

ESTUDIOS

EL CONTRATO DE INTERCAMBIO FUTURO DE DIVISAS

MARÍA NOEMÍ DOCE DEIBE

PRÓLOGO DE JULIO ÁLVAREZ RUBIO

© **María Noemí Doce Deibe**, 2025
© **ARANZADI LA LEY, S.A.U.**

ARANZADI LA LEY, S.A.U.

C/ Collado Mediano, 9
28231 Las Rozas (Madrid)
www.aranzadilaley.es

Atención al cliente: <https://areacliente.aranzadilaley.es/publicaciones>

Primera edición: Junio 2025

Depósito Legal: M-13847-2025

ISBN versión impresa: 978-84-1085-192-4

ISBN versión electrónica: 978-84-1085-193-1

Diseño, Preimpresión e Impresión: ARANZADI LA LEY, S.A.U.

Printed in Spain

© **ARANZADI LA LEY, S.A.U.** Todos los derechos reservados. A los efectos del art. 32 del Real Decreto Legislativo 1/1996, de 12 de abril, por el que se aprueba la Ley de Propiedad Intelectual, ARANZADI LA LEY, S.A.U., se opone expresamente a cualquier utilización del contenido de esta publicación sin su expresa autorización, lo cual incluye especialmente cualquier reproducción, modificación, registro, copia, explotación, distribución, comunicación, transmisión, envío, reutilización, publicación, tratamiento o cualquier otra utilización total o parcial en cualquier modo, medio o formato de esta publicación. Cualquier forma de reproducción, distribución, comunicación pública o transformación de esta obra solo puede ser realizada con la autorización de sus titulares, salvo excepción prevista por la Ley. Diríjase a **Cedro** (Centro Español de Derechos Reprográficos, www.cedro.org) si necesita fotocopiar o escanear algún fragmento de esta obra.

El editor y los autores no asumirán ningún tipo de responsabilidad que pueda derivarse frente a terceros como consecuencia de la utilización total o parcial de cualquier modo y en cualquier medio o formato de esta publicación (reproducción, modificación, registro, copia, explotación, distribución, comunicación pública, transformación, publicación, reutilización, etc.) que no haya sido expresa y previamente autorizada.

El editor y los autores no aceptarán responsabilidades por las posibles consecuencias ocasionadas a las personas naturales o jurídicas que actúen o dejen de actuar como resultado de alguna información contenida en esta publicación.

ARANZADI LA LEY no será responsable de las opiniones vertidas por los autores de los contenidos, así como en foros, chats, u cualesquiera otras herramientas de participación. Igualmente, ARANZADI LA LEY se exime de las posibles vulneraciones de derechos de propiedad intelectual y que sean imputables a dichos autores.

ARANZADI LA LEY queda eximida de cualquier responsabilidad por los daños y perjuicios de toda naturaleza que puedan deberse a la falta de veracidad, exactitud, exhaustividad y/o actualidad de los contenidos transmitidos, difundidos, almacenados, puestos a disposición o recibidos, obtenidos o a los que se haya accedido a través de sus PRODUCTOS. Ni tampoco por los Contenidos prestados u ofertados por terceras personas o entidades.

ARANZADI LA LEY se reserva el derecho de eliminación de aquellos contenidos que resulten inveraces, inexactos y contrarios a la ley, la moral, el orden público y las buenas costumbres.

Nota de la Editorial: El texto de las resoluciones judiciales contenido en las publicaciones y productos de **ARANZADI LA LEY, S.A.U.**, es suministrado por el Centro de Documentación Judicial del Consejo General del Poder Judicial (Cendoj), excepto aquellas que puntualmente nos han sido proporcionadas por parte de los gabinetes de comunicación de los órganos judiciales colegiados. El Cendoj es el único organismo legalmente facultado para la recopilación de dichas resoluciones. El tratamiento de los datos de carácter personal contenidos en dichas resoluciones es realizado directamente por el citado organismo, desde julio de 2003, con sus propios criterios en cumplimiento de la normativa vigente sobre el particular, siendo por tanto de su exclusiva responsabilidad cualquier error o incidencia en esta materia.

