Gestión del riesgo de tipo de cambio en operaciones corporativas

La internacionalización de la empresa española es un hecho que se muestra cada vez más patente en el estudio de las transacciones corporativas. El aumento de dicha exposición internacional conlleva, no obstante, ciertos factores de incertidumbre, entre los que se posiciona el riesgo cambiario. Se entiende por riesgo cambiario la pérdida potencial que una empresa puede sufrir como consecuencia de las variaciones del tipo de cambio. Una adecuada gestión del mismo resulta clave a la hora de mitigar la volatilidad de los estados financieros de las compañías.

Isabel Gaya

Contextualización

La empresa española es una empresa cada vez más internacionalizada. La exposición de la inversión extranjera directa (IED) de las firmas españolas está dominada por los países de América Latina (25%), como Brasil o México. No obstante, su diversificación por países es cada vez mayor. De ello deriva que una fuente importante del riesgo financiero existente a la hora de invertir en el extranjero es el riesgo de tipo de cambio, más aun, en un entorno extremadamente volátil como el actual, circunstancia que eleva el riesgo de penalización en la cuenta de resultados y en el flujo de caja de las compañías.

¿Dónde aflora el riesgo cambiario en una adquisición corporativa?

El riesgo de tipo de cambio en una operación de adquisición corporativa en un país con moneda funcional distinta del euro, aflora en dos momentos del tiempo: antes de la adquisición (Fase 1) y tras la incorporación a perímetro de la empresa adquirida (Fase 2). En cada una de las fases existen una serie de alternativas de cobertura, ya sea natural o mediante instrumentos derivados. Sus

[iStock Editorial]/Thinkstock.

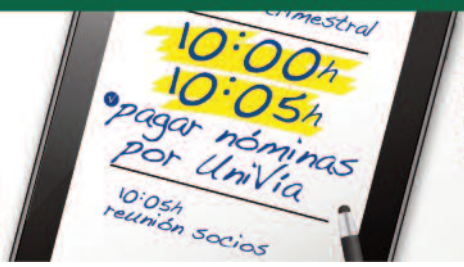
implicaciones contables difieren en uno y otro caso.

Fase 1

El riesgo de tipo de cambio vinculado al desembolso del precio de adquisición de una empresa emana de la posibilidad de apreciación de la divisa en la que se efectúe la operación. Las alternativas de cobertura a las que se podría recurrir serían: i) instrumentos derivados, o ii) estrategias con tesorería y deuda.

• **Instrumentos derivados**. El instrumento derivado típicamente utilizado es el *forward*. Un *forward* es un contrato de compra de divisa en una

SERVICIO NÓMINAS EMPRESAS



Unicaja Banco, S.A.U. Avda. Andalucía 10-12, 29007 Málaga. Inscrita R.Mª de Málaga, Tomo 4.952, Libro 3.859, Sección 8, Hoja MA-111580, Folio 1, Inscripción 1. C.I.F. A93139053.

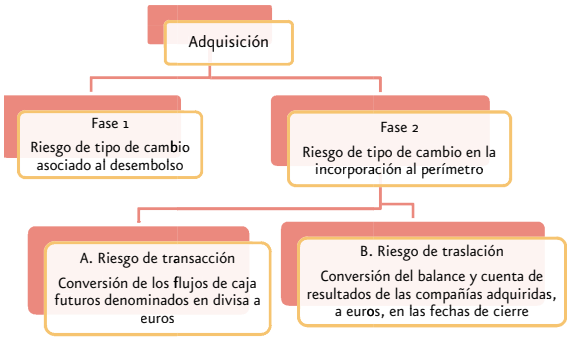
SIMPLIFIQUE LA GESTIÓN DEL PAGO DE SUS NÓMINAS

Descubra un nuevo método para ahorrar en su empresa: simplifique al máximo la gestión de pago de las nóminas de sus empleados a través del Servicio Nóminas Empresas. Tramítelas a través de UniVía y dedique su tiempo a gestiones más rentables para su empresa.

www.unicaja.es 901 111 133 · 952 076 224

Unicaja

RIESGO DE TIPO DE CAMBIO ANTE UNA ADQUISICIÓN CORPORATIVA



Fuente: *Afi*.

fecha futura determinada a un tipo de cambio previamente establecido.

