



Os intelectuais e eruditos têm tendência para acreditar que as ideias vêm primeiro e que, depois, estas conduzirão a novas realidades: políticas, sociais e económicas. Isto, por vezes, acontece, mas são excepções. Em regra, a teoria não precede a prática – o seu papel é estruturar e codificar a prática já vivida. O seu papel é converter os casos isolados e atípicos em regras e sistemas e, desta forma, em algo que possa ser apreendido, ensinado e aplicado.

Na sociedade e nas organizações de hoje, as pessoas trabalham muito mais com o conhecimento do que com as competências, que diferem numa característica fundamental – o conhecimento transforma-se a si mesmo, as competências mudam muito lentamente. O conhecimento torna-se obsoleto muito rapidamente, sendo incontornável para qualquer profissional que queira manter a sua empregabilidade voltar à escola regularmente, pelo menos de quatro em quatro anos – por outro lado, o conhecimento sem competências, não é produtivo.

Isto significa que o equipamento da aprendizagem, da competência, da experiência que cada um adquire no seu processo de formação, não é suficiente para a nossa actual esperança e estilo de vida e consequente duração do percurso profissional.

Todos nós mudamos ao longo da nossa vida. Não nos princípios e valores. Mas tornamo-nos pessoas diferentes, com necessidades diferentes. Com capacidades diferentes e perspectivas diferentes. E, consequentemente, com uma necessidade de reinventarmos a nossa própria existência.

Teremos todos, mais cedo ou mais tarde, de fazer algo diferente por nós, não apenas descobrir uma nova *fonte de energia*, mas sim uma verdadeira *transplantação* da nossa atitude perante a sociedade, perante os outros, perante os desafios e as oportunidades.

Uma coisa é certa: estamos a enfrentar anos de mudanças profundas. As empresas têm de estar preparadas para a mudança constante. Já não será possível considerar a criatividade e a inovação, desde logo associadas ao empreendedorismo, como algo de periférico à gestão. A inovação empreendedora e sustentável é, hoje, o centro da gestão. A função da organização é *fazer o conhecimento funcionar* – nos instrumentos, métodos e processos; no trabalho de concepção; no próprio conhecimento. Com inovação. E com critérios de sustentabilidade.

## Felipe Herranz Martín

Profesor de Economía Financiera y Contabilidad de la UAM  
Coordinador del Foro AECA de Instrumentos Financieros

## Las coberturas contables y de gestión en la innovación financiera

Las operaciones de cobertura constituyen una de las herramientas que la creciente innovación financiera, desarrollada en las últimas décadas, ha puesto a disposición de las empresas, con el objetivo de ‘mitigar riesgos’.

Es posible que la experiencia adquirida a lo largo de estos años nos permita apreciar con mayor facilidad los aspectos conceptuales y los efectos económicos de estas operaciones que, en sus inicios, eran más difíciles de percibir dentro de la vorágine de las novedades terminológicas y comerciales.

Hoy día, no sorprende ya que se diferencien claramente las coberturas contables y las coberturas de gestión; tema al que nos vamos a referir en las líneas siguientes.

### Coberturas contables

En una primera aproximación, nos encontramos con una cobertura contable cuando una determinada operación, de acuerdo con los criterios establecidos en la norma contable: i) cumple los requisitos de cobertura y ii) es documentada y declarada como tal por la empresa.

Cuando se dan estas circunstancias, la norma contable determinará un tratamiento contable específico de tal operación, distinto del que le correspondería de no tratarse de una cobertura contable.

El tratamiento contable específico está orientado a reducir la volatilidad de los resultados y, si es posible, del patrimonio neto. Para ello, dicho tratamiento permitirá que los efectos de la partida cubierta y la operación de cobertura coincidan en la cuenta de resultados del mismo período. Coincidencia que no se hubiese producido sin aplicar las reglas especiales de la contabilización de coberturas.

