgo cambiario y asegurar un ingreso en el momento de la venta lo mejor que puede hacer es realizar un contrato forward teniendo en cuenta que es el de menor costo y asegura un cubrimiento alto en cuanto a las variaciones del mercado.

Tabla 8

Estado de Resultados septiembre de 2022

	Sin Cobertura	Con Cobertura Forward
Ventas Netas	\$ 15.899.626.373	\$ 15.899.626.373,00
Costo de Ventas	-\$ 10.668.876.194	-\$ 10.930.585.850
Utilidad Bruta	\$ 5.230.750.179	\$ 4.969.040.523
Gastos de Administración	\$ -	-\$ 23.580.000
Gastos de Ventas	-\$ 160.000.000	-\$ 160.000.000
Utilidad Operacional	\$ 5.070.750.179	\$ 4.785.460.523
Ingresos Financieros	\$ -	\$ -
Subtotal Otros Ingresos Financieros	\$ -	\$ -
Gastos Financieros	\$ -	\$ -
Subtotal Gastos Financieros	\$ -	\$ -
Utilidad antes de Impuestos	\$ 5.070.750.179	\$ 4.785.460.523

Nota: Elaboración propia. Datos empresa CasaLuker S.A

Cuando la organización decide contratar un instrumento de cobertura está protegiendo las posibles ganancias que puede tener en el futuro. Como podemos evidenciar en el escenario sin cobertura la utilidad antes de impuestos es mayor, pero eso no implica que en todos los períodos el mercado va a estar a favor de la empresa, la volatilidad constante que se presenta en los mercados financieros puede traer pérdidas considerables a la organización.

Tabla 9*Estado de Resultados octubre de 2022*

	Sin Cobertura	Con Cobertura Forward
Ventas Netas	\$ 13.209.683.193	\$ 13.209.683.193,00
Costo de Ventas	-\$ 8.228.413.617	-\$ 9.284.409.014
Utilidad Bruta	\$ 4.981.269.576	\$ 3.925.274.179
Gastos de Administración	\$ -	-\$ 23.580.000
Gastos de Ventas	-\$ 160.000.000	-\$ 160.000.000
Utilidad Operacional	\$ 4.821.269.576	\$ 3.741.694.179
Ingresos Financieros	\$ -	\$ -
Subtotal Otros Ingresos Financieros	\$ -	\$ -
Gastos Financieros	\$ -	\$ -
Subtotal Gastos Financieros	\$ -	\$ -
Utilidad antes de Impuestos	\$ 4.821.269.576	\$ 3.741.694.179

Nota: Elaboración propia. Datos empresa CasaLuker S.A

Para el mes de octubre del año 2022, el resultado en el P&G fue de COP -\$ 1.056 M, y este impactó directamente en el costo de ventas, pero la empresa no ve esto como algo negativo, al contrario, tiene en cuenta que el objetivo principal de los instrumentos de cobertura es asegurar un flujo de caja futuro y de esta manera facilitar una adecuada planeación financiera.

Tabla 10*Estado de Resultados noviembre de 2022*

	Sin Cobertura	Con Cobertura Forward
Ventas Netas	\$ 11.650.173.616	\$ 11.650.173.616,24
Costo de Ventas	-\$ 6.805.725.689	-\$ 8.254.632.689
Utilidad Bruta	\$ 4.844.447.927	\$ 3.395.540.927
Gastos de Administración	\$ -	-\$ 23.580.000
Gastos de Ventas	-\$ 160.000.000	-\$ 160.000.000
Utilidad Operacional	\$ 4.684.447.927	\$ 3.211.960.927
Ingresos Financieros	\$ -	\$ -
Subtotal Otros Ingresos Financieros	\$ -	\$ -
Gastos Financieros	\$ -	\$ -
Subtotal Gastos Financieros	\$ -	\$ -
Utilidad antes de Impuestos	\$ 4.684.447.927	\$ 3.211.960.927

Nota: Elaboración propia. Datos empresa CasaLuker S.A

Si analizamos el P&G de las coberturas financieras, el resultado puede ser positivo o negativo dependiendo de las condiciones del mercado. Para el mes de noviembre la empresa tuvo un flujo de caja de COP \$ -1.449 M a favor de los intermediarios del mercado cambiario. Una forma de solventar esa salida de dinero es contar con volúmenes de exportaciones altos y de esta manera se compensan los costos que trae consigo el uso de los derivados financieros.

