

normas internacionales de información financiera NIC / NIIF

Las opciones financieras en las coberturas contables de la NIC 39

Rafael Moreno Fernández

Doctor en Ciencias Económicas. Auditor-Censor jurado. Inspector ECA-Banco España¹

Este tercer y último artículo dedicado a las coberturas contables, versa sobre las consideraciones que lleva en la NIC² 39 a rechazar visceralmente las opciones financieras vendidas como elementos en las coberturas contables, y a admitir las opciones compradas, circunstancias que alejan más todavía la distancia entre los conceptos contables y reales de las coberturas.

1

Introducción

- 1. INTRODUCCIÓN
- 2. TERMINOLOGÍA DE LAS OPCIONES
- 3. NORMAS CONTABLES DE OPCIONES
- 4. ALGUNOS ASPECTOS SOBRE LAS OPCIONES
- 5. CASUÍSTICA CONTABLE
- 6. CONSIDERACIONES FINALES
- 7. EPÍLOGO
- BIBLIOGRAFÍA

De los puntos que hemos contemplado en artículos anteriores ninguno presenta tanta distancia entre la consideración financiera y contable como se establece para las coberturas con opciones, especialmente respecto a la negativa que impone la NIC-e 39 para que las opciones vendidas sean tratadas con esa finalidad; sentido que difiere del que habitualmente se presenta en la práctica operativa de las entidades.

Los aspectos normativos establecidos, en el primer y segundo artículo, son de total aplicación al caso que ahora nos ocupa, así como la casuística expuesta en su evaluación prospectiva y retrospectiva.

En este artículo nos proponemos analizar las razones que pueden aclarar que las opciones vendidas resulten operaciones de cobertura, tanto como las compradas, aunque atendiendo a sus circunstancias particulares, siempre que no neguemos la evidencia y abordemos



de modo medianamente simétrico los conceptos que manejamos.

Seguirá siendo la referencia legislativa en el presente trabajo, la NIC europea que designamos como NIC-e 39³, por su obligada aplicación.

Por otro lado, recordemos que como puntos básicos para la existencia de una cobertura contable (NIC-e 39.88), igualmente aplicable a las opciones, debían cumplirse todos los requisitos que se establecen, a nuestros efectos, entre otros, destacamos:

- En el momento de iniciar la cobertura, existe designación y documentación formales de la relación de cobertura, así como del objetivo y de la estrategia de la cobertura.
- Se espera que la cobertura sea altamente eficaz en la consecución de la compensación de los cambios en el valor razonable o en los flujos de efectivo que se atribuyan al riesgo cubierto, de manera congruente con la estrategia en la gestión.

La delimitación del concepto de una cobertura altamente eficaz (NIC-e 39.GA105), suponía que:

a) Al inicio de la cobertura y en los ejercicios siguientes, se espera que ésta sea altamente eficaz para conseguir la compensación citada atribuible al riesgo cubierto, durante el periodo para el que se haya designado la cobertura.

b) La eficacia real de la cobertura está en un rango de 80-125%⁴.

Respecto al momento de la evaluación de la eficacia debía hacerse, *como mínimo*, cuando la entidad prepare sus estados financieros anuales o intermedios (NIC-e 39.GA106).

Parte de los problemas que nos van a presentar las opciones cuando tratamos sobre coberturas, se relacionan con su carácter no simétrico o no permanente; sólo cuando las opciones están en condiciones de ser ejercidas, despliegan plenamente sus efectos.

2

Terminología de las opciones

Brevemente describiremos los términos, o conceptos, que habitualmente se utilizan para las opciones, necesarios antes de afrontar su problemática contable.

La *prima* que se satisface (recibe) por adquirir (vender o emitir) una opción se denomina *precio de una opción*.

Para determinar el *precio de una opción* se requieren 5 elementos:

- Precio del activo subyacente (o del instrumento de referencia). Es su precio de mercado del día en que se valora la opción.
- Precio de ejercicio de la opción (*strike*). Es el precio fijado para el activo subyacente, por el que se determina si la opción será ejercida, o no.
- Tiempo. Es la duración de la opción.
- Tipo de interés. Es el que corresponde a cualquier operación financiera libre de riesgo.
- Volatilidad. Es el equivalente a la desviación típica, convenientemente adaptada.

La variación de cada uno de estos elementos sobre una opción tipo, fija en todos sus componentes, determinará múltiples clases de opciones. De este modo, encontramos *activos subyacentes* de distintas características: acciones, bonos, tipos de interés...; o bien sobre cestas de activos. Los *strikes* pueden ser variables en diversas modalidades. El *tiempo* puede ser también un factor no fijo para el ejercicio de la opción. Incluso la *prima* puede ser implícita, explícita, contingente... Todo ello determina una casuística, o exotividad, realmente amplia y compleja de estos instrumentos, con los cuales se puede operar en mercados organizados, o no.

El precio de una opción se compone de *valor temporal* (1) más *valor intrínseco* (2).

1. El *valor temporal* es el valor financiero de la opción.
2. El *valor intrínseco* es la diferencia entre precio del activo subyacente menos el precio de ejercicio de la opción (*strike*). A su vencimiento se denomina *pay off*.

A través de distintos métodos de valoración de opciones⁵ se determina el *precio de la opción* y, como diferencia sobre el *valor intrínseco*, se obtiene su *valor temporal*.

La opción se dice que está:

- *Out the money* (fuera de dinero): Si el valor intrínseco es menor de cero. La opción no se ejerce.
- *At de money* (en dinero): Si el valor intrínseco es igual a cero. Es indiferente ejercer o no.
- *In the money* (dentro de dinero): Si el valor intrínseco es mayor de cero. La opción se ejerce.

¹ Las opiniones e interpretaciones del presente artículo corresponden exclusivamente a su autor.

² NIC: Norma Internacional de Contabilidad.

³ A nivel europeo la NIC 39 es recogida por el Reglamento (CE) número 2086/2004 de la Comisión de 19 de noviembre de 2004.

⁴ Ver artículos anteriores sobre el modo en que se calculan tales porcentajes.

⁵ En función de las características de las opciones, se emplean distintos métodos de valoración. Así tenemos como habituales: Black-Sholes, Binomiales, Trinomiales, Montecarlo..., u otros que resultan adaptaciones de los anteriores.

Las figuras básicas en opciones son las siguientes:

- **Compra call (call larga):** Es una opción de compra, por la que debemos pagar una prima. Gráfico 1.
- **Venta call (call corta):** Es una opción de venta, por la que cobraremos una prima. Gráfico 2.
- **Compra put (put larga):** Es una opción de venta, por la que debemos pagar una prima. Gráfico 3.
- **Venta put (put corta):** Es una opción de compra, por la que cobraremos una prima. Gráfico 4.

Respecto al esquema que representan los Gráficos indicados señalar que se dividen en dos zonas. La superior recoge los beneficios y la inferior las pérdidas. Entre los primeros figuran las primas cobradas, mientras que en los segundos se integran las primas pagadas.

Por otro lado, las *fechas simples* indican cuándo las opciones están en condiciones de ser ejercidas (*in the Money*), lo cual dependiendo el tipo de opción de que se trate, será una situación de beneficio o pérdida. Con *flechas dobles*, se señala la zona de ganancia o quebranto entre el *strike* y el precio del activo subyacente.

GRÁFICO 1
CALL LARGA

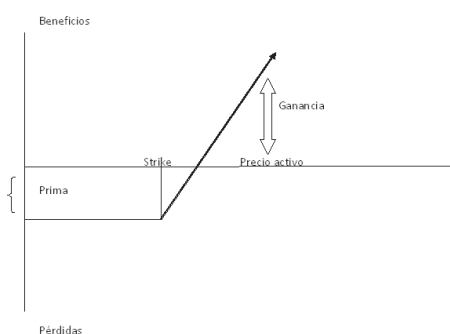


GRÁFICO 2
CALL CORTA

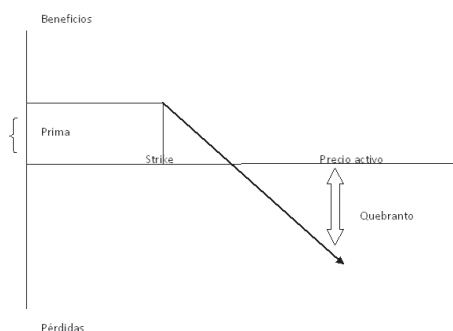


GRÁFICO 3
PUT LARGA

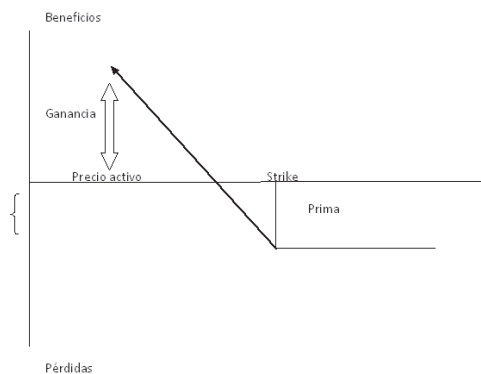
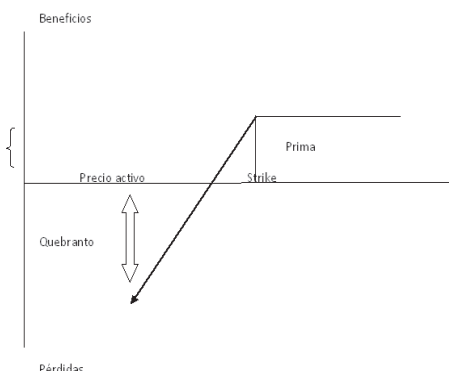


GRÁFICO 4
PUT CORTA



como la formación de figuras sintéticas, por ejemplo, un futuro comprado resulta de una *call* larga y una *put* corta, al mismo precio de ejercicio.