Los requisitos más importantes que las normas contables establecen para que una operación de cobertura sea considerada como tal, pueden resumirse como sigue: i) La partida cubierta figura en el balance o se trata de una operación futura altamente probable, ii) La partida cubierta está sujeta a variaciones de valor razonable o a variaciones de flujos de efectivo, como consecuencia de oscilaciones futuras del mercado, iii) El instrumento de cobertura está sujeto a las mismas variaciones, pero con signo contrario, quedando demostrada su efectividad compensatoria y iv) La operación de cobertura es documentada debidamente y es declarada como tal por parte de la empresa en el momento de su reconocimiento.

Sin embargo, que una operación cumpla todos los requisitos para que sea contabilizada como cobertura, no garantiza que se trate realmente de una cobertura desde el punto de vista de la gestión de la empresa. Asimismo, pueden darse operaciones que representen una cobertura desde el punto de vista de la gestión de la empresa y no se traten contablemente como tales. Veamos algunas causas.

### Limitaciones técnicas de las normas contables

En efecto, la primera razón por la que se pueden producir diferencias, entre coberturas contables y coberturas de gestión, viene dada por las propias limitaciones técnicas de las normas contables, que pueden permitir, por lo menos, redundancias, discrecionalidades e imprecisiones.

### Redundancias

La partida a cubrir puede estar ya cubierta por otra operación ya realizada o altamente probable. El antiguo SFAS 80 ame-

ricano [párrafo 4.a]<sup>1</sup> contemplaba esta circunstancia de manera que, para reconocer contablemente una cobertura, había que demostrar que la partida a cubrir no estaba ya cubierta de algún modo, desde una visión global de la empresa.

Este requisito no aparece ni en el FAS 133 ni en el IAS 39, ni en sus posteriores modificaciones. Sin embargo, probablemente, dicha cautela no fue eliminada porque no fuera técnicamente impecable, sino simplemente por la dificultad de su aplicación práctica.

Por lo tanto, puede darse el caso de que la empresa realice una operación que cumpla los requisitos de una cobertura contable, la declare y la contabilice como tal y, sin embargo, lo que realmente esté haciendo es ‘desmontar’ una cobertura previamente existente.

### *Discrecionalidades*

Una operación que cumpla todos los requisitos para contabilizarse como cobertura, solo se contabilizará como tal si la empresa la documenta y la declara. Es decir, las coberturas contables, además de cumplir unos requisitos técnicos, tienen un componente adicional discrecional: la decisión de la empresa.

Elo implica que una empresa que realiza una operación que cumple todos los requisitos establecidos en la normativa contable para que sea contabilizada como cobertura, puede optar por contabilizarla como tal o no, simplemente decidiendo si la documenta y declara o no.

En estas circunstancias, una posible cobertura en la que los criterios contables y de gestión pudieran confluir, no parecería como tal en los estados financieros si la empresa no la declara.

### *Imprecisiones*

Existen varios tipos de coberturas contables. Los más frecuentes son los de valor razonable y los de flujos de efectivo. Sin embargo, hay que tener en cuenta que cuando se ‘mitiga’ uno de estos riesgos, se ‘exacerba’ el otro. Es cierto que el FAS 133 lo menciona claramente en sus bases para conclusiones [principalmente párrafos 356 y 357]<sup>2</sup> pero a veces no se presta la suficiente atención a este aspecto.

Con esta aclaración, el propio FAS 133 reconoce que permite ambos tipos de coberturas, siempre que se cumplan los requisitos establecidos, pero que ello no garantiza que la cobertura elegida por la empresa sea la adecuada a efectos de su gestión [párrafo 352]<sup>3</sup>. Como es lógico, la norma contable supone que la empresa tiene un modelo de gestión de riesgos debidamente estudiado, definido y aprobado y que solo llevará a cabo las operaciones de cobertura que se adecuen al mismo. No se ocupa de prevenir que la empresa

pueda realizar, documentar y declarar operaciones que cumplan los requisitos contables de cobertura y que, sin embargo, no sean acordes con la política de la empresa. Menos aún de que la política no sea adecuada.

Todos estos elementos, entre otros, dan lugar a importantes diferencias entre las coberturas contables y las coberturas de gestión.

### **Las coberturas de gestión**

En este artículo únicamente se hace referencia a los riesgos relacionados con los instrumentos financieros, sin analizar riesgos físicos o de otra índole. Aun así, con independencia de lo que las normas contables establezcan, no es nada fácil determinar la situación de riesgo de una empresa y definir las políticas adecuadas para mitigarlo, en la medida de lo posible.