Tabla 11

Estado de Resultados diciembre de 2022:

	Sin Cobertura	Con Cobertura Forward
Ventas Netas	\$ 17.770.404.499	\$ 17.770.404.499,00
Costo de Ventas	-\$ 9.841.285.177	-\$ 11.397.355.690
Utilidad Bruta	\$ 7.929.119.322	\$ 6.373.048.809
Gastos de Administración	\$ -	-\$ 23.580.000
Gastos de Ventas	-\$ 160.000.000	-\$ 160.000.000
Utilidad Operacional	\$ 7.769.119.322	\$ 6.189.468.809
Ingresos Financieros	\$ -	\$ -
Subtotal Otros Ingresos Financieros	\$ -	\$ -
Gastos Financieros	\$ -	\$ -
Subtotal Gastos Financieros	\$ -	\$ -
Utilidad antes de Impuestos	\$ 7.769.119.322	\$ 6.189.468.809

Nota: Elaboración propia. Datos empresa CasaLuker S.A

Para el mes de diciembre las exportaciones de cacao fueron las representativas del año 2022, alcanzaron los \$ 17.770 M y esto se debe a la buena acogida que tiene el cacao en los mercados internacionales. Este gran volumen de ventas compensa el resultado en el P&G de las coberturas financieras incrementando el costo en \$ 1.556 M. Por otro lado, es claro que la utilización de las coberturas financieras a través de los forwards asegura los ingresos en el futuro y la mitigación del riesgo cambiario.

8.4 Definir en la empresa objeto de estudio la mejor opción de cobertura entre Forwards y Opciones, para la mitigación del riesgo cambiario de acuerdo con los costos financieros

En esta última etapa de la investigación analizaremos cual es la mejor opción que puede tener la organización a la hora de elegir un instrumento de cobertura cambiaria teniendo en cuenta su costo financiero. A continuación, expondremos una cotización a diferentes plazos que nos otorgó el Banco Davivienda.

Tabla 12

Cotización Forwards:

Monto	Spot Cliente	Fecha	Dev Cliente	Días	Tasa Forward
100.000,00	4.000,00	sábado, 16 de septiembre de 2023	12,00%	7	\$ 4.008,70
100.000,00	4.000,00	domingo, 24 de septiembre de 2023	11,75%	15	\$ 4.018,30
100.000,00	4.000,00	lunes, 9 de octubre de 2023	11,50%	30	\$ 4.035,95
100.000,00	4.000,00	martes, 7 de noviembre de 2023	10,60%	59	\$ 4.065,68
100.000,00	4.000,00	sábado, 9 de diciembre de 2023	9,70%	91	\$ 4.093,40
100.000,00	4.000,00	domingo, 7 de enero de 2024	9,25%	120	\$ 4.118,05
100.000,00	4.000,00	martes, 6 de febrero de 2024	8,85%	150	\$ 4.141,86
100.000,00	4.000,00	martes, 16 de enero de 2024	8,40%	182	\$ 4.164,15
100.000,00	4.000,00	viernes, 7 de junio de 2024	7,80%	272	\$ 4.230,27
100.000,00	4.000,00	miércoles, 17 de julio de 2024	7,50%	365	\$ 4.300,00

Nota: Cotización suministrada por el Banco Davivienda Colombia.

Cuando la organización celebra contratos Forward no existen comisiones o tarifas adicionales que la empresa debe pagarle al intermediario del mercado cambiario, en este caso el Banco Davivienda. El costo de adquirir un contrato forward está inmerso en la devolución.

Tabla 13*Cotización Opciones:*

Davivienda vende Put ATMS			
Strike	Fecha	Prima	Prima Total
4.000,00	sábado, 16 de septiembre de 2023	31,48	3.148.000,00
4.000,00	domingo, 24 de septiembre de 2023	40,02	4.002.000,00
4.000,00	lunes, 9 de octubre de 2023	50,76	5.076.000,00
4.000,00	martes, 7 de noviembre de 2023	61,46	6.146.000,00
4.000,00	sábado, 9 de diciembre de 2023	73,52	7.352.000,00
4.000,00	domingo, 7 de enero de 2024	80,37	8.037.000,00
4.000,00	martes, 6 de febrero de 2024	86,32	8.632.000,00
4.000,00	martes, 16 de enero de 2024	92,34	9.234.000,00
4.000,00	viernes, 7 de junio de 2024	113,91	11.391.000,00
4.000,00	miércoles, 17 de julio de 2024	118,23	11.823.000,00

Nota: Cotización suministrada por el Banco Davivienda Colombia.