Otras estrategias, por el contrario, suponen operar en función de las expectativas del mercado, por ejemplo, un *spread* vertical con opciones *call*, se forma con la misma fecha de vencimiento con una *call* larga a un precio de ejercicio y una *call* corta a un precio de ejercicio superior al anterior, y cuyo objeto es beneficiarse de la diferencia entre los precios de ejercicio, ante una posición del ligeramente alcista.

A ellas nos referiremos posteriormente.

3

Normas contables de opciones

- Algunos antecedentes:

Entre las primeras referencias solventes, que podemos encontrar normativamente sobre las opciones tratadas como operaciones de cobertura, se encuentra el FASB 80⁷ de 1984.



En aquella legislación, siguiendo a González y Ferruz (1994: 148-149), existían como condiciones para considerar una opción de compra como cobertura de un activo, pasivo o compromiso firme:

1. Que la operación cubierta expusiera a la entidad a un riesgo de precio o de interés.
2. Que la opción financiera redujera el riesgo.
3. Que la operación se calificara como de cobertura.

Además, en el caso de tratarse de una *opción de venta*, a las tres condiciones señaladas, se superponía una más: tal cual era que la opción debía encontrarse *en dinero* de modo tan acentuado que era razonable pensar que seguirá hasta la expiración de la opción.

Era, por consiguiente, una regulación basada en la noción de disminución de un riesgo, mediante una operación protectora. Si bien, el contenido que implicaba el concepto de riesgo no estaba exento de ciertas dificultades, para cumplir rigurosamente con la normativa, hay que destacar que aún así, se regulaba una operativa practicada por las entidades, estableciendo criterios de registro contable al efecto.

- Normativa FASB:

Del contexto amplio de las coberturas, no sólo aplicable para las opciones, respecto al riesgo asumido en el sentido señalado, posteriormente en el vigente FASB 133, se evoluciona al concepto de vinculación entre operaciones y de compensación de beneficios con quebrantos, con un tratamiento generalmente muy similar al comentado en la NIC-e 39 en este apartado, pues, no en vano esta norma deriva de aquella regulación, por lo que damos por reproducidas aquí las ideas en que se sustenta.

En el campo específico de las opciones, el FASB permite como coberturas operaciones con opciones compradas y también con opciones vendidas (con limitaciones):

- Respecto a las primeras decir que se establece una excepción para la compensación, por la cual se admite como eficaz cuando la opción no tenga valor intrínseco (FASB 133: 20 b).
- Respecto a las opciones vendidas como coberturas, éstas no quedan taxativamente prohibidas, siempre que se den las requeridas compensaciones entre beneficios y quebrantos, si bien ello no significa que no se establezcan cautelas en cuanto al resultado de determinadas situaciones, o estrategias complejas, donde no se permiten.

- Normativa NIC:

Por el contrario, en la NIC-e 39 quedan excluidas como elementos de cobertura las opciones emitidas, aunque se admiten las opciones compradas. Ello se estipula en diversos apartados.

Así, la NIC-e 39.72, al hablar sobre que la norma no limita las circunstancias en las que un instrumento

derivado puede ser designado como instrumento de cobertura, siempre que se cumplan las condiciones, establece *salvo en el caso de ciertas opciones emitidas*, y nos remite directamente al párrafo GA94 del apéndice A, que luego examinaremos.

Por otro lado, como instrumentos de cobertura (NIC-e 39: 77) se permite que dos o más derivados *puedan designarse conjuntamente* como instrumentos de cobertura. Sin embargo, ... un instrumento derivado que *combine una opción emitida y una opción comprada*, no cumplirá los requisitos como instrumento de cobertura si se trata, efectivamente, de una opción emitida neta (es decir, *si se recibe una prima neta del contrato*). De forma similar, pueden designarse dos o más instrumentos como instrumentos de cobertura, pero sólo si *ninguno* de ellos es una opción emitida o una opción emitida neta.

En otro contexto, al regular la cobertura del valor razonable del riesgo de tipo de interés asociado con una cartera de activos financieros o de pasivos financieros (NIC-e 39.GA 120), queda establecido que: *no podrá incluir opciones emitidas u opciones emitidas netas, puesto que la Norma* (Véanse los párrafos 77 y GA94) *no permite que tales opciones sean designadas como instrumentos de cobertura* (salvo en el caso de designar una opción emitida para compensar a una opción comprada).

Se permite, como excepción, separar el valor intrínseco y el valor temporal en una opción, y designar como instrumento de cobertura el cambio en el *valor intrínseco* de una opción, mientras que se excluye el cambio en el *valor temporal* (NIC-e 39: 74 a). Además, una estrategia de cobertura dinámica que valore tanto el valor intrínseco como el valor temporal de un contrato de opción, puede cumplir con los requisitos para la contabilidad de coberturas. Esto último deberá referirse a opciones de compra, puesto que las de venta no son admitidas como cobertura.

- El Anexo de la NIC:

Todas referencias citadas que establecen la prohibición de emplear opciones en las coberturas, conducen al Anexo. Es ahí donde trataremos de encontrar algunas respuestas, de modo quede justificado su tratamiento y regulación.

- Para las **opciones vendidas** establece que:

La pérdida potencial en una opción emitida por la entidad podría ser significativamente más elevada que la ganancia potencial en valor de la partida cubierta relacionada. En otras palabras, una opción emitida no es efectiva para reducir la exposición a la pérdida o ganancia de una partida cubierta. Por consiguiente, una opción emitida no cumple con los requisitos de

⁶ Para mayor información ver Casanovas (2006).

⁷ *Accounting for futures contracts.*

instrumento de cobertura a menos que se designe para compensar una opción comprada... (NIC-e 39: GA94).

De todo este párrafo que justifica su exclusión, la única razón firme es que la pérdida potencial *podría* ser mayor que la ganancia potencial. Es decir, que la existencia de una *posibilidad*, sin matización alguna, es la que anula la contabilización de una cobertura, haciendo total abstracción de la estrategia que se diseñe para la misma.

Recordemos que un elemento fundamental en la documentación de las coberturas, es hacer constar la estrategia de la misma. Pues bien, en este supuesto, tal elemento no se considera sin más, o mejor dicho, se elimina implícitamente.

A nuestro entender, esto no es una razón, es un error. De ahí saltar a contemplar su efecto sobre la *efectividad* que, obviamente, nada tiene que ver con el contexto de la norma cuando trata de esta cuestión y concluye infiriendo pero afirmando que *no cumple con los requisitos*. En resumen parte de un error, para salir de aquel, hace una presunción falsa y lo integra en la norma como una consecuencia.

Desde otra perspectiva, en nuestra opinión, resultaría el mejor argumento simplemente aplicar la normativa, ya que cuando exista una pérdida potencial mayor que un beneficio potencial fuera del rango previsto del 80-125% para la compensación, no cabe ser considerada como una relación de cobertura y, por lo tanto, impedirá su contabilización. Es decir, el tratamiento general de coberturas prevé acotar la relación entre pérdidas potenciales y ganancias potenciales, no es preciso hacer suposiciones fuera de contexto para aplicarlas a esta situación.

Así, no se alcanza a comprender porqué tanta prevención en unas operaciones que son totalmente habituales, y menos que no se empleen argumentos de su propia normativa para tratarlos en un plano equitativo, respecto al conjunto de instrumentos financieros.

• Para las **opciones compradas**, por el contrario, se admite su tratamiento como cobertura argumentando las mismas razones, pero en sentido favorable:

En contraste, una opción comprada tiene ganancias potenciales iguales o mayores que las pérdidas y, por tanto, tiene la posibilidad de reducir la exposición a las ganancias o pérdidas procedentes de cambios en el valor razonable o en los flujos de efectivo. En consecuencia, puede cumplir con los requisitos de instrumento de cobertura. (NIC-e 39: GA94).

De este modo, las críticas que formulábamos para las opciones emitidas deben extenderse para las compradas, pues no resultan válidas *per se* para este caso, e inválidas para el anterior, máxime cuando no se realiza ninguna explicación complementaria que la sustente.

En resumen, y conclusión, no se permiten las opciones vendidas como coberturas aunque la razón sea poco consistente, tanto como autorizar que las opciones de compra, sí lo son por simple presunción.

- Las normas derivadas de la NIC:

Es evidente el encorsetamiento que producen las NIC-e, cuando tratan los temas en determinada forma, puesto que las normas que tienen como fuente aquella legislación, deben seguir su estela.

En este sentido, consecuentemente, en adaptación a la NIC-e, la Circular BE 4/2004 (norma 21. 4) estipula que:

Dos o más derivados, o proporciones de ellos, podrán ser considerados en combinación y designarse conjuntamente como instrumentos de cobertura. En ningún caso los siguientes instrumentos podrán ser designados como instrumentos de cobertura:

a) Las opciones emitidas, salvo que se designen para compensar opciones compradas, incluyendo las implícitas en un instrumento híbrido.

b) Las opciones que combinan una opción emitida y otra comprada cuando su efecto neto sea el de una opción emitida porque se recibe una prima neta.

De esta manera prácticamente sin modificaciones se reproduce la normativa NIC-e, eliminando la posibilidad de que una opción de venta sea tratada de cobertura, bien sea individualmente o en combinación con otra.

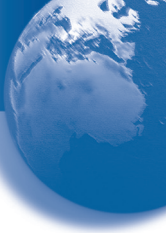
A nuestro juicio, no resulta razonable que inicialmente el FASB 80 y ahora el FASB 133, regulen las opciones vendidas como coberturas, mientras que la NIC-e haya rechazado toda referencia a ellas, máxime cuando los medios técnicos han avanzado extraordinariamente en su valoración, y se haya extendido su negociación tanto en mercados organizados como no organizados (*OTC*)⁸, posibilitando mayor fiabilidad, control y análisis que hace 25 años.

4

Algunos aspectos sobre las opciones

Suele ser frecuente que se establezcan ciertas observaciones acerca de las opciones, en particular de las opciones vendidas, si bien siempre hay que tener presente que como todo instrumento financiero su gestión supone manejar los elementos fundamentales de liquidez, solvencia y rentabilidad, además de medir adecuadamente los riesgos en los que se incurre.

• La protección permanente y simétrica de las opciones:



Pudiera darse cierta confusión lingüística cuando se trata sobre la protección que prestan las opciones. De este modo, encontramos que se nos habla de que existe bien desprotección o bien protección limitada o permanente. En este sentido las opciones tienen un componente *no simétrico*, puesto que sólo ofrecen protección cuando se activan, es decir, al producirse el evento que las generan⁹, en caso contrario, permanecen inactivas, pero no por ello dejan de seguir prestando su protección. Sin embargo, este hecho supone que sean cuestionadas como elementos de cobertura, porque sólo suponen cobertura en una dirección, aunque sea ésta precisamente la que se pretende proteger.

Por otro lado, al igual que el resto de derivados, las opciones financieras deben ser eficaces en la compensación contable de beneficios contra quebrantos, cuando mínimo al evaluar los estados, pero no continua o permanentemente en el tiempo. Por tanto, sólo deben ser *puntualmente* eficaces, bajo la concepción contable, lo cual difiere del concepto financiero y del carácter protector permanente de otros ámbitos.

Salvando las distancias, en este aspecto, el carácter no simétrico y permanente, estaría, por ejemplo, en la prima de un seguro de incendios que se satisface por la empresa para tener cubierta esa contingencia. Sólo se activarán las prestaciones en caso de siniestro por incendio, y compensarán las pérdidas incurridas por el fuego, con las cuantías recibidas de la compañía de seguros. El único sentido de la prima pagada es que sea considerada como cobertura comprada y carecería de toda lógica que la prima solo fuera activada parcialmente, digamos en horas de oficina, porque entonces quedaría desprotegida parte del día; sería una protección a tiempo parcial, o en otros términos *puntual*, como sucede con las coberturas contables.

Desde el punto de vista de la compañía de seguros, si percibe tal prima buscará proteger las contingencias en que pueden materializarse sus siniestros, mediante coberturas en activos en cuantía suficiente. Utilizará para determinar dichas coberturas ciertos parámetros que le permitan gestionar los riesgos, sin sucumbir como sociedad. En caso contrario, las primas que perciba serán claramente especulativas.

Si se trataran de operaciones de cobertura, las opciones compradas serían asimilables con la situación de la empresa, mientras que las opciones de venta lo harían con la compañía de seguros, generando una protección continua. El carácter no simétrico se observa, porque sólo hay contraprestaciones cuando se produce el siniestro.

Como hemos visto en el ejemplo del fuego, la contingencia suele estar presente de manera permanente y la protección también, aunque su cuantía sea variable, y no simétrica. Sin embargo, según la norma contable europea para instrumentos financieros la protección sólo debe desplegar efectos en un momento *puntual*, pero por todo su importe (rango) para que se produz-

ca la compensación requerida. Por la génesis de las opciones, éstas despliegan sus efectos continuamente, mientras están en vigor, pero se activan no simétricamente, sólo cuando se producen las contingencias. Una cuestión diferente es el importe de los posibles quebrantos que impliquen, distintos para las opciones de compra y de venta.

• La estrategia de protección en las opciones:

Ciertamente criticado y extendido resulta el hecho de que las opciones vendidas pueden tener como componente implícito el aspirar a que no se ejerciten. Es decir, que su estrategia como cobertura pudiera ser que no concluyan *in the money*, siendo esto causa que las invalide como operaciones protectoras.

A modo de símil, siguiendo con el ejemplo de la compañía de seguros, parece evidente, que lo que se busca por ambos intervinientes, empresa y compañía, es protegerse de un riesgo, si bien se entiende en este supuesto particular, que la mejor alternativa es que no se presente el siniestro por fuego. En este escenario, la empresa asumiría tener un coste sin recuperación posible por la prima pagada, si no hay incendio, lo que constituiría un beneficio para la compañía.

Dicho de otro modo, los dos apuestan como *estrategia* que no se ejerzan las opciones, pero si se ejercen quieren estar protegidos. La empresa en cuanto a la cuantía que tiene asegurada y la compañía con activos. Es decir, para ésta última, ante un riesgo que es generado por la prima cobrada, buscará protección y esta protección, se movilizará mediante activos, cuando hay siniestros, siendo aún así tales activos de cobertura.

Utilizando idéntico razonamiento, en las opciones financieras vendidas se asume, entre otras estrategias, que esas opciones no serán ejercidas (o sea que no ocurra el siniestro) pero si sucede, deben contar con activos que las protejan, dándole así vuelta al orden de los factores. Ésta podría ser la base para considerar una relación de cobertura entre opciones emitidas y otro instrumento financiero.

• La idea de pagar para tener protección:

Cuando se argumenta que las opciones vendidas no son elementos de cobertura, se esgrime también como justificación, que para obtener protección hay que pagar por ello, dejando a las opciones de compra la facultad de servir al propósito protector. Sin embargo, entendemos, que esta afirmación no constituye, en sí misma, una razón con suficiente peso específico.

⁸ OTC: *Over the counter*

⁹ Hemos comentado, brevemente, que las opciones presentan una amplia casuística, lo cual puede implicar, que dependiendo del tipo de particularidades contratadas, las opciones se activen o no, por ejemplo, al actuar con barreras, lo que supondrá acotar el campo de protección que ofrecen. Para profundizar sobre la exotividad de las opciones ver Lamothe y Pérez (2005).

De este modo, en el caso expuesto de la compañía de seguros las primas que cobra ¿no estarán cubiertas con activos y no se paga, sino que se cobra? ¿No son elementos de cobertura unos de otros? Recordemos que a efectos contables el orden de los factores no es determinante, sólo el fijar la relación de cobertura mediante su designación.