Índice General

	<i>Página</i>
NOTA PRELIMINAR	11
PRÓLOGO.....	13
DEFINICIONES Y ABREVIATURAS.....	19
CAPÍTULO I	
FUNCIÓN ECONÓMICA.....	29
1. El Sistema Monetario Internacional y los tipos de cambio flotantes.....	30
1.1. <i>De Bretton Woods al sistema de cambios flotantes</i>	<i>30</i>
1.2. <i>Nacimiento de una moneda única en Europa.....</i>	<i>33</i>
2. La exposición cambiaria y herramientas para su gestión	37
2.1. <i>El concepto de exposición cambiaria</i>	<i>37</i>
2.2. <i>El intercambio futuro de divisas como herramienta para la mitigación del riesgo.....</i>	<i>39</i>
2.2.1. <i>Ejemplos de gestión del riesgo de tipo de cambio en multinacionales</i>	<i>40</i>
2.2.2. <i>Conclusiones sobre la función de cobertura del intercambio futuro de divisas</i>	<i>46</i>
3. El mercado de divisas a través de la encuesta trienal del BIS	47
3.1. <i>Distinción por instrumento financiero.....</i>	<i>48</i>
3.2. <i>Distinción por tipo de contraparte</i>	<i>49</i>

	<u>Página</u>
3.3. <i>Distinción por divisas</i>	52
3.4. <i>Distinción por plazas financieras</i>	55
CAPÍTULO II	
CARACTERES Y ELEMENTOS	57
1. Caracteres	57
1.1. <i>Consensualidad</i>	57
1.2. <i>Bilateralidad y onerosidad</i>	60
1.3. <i>Aleatoriedad versus conmutatividad</i>	65
1.4. <i>Contrato principal</i>	69
1.5. <i>Mercantilidad</i>	70
1.6. <i>Atipicidad</i>	73
2. Elementos del contrato	74
2.1. <i>Las partes</i>	74
2.1.1. <i>Clasificación de las partes con arreglo a la normativa MiFID</i>	75
2.1.2. <i>Las partes del contrato: capacidad</i>	77
2.1.3. <i>Las partes del contrato: la participación de intermediarios</i>	82
2.2. <i>El objeto</i>	85
2.2.1. <i>Definición del objeto</i>	85
2.2.2. <i>Licitud, posibilidad y determinación del objeto</i>	87
2.3. <i>La causa</i>	89
2.3.1. <i>La causa del intercambio de divisas a plazo</i>	90
2.3.2. <i>La causa en los instrumentos financieros derivados</i> ..	91
2.4. <i>La forma</i>	93
2.4.1. <i>Principio de libertad de forma</i>	94
2.4.2. <i>Confirmación del contrato ex post</i>	94

CAPÍTULO III

NATURALEZA JURÍDICA	97
1. El plazo como elemento esencial del contrato	98
1.1. <i>El intercambio futuro de divisas como contrato a plazo</i>	99
1.2. <i>El intercambio de divisas en contado versus el intercambio a plazo</i>	104
2. Comparación del intercambio futuro de divisas con otras figuras contractuales típicas	106
2.1 <i>El intercambio futuro de divisas como contrato de compra-venta o permuta</i>	106
2.2 <i>El intercambio futuro de divisas como contrato de seguro</i>	114
3. Comparación del intercambio futuro de divisas con otras figuras atípicas	116
3.1 <i>El intercambio futuro de divisas como instrumento financiero</i>	116
3.1.1. <i>Régimen anterior a MiFID</i>	116
3.1.2. <i>Normativa MiFID e instrumentos financieros derivados</i>	119
3.2. <i>El intercambio futuro de divisas como medio de pago</i>	123

CAPÍTULO IV

CONTENIDO Y DOCUMENTACIÓN	127
1. Contenido del contrato	128
1.1. <i>Las obligaciones de pago</i>	128
1.1.1 <i>Obligaciones a plazo</i>	129
1.1.2. <i>Obligaciones pecuniarias</i>	131
1.1.3. <i>Liquidación por entrega versus liquidación por diferencias</i>	132
1.1.4. <i>El riesgo de liquidación de divisa: herramientas de mitigación</i>	134
1.2. <i>Las obligaciones de contenido no patrimonial</i>	135
1.3. <i>Otras modalidades de intercambio futuro de divisas</i>	137