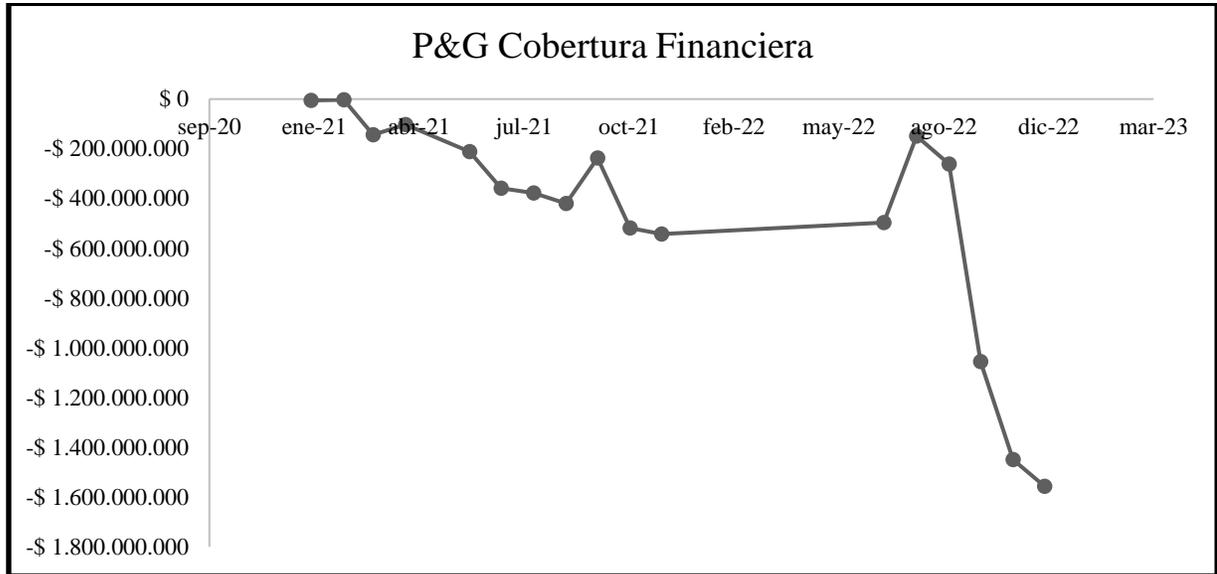
Cuando la empresa decide optar por la compra de una opción, en este caso PUT, en ese momento su rentabilidad se detiene, pero es consciente de que, si el mercado fluctúa a favor de la empresa, la rentabilidad puede aumentar. Esta situación positiva solo se logra con la compra de un derecho, lo cual representa un costo financiero que se traduce en prima. En la tabla anterior, se define el costo de la prima para cada vencimiento y a medida que este aumenta, el valor de la prima también. Teniendo en cuenta lo anterior, la opción más recomendada para la organización en cuanto al costo financiero es el uso de los forwards, aunque existe un costo que está implícito en la tasa forward, es mucho menor, que el costo que se debe asumir cuando se contrata una opción.

9. Discusión de resultados

- De forma inicial, se realizó un análisis de las pérdidas y ganancias obtenidas de la realización de las operaciones de coberturas financieras durante los años 2021 y 2022. En la siguiente gráfica se plasman los resultados.

Figura 8

P&G Cobertura Financiera 2021 y 2022



Nota: Elaboración propia. Datos empresa CasaLuker S.A

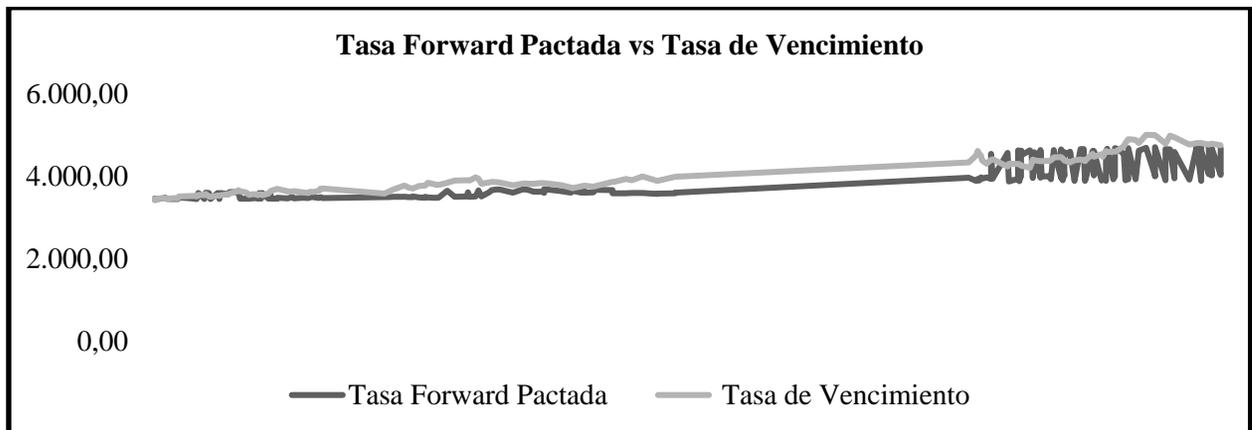
Como se puede evidenciar los resultados obtenidos en cuanto al P&G durante el año 2022 no fueron positivos. CasaLuker S.A tuvo una pérdida \$ 4.968 M y esto se debió a una tendencia alcista en la TRM para el segundo semestre del año 2022. Pero debe tener en cuenta que las coberturas forward no se usaron para generar mayores ganancias, sino para buscar la estabilidad en los resultados y en los flujos de caja que procuraran minimizar la exposición al riesgo. Con esto se reafirma, que al utilizar un instrumento de cobertura financiera las empresas buscan es limitar su exposición a eventos que pongan en peligro la rentabilidad y su permanencia en el tiempo. El objetivo de las coberturas financieras no es generar ganancias sino limitar pérdidas.