Por lo tanto, una cuestión es que en las opciones se cobre o pague una prima y otra, muy distinta, es el objetivo y estrategia que se siga con la opción, la cual debe estar definida en la documentación de la relación de cobertura en su caso. Por consiguiente, la finalidad de una opción puede ser de cobertura, aunque se cobre por ella, siempre que exista una posición susceptible de protegerse.

Obviamente, cobre o pague por una opción, si no tenemos ahora en cartera, o en un futuro cierto, una posición a cubrir, nuestra opción, aún cuando sea de compra, siempre revestirá el carácter de especulativa.

- Las pérdidas en las opciones de venta son ilimitadas:

Una regla que habitualmente se emplea es simplificar estableciendo que cuando se trata de opciones de compra tenemos beneficios ilimitados al estar *in the money*, mientras que las pérdidas quedan limitadas a las primas que satisfacemos, en tanto que para las opciones *vendidas* los beneficios están limitados a las primas percibidas y las pérdidas son ilimitadas.

Respecto a los beneficios y pérdidas *limitados* por las primas, únicamente hacer la salvedad, de que el precio de las opciones de compra y de venta, ambas sean *call* o ambas sean *put*, en mercados organizados generalmente no es el mismo, puesto que se actúa con distintos parámetros según se trate de adquirir o emitir, lo que conduce a primas de venta más elevadas, que sus equivalentes de compra, para compensar el mayor riesgo que se asume.

Por otro lado, cuando se habla de pérdidas o beneficios *ilimitados*, realmente no lo son tanto, puesto que va a depender, en otros, de la volatilidad que tenga el activo subyacente en cuestión. Si, por ejemplo, el precio medio del activo fuera de 20 u.m. con una volatilidad del 20% anual, significaría que con una probabilidad del 99,99% el precio no sería inferior a 4 u.m.¹⁰, ni superior a 36 u.m. En este supuesto, si el *strike* fuera de 20 u.m., con una opción larga *call*, beneficio máximo probable sería de 16, mientras que si se tratara de una opción *call* corta, tal pérdida sería de 16.

En consecuencia, nuestras ganancias o quebrantos que decimos *ilimitados* ciertamente son *mesurables* y se expresan en términos de probabilidad. Este concepto es exactamente el mismo que seguimos, por ejemplo, cuando tratamos de provisiones en la NIC-e 37 o en la determinación de pérdidas de insolvencia basadas en datos estadísticos de la NIC-e 39. Esos conceptos siendo mucho más escurridizos, e incluso subjetivos, están admitidos por la normativa, pero no

se actúa igual cuando se trata de opciones, con lo cual no se mantiene plena uniformidad en los principios rectores.

La evaluación que hacen las entidades acerca de las pérdidas y beneficios de las opciones, implica la existencia de una serie de herramientas que permiten medir los riesgos en los que están incurriendo y cómo se cubren. Negar esta evidencia es dar la espalda a la realidad operativa que siguen las entidades, pero lo más cuestionable, o así lo entendemos, es que sería función precisamente de la contabilidad el recoger esa realidad.

Por último, el tratamiento contable de este aspecto, supone ignorar el importante aparato estadístico desarrollado para los conceptos de pérdidas esperadas y no esperadas del conjunto de carteras, donde las opciones también están presentes de modo individual o colectivo, siendo de aplicación a la determinación de los recursos propios o a la gestión interna de las entidades, y donde debiera buscarse la integración de conceptos y elementos en todos los ámbitos.

5

Casuística contable

Nuestro objetivo es exponer la problemática contable que genera la norma europea, huyendo de complejos casos de estrategias, puesto que no se requiere llevar al extremo estas situaciones, para evaluar su tratamiento.

Por otro lado, la diversidad de opciones financieras de todo tipo, supondría hacer más prolijo, no tanto el contenido contable, sino el efecto que sobre la cobertura podrían tener determinadas circunstancias. En este sentido pensemos en opciones con *pay off* modificado (*digitales* y sus variedades), con *barreras* activadoras o desactivadoras de su ejercicio, primas de opciones *contingentes* e *implícitas*, opciones donde puede elegir el comprador al vencimiento entre una opción *call* o *put* (*chooser*), e incluso opciones que no se inician al contratarse, sino en una fecha posterior (*forward start*)

En cada uno de los casos que presentamos a continuación, hemos pretendido dar entrada a nuevos elementos, que afectan al tratamiento contable de las opciones en cobertura, los cuales suelen ser comunes para todos ellos.

5.1

Caso típico de cobertura con opciones compradas

Para las opciones compradas, está plenamente admitido que sean consideradas como operaciones de cobertu-



ra, sin más limitaciones que las propias que afectan al conjunto de instrumentos financieros, que se incluyen en una relación considerada como tal.

No obstante, vamos a suscitar distintas posibilidades que nos muestren las cuestiones que plantea la NIC-e al respecto.

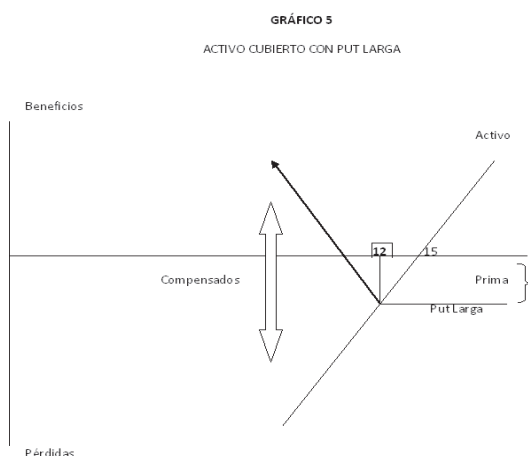
a) Posición de partida: *in the money*

• Planteamiento

Sea una entidad donde ante una bajada esperada del precio de un activo que posee en su cartera, se cubre con una opción *put larga* (*put* comprada).

El precio por el que entró en su día el mencionado activo fue de 15 u.m., siendo su valor razonable actual de 12. La opción se adquiere *at the money* al plazo de 6 meses, con evaluación trimestral de su valor (de cara a la comprobación de la eficacia de la cobertura), siendo el *strike* de 12 u.m.

En el *Gráfico 5* se muestra la situación planteada por la operación descrita.



Cualquiera que sea el escenario en el que nos situemos por debajo del precio del *strike* o precio de ejercicio (12 u.m.), el concepto financiero siempre se va a relacionar con *cerrar un quebranto*. Es decir, la entidad encajará como pérdida en el activo, una cuantía de 3 u.m., y por debajo del *strike*, compensará beneficios en la opción con quebrantos adicionales en el activo.

• Evaluación de la eficacia

En el *Cuadro 1* se consigna la evolución prevista para la cobertura, partiendo del período *T* actual y se completa con los otros dos (*T+1* y *T+2*) que determinan la vida de la relación. A estos efectos se prescinde de la valoración de la prima de la opción, considerando únicamente sus diferencias en el valor intrínseco, las cuales deberán ser compensadas con las diferencias en el valor razonable del activo cubierto.

Cuadro 1

Período	Precio de mercado	Opción Y Diferencias valor intrínseco	Activo X Diferencias valor razonable	Efecto neto Opción -Activo
T	12	0	0	
T+1	11	+1	-1	0
T+2	10	+1	-1	0

- Análisis

Al encontrarse *in the money* desde el mismo instante en que nace la opción, supone que la compensación buscada entre beneficios y quebrantos sea total. Por tanto, si tal supuesto fuera el establecido para la evaluación *prospectiva* al inicio de la operación, la eficacia de la cobertura sería completa, puesto que se mantiene dentro del rango legalmente establecido del 80-125%, sin que quepa objeción alguna.

En definitiva, la operación de cobertura tiene como efecto y consecuencia cerrar una pérdida producida en un activo.

b) Supuesto 1: *out the money*

Cambiando los datos de la evaluación de la eficacia presentado en el punto precedente, suponemos ahora (*Cuadro 2*) que en la evaluación *prospectiva* del segundo año la opción no está *in the money* como antes, sino *out de money*.

Cuadro 2

Período	Precio de mercado	Opción Y Diferencias valor intrínseco	Activo X Diferencias valor razonable	Efecto neto Opción -Activo
T	12	0	0	
T+1	11	+1	-1	0
T+2	13	0	+2	+2

- Análisis

La opción al encontrarse *in the money* en el primer periodo (*T+1*), equivale a que la compensación entre beneficios y quebrantos sea plena. Por el contrario, en el segundo periodo (*T+2*), la opción rebasa el *strike*, que representa quedar *out the money* y, por tanto, su valor intrínseco es cero. En consecuencia, al resultar positiva la diferencia en el valor razonable prevista en el activo, y cero en la opción, no puede verificarse la compensación requerida.

En tal circunstancia la normativa europea, seguida rigurosamente, no hace distinciones al respecto, por consiguiente no podría ser considerada como operación de cobertura, en orden a que existe un periodo donde no se atiende a la compensación. No ocurre así con la legislación americana que prevé este caso,

¹⁰ El límite sería cero.

asumiendo que se cumple con el requisito de la compensación.

c) *Supuesto 2: in the money /out the money*

Variemos ligeramente las cantidades manejadas y supongamos que en lugar de 6 meses de vida para la opción, ahora planteamos 9 meses, manteniendo el resto de datos idénticos (*Cuadro 3*).

Imaginemos que han transcurrido dos periodos y siendo el momento actual T. En la evaluación retrospectiva en los años anteriores la opción está *in the money*, pero en el siguiente estimado (T+1) estaría *out the money*.

Cuadro 3

Período	Precio de mercado	Opción Y Diferencias valor intrínseco	Activo X Diferencias valor razonable	Efecto neto Opción -Activo
Inicio	12	0	0	
T-1	11	+1	-1	0
T	10	+1	-1	0
T+1	13	0	+3	+3

- Análisis

Al igual que sucedía en el Supuesto 2, la opción al encontrarse *out the money* un periodo (T+1), aunque sea incierto y futuro, supone que la compensación requerida entre beneficios y quebrantos no se produce y deberemos cancelar la relación de cobertura, aunque se hubiera cumplido con datos pasados. Bajo estas consideraciones nuevamente para la NIC-e no sería operación de cobertura, aunque sí para el FASB.

Por otro lado, en el caso europeo al plantearse como una evaluación prospectiva, al igual que ya hemos comentado en artículos anteriores, se da la misma ponderación a los datos pasados y cerrados, que a los venideros y sin certeza plena.

En consecuencia, las razones que invalidan que sirvan las opciones de compra como operaciones de cobertura nacen de la normativa general aplicable, sin que por el hecho de tratarse específicamente de opciones, se haga un tratamiento diferencial respecto a otros productos que sirven a igual finalidad.

5.2

Caso de cobertura entre una opción de compra y una opción de venta

Se trata de la cobertura entre dos opciones. El escenario que se plantea es tener, por ejemplo, una opción *call* comprada, cubierta con una opción *call* vendida. En principio, es ésta una operación permitida por la norma (NIC-e 39. GA94).

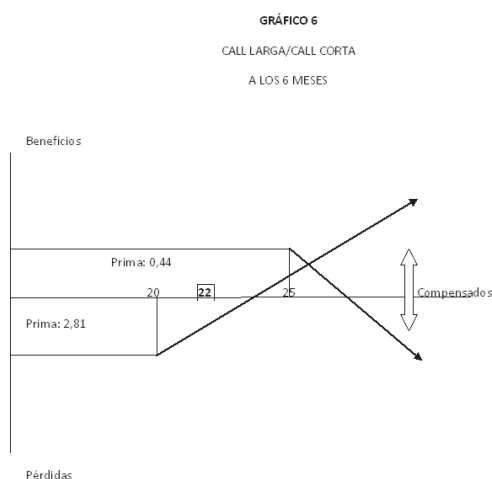
La dificultad normativa se encuentra en cómo se produce la compensación, aunque en realidad deberíamos

questionarnos, como posteriormente haremos, si tiene sentido esta cobertura contable, en atención a que ambas operaciones estarán registradas a valor razonable y con cambios a imputar contra PyG¹¹.

• Planteamiento

Sea la *call* corta de *strike* 25 u.m. y la *call* larga de *strike* 20 u.m. El precio del activo subyacente es de 20 u.m. La operación es a un año con volatilidad del 20% y tipo de interés del 5%. El precio de las primas son: *call* larga, 2,09 u.m.; *call* corta, 0,46 u.m.

Se evalúa a los 6 meses, siendo entonces el precio del activo subyacente de 22 u.m., permaneciendo constantes el resto de parámetros. Las primas resultan entonces: *call* larga, 2,81 u.m.; *call* corta, 0,44 u.m. En el *Gráfico 6* se muestra la posición a esta fecha.



• Composición de las primas

El detalle de la composición de las primas entre valores temporales e intrínsecos se incluye en el *Cuadro 4* y *Cuadro 5*, respectivamente, para la *call* larga y corta.

Cuadro 4

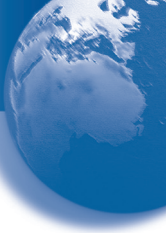
Opción call larga

Período	Precio activo subyacente	Strike	Prima Valor Total	Valor intrínseco	Valor temporal
Inicio	20	20	2,09	0	2,09
A los 6 meses	22	20	2,81	2	0,81

Cuadro 5

Opción call corta

Período	Precio activo subyacente	Strike	Prima Valor Total	Valor intrínseco	Valor temporal
Inicio	20	25	0,46	0	0,46
A los 6 meses	22	25	0,44	0	0,44



- Análisis

Las distintas alternativas para evaluar el resultado final de las opciones, en función del precio del activo subyacente, sería el siguiente:

- Si el precio del activo subyacente estuviera entre ambos *strikes*, por ejemplo en 22 u.m., la opción *call* larga tendría un *pay off* (o retorno) de 2 por estar *in the money*, mientras que la *call* corta quedaría *out the money*. El beneficio total alcanzado sería de 0,37¹².
- Si el precio del activo subyacente se situara por encima de 25, por ejemplo en 27, la opción *call* larga tendría un *pay off* de 7 situándose *in the money*, mientras que la *call* corta quedaría igualmente *in the money*, debiendo satisfacer 2 por su ejercicio. El beneficio total alcanzado sería de 3,37¹³. Este beneficio se mantiene constante a partir de un precio del activo subyacente superior a 25.
- Si el precio del activo subyacente quedara por debajo de 20, por ejemplo en 18, tanto la *call* larga como la

call corta se sitúan *out the money*. El quebranto total alcanzado sería la diferencia de primas: 1,63¹⁴. Esta pérdida se mantiene invariable por debajo de un precio del activo subyacente de 20.

Por consiguiente, nos encontramos con un beneficio cerrado o una pérdida cerrada, dependiendo del precio del activo subyacente.

• El problema de la compensación

- Datos

Siguiendo con los mismos datos, vamos a calcular las diferencias entre sus valores razonables a distintos precios del activo subyacente (*Cuadros 6, 7 y 8*), en la valoración a los 6 meses de iniciada la operación.

Hacer la observación que, en dichos *Cuadros* en la fila denominada *Diferencia*, se señala con (b) cuando el significado equivale a un beneficio, mientras que con (p) se designa una pérdida.

Cuadro 6

Precio del activo subyacente a 22

Período	Opción call larga			Opción call corta		
	Diferencias de primas Valor Total	Diferencias de primas Valor intrínseco	Diferencias de primas Valor temporal	Diferencias de primas Valor Total	Diferencias de primas Valor intrínseco	Diferencias de primas Valor temporal
Inicio	2,09	0	2,09	0,46	0	0,46
A los 6 meses	2,81	2	0,81	0,44	0	0,44
Diferencia	0,72 (b)	2 (b)	-1,28 (p)	-0,02 (b)	0	-0,02 (b)

Cuadro 7

Precio del activo subyacente a 27

Período	Opción call larga			Opción call corta		
	Diferencias de primas Valor Total	Diferencias de primas Valor intrínseco	Diferencias de primas Valor temporal	Diferencias de primas Valor Total	Diferencias de primas Valor intrínseco	Diferencias de primas Valor temporal
Inicio	2,09	0	2,09	0,46	0	0,46
A los 6 meses	7,50	7	0,50	3,11	2	1,11
Diferencia	5,41 (b)	7 (b)	-1,59 (p)	2,65 (p)	2 (p)	0,65 (p)

¹¹ Cuenta de Pérdidas y Ganancias.

¹² $0,37 = 2 - 2,09 + 0,46$

¹³ $3,37 = 7 - 2,09 - 2 + 0,46$

¹⁴ $1,63 = - 2,09 + 0,46$

Cuadro 8

Precio del activo subyacente a 18

Período	Opción call larga			Opción call corta		
	Diferencias de primas Valor Total	Diferencias de primas Valor intrínseco	Diferencias de primas Valor temporal	Diferencias de primas Valor Total	Diferencias de primas Valor intrínseco	Diferencias de primas Valor temporal
Inicio	2,09	0	2,09	0,46	0	0,46
A los 6 meses	0,46	0	0,46	0,02	0	0,02
Diferencia	-1,63 (p)	0	-1,63 (p)	-0,44 (b)	0	-0,44 (b)

- Compensación

Con los datos precedentes pasamos a analizar el modo en que se establecen las compensaciones (Cuadro 9), considerando el valor total de las primas y su descomposición por valor intrínseco.

Cuadro 9

Período	Subyacente a 22	Subyacente a 22	Subyacente a 27	Subyacente a 27	Subyacente a 18	Subyacente a 18
	Diferencias primas Valor Total	Diferencias primas Valor intrínseco	Diferencias primas Valor Total	Diferencias primas Valor intrínseco	Diferencias primas Valor Total	Diferencias primas Valor intrínseco
A los 6 meses	0,72(b)/0,02 (b)	2(b) /0	5,41(b)/2,65 (p)	7(b)/2 (p)	1,63(p)/0,44(b)	0/0
Porcentaje	No sentido	-	>200%	>350%	>370%	-

Con el planteamiento realizado, ocurre que no sería admisible la compensación contable entre beneficios y quebrantos, normativamente exigida, cualquiera que resultara el precio del activo subyacente. Su consecuencia es que no podría contabilizarse como cobertura.

• Consideración contable de estas operaciones

El tema es considerar qué sentido tiene que dos operaciones que vierten sus resultados simétricamente a PyG (una opción de compra y otra de venta, es decir dos derivados), se le cambie la forma de registro, posibilitando que se trate como una *cobertura de flujos de efectivo*¹⁵, pasando a contabilizar como patrimonio neto el importe que está compensado, puesto que el no compensado, por efecto de la ineffectividad, deberá recogerse contra PyG.

Para tratar de aclarar esta idea, imaginemos una nueva situación que nada tiene que ver con las cantidades del ejemplo anterior. En el Cuadro 10 se evalúa la posición que presenta la diferencia de primas (valor total y valor intrínseco) entre una opción *call* corta y una *call* larga a los 3 meses desde su inicio, prescindiendo del resto de consideraciones.

Cuadro 10

Período	Diferencias primas	Diferencias primas
	Valor Total	Valor intrínseco
A los 3 meses	0,34(b)/0,30 (p)	1,2(b) /1,0 (p)
Porcentaje	113%	120%

A la vista del *Porcentaje* de compensación alcanzado, se considera que, tanto si la cobertura hubiera sido

planteada como diferencias de primas totales (113%) o como de diferencia en los valores intrínsecos (120%), la relación es eficaz.

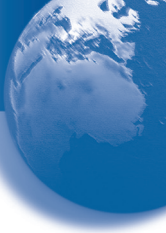
En consecuencia, al darse la compensación exigida se contabiliza como *cobertura de flujos de efectivo*, que es la única alternativa que encontramos asumible. Considerando que registramos tal cobertura por el valor intrínseco, se llevará a patrimonio neto 1 u.m. de la *call* larga y 1 u.m. de la *call* corta, siendo el efecto neto cero, en tanto que permanecerá en PyG, 0,2 que es la cuantía ineficaz de la cobertura.

Con independencia de que, en virtud del ejemplo propuesto, el efecto sea nulo en patrimonio neto, así como que la repercusión sobre PyG sea exactamente igual con cobertura que sin ella, a nuestro entender, en el contexto de una norma donde se pretende conseguir que las coberturas se establezcan para eliminar o al menos reducir las asimetrías contables, en el supuesto de que éstas no existan no tiene objeto alguno plantearlas, y es éste precisamente el supuesto que hemos presentado.

5.3

Caso de cobertura conjunta con una opción de compra y con una opción de venta

Se trata de que dos opciones simultáneamente se consideren como una operación única, a efectos de cobertura de otra transacción que no es un derivado.



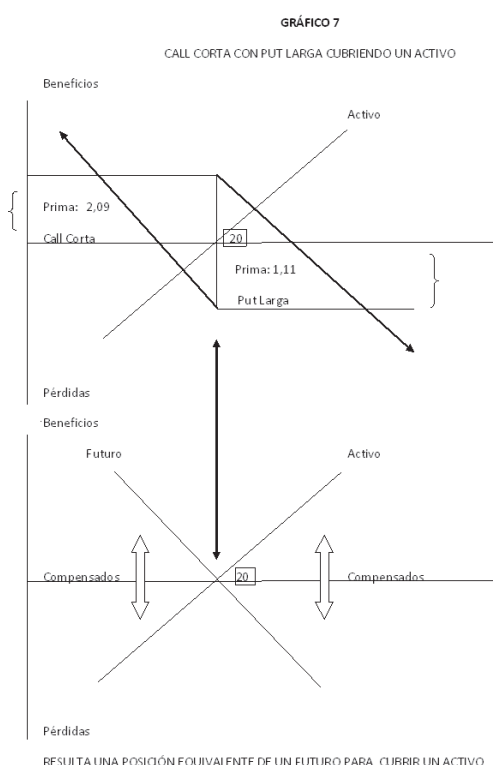
En este supuesto sea una opción venta *call* (*call* corta) y otra de compra *put* (*put* larga), que son designadas conjuntamente como una operación de cobertura de un activo que tenemos en cartera. Esta conjunción de opciones es equivalente a futuro vendido, el cual sirve de cobertura al activo señalado.

Recordemos que caso de que se perciba una prima neta de las opciones, no puede ser considerada como una operación de cobertura (NIC-e 39. 77), sin que quepa formular observaciones a ese respecto.

• Planteamiento

Sea una *call* corta de *strike* 20 u.m., una *put* larga de *strike* 20 u.m., siendo igualmente el precio del activo subyacente de 20 u.m., tipo de interés del 5% y volatilidad del 20%, a un año. La prima *call* corta es de 2,09 u.m. y la *put* larga de 1,11 u.m.

En el *Gráfico 7* se muestra la situación resultante de las operaciones.



- Análisis

El resultado del conjunto de las operaciones representa una prima neta a cobrar de 0,98¹⁶, hecho que implica no ser admitida como una cobertura contable y, por lo tanto, que no pueda ser considerada como tal bajo ningún argumento.

Sin embargo, debemos de tener presente la existencia en el mercado de factores diversos, por los que las primas de las opciones de compra y venta no son los mismos, aún situando en idéntico valor el *strike*. Entre ellos, un tema básico lo constituye la volatilidad que ya

hemos comentado, además de la incorporación diferenciada en el precio de las opciones de la estimación del riesgo, pues, no se actúa con los mismos parámetros en las compras que en las ventas¹⁷.

En otro aspecto, supongamos hipotéticamente por un momento, que el resultado del ejemplo presentado, en vez de resultar una prima a cobrar, hubiera sido una prima a pagar y, en consecuencia, según la norma se consideraría como relación de cobertura. Pensemos que el *strike* sigue situado en 20, es decir sin cambiar el concepto de cobertura financiera establecida, y que consideramos la compensación por la cobertura en función del valor intrínseco. En esas condiciones no mejoría la compensación, ni es más eficaz, simplemente por el hecho de pagar, en lugar de cobrar en neto una prima, se hubiera transformado la operación, pero únicamente de cara a la contabilidad, no así en la realidad, siempre que prescindamos de otros aspectos.

Retomando el sentido original de la norma, el hecho de que la prima neta sea a cobrar en neto invalidaría que la combinación del ejemplo propuesto fuera de cobertura, a pesar de tener cerrado el riesgo real, así como los beneficios y quebrantos; esa situación es la que se refleja en el dibujo inferior del *Gráfico 7*. Por tanto, para las opciones no se admite contablemente pero, al contrario, queda perfectamente aceptado que efectivamente se trata de una cobertura cuando el producto es un futuro financiero no sintético, cuyo resultado a efectos de compensaciones es exactamente el mismo. Se da además la paradoja que, en el ejemplo propuesto, la figura resultante de la cobertura, conforma un futuro sintético. Sobre estos aspectos volveremos posteriormente.

Con la normativa en la forma expuesta, nuevamente se crea una desnaturalización de la finalidad de las operaciones, puesto que una limitación al margen de la propia naturaleza de las transacciones, supone que dos operaciones con el mismo objeto y consecuencia, una sea tratada de cobertura (futuro) y otra no (opciones).

5.4

El caso prohibido. Opciones vendidas en cobertura

Abordamos ahora el supuesto donde se cubre una posición con opciones emitidas. Para la NIC-e esta

¹⁵ Parece un contrasentido que la relación cobertura sea designada como de *valor razonable*, puesto que ambas operaciones ya están registradas a valor razonable con cambios a PyG.

¹⁶ Resultado de la prima de la *Call* corta de 2,09 menos la prima de la *Put* larga de 1,11.

¹⁷ A modo de caso real, en la fecha de redactar este artículo, empleando de subyacente una acción española en Meff, con 12,03 de precio de contado, vencimiento a dos meses y *strike* a 12, las primas que se negociaban eran: *call* larga 0,61; *call* corta 0,81; *put* larga 0,72; *put* corta de 0,92, lo que evidencia la distancia de las cuantías entre primas *call* o *put*.

operación está prohibida, puesto que no se produce el requisito de cubrir otra opción. Esta situación podría presentarse, por ejemplo, en un activo cubierto con opciones emitidas o también en una posición corta de un activo cubierta con opciones vendidas.

Quedaron anteriormente expuestas las razones que llevan a la norma a considerar y justificar que las opciones vendidas no son operaciones de cobertura. Más que rebatir tales argumentos, algunos de los cuales a estas alturas han quedado seriamente cuestionados, cuando no anulados, vamos a establecer ciertos escenarios que permiten contemplar también las opciones como coberturas, evidentemente en un plano teórico, pues normativamente, reiteramos que hoy por hoy esto no es posible.

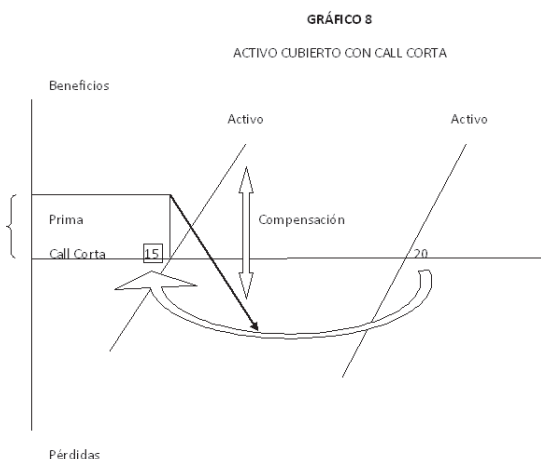
a) Supuesto 1

En este primer caso presentamos la situación creada por una pérdida incurrida en un activo de la cartera y el objeto de la opción emitida de cobertura, es reducir un posible quebranto adicional.

• **Planteamiento**

Sea una opción *call* corta que cubre un activo de nuestra cartera. El activo fue adquirido por 20 u.m. y hoy su precio es de 15 u.m., sin que se espere la recuperación de su valor. El precio de la prima de la *call* corta es de 1,54¹⁸ u.m.

En el *Gráfico 8* se representa la situación planteada.



- **Análisis**

La estrategia de la relación es que presentando el activo en cartera un quebranto de 5 u.m., se trata de conseguir minorar la pérdida mediante la aportación de beneficios. El escenario previsto es que el activo no va a remontar el precio actual de 15 u.m., o bien su subida será inferior al importe de la prima que se percibe.

Siendo el precio de la opción *call* corta de 1,54 u.m., este importe vendrá a reducir las pérdidas en conjunto. Si el activo sigue bajando, tendrá aproximadamente un 10% adicional para cubrir la disminución sin entrar en nuevos quebrantos, siendo esa cuantía la parte que

proporciona protección. Expresado de otro modo, dependerá del importe que venga a compensar la prima en el efecto de la caída del activo.

Por lo tanto, la cobertura se produce siempre que no aumente el precio del activo, o no se sitúe por debajo del importe de la prima cobrada. Esto dicho así bien parece ser poca cosa para justificar una cobertura, pero ¿no es cierto que todas las relaciones de cobertura se establecen en función de las expectativas? ¿Por qué entonces no permitir esas mismas presunciones para las opciones vendidas?

El hecho cierto es que la cobertura existe; otra cosa distinta es que sea más o menos limitada en cuanto al margen cuantitativo que presenta de protección o que atienda efectivamente a la compensación, o no. Evidentemente, si la opción vendida se sometiese a la normativa general establecida para las operaciones de cobertura, si no se cumplen los requerimientos exigidos, no sería tratada como tal, pero cuando menos siempre debieran permitirnos, al menos, estudiar su viabilidad como cobertura contable. Lo contrario es entrar en una asimetría legislativa sin justificación real.

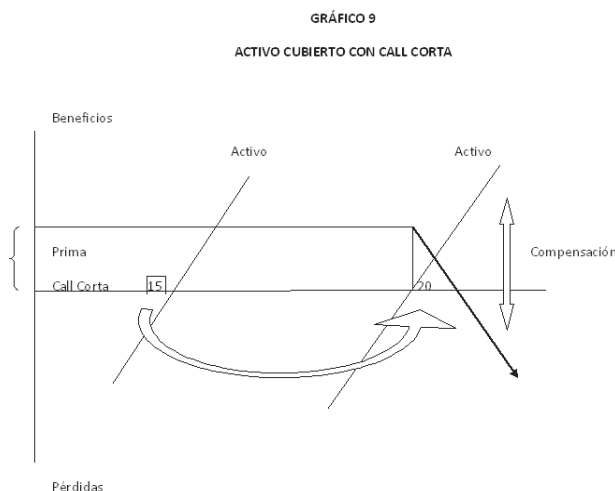
b) Supuesto 2

En esta situación presentamos justamente el escenario contrario. Se basa en que el activo ha generado beneficios, pero se entiende que su recorrido ha finalizado, por el momento.

• **Planteamiento**

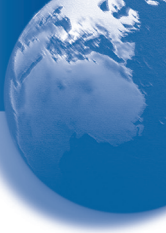
Sea la opción *call* corta que cubre un activo de nuestra cartera. El activo fue adquirido por 15 u.m. y hoy su precio es de 20 u.m. sin que se espere que su valor siga creciendo. La opción tiene una prima¹⁹ de 2,06 u.m

En el *Gráfico 9* se expone la situación que presenta en esta operación.



- **Análisis**

En este supuesto inverso al anterior, en el activo se registra un beneficio de 5 u.m. y la estrategia es tratar de aumentarse la rentabilidad, que de otro modo



no sería posible. Con ello, cerramos ya un beneficio, puesto que no obtendremos mayores ganancias en el activo, al quedar compensadas con la opción que nos generará pérdidas.

La posición resultante es de limitado beneficio y abierto a pérdidas en el activo. Pero esto no empeora la situación que ya ofrecía la cartera, puesto que en el activo por debajo de 15 u.m. aparecerían quebrantos (eliminando los beneficios generados), pero si consideramos que la prima de la opción cobrada, supone rebajar el coste de la cartera, la zona de beneficios se alcanzaría antes, o de otro modo, se compensaría en parte el quebranto sufrido.

Consideremos el precio de la prima de 2,06 u.m. Si el activo se prevé que puede incrementar su valor por encima de 22,06 no se hará la operación de cobertura, porque en el activo se obtendrá mayor beneficio. Si, por el contrario, se prevé que sea inferior a dicha cuantía, se rentabilizará el activo en 2,06 u.m., lo que equivale a un 10% aproximadamente.

Si el activo en origen costó 15, se habrán generado 5 u.m. de beneficios que se elevarían a 7,06, si se incluye la prima de la opción. En esta circunstancia, puede cambiarse la expectativa de un mayor beneficio (por encima de 22,06) al cubrirse con la opción, por la seguridad de tener 2,06 de beneficio cerrado en la opción.

En definitiva, al igual que en Supuesto 1 anterior seguimos operando con expectativas de comportamiento de mercado, lo cual es gestión, y dentro de ellas las coberturas con opciones emitidas forman parte de la estrategia.

No debemos olvidar que la idea de cerrar un quebranto es la que hemos expuesto en el punto 5.1 a) precedente al tratar sobre las opciones compradas en cobertura. Si entonces era válida, por simple simetría normativa, debería ser permitido ahora, máxime cuando el principio de prudencia es uno más entre los principios contables, pero no el más relevante.

c) Supuesto 3

Hemos contemplado, en apartados precedentes, como un producto derivado alternativo a las opciones en las coberturas, podrían ser los futuros financieros. En consecuencia, cambiando ahora el escenario y olvidando las opciones, o mejor sustituyéndolas por un futuro, podemos apreciar la estrategia distinta a la que sirve uno y otro instrumento.

Consideremos la misma operación presentada en el Supuesto 2, pero ahora la cobertura será realizada con un futuro financiero, en lugar de con una opción emitida.

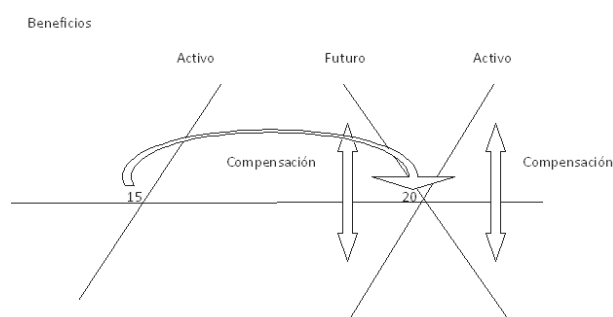
Recordemos que se da la circunstancia de que al operar con futuros no se establecen en la NIC-e las limitaciones legislativas, en cuanto a la relación de cobertura, que existen para las opciones vendidas.

• Planteamiento

Sea el activo que poseemos en cartera a un valor razonable actual de 20 u.m., que vamos a proteger con un futuro vendido en cobertura por precio de 20 u.m., sin entrar a considerar ningún coste derivado de la transacción.

En el *Gráfico 10* se establece el croquis de la cobertura.

GRÁFICO 10
ACTIVO CUBIERTO CON FUTURO



- Análisis

El beneficio generado por el activo en cartera de 5 u.m. va a cerrarse plenamente al vender un futuro financiero. Así, si el precio sube a 21 aumentará en 1 u.m. el beneficio del activo, pero se compensará con un quebranto de 1 u.m. en el futuro. Al contrario, si el precio desciende a 19 la ganancia de 1 u.m. estará en el futuro mientras que la pérdida de 1 u.m. quedará en el activo.

Por lo tanto, compensamos beneficios y quebrantos íntegramente, siendo indiferente que suba o baje, sobre el precio de referencia, de 20. De esta forma, se elimina toda apuesta de ganancia y también de posibilidad de quebranto. Renunciamos a beneficios, y congelamos el logrado (de 15 a 20). En su caso, también podemos inmunizar un quebranto, si lo asociásemos, por ejemplo, a la anterior Situación 1 examinada dentro de este mismo apartado.

Cierto es que con la situación descrita hemos cerrado riesgos y también ganancias, pero donde queda el valor añadido de la gestión activa. De otro modo, frente al caso de las opciones vendidas presentado, si las expectativas fueran de cierta estabilidad o no subida, ¿no es mejor estrategia la cobertura con opciones que con futuros?, porque en aquel supuesto aumentamos los beneficios vía prima y nada se aporta ya con futuros. O en terminología del Anexo de la NIC-e 39 no obte-

¹⁸ Call corta de un año, 20% volatilidad, y 5% tipo de interés, at the money 15 u.m.

¹⁹ Una call a un año 5% de tipo de interés y volatilidad del 20%, at the money 20.

nemos entonces *ganancias potenciales* mayores con la opción, si es que aquello causaba preocupación al redactar de ese modo la norma. Más, a pesar de estas elucubraciones, la opción emitida seguiría sin admitirse como cobertura y sí el futuro.

La tan traída y llevada idea de que las opciones de venta como los casos que hemos presentado son para obtener beneficios, pero sin que de hecho sirva de cobertura o se utilicen para rentabilizar una posición dada, pueden resultar mejores estrategias que con futuros. Ahí también subyace la idea de cerrar un beneficio o de consolidar una pérdida.

Realmente la dirección y gestión de las entidades ha de procurar obtener beneficios, sin generar quebrantos y eso no es criticable. Por su parte, las normas no deberían plantearse las estrategias posibles que las entidades pueden seguir, sino que la contabilidad refleje la imagen real de las instituciones y sea prudente en el registro de ganancias y en el reconocimiento de pérdidas.

6

Consideraciones finales

Hemos ido analizando el modo en que son tratadas las opciones en las coberturas bajo la normativa NIC-e, ya sean de compra o de venta. La conclusión es que no están bien recogidas, ni las unas ni las otras. Los problemas surgen inicialmente porque no se les asigna la consideración de un instrumento completo de cobertura, el cual presenta unas características propias, que deberían regularse de modo específico.

Con el desarrollo producido en los mercados organizados, o no, en los operadores, donde incluso negocian clientes particulares, crear justificaciones necias para evitar regular las opciones de venta, parece que no es una respuesta apropiada por parte de la normativa.

En nuestra opinión, entre los objetivos básicos de la contabilidad están el recoger la práctica operativa de las entidades y esto no se consigue adecuadamente para las opciones por las limitaciones que impone. Sin embargo, la normativa NIC-e, en su conjunto, admite prácticas más que discutibles, por ejemplo, con provisiones fundadas en un mínimo rigor técnico (NIC-e 37), dejando absoluta libertad para su determinación; cuando permite evaluaciones a valor razonable en productos con bajo grado de liquidez, o cuando asume provisiones basadas en datos estadísticos sin más precisiones (NIC-e 39).

En esta línea no se justificaría entonces que, las opciones vendidas que son productos extendidos, fiables en sus valoraciones, sobre todo de mercados organizados, no se permita por definición que sean instrumentos de cobertura. Otra cosa es que admitiendo que lo fueran, no se cumplieran con las reglas de la compensación establecidas, las cuales, aún cuando resultan inapropiadas para las opciones, al menos no establecería una discriminación negativa.

En otro orden de cosas, resulta más coherente el tratamiento que establece la normativa americana para la cobertura con opciones, de la que deriva a grandes rasgos el tratamiento que sigue la NIC-e, el cual si se hubiese seguido con mayor fidelidad por la legislación europea, sin recortes infundados, hubiera presentado menos aspectos técnicos claramente incongruentes.

7

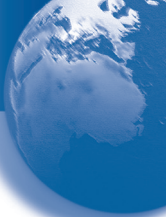
Epílogo

A lo largo de estos artículos hemos analizado algunos aspectos que afectan al tratamiento contable de las coberturas. La norma europea, presenta puntos positivos y negativos.

Entre los elementos positivos se destaca el tratamiento diferencial para situaciones concretas que pretenden reducir las asimetrías contables creadas por las propias normas, cuestión que, aunque siempre debatida, no cabe duda que en el momento presente es la menos mala de las soluciones. Igualmente juzgamos positivo que exista un conjunto de normas que traten de marcar el camino para el establecimiento de las coberturas.

Por la parte negativa, se encuentra el sistema que se sigue para su evaluación, sometido a altas dosis de incertidumbre y sobre todo un procedimiento de evaluación prospectiva, no discriminante en el valor de los datos. Así mismo, abordar la mejora del tratamiento de los métodos de evaluación, principalmente el de ratios (entre el 80-125%), que no es adecuado en determinadas condiciones, y con ello la fórmula en que se basa la compensación. Respecto al tratamiento de las opciones como instrumentos de cobertura debiera ser específico y adaptado a sus características propias.

Confiemos en que se planteen mejoras en las normas sobre coberturas, tratando de ajustarse a la operativa de las entidades. De este modo, se respondería con mayor veracidad al principio de la imagen fiel, que difícilmente queda soportado en algunos puntos, cuando se desciende mínimamente al fondo de la cuestión.



BIBLIOGRAFÍA



- Casanovas, M. (2006): *Opciones financieras*. Ediciones Pirámide. 6ª Ed. Madrid.
- Circular BE 4/2004 de 22 de diciembre. Entidades de Crédito. Normas de información financiera pública y reservada, y modelos de estados financieros (BOE del 30).
- Corona, E. et al (2005): *Aplicación de las Normas Internacionales de Contabilidad*. Edición contable CISS. Valencia.
- (2006 a): *Código de Normas Internacionales de Contabilidad*. CISS. Valencia.
- (2006 b): *Aplicación de las Normas Internacionales de Contabilidad*. CISS. 2ª Ed.: noviembre 2006. Valencia.
- Financial Accounting Standard Board (1998): FASB 133. Accounting for derivative instruments and hedging activities.
- González, J. y Ferruz, L. (1994): *Aspectos contables y financieros de las opciones*. Ediciones gestión 2000 SA. Barcelona.
- Lamothe, P. y Pérez, M. (2005): *Opciones financieras y productos estructurados*. McGraw-Hill. 3ª Ed. Madrid.
- Norma Internacional de Contabilidad (2003): NIC 37. Provisiones, activos contingentes y pasivos contingentes. Reglamento CE 1725/2003 de 29 de septiembre.
- Norma Internacional de Contabilidad (2004): NIC 39. Provisiones, activos contingentes y pasivos contingentes. Reglamento CE 2086/2004 de 19 de noviembre.
- Pérez, J. y Calvo, J. (2006): *Instrumentos financieros. Análisis y valoración con una perspectiva bancaria y de información financiera internacional*. Ediciones Pirámide. Madrid.
- Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el Plan General de Contabilidad (BOE del 20).