	<i>Página</i>
2. Documentación del contrato	142
2.1. <i>La técnica del Contrato Marco</i>	142
2.1.1. <i>El éxito del contrato marco</i>	146
2.1.2. <i>La estandarización de los términos</i>	148
2.1.3. <i>La mitigación de la exposición al riesgo de crédito ...</i>	149
2.1.4. <i>La reducción del consumo de recursos propios</i>	151
2.2. <i>El contrato marco de operaciones financieras</i>	154
2.2.1. <i>La confirmación como parte del Contrato Marco de Operaciones Financieras</i>	158
2.2.2. <i>El vencimiento anticipado del intercambio futuro de divisas como parte de un contrato marco de operaciones financieras: las causas de vencimiento</i>	164
2.2.2.1. <i>Las causas de vencimiento de naturaleza subjetiva o relacionadas con una de las partes</i>	169
2.2.2.2. <i>Las causas de vencimiento de naturaleza objetiva</i>	172
2.2.3. <i>El vencimiento anticipado del intercambio futuro de divisas como parte de un contrato marco de operaciones financieras: el cálculo del saldo neto</i>	174
2.2.4. <i>El vencimiento anticipado del intercambio futuro de divisas como parte de un contrato marco de operaciones financieras: compensación por novación versus compensación convencional</i>	181
2.3. <i>Otros aspectos del contrato marco de operaciones financieras</i>	184
2.3.1. <i>Conversión de los importes en moneda extranjera ...</i>	185
2.3.2. <i>La compensación como mecanismo de gestión de liquidaciones</i>	186
 CAPÍTULO V	
RÉGIMEN JURÍDICO: CONTEXTO Y FUNDAMENTO	191
1. Contexto: los mercados financieros en las dos últimas décadas	192

	<u>Página</u>
1.1. <i>La crisis global financiera</i>	192
1.1.1. <i>El auge del mercado hipotecario</i>	194
1.1.2. <i>Nuevas técnicas e instrumentos financieros: la titu- lización y los derivados de crédito</i>	195
1.1.3. <i>La tormenta perfecta y el desenlace</i>	197
1.2. <i>El papel de los derivados OTC</i>	198
1.3. <i>Compromisos adquiridos por el G-20 en 2009</i>	202
2. Régimen jurídico del contrato (I)	203
2.1. <i>El intercambio futuro de divisas en la LMV</i>	204
2.1.1. <i>El intercambio futuro de divisas como objeto de un servicio de inversión</i>	206
2.1.2. <i>La transposición de las Directivas MiFID y las nor- mas de conducta en la contratación del intercambio futuro de divisas</i>	209
2.2. <i>El intercambio futuro de divisas y el Reglamento de Bench- marks</i>	215
2.2.1. <i>Contexto, relevancia y finalidad</i>	215
2.2.2. <i>Contenido y alcance de la norma: fases del proceso y sujetos afectados</i>	218
2.3. <i>El intercambio futuro de divisas y el Real Decreto-Ley 5/2005</i>	220
2.3.1. <i>El intercambio futuro de divisas como parte de un acuerdo de compensación contractual</i>	220
2.3.2. <i>La resolución anticipada del acuerdo de compensa- ción contractual y su funcionamiento en concurso de acreedores</i>	222
2.4. <i>Otras normas</i>	228
3. Régimen jurídico del contrato (II): EMIR	230
3.1. <i>Régimen jurídico</i>	231
3.1.1. <i>Categorías de contrapartidas</i>	231
3.1.2. <i>Obligaciones para los contratantes</i>	234
3.1.2.1. <i>Compensación a través de ECC</i>	234
3.1.2.2. <i>Obligación de reporte de información</i>	235

	<u>Página</u>
3.1.2.3. Técnicas de mitigación de riesgo	237
3.2. <i>Otros aspectos de la normativa EMIR</i>	245
3.2.1. <i>La obligatoriedad de identificación mediante Código LEI</i>	246
3.2.2. <i>Supervisión y potestad sancionadora</i>	247
3.2.3. <i>Contrapartes no financieras y delegación</i>	248
3.2.4. <i>EMIR y la extraterritorialidad</i>	250
3.3. <i>Otras iniciativas legislativas en materia de derivados</i>	251
3.3.1. <i>Estados Unidos: Dodd Frank Act</i>	251
3.3.2. <i>EMIR y Brexit</i>	254
BIBLIOGRAFÍA.....	257