- Casa Luker S.A, dentro de su estrategia de cobertura financiera, que como se indicaba en los apartados anteriores se basa principalmente en la disposición del presupuesto, el cual se aprueba

por parte de la Junta Directiva en el mes de noviembre de cada año y que regirá para el siguiente, en el se definen unas variables importantes como la proyección de las exportaciones de cacao a clientes del exterior y la tasa representativa con la cual se liquidarán esas ventas en la contabilidad, una función importante del área de riesgos y commodities es realizar la contratación de las coberturas financieras con los intermediarios del mercado cambiario a una tasa forward que esté muy cercana a la tasa presupuesto y que está a su vez esté correlacionada con la tasa de la venta. En la siguiente gráfica, se evidencia la relación entre la tasa forward y la tasa de liquidación del forward.

Figura 9

Tasa Forward Pactada vs Tasa de Vencimiento



Nota: Elaboración propia. Datos empresa CasaLuker S.A

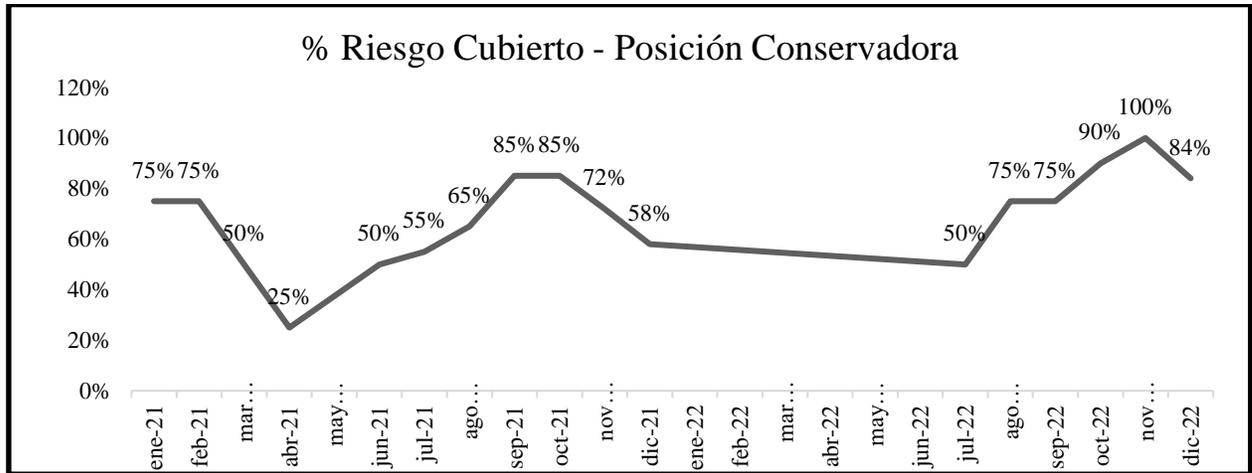
Como se evidencia en la figura No. 7, la estrategia de cobertura financiera utilizada por CasaLuker S.A y que se asocia directamente con el presupuesto le permite realizar contrataciones de instrumentos financieros (forwards) a una tasa que cubre las variaciones del mercado.

En la ejecución de la estrategia para el cubrimiento del riesgo cambiario, CasaLuker S.A asume una posición conservadora, es decir, busca medidas para protegerse de las fluctuaciones en las tasas de cambio de divisas, pero lo hace de manera cautelosa y limitada, es decir, protege el capital para mantener la estabilidad financiera, en lugar de buscar ganancias especulativas. Prefiere minimizar las pérdidas en lugar de maximizar las ganancias. Es por ello, que durante los años 2021

y 2022 realizó coberturas parciales asegurando sus operaciones en riesgo. En la siguiente gráfica se relaciona el comportamiento de esa posición.