Según se quiera una mayor o menor protección frente al riesgo de tipo de cambio, se postulan dos tipos más de *forward*. El *forward americano* otorga flexibilidad para su ejercicio en cualquier momento hasta el vencimiento del contrato, permitiendo gestionar la incertidumbre asociada a la fecha del *closing*. Por otro lado, el *forward contingente*, además de permitir su ejercicio en cualquier momento hasta el vencimiento, se desactiva en caso de que la transacción no tenga lugar, sin coste alguno para la empresa. No obstante, su precio es más elevado, ya que hay que desembolsar una prima por la contratación de la opción.

• **Estrategias con tesorería y deuda**. Destacan dos tipos de estrategias:

- Compra de divisa e inversión en un depósito hasta la fecha de desembolso efectivo de la operación. Da flexibilidad para gestionar la incertidumbre asociada a la fecha de *closing* porque la divisa de pago de la transacción ya está en el balance. Adicionalmente, permite la obtención de ingresos financieros derivados de la remuneración del depósito y no tiene coste. Sin embargo, también presenta inconvenientes: i) no permite beneficiarse de un escenario de depreciación de la divisa, y ii) las variaciones de tipo de cambio impactan en la valoración de la tesorería y se reflejan en la cuenta de resultados.

- Endeudamiento en divisa con terceros. La exposición al riesgo cambiario se reduce exclusivamente al porcentaje de inversión en capital. No obstante, las entidades financieras podrían exigir garantía a la empresa para cubrir el riesgo asociado a dificultades para atender al pago de los gastos financieros de la deuda.

Respecto a las alternativas de cobertura recomendadas en la Fase 1, únicamente el endeudamiento con terceros permite minorar la exposición al riesgo de conversión en balance y cuenta de resultados (combina la gestión del riesgo en la Fase 1 y 2). El resto de alternativas de cobertura no permiten reducir los riesgos de tipo de cambio que surgen con la incorporación de la adquisición al perímetro (Fase 2).

Fase 2

El riesgo cambiario que aflora en la incorporación de la adquisición al perímetro se subdivide en dos grandes categorías de riesgo: riesgo de traslación y riesgo de transacción.

• **Riesgo de traslación**. El riesgo de traslación consiste en los incrementos y/o disminuciones que se producen en las partidas del balance de la empresa adquirida en el extranjero al oscilar las cotizaciones de las divisas. Este tipo de riesgo, por su naturaleza estructural, sólo puede cubrirse de forma natural, financiando el activo adquirido con deuda denominada en la misma moneda. De esta manera, la compañía reduciría su exposición a la evolución del tipo de cambio (valor del activo neto igual a la inversión en capital), frente a un supuesto de no apalancamiento de la operación.

En caso de que el mercado de deuda local no sea lo suficientemente profundo para ello o cuando la adquisición se financie en su totalidad con caja, el instrumento típico de cobertura del riesgo de traslación es el cross currency swap, que no es más que una cobertura natural «sintética», que

SERVICIO NÓMINAS EMPRESAS

SIMPLIFIQUE LA GESTIÓN DEL PAGO DE SUS NÓMINAS

Descubra un nuevo método para ahorrar en su empresa: simplifique al máximo la gestión de pago de las nóminas de sus empleados a través del Servicio Nóminas Empresas. Tramítelas a través de UniVía y dedique su tiempo a gestiones más rentables para su empresa.

www.unicaja.es 901 111 133 · 952 076 224

Unicaja

Unicaja Banco, S.A.U. Avda. Andalucía 10-12, 29007 Málaga. Inscrita R.Mª de Málaga, Tomo 4.952, Libro 3.859, Sección 8, Hoja MA-111580, Folio 1, Inscripción 1. C.I.F. A93139053.

