«Project finance» y contabilidad de coberturas: el test de eficacia

El desarrollo de la financiación de *project finance* relacionada, entre otros, con la construcción de autopistas, las infraestructuras de gas, las plantas de gestión de residuos o la industria petroquímica ha ido de la mano de la necesidad de contratar coberturas de tipos de interés o de cambio, con implicaciones en el ámbito de la contabilidad de coberturas y el test de eficacia.

Ignacio Blasco

Estrategias de cobertura en *project finance*

La financiación asociada a *project finance* suele ir referenciada a tipos de interés variable e, incluso, puede designarse en moneda distinta de la funcional de la concesionaria. Para mitigar estos riesgos de tipos de interés o de tipos de cambio, se contratan instrumentos financieros. En lo que a cobertura de riesgos de tipos de interés se refiere, conviene resaltar que el clausulado de los contratos de financiación puede exigir la contratación de dichos instrumentos financieros por, al menos, un porcentaje del importe financiado. También la empresa puede optar por contratar instrumentos de cobertura como fruto de la propia política de gestión de riesgos de la dirección financiera de la entidad (véanse gráficos «Esquema con el gráfico de las estrategias de cobertura de flujos de efectivo de tipos de interés» y «Esquema con el gráfico de las estrategias de cobertura de flujos de efectivo de tipos de cambio»).

En general, se presupone que los derivados financieros se contratan como de no cobertura, salvo que se cumplan ciertos requisitos

La contratación de instrumentos financieros tendrá repercusiones contables para la sociedad, que, en ocasiones, pueden ser relevantes. El conjunto de normas bajo las que se ampara la contabilización de los instrumentos financieros recoge un tratamiento específico para la contabilidad de coberturas, que es aplicable cuando se cumplen determinados criterios.

En resumen, la concesionaria cuenta con la opcionalidad de aplicar o no dicho tratamiento de la contabilidad de cobertura. En el último caso, el instrumento de cobertura será considerado como «no designado», «especulativo» o «no de cobertura». El reconocimiento a lo largo de la vida de la operación del impacto en patrimonio y pérdidas y ganancias es distinto en los dos casos.

Como regla general, se presupone que los derivados financieros contratados son no designados de cobertura, salvo que cumplan ciertos requisitos para ser considerados como de cobertura, que se verán más adelante.

Contabilidad de coberturas en *project finance*: la cobertura de flujos de efectivo

Las fuentes para la aplicabilidad de la contabilidad de coberturas son, de forma resumida, el apartado seis de la norma de valoración novena del nuevo plan general de contabilidad, publicado en el Real Decreto 1514/2007, y, en el ámbito de normativa contable internacional, la NIC -norma internacional de contabilidad- 39: instrumentos financieros: reconocimiento y valoración.

En la normativa se indica que, para que un derivado pueda ser considerado como de cobertura, es necesario que:

- La concesionaria de *project finance* opte por designar la relación de cobertura y que ésta sea documentada, describiendo la posición cubierta, el derivado de cobertura y la metodología para la evaluación de la eficacia.
- La cobertura sea altamente eficaz y pueda ser medida con fiabilidad. Para ello, se deberá plantear un test de eficacia.
- En el contexto de coberturas de flujos de efectivo, los flujos cubiertos sean ciertos o corresponda a una transacción cubierta que sea altamente probable. Esto se concreta en que la empresa tenga evidencias documentales que justifiquen que la operación de *project finance* se va a producir.

De entre las tipologías de coberturas recogidas en la normativa contable, son de aplicación en el presente ar-

tículo las coberturas de flujos de efectivo, que se definen como coberturas de riesgos ante la variabilidad de los flujos de efectivo de la compañía, tratando de estabilizar el coste financiero. En caso de que la empresa opte por designarlo como de cobertura y el test sea eficaz, podrá aplicar el siguiente tratamiento contable:

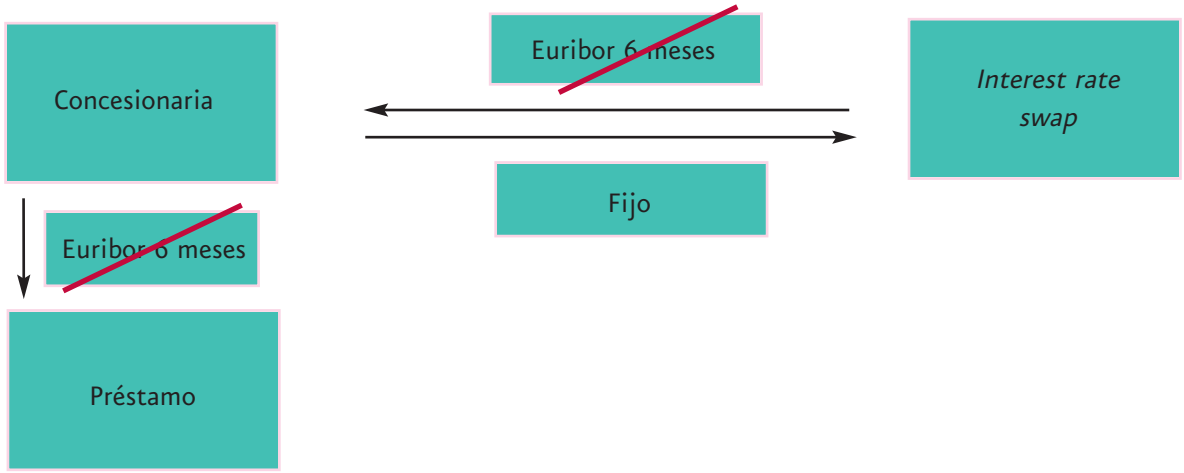
- A fecha de designación de la cobertura, la empresa podrá reconocer el derivado en balance a valor razonable, contra patrimonio neto. En la porción considerada ineficaz, se reconocerá en pérdidas y ganancias.
- Las posteriores variaciones de valor del instrumento se reconocerán transitoriamente en partidas de patrimonio neto, por la porción que se denomina eficaz. Por la porción ineficaz, se llevará directamente a cuenta de pérdidas y ganancias.
- Finalmente, los cobros y los pagos, tanto de instrumento de cobertura como de posición cubierta -pagos de la financiación del *project finance-,* se llevarán a la cuenta de pérdidas y ganancias.

limitada aplicación práctica es un inconveniente, dado que normalmente las firmas de auditoría exigen la elaboración de test de eficacia cuantitativa.

- Análisis de regresión. Este método cuantitativo establece un análisis estadístico en el que se comparan los flujos de la posición cubierta y el derivado de cobertura. La ratio será mayor cuanto más se aproxime la rama pagadera de la financiación a la rama de la cobertura.
- Test de reducción de varianzas. Calcula una ratio que mide el porcentaje de reducción de variabilidad -medido a través de la varianza- de los flujos de la posición cubierta después de contratar el instrumento derivado.
- Test derivado hipotético. Trata de plantear la valoración en paralelo del derivado real contratado y del que teóricamente se debería contratar para compensar perfectamente el riesgo cubierto (derivado hipotético). A diferencia de los métodos anteriores, permite medir las porciones eficaz e ineficaz del derivado, permitiendo obtener las cifras para la contabilización.

ESTRATEGIAS DE COBERTURA DE FLUJOS DE EFECTIVO DE TIPOS DE INTERÉS

Ejemplo de cobertura de flujos de efectivo de riesgo de tipos de interés en *project finance*



Fuente: *elaboración propia.*

Requisitos formales para la contabilidad de coberturas: los test de eficacia

Para que el instrumento sea considerado como de cobertura es necesario presentar un test de eficacia que demuestre a la fecha de inicio, y en cada fecha de cierre contable auditado, que la cobertura sea altamente eficaz a futuro -lo que se conoce como «test prospectivo», basado en información de mercado estimada- y que haya sido eficaz en el pasado -test retrospectivo-. Para que el derivado sea altamente eficaz, la empresa deberá plantear el test, cuya ratio resultante debe estar comprendida entre 80-125%:

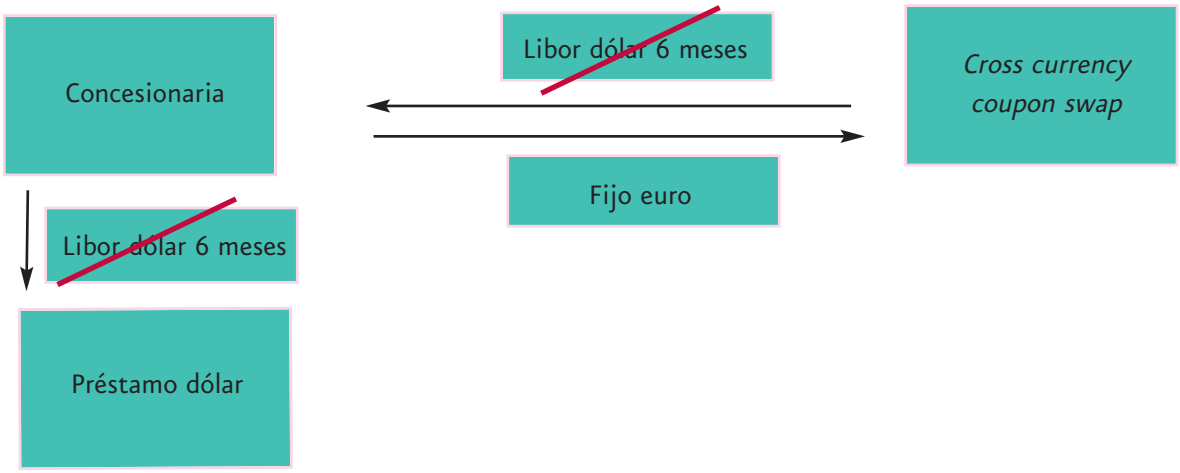
- *Critical terms* o comparación de características de la financiación cubierta e instrumento de cobertura. Su aplicación queda limitada al ámbito prospectivo. Su