Figura 10

% Riesgo cubierto - Posición conservadora.



Nota: Elaboración propia. Datos empresa CasaLuker S.A

Como se puede evidenciar, el comportamiento de la posición no es lineal y se debe principalmente al seguimiento constante que la compañía realiza a las variaciones del mercado y que la animan a cubrir aquellas posiciones que se pueden ver afectadas por dichas volatilidades. Por su parte, los contratos de cobertura pueden ser a corto plazo o tener una duración limitada, lo que permite revisar y ajustar la estrategia en función de las condiciones del mercado.

Cuando analizamos las variaciones en el estado de resultados en los meses de julio a diciembre de 2022 con cobertura, el resultado en la utilidad antes de impuestos no es tan positiva comparándola con el escenario sin cobertura. En la siguiente figura se muestra el resultado de la utilidad generada.

Figura 11

Estado de Resultados con Cobertura Financiera 2022.

	jul-22	ago-22	sep-22	oct-22	nov-22	dic-22
	Con Cobertura Forward					
Ventas Netas	\$ 11.449.009.731,00	\$ 15.387.365.114,00	\$ 15.899.626.373,00	\$ 13.209.683.193,00	\$ 11.650.173.616,24	\$ 17.770.404.499,00
Costo de Ventas	-\$ 6.677.728.944,00	-\$ 10.621.487.547,00	-\$ 10.930.585.850,00	-\$ 9.284.409.014,00	-\$ 8.254.632.689,00	-\$ 11.397.355.690,00
<i>Utilidad Bruta</i>	\$ 4.771.280.787,00	\$ 4.765.877.567,00	\$ 4.969.040.523,00	\$ 3.925.274.179,00	\$ 3.395.540.927,00	\$ 6.373.048.809,00
Gastos de Administración	-\$ 23.580.000,00	-\$ 23.580.000,00	-\$ 23.580.000,00	-\$ 23.580.000,00	-\$ 23.580.000,00	-\$ 23.580.000,00
Gastos de Ventas	-\$ 160.000.000,00	-\$ 160.000.000,00	-\$ 160.000.000,00	-\$ 160.000.000,00	-\$ 160.000.000,00	-\$ 160.000.000,00
<i>Utilidad Operacional</i>	\$ 4.587.700.787,00	\$ 4.582.297.567,00	\$ 4.785.460.523,00	\$ 3.741.694.179,00	\$ 3.211.960.927,00	\$ 6.189.468.809,00
Ingresos Financieros	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
<i>Subtotal Otros Ingresos Financieros</i>	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Gastos Financieros	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
<i>Subtotal Gastos Financieros</i>	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
<i>Utilidad antes de Impuestos</i>	\$ 4.587.700.787,00	\$ 4.582.297.567,00	\$ 4.785.460.523,00	\$ 3.741.694.179,00	\$ 3.211.960.927,00	\$ 6.189.468.809,00

Nota: Elaboración propia. Datos empresa CasaLuker S.A

En este resultado, se debe tener muy en cuenta el objetivo que se busca con los instrumentos financieros derivados, es el de asegurar una correcta planeación financiera y facilitarle a la empresa flujos de caja positivos. Teniendo en cuenta los resultados obtenidos en la presente investigación se recomienda a las organizaciones que dentro de su flujo operacional tienen operaciones en moneda extranjera, utilizar los instrumentos financieros como una forma de cubrirse de las volatilidades del mercado.