CARACTERÍSTICAS DE LOS *FORWARDS ESTÁNDAR*		
Factor a analizar	**Ventajas**	**Inconvenientes**
Protección frente al riesgo de tipo de cambio	Cobertura en caso de apreciación de la divisa desde la fecha actual hasta la fecha de vencimiento del *forward*	La compra es en firme: no permite beneficiarse de un escenario de depreciación de la divisa. No otorga ninguna flexibilidad en cuanto a la fecha de *closing* de la operación. Plantea problemas si la fecha de *closing* no coincide con el vencimiento del *forward*.
Impacto en Estados Financieros	Cobertura altamente eficaz: el impacto de la variación de valor del *forward* se refleja en Patrimonio Neto	Cuanto mayor sea la diferencia entre el tipo de cambio *spot* y el tipo de cambio *forward*, mayor es el riesgo de incurrir en ineficacias contables.
	El impacto en PyG estaría circunscrito a la diferencia entre el *forward* y el *spot* en el momento de la contratación y en los momentos de valoración posterior.	En caso de que no se lleve a cabo la transacción tendría impacto en cuenta de resultados por la totalidad del valor del *forward* en el momento de su liquidación.
Coste	No tiene coste (más allá del descuento o prima con el que cotice la divisa a plazo)	Evaluar posibles comisiones

Fuente: *Afi*.

transforma una deuda contratada en euros en una deuda en la moneda local del país en el que se ha efectuado la adquisición corporativa.

Con todo, la cobertura mediante este tipo de instrumentos solamente se recomienda si existe una percepción de fuerte debilidad de la moneda que aconseje su cobertura (esto es, no debe ser una cobertura permanente, puesto que ello equivaldría a no llevar a cabo una inversión en el extranjero), y sólo por el importe del activo no financiado con deuda en divisa con terceros.

El hecho de que no resulte aconsejable la cobertura del valor del activo mediante derivados se explica por los siguientes motivos: i) la cobertura debería ser permanente, contraviniendo el carácter estructural de la exposición al riesgo cambiario por inversión en otros países, y ii) tiene un impacto asimétrico en la tesorería de la empresa (la conversión del activo neto a cierre de ejercicio impacta en patrimonio neto –al alza si la moneda se aprecia y a la baja si se deprecia–, mientras que la liquidación de los derivados contratados impacta en la tesorería –incrementándola en caso de que el riesgo que cubran se produzca y reduciéndola en caso contrario–). Este impacto en la liquidación de los derivados puede ser cuantioso en cuanto los importes nocionales de este tipo de cobertura suelen ser elevados.

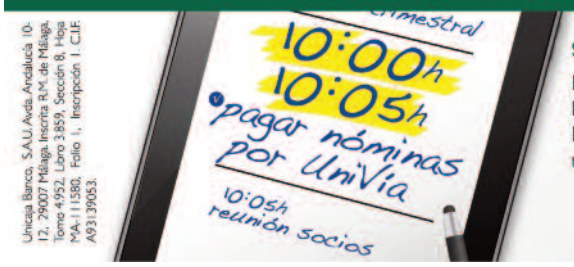
• **Riesgo de transacción**. El riesgo de transacción se encuentra asociado a la conversión de los flujos de caja futuros de la divisa local a la divisa de la matriz (euros). Este tipo de riesgo es recomendable cubrirlo, en la medida en la que la cobertura y el riesgo cubierto impactan sobre la tesorería, neutralizando la variación del tipo de cambio.

Un esquema de cobertura habitualmente empleado por empresas multinacionales que operan en moneda extranjera para el riesgo de transacción es el siguiente:

- Cobertura de un porcentaje de los flujos de caja o dividendos a percibir en el futuro inmediato (horizonte de un año), una vez se conozca con certeza su importe y la fecha de pago.

- Cobertura de porcentajes inferiores en los años siguientes, de manera que permita recoger tanto el riesgo de que los importes no cumplan con la expectativa inicial, como un favorable movimiento del tipo de cambio que dé lugar a la contratación de tipos de cambio más atractivos en un futuro ::

SERVICIO NÓMINAS EMPRESAS



Unicaja Banco, S.A.U. Avda. Andalucía 10-12, 29007 Málaga. Inscrita R.Mª de Málaga, Tomo 4.952, Libro 3.859, Sección 8, Hoja MA-111580, Folio 1, Inscripción 1. C.I.F. A93139053.

SIMPLIFIQUE LA GESTIÓN DEL PAGO DE SUS NÓMINAS

Descubra un nuevo método para ahorrar en su empresa: simplifique al máximo la gestión de pago de las nóminas de sus empleados a través del Servicio Nóminas Empresas. Tramítelas a través de UniVía y dedique su tiempo a gestiones más rentables para su empresa.

www.unicaja.es 901 111 133 · 952 076 224

Unicaja