Capítulo I

Función económica

SUMARIO: 1. EL SISTEMA MONETARIO INTERNACIONAL Y LOS TIPOS DE CAMBIO FLOTANTES. 1.1. De Bretton Woods al sistema de cambios flotantes. 1.2. Nacimiento de una moneda única en Europa. 2. LA EXPOSICIÓN CAMBIARIA Y HERRAMIENTAS PARA SU GESTIÓN. 2.1. El concepto de exposición cambiaria. 2.2. El intercambio futuro de divisas como herramienta para la mitigación del riesgo. 2.2.1. *Ejemplos de gestión del riesgo de tipo de cambio en multinacionales.* 2.2.2. *Conclusiones sobre la función de cobertura del intercambio futuro de divisas.* 3. EL MERCADO DE DIVISAS A TRAVÉS DE LA ENCUESTA TRIENAL DEL BIS. 3.1. Distinción por instrumento financiero. 3.2. Distinción por tipo de contraparte. 3.3. Distinción por divisas. 3.4. Distinción por plazas financieras.

El contrato de intercambio futuro de divisas, también conocido como intercambio de divisas a plazo o seguro de cambio, términos que emplearemos indistintamente, y, en los mercados financieros internacionales, conocido por el término en inglés *currency forward* o *foreign exchange forward*, como acuerdo por el que dos partes se obligan al intercambio de sendos importes denominados en dos divisas, en una fecha futura y a un precio determinado, tiene como subyacente la relación entre las dos monedas expresada como tipo de cambio, que no es otra cosa que el cociente que las vincula indicando cuántas unidades de una de las monedas equivalen a una unidad de la otra.

Fenómenos como la internacionalización de la actividad empresarial, el crecimiento del comercio internacional, la integración económica acontecida en Europa y el desarrollo exponencial que ha tenido la tecnología aplicada a las finanzas en las últimas décadas, han contribuido a que el tipo de cambio y el mercado de divisas cobren una importancia extraordinaria en las economías. En este contexto, el intercambio de divisas a plazo ha sido,

y continúa siendo, una de las principales herramientas que las compañías han empleado para la gestión del riesgo de tipo cambio. Por ello, antes de acometer el análisis estrictamente jurídico de esta figura, creemos que es interesante abordar dos aspectos:

- i) comprender la función económica que cumple el seguro de cambio y cómo contribuye a la gestión del riesgo de apreciación o depreciación de la divisa a la que se exponen las compañías en su actividad empresarial, para lo cual comenzaremos por desgranar en qué consiste la exposición cambiaria; y
- ii) ofrecer una idea de la dimensión del mercado de divisas, en particular, del volumen de contratación del intercambio futuro de divisas a nivel mundial, indagando en las características del mercado, los diversos agentes que intervienen, las divisas dominantes, las plazas más activas en la contratación y otros aspectos relevantes para comprender la función económica que el contrato desempeña.

1. EL SISTEMA MONETARIO INTERNACIONAL Y LOS TIPOS DE CAMBIO FLOTANTES

La fluctuación de la divisa es una de las principales variables del orden económico y financiero internacional, y por ello resulta de interés conocer cómo ha evolucionado durante el pasado siglo el Sistema Monetario Internacional, como conjunto de normas y acuerdos internacionales relativos a la política monetaria y de tipo de cambio, hasta la adopción del sistema de tipos de cambio flotantes que impera en la actualidad.

1.1. DE BRETTON WOODS AL SISTEMA DE CAMBIOS FLOTANTES

Centrándonos en la evolución de los sistemas monetarios a lo largo del siglo XX, la *Conferencia Monetaria y Financiera de las Naciones Unidas* de Bretton Woods, New Hampshire (EE. UU.)¹, que tuvo lugar a mediados de 1944,

1. <https://www.federalreservehistory.org/essays/bretton-woods-created> (consultada junio 2024). Tras la Segunda Guerra Mundial, los EE.UU. y el Reino Unido lideraron una serie de negociaciones que pretendían restablecer las reglas de la economía mundial, basadas en la libre participación de las naciones y el acceso de estas en igualdad de condiciones al comercio y las materias primas necesarias para fomentar la prosperidad económica. Las negociaciones culminaron con la participación de 44 naciones en la *Conferencia de Bretton Woods* en julio de 1944, en la que se definió el que sería un nuevo Sistema Monetario Internacional, basado en la estabilidad cambiaria y el esfuerzo cooperativo de las naciones, creándose dos instituciones, el *Fondo Monetario*

supuso la creación de un nuevo orden financiero a nivel internacional, basado en la adopción de la denominada *disciplina de tipos de cambio fijos ajustables*.