10. Conclusiones

- En respuesta a la hipótesis, **“El uso de los contratos forward en CasaLuker S.A tienen un impacto positivo en las utilidades producto de sus exportaciones de cacao”**, se concluye con base en los resultados obtenidos en el desarrollo del objetivo específico “Comparar los resultados financieros de CasaLuker S.A. con cobertura y sin cobertura como medida de mitigación del riesgo cambiario” y en este se evidencia que el resultado de la cobertura financiera aumenta o disminuye las utilidades dependiendo del P&G que arroje el instrumento en el momento de su cumplimiento. Se debe tener en cuenta que cuando las empresas adoptan una posición conservadora y deciden cubrirse de las variaciones del tipo de cambio, lo hacen teniendo en cuenta su presupuesto, es decir las utilidades que se esperan obtener en la vigencia de ese presupuesto ya están contempladas y es a lo que apuntan las compañías. Si el mercado presenta un movimiento bajista, la empresa mediante el instrumento de cobertura ya tiene fijado su flujo de caja futuro, por ende, sus utilidades y su rentabilidad se mantendrán. Por el contrario, si el mercado presenta un movimiento alcista, la compañía tomará ese resultado como un resultado de oportunidad. Con esto se concluye que el uso de los contratos forward en CasaLuker S.A tienen un impacto positivo en las utilidades producto de sus exportaciones de cacao.
- La estrategia de utilizar contratos forward como cobertura en las exportaciones de cacao en CasaLuker S.A., ha tenido un potencial fuerte para la mitigación del riesgo cambiario, permitiendo de esta manera mejorar la estabilidad financiera de la empresa a lo largo del tiempo. Los resultados financieros obtenidos en los años 2021 y 2022, aunque generó erogaciones de dinero importantes, evidencian que los forwards no son instrumentos de apuesta que ayuden a las organizaciones a aumentar sus utilidades o ganancias en el futuro, al contrario, a través de estos, se procura minimizar la exposición al riesgo generando estabilidad en los resultados y garantizando flujos de caja futuros. Por otra parte, si la empresa cuenta con una política de cobertura que le permita tomar una posición de riesgo conservadora, puede cubrir aquellas ventas a niveles de presupuesto y de esta manera enfocar los recursos de la empresa al cumplimiento de los objetivos organizacionales generando valor a la compañía.

- Cuando las empresas optan por tomar una posición conservadora en sus operaciones de comercio exterior, buscan cubrir el riesgo cambiario en al menos el 50%, unas más, otras menos y esto va a depender de la estrategia de cobertura que se tiene definida y con base a la exposición a las volatilidades del mercado. Otro aspecto importante que se debe considerar para garantizar un impacto positivo en la estrategia de cobertura a través de los forwards es la exactitud de los presupuestos, ya que por medio de estos se tienen en cuenta diferentes variables y consideraciones importantes como los comportamientos históricos que ayudan a predecir desempeños teniendo en cuenta cifras certeras.

- Cuando el efecto de la cobertura financiera es trasladado al estado de resultados nos podemos encontrar con una disminución en las utilidades de la organización en el caso de que el resultado sea negativo, ya que, de acuerdo con las políticas contables definidas por la empresa, este puede imputar directamente en el costo. Pero si la organización cuenta con una estrategia de cobertura basada en el presupuesto de ventas, este efecto no afecta la estabilidad de la organización. En este sentido, una posición de apostador ayuda a generar mayores utilidades, pero esto implica estar expuesto a movimientos repentinos del mercado que pueden afectar considerablemente los resultados de la organización. Es esencial que la empresa gestione de manera eficiente estos contratos y evalúe continuamente sus costos y beneficios para garantizar que sean una estrategia efectiva a largo plazo.

- El portafolio de instrumentos financieros en Colombia ha venido creciendo constantemente, pero sin duda alguna, tanto el gobierno nacional como los intermediarios del mercado cambiario, deben idear estrategias para que este mercado crezca y de esta manera facilitar el crecimiento económico del país. Cuando se presenta desconocimiento en el manejo de los instrumentos de cobertura nos encontramos ante un problema del sector real y más aún cuando no se tienen claros cuáles son los aspectos a nivel legal que este campo involucra. El crecimiento que ha tenido el manejo de los instrumentos de cobertura en los últimos años ha sido lento, pero se prevé un incremento en los próximos años que ha comparación de otros países puede ser no tan significativo, pero es de resaltar los esfuerzos que hacen las empresas por involucrarse con el mercado cambiario.

- Cuando las empresas deciden implementar una estrategia de cobertura, al momento de elegir un instrumento financiero, lo primero es comprender la naturaleza del riesgo cambiario de la organización antes que pensar en los costos. Si el riesgo es predecible y de largo plazo, los Forwards pueden ser la mejor opción. Por otro lado, si el riesgo es más impredecible o a corto plazo, las Opciones pueden ser más adecuadas. También es de suma importancia que la empresa realice un seguimiento constante de su estrategia de cobertura, independientemente de si elige Forwards u Opciones. Evaluar regularmente el desempeño de la estrategia y ajustarla según sea necesario es esencial.

11. Limitaciones de la investigación

- La disponibilidad de datos precisos y oportunos sobre las operaciones de exportación y las estrategias de cobertura de CasaLuker S.A., no es tan inmediata. Se requirió autorización por parte de la Gerencia del negocio para tener acceso a la información y tener vía libre para su revisión y análisis.
- Las estrategias de cobertura financiera de Casa Luker S.A., están influenciadas por factores internos, como la gestión financiera y la tolerancia al riesgo. Estos factores pueden ser difíciles de cuantificar y analizar.
- Es posible que existan variables no consideradas en la investigación que también afectan las decisiones de cobertura financiera, como las relaciones con los proveedores, las políticas internas de la empresa y otros factores específicos de CasaLuker S.A.

12. Bibliografía

Alarcón Garzón, Diana Patricia. 2014. Las opciones financieras: una alternativa para mitigar el riesgo de la volatilidad en los precios de los productos agropecuarios con análisis del café y cacao en el departamento de Antioquia. 2014.

Alfaro, Laura. 2023. Firms, Currency Hedging and Financial Derivatives. 2023.

Angulo Castro, A. A., Gómez Brito, D. C., & Ramírez Sarmiento, D. C. 2018. Estrategias de cobertura para mitigar el riesgo cambiario en el sector cafetero colombiano. 2018.

Arboleda, Natalia Cañas. 2006. Perspectivas del Mercado de Derivados en Colombia Retraso derivado del desconocimiento. Medellín : s.n., 2006.

Arranz, David Gómez. 2022. Mercado de productos derivados. Opciones financieras . Valladolid, España : s.n., 2022.

Barreda, Mario Manuel Guardia. 2022. La negociación y la efectividad de los contratos forward en grandes empresas industriales. Lima : s.n., 2022.

Botero, Santiago de Jesús Buriticá. 2022. Impacto de la gestión de riesgo cambiario en la generación de valor : caso aplicado a una empresa colombiana intensiva en tecnología. Cali : s.n., 2022.

Carvajal, Kevin Acevedo. 2022. Consideraciones sobre el uso de instrumentos financieros derivados dentro de una estrategia de cobertura cambiaria para empresas dentro del régimen de zonas francas. Costa Rica : s.n., 2022.

Castañeda, Hernán. 2023. La importancia y el impacto de los derivados financieros en el siglo XXI. Pereira : s.n., 2023.

Castillo, Yamid Lancheros. 2015. El dólar y la relación con diferentes factores económicos para Colombia en el año 2016. Bogotá : s.n., 2015.

Cespedes, Nilda Lizarme. 2020. Riesgo cambiario y la rentabilidad de empresas importadoras de Lima Metropolitana período 2019. Lima, Perú : s.n., 2020.

Correa, Hernán Darío Castañeda. 2023. La importancia y el impacto de los derivados financieros en el siglo XXI. Pereira : s.n., 2023.

Das, Jyoti Prakash. 2023. The dynamic effect of corporate financial hedging on firm value: The case of Indian MNCs. India : s.n., 2023.

Díaz, Elda Molina. 2022. Derivados financieros en países subdesarrollados. Variantes poco usuales para la cobertura de riesgos de variación de precios de las mercancías. Cuba : s.n., 2022.

Echeverry, Daniel Fernando Sánchez. 2022. Estrategia de Cobertura para la gestión del riesgo de tipo de cambio en la empresa vallecaucana Prompack SAS. Cali : s.n., 2022.

Espinosa, Sofía González. 2021. Análisis de implementación de instrumentos derivados para impulsar la comercialización del aguacate. Medellín : s.n., 2021.

Fuente, Alfredo Flores de la. 2022. El Riesgo cambiario en tiempos de Covid-19. México : s.n., 2022.

Fuertes, César Barrasa. 2022. El Big Data en la valoración de Credit Default Swaps. Madrid, España : s.n., 2022.

Gabarre, Maria Elena Sánchez. 2023. Influencia de los incertidumbre de política económica en las cotizaciones de la Bolsa de Valores de Panamá. España : s.n., 2023.

Galindo, Mariano Pérez. 2022. Análisis del mercado forward para divisas. Cartagena : s.n., 2022.

García, Álvaro Valencia. 2021. La Innovación en los Mercados Financieros. Madrid : s.n., 2021.

Gómez, Maria Camila Varón. 2022. Estrategia de cobertura para la gestión del riesgo de tipo de cambio en la empresa Vallecaucana Prompack SAS. Cali : s.n., 2022.

Gómez, Pablo Andres Duque. 2023. La influencia del dólar en la economía colombiana: retos y perspectivas. Pereira : s.n., 2023.

González, Fernando Charola. 2022. Métodos de cobertura del riesgo de tipo de cambio. Madrid : s.n., 2022.

Ictus, Jaime. 2023. Incidencia de la cooperación internacional de la Unión Europea en el sector agroindustrial en el municipio de El Doncello - departamento de Caquetá a través del proyecto Territorios Caqueteños Sostenibles para la Paz - (2018- 2022). Bogotá : s.n., 2023.

Junguito, Roberto. 2020. Fedesarrollo: 50 años de Influencia en la Política Agropecuaria. Bogotá : s.n., 2020.

Lasso, Luis Gabriel Cobaleda. 2022. Análisis Económico de las Exportaciones de Cacao en Colombia durante el periodo 2010-2020. Neiva : s.n., 2022.

Leyes, Andrés Felipe Gálvez. 2022. Viabilidad de un swap de tasa de interés y su impacto en los estados financieros de la empresa Colombia Natural Health (CHN). Pereira : s.n., 2022.

Maquilón, Gardenia Michelle Bejarano. 2022. Propuesta de políticas públicas para fortalecer la cadena de valor de extractos y aceites vegetales, período 2021 – 2025. Ecuador : s.n., 2022.

Martínez, Ángela Fernanda Beltrán. 2023. Protección de la industria nacional en el sector agrícola. Bogotá : s.n., 2023.

Masini, Luciana Florencia. 2022. Introducción al mercado de derivados "Fututos y Opciones". San Luis Argetina : s.n., 2022.

Mejía, Jaime Alberto Ospina. 2021. Comportamiento esperado de la tasa de cambio en Colombia para finales del 2021 y perspectivas 2022. Bogotá : s.n., 2021.

Molina, Leidy Katerine Rojas. 2020. Importancia de la capacitación financiera en el desarrollo y profundización del mercado de derivados colombiano. Bogotá : s.n., 2020.

Moraga, Bárbara Arelis Sáez. 2020. El impacto que tienen los contratos de coberturas frente al riesgo cambiario en Chile. Concepción Chile : s.n., 2020.

Nosirjon, Anvarjonov. 2022. Derivative financial instruments as risk hedging. Uzbekistán : s.n., 2022.

Pacheco, Jorge Agustin Ruiz. 2014. Cacao y su aporte al desarrollo colombiano. Bogotá : s.n., 2014.

Pantanetti, Mariano. 2022. Operaciones con Futuros Financieros. s.l. : Argentina, 2022.

Perdomo, Brayan Esthic Azuero. 2021. Encadenamientos productivos en el turismo con carácter rural y el cacao en Colombia como socio de los países de la Alianza del Pacífico. Bogotá : s.n., 2021.

Posada, Catalina Guerra. 2023. Viabilidad de aplicar smart contracts en los contratos marco locales de derivados financieros. Medellín : s.n., 2023.

Quintana, Eidy Carolina Palomino. 2020. Uso de los derivados financieros de las MiPymes exportadoras de Colombia. Cundinamarca : s.n., 2020.

Quintero, María Liliana. 2004. El mercado mundial del cacao. 2004.

Reina, Jason Steve Pulido. 2022. Conceptos clave del mercado de capitales. Bogotá : s.n., 2022.

Rodríguez, Juan Nicolás Cerón. 2020. Instrumentos financieros, aplicación en las PYMES Colombianas. 2020.

Rubio, Óscar Bajo. 2001. Crisis cambiarias: Teoría y evidencia. España : s.n., 2001.

Sánchez, Juliana Restrepo. 2010. Mitigación del riesgo cambiario para exportadores e importadores colombianos. Envigado : s.n., 2010.

Sanchez, Katherine Alexandra Sanchez. 2022. Análisis del contrato forward en la empresa Alicorp S.A. Lima : s.n., 2022.

Sierra, Diana Camila. 2016. El Cacao como producto líder en la sustitucion de cultivos ilicitos en el proceso posconflicto . Bogotá : s.n., 2016.

Varón Gómez, M. C., & Sánchez Echeverry. 2022. Estrategia de cobertura para la gestión del riesgo de tipo de cambio en la empresa Vallecaucana Prompack SAS. 2022.

Vásquez, Felipe Trujillo. 2022. Estrategia de cobertura financiera para mitigar el riesgo cambiario a través de opciones, forwards y futuros para el sector del cannabis medicinal en Colombia. Medellín. : s.n., 2022.

Vicente, Francisco José Alcalá. 2022. Instrumentos financieros vinculados a la inflación y su uso para la cobertura de riesgos. Barcelona, España : s.n., 2022.

Vohra, Suprita. 2019. Effectiveness of developed and emerging market FX options in active currency risk management. Singapore : s.n., 2019.

Zelada, Anthony Braian Cueva. 2022. Contrato forward y su influencia en la rentabilidad de la empresa importadora Direpja Import y Servicios Generales E.I.R.L, Piura, año 2020. Lima, Peru : s.n., 2022.

Zhong, Manqi. 2023. The Case Study Used to Analyze How to Use Financial Derivative to Hedge Foreign Exchange Risk. Chengdu, China : s.n., 2023.

Zocola, Gerardo Enrique. 2009. Contratos de Opciones: Un resguardo para acotar la incertidumbre en el resultado. España : s.n., 2009.