Uno de los aspectos prácticos de los test de eficacia para derivados contratados en el contexto de *project finance* es la necesidad de determinar el riesgo efectivamente cubierto, que corresponde, generalmente, al riesgo de interés, excluyendo del coste de la financiación cubierta, corretajes y márgenes, así como diferenciales vinculados a distintas variables, como la ratio de cobertura del servicio de la deuda.

Asimismo, uno de los principales problemas en los test es el hecho de que puede haber retrasos en las disposiciones o amortizaciones en el calendario inicial previsto de la financiación, por lo que se producirían descuadres con el ca-

ESTRATEGIAS DE COBERTURA DE FLUJOS DE EFECTIVO DE TIPOS DE CAMBIO

Ejemplo de cobertura de flujos de efectivo de riesgo de tipos de cambio en *project finance*



Fuente: *elaboración propia a partir de Manual de Instrumentos Derivados. Tres décadas de Black-Scholes. Roberto Knop. 2005. Escuela de Finanzas Aplicadas.*

lendario del derivado contratado, produciéndose ineficacias (las fuentes de ineficacias más significativas son las recogidas en el gráfico «Fuentes de ineficacias en los tests de flujos de efectivo en *project finance).*

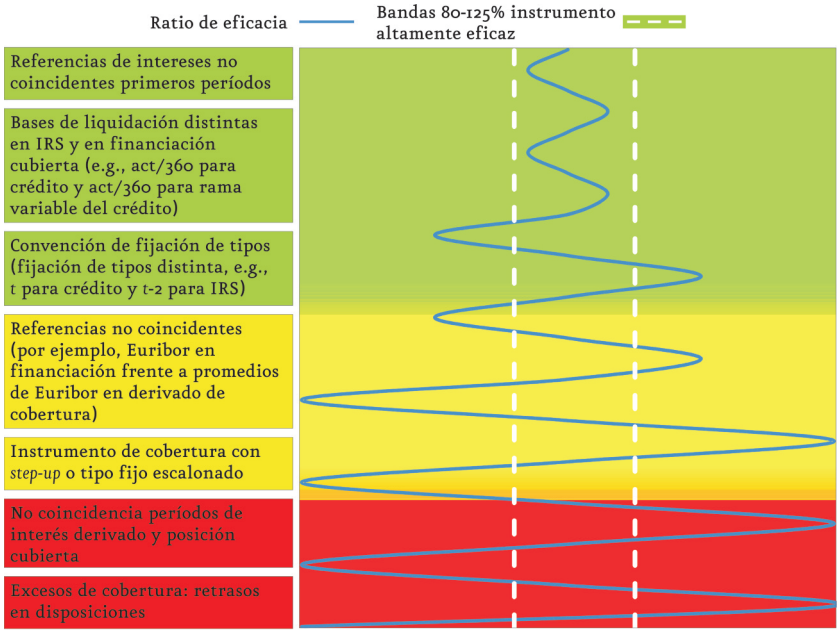
Algunos de los métodos para evaluar la eficacia son *critical terms*, análisis de regresión, reducción de varianzas o derivado hipotético

Conclusiones

Conviene destacar, en conclusión, los siguientes puntos con referencia a coberturas contables en *project finance*:

- La importancia de la cobertura de los riesgos de interés y de tipo de cambio en la financiación asociada al proyecto como forma de cubrirse del coste de la financiación, lo que influye en la rentabilidad del proyecto.
- La relevancia para la empresa del tratamiento de las coberturas contables de flujos de efectivo, que permitirá diferir en el tiempo la imputación a cuenta de pérdidas y ganancias la variación de valor del instrumento derivado, evitando así volatilidad en la cuenta financiera en caso de variaciones de valor significativas.
- La necesidad de cumplir ante auditores con la documentación formal y la elaboración de los tests de eficacia para poder aplicar dicha contabilidad de coberturas ::

Fuentes de ineficacias en los tests de flujos de efectivo en *project finance*



Nota: en código de colores y ordenado de forma creciente según la probabilidad de ineficacia contable.
Fuente: elaboración propia.