En efecto, muchos riesgos financieros de una empresa, frecuentemente, están vinculados con sus propias oportunidades. Por ello, las políticas de gestión de riesgos deben ser cautelosas, realistas y, sobre todo, definidas con el entendimiento y la aprobación pertinente al más alto nivel global de la empresa. Las percepciones parciales pueden dar lugar a decisiones no ya equivocadas –eso puede pasar siempre– sino mal fundamentadas innecesariamente.

Entre los elementos que podríamos identificar para analizar las tácticas más frecuentes de gestión de riesgos financieros podríamos hablar de: la evaluación global, las expectativas de una partida y el margen asegurado.

### *Evaluación global*

Como antes se ha mencionado, las normas contables no exigen la evaluación global de la exposición a un riesgo de una partida para que se ésta pueda ser cubierta y se contabilice como tal. Es decir, la partida puede estar ya cubierta y, sin embargo, no se impide la cobertura contable.

Sin embargo, esa posible debilidad de las normas contables no pasa de ser adjetiva, siempre que la empresa no olvide lo sustantivo: cuando vaya a definir una operación de cobertura, desde el punto de vista de gestión, debe realizar inexorablemente esa evaluación global. Las normas contables no son, ni pretenden ser, asesores financieros de la empresa. No representan una excusa para que la empresa deje de evaluar adecuadamente su verdadera exposición a un determinado riesgo, antes de tomar cualquier tipo de decisión para modificarlo.

Por lo tanto, cualquier táctica que no tenga en consideración esta precaución básica, posiblemente esté mal fundamentada<sup>4</sup>. Es muy importante evitar otra excusa frecuente –la complejidad–, para soslayar la discusión y aprobación expresa de las políticas de gestión de riesgos financieros de la empresa por parte de sus más altos estamentos.

1 “... In determining if this condition is met (the item to be hedged exposes the Enterprise to price or interest rate risk), the enterprise shall consider whether others assets, liabilities, firm commitments, and anticipated transactions already offset or reduce the exposure”.

2 El párrafo 356 se inicia de este modo: “Fair value exposures and cash flow exposures often are mutually exclusive, and hedging to reduce one exposure generally increases the other”.

3 “... The Board also believes that some aspects of ‘risk management’ are hard to distinguish from speculation or ‘position taking’ ...”

4 Sobre evaluación global de sensibilidad puede verse: [http://www.aeca.es/fait/articulos/losderivadosyelriesgodemercado\\_fherranz.pdf](http://www.aeca.es/fait/articulos/losderivadosyelriesgodemercado_fherranz.pdf).





### *Las expectativas de una partida*

Otro elemento a tener en cuenta –aunque se haya evaluado globalmente el riesgo– se refiere a las coberturas que únicamente cambian el perfil de riesgo de la empresa, sin reducirlo. Es decir, la partida o la posición financiera neta que está sujeta a pérdidas si se produce una determinada evolución de un precio, estará sujeta a beneficios si se produce la evolución contraria. Este básico elemento, a veces no se tiene en consideración suficientemente.

En efecto, si la partida o posición neta no está relacionada con otras operaciones existentes o futuras, solo se debería cambiar el perfil de riesgo, contratando el futuro o el forward apropiado, si la empresa tiene la fundada expectativa de que la evolución de precios será desfavorable a su posición actual y, por lo tanto, favorable al nuevo perfil de riesgo. En caso contrario, se trataría simplemente de ‘tomar una posición’, que saldrá bien o mal. No tiene un fundamento económico de cobertura, aunque cumpla los requisitos de las normas contables para ser tratada como tal.

En estos casos, la empresa debe evaluar, adicionalmente, otras alternativas tales como: i) Mantener el perfil de riesgo actual, ii) Contratar una opción para, a cambio de un coste conocido, quedar ‘a cubierto’ de cualquier evolución de precios, iii) Contratar un futuro o un forward con un nocional equivalente al 50% de la partida o posición neta sujeta a riesgo, etc.

La tercera alternativa, insuficientemente estudiada, tiene un alto valor en casos de incertidumbre total: siempre se acertará con la mitad de la posición. Por ello, en algunos casos, puede resultar más barata que la contratación de una opción, con efectos netos de cobertura cercanos.

### *El margen asegurado*

En este punto vamos a tratar lo que se podría definir como la cobertura genuina. Se trata de utilizar una cobertura para garantizar un margen. Es decir, cuando existen dos operaciones principales con referencias de cálculo distintas o fechas de fijación de precios diferentes, que presentan un margen positivo con los niveles de precio actuales, puede asegurarse ese margen cambiando el perfil de riesgo de una de esas operaciones.

Un ejemplo sencillo puede verse en el caso de contratar simultáneamente: i) un activo sujeto a tipo de interés variable, más un margen M y ii) un pasivo, con los mismos importes y vencimientos, determinado con un tipo de interés fijo, menos un margen N. Si la empresa contrata un swap de tipos de interés apropiado (cobro fijo, pago variable) mantendrá su margen (M+N) cualquiera que sea la evolución de los tipos de interés. Se trata de una cobertura genuina.

Otro ejemplo podemos verlo en el caso de una empresa que tiene que presentar a otra un presupuesto fijo para la construcción de un bien. Si entre los factores de coste que se precisan para dicha construcción, existe alguno sujeto a volatilidad de precios que deba ser comprado en el futuro, por ejemplo un commodity, la empresa debería contratar un fu-

turo o un forward apropiado en el momento en el que es aceptado su presupuesto. De esta forma, dejará garantizado, por lo menos respecto este factor coste, el margen calculado en la operación. Otra garantía genuina.

### **Conclusiones**

Por lo tanto, es muy importante que las empresas diferencien claramente las coberturas contables y las de gestión. Las primeras vienen dadas por las normas contables. Las segundas deben seguir los criterios económicos marcados y aprobados por la empresa. No sería bueno para una empresa que las posibles facilidades o dificultades de contabilización, que la norma contable aplicable pudiera presentar respecto a una operación concreta, determinara la decisión de que sea contratada o no dicha operación. La empresa debe dar prioridad a su gestión, aunque las normas contables no la reflejen adecuadamente en el corto plazo. El beneficio y los flujos de caja de la empresa, a largo plazo, que es lo más relevante, siempre vendrán dados por el acierto en su gestión, con independencia de las normas contables.

Debe evitarse esa noticia que frecuentemente ha saltado a la prensa: La sociedad X ha experimentado ‘muchos’ millones de pérdidas en operaciones de cobertura. Es algo así como que nos dijeran que los bomberos han producido incendios.

La razón de esta paradoja, posiblemente, viene dada por: i) el insuficiente entendimiento que existe sobre las coberturas de gestión, ii) la falta de una evaluación adecuada de la sensibilidad, iii) el insuficiente conocimiento previo de la alta dirección, iv) las inadecuadas políticas de segregación de funciones y v) la inadecuada interpretación de las normas contables.

Afortunadamente, los directivos de las empresas, cada vez mejor preparados, están evitando la mayoría de los problemas planteados.

En todo caso, algunas sugerencias pueden ser de utilidad para finalizar el artículo:

- 1) Las empresas deben definir adecuadamente su política de gestión de riesgos financieros, incluyendo coberturas.
- 2) Dichas políticas, antes de ser puestas en práctica, deben ser entendida y aprobadas por la alta dirección.
- 3) La empresa debe dar prioridad a su gestión, frente a lo establecido en las normas contables. Evidentemente, también puede tener sus políticas contables –dentro de las normas- siempre que no interfieran las decisiones de gestión.
- 4) Sería bueno que las normas contables internacionales volvieran a plantearse la posibilidad de eliminar la contabilización especial de coberturas, en línea con lo propuesto por el JWG<sup>5</sup> a finales del año 2000. La generalización del uso del valor razonable para la valoración de todos los instrumentos financieros eliminaría las operaciones de ‘arbitraje contable’ que, a veces, lamentablemente, pueden ir en contra de la adecuada gestión de la empresa.

<sup>5</sup> El párrafo 7.16 de las Bases para Conclusiones es muy revelador..