De acuerdo con este sistema, cada divisa establecía un tipo de cambio fijo respecto del dólar estadounidense con una banda de fluctuación del $\pm 1\%$, y el dólar, a su vez, adoptaba un tipo de cambio fijo respecto del oro cifrado en 35 dólares la onza. Para respaldar esta paridad, la Reserva Federal de los EE.UU. asumía la obligación de respaldar las emisiones de dólares con la adquisición de las correspondientes reservas del metal². De esta forma, la divisa estadounidense se estableció como moneda de reserva y los Bancos Centrales en todo el mundo se aprovisionaban de dólares, manejando estos importes para respaldar las emisiones de divisa nacional cuando era necesaria su intervención para mantener el tipo de cambio de su moneda.

Esta manera de proceder del Sistema Monetario Internacional, basada en la confianza en el dólar, se mantuvo durante gran parte del siglo XX

Internacional, FMI, como institución encargada de promover la estabilidad cambiaria y supervisar el sistema de tipos de cambio, y el *Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento*, hoy conocido como *Banco Mundial*.

2. https://avalon.law.yale.edu/20th_century/decad047.asp (consultada junio 2024). A través de los acuerdos adoptados en la *Conferencia de Bretton Woods*, con la experiencia del abandono del clásico patrón oro —basado en que la oferta de una determinada divisa estaba limitada por las reservas en oro que mantenía el país emisor—, las continuas devaluaciones protagonizadas por diversas monedas después de la Primera Guerra Mundial, el proteccionismo imperante en el periodo entreguerras y la necesidad de sentar los cimientos para la reconstrucción tras la Segunda Guerra Mundial, los Estados participantes aprobaron, como parte del texto adoptado en la Conferencia, en el apartado dedicado a las paridades monetarias —artículo IV (*Par values of currencies*) de la sección (b) (*Articles of Agreement of the International Monetary Fund, July 22, 1944*)—, la paridad de la moneda de cada Estado como expresión respecto del oro o del dólar estadounidense, de acuerdo con sus condiciones a 1 de julio de 1944, con el siguiente enunciado:

«Article iv. Par values of currencies

Section 1. Expression of par values

(a) The par value of the currency of each member shall be expressed in terms of gold as a common denominator or in terms of the United States dollar of the weight and fineness in effect on July 1, 1944.

(b) All computations relating to currencies of members for the purpose of applying the provisions of this Agreement shall be on the basis of their par values.»

Si las naciones deseaban comprar o vender reservas en dólares o en oro, lo harían al precio determinado por el sistema de cambios, aplicando un margen superior e inferior también limitados. Más allá, las naciones se comprometían a no modificar las paridades establecidas salvo para corregir un desequilibrio fundamental, a colaborar en la estabilidad de los tipos de cambio y a facilitar las transacciones de cambio entre su moneda y las del resto de naciones, es decir, asegurar la convertibilidad.

hasta que la fe en la divisa norteamericana, que se mantenía como eje del sistema, comenzó a quebrarse en la década de los 60³, y finalmente, en 1971, EE.UU. suspendió unilateralmente la convertibilidad⁴ de su divisa en oro como medida para terminar con la especulación que se estaba viviendo en los mercados contra el dólar. La decisión, que convirtió *de facto* el dólar en moneda fiduciaria —no respaldada por oro ni otro metal precioso sino por la confianza en que el Banco Central del país emisor, en este caso la Reserva Federal americana, garantizará su valor a lo largo del tiempo—, supuso, en la práctica, el fin del sistema en vigor desde *Bretton Woods* y el primer paso del Sistema Monetario Internacional hacia el dominio de los cambios flotantes.

Se abrió a continuación un período de adaptación y reformas en el sistema, con progresivas devaluaciones del dólar estadounidense, que culminó con el abandono de los cambios fijos por diversas monedas en marzo de 1973 y, tras años de negociaciones, el 30 de abril de 1976 se aprobó la Segunda Enmienda del Convenio Constitutivo del FMI⁵ que incluía, entre las noveda-

3. BERNSTEIN, E.M., «Reflections on Bretton Woods», en AUTORES VARIOS, *The International Monetary System: forty years after Bretton Woods*, Federal Reserve Bank of Boston, Bretton Woods, 1984, p.18. Cuarenta años después de la *Conferencia de Bretton Woods*, el autor examina los acuerdos adoptados y describe cómo, en 1971, se suprime la que denomina anomalía de la convertibilidad, siendo que, de hecho, EE.UU. ya había abandonado el patrón oro cuando en el periodo comprendido entre 1958 y 1971, el país perdió más de la mitad de sus reservas de oro sin reducir la oferta de dólares en circulación.
4. <https://www.federalreservehistory.org/essays/gold-convertibility-ends> (consultada junio 2024). Desde mediados de los años 60, EE.UU. protagonizaba su propia inestabilidad económica caracterizada por el deterioro de la balanza de pagos, la extraordinaria inflación, el aumento del desempleo y el incremento del gasto militar. En el exterior, la necesidad de dólares disminuía a medida que las economías europeas y japonesa ganaban fortaleza, recuperadas ya de la Segunda Guerra Mundial, y sus exportaciones competían con las de EE.UU. al resto del mundo. El sistema se mantendría en la medida en que los Bancos Centrales no ejercieran su derecho a hacer efectiva la conversión de sus reservas de dólares a oro, pero la presión y desconfianza sobre si el país podría en el futuro cumplir su compromiso de convertir en oro los dólares en poder de extranjeros, amenazaban su dominio como moneda de reserva internacional. El 15 de agosto de 1971 el presidente Nixon, en su famoso discurso a la nación en el que mencionó una única vez la palabra *oro*, declaró el fin de la convertibilidad de la divisa estadounidense en el metal, como parte del anuncio de lo que denominó una *nueva política económica* que supuso el despliegue de una batería de medidas intervencionistas destinadas a corregir la inflación, reducir el desempleo y proteger el dólar frente a la especulación de los mercados financieros internacionales.
5. GOLD, J., *The Second Amendment of the Fund's Articles of Agreement. Pamphlet Series, núm. 25*, Washington D.C., 1978, pp. 22 y ss. El autor revisa las principales novedades introducidas por la enmienda y, entre ellas, destaca que bendice el sistema de cambios flotantes y reconoce la libertad de elección del régimen cambiario por referencia

des más relevantes, el reconocimiento de la libertad de los Estados para elegir el sistema de determinación del tipo de cambio. A partir de este momento, la cotización de la divisa para aquellas naciones que adoptaron el *sistema de cambios flotantes o flexibles*, no vendría ya fijada por la intervención de la autoridad monetaria, sino que serán la oferta y la demanda en el mercado las que determinarán la fluctuación del precio de las monedas, dependiendo de factores macroeconómicos como las perspectivas de crecimiento de la economía, la situación de la balanza de pagos, la inflación, los tipos de interés... y de cómo el mercado percibiera estos factores a lo largo del tiempo.

1.2. NACIMIENTO DE UNA MONEDA ÚNICA EN EUROPA

No fue fácil para las economías europeas adaptarse al sistema de cambios flexibles o semiflexibles, y en la década de los 70 se produjeron en el seno de la *Comunidad Económica Europea*, CEE⁶, diversos intentos destinados a dotar de estabilidad el sistema monetario y corregir los desequilibrios eco

a activos distintos del oro o a otras monedas, obligando a cada nación a notificar su elección al FMI. De esta manera, se legalizaba *de iure* el abandono del sistema de paridades fijas que ya se había producido *de facto* a través de decisiones unilaterales de diversos Estados. Se eliminaron también las obligaciones por parte del propio FMI y de los Estados de transferir o recibir oro para la constitución o liberación de reservas, y se sustituyó el concepto de moneda *convertible* —*convertible currency*— por el de moneda *de libre uso* —*freely usable currency*—. En nuestro país, la norma se aceptó a través del Instrumento de Aceptación de España de la Segunda Enmienda del Convenio Constitutivo del Fondo Monetario Internacional, adoptada el 30 de abril de 1976, publicado en el *Boletín Oficial del Estado* núm. 305 de 22 de diciembre de 1978, que formula en la sección 2 del artículo IV:

«Sección 2. Regímenes cambiarios generales.

a) Los países miembros notificarán al Fondo, dentro de los treinta días siguientes a la fecha de la segunda enmienda de este Convenio, los regímenes cambiarios que se propongan aplicar en cumplimiento de sus obligaciones conforme a la sección 1 de este artículo, y notificarán al Fondo sin demora las modificaciones que en ellos realicen.

b) En un sistema monetario internacional como el vigente el 1 de enero de 1976, los regímenes cambiarios podrán consistir en: i), el mantenimiento por un país miembro de un valor para su moneda en derechos especiales de giro u otro denominador, excepto el oro, decidido por el país; ii), regímenes cooperativos por los cuales los países miembros mantengan el valor de su moneda en relación con el valor de la moneda o monedas de otros países miembros, o iii), otros regímenes cambiarios a elección del país.»

6. <https://www.bde.es/wbe/es/sobre-banco/actividad-europea/eurosistema-sebc/historia-eurosistema/uem/el-camino/> (consultada junio 2024). Relaciona el BdE las distintas iniciativas acometidas en Europa en las décadas de los 70 y 80, hasta construir en los 90 los cimientos de la Unión Monetaria Europea que llevaron a la introducción del euro al inicio del nuevo siglo.

nómicos causados por las sucesivas devaluaciones y revaluaciones de las divisas europeas.

En este proceso surge en 1979, en el seno de la CEE, el *Sistema Monetario Europeo*, SME, en el que participan las divisas de los Estados miembros de la Comunidad con excepción de la libra esterlina, y cuya finalidad era dotar de estabilidad cambiaria a Europa. Para ello, Europa abordó la creación de una moneda de referencia, el *ecu* —cuyo valor se calculaba como media ponderada de las distintas monedas del SME—, y la adopción de un sistema de cambios estables ajustables, de manera que el tipo de cambio de cada divisa contra el *ecu* podía fluctuar dentro de una banda. A partir de este momento y a lo largo de los años 80, los ajustes del tipo de cambio se hicieron cada vez menos frecuentes alcanzando las distintas monedas europeas la tan deseada estabilidad⁷.

En este contexto se publica en 1989 el conocido como *Informe Delors*⁸, y será a lo largo de la década de los 90 cuando la CEE aborde el proceso

7. En FERNÁNDEZ DE LIS, S., y SANTILLÁN, J., *Regímenes cambiarios e integración monetaria en Europa*, 1995, pp. 9 y ss. los autores describen, al tratar sobre los orígenes de la integración monetaria europea, la búsqueda casi obsesiva de la estabilidad cambiaria, primero a través de la denominada *Serpiente Monetaria Europea* —sistema por el que los países europeos se comprometían a mantener las fluctuaciones de sus divisas frente al dólar dentro de unos límites preestablecidos, conocida como *serpiente en el túnel* por alusión al serpiente del valor de una moneda dentro de un túnel marcado por el precio del dólar y las bandas de fluctuación permitidas— que, a pesar de su fracaso, consolidó al marco alemán como moneda de referencia en Europa, y, más tarde, con la creación del SME.
8. https://www.ecb.europa.eu/ecb/history-arts-culture/archives/delors/documents/shared/data/ecb.dr.delors890412_DraftFullReport.en.pdf?0c860717a9f0bf0e423e67cf7efa7fe4&0c860717a9f0bf0e423e67cf7efa7fe4 (consultada junio 2024). El Informe Delors se presenta en abril de 1989 como resultado del estudio llevado a cabo por un Comité presidido por el, a su vez presidente de la Comisión Europea, Jacques Delors, y creado a iniciativa del Consejo Europeo con la tarea de desarrollar los pasos y etapas a completar por la Comunidad para lograr una efectiva unión económica y monetaria. El reporte, que reconoce el éxito del SME en la consecución de una zona de estabilidad cambiaria, en torno a la fortaleza que representaba el marco alemán, y la reducción del control de capitales, promoviendo en definitiva mayor estabilidad y también mayor libertad, plantea aspectos en los que es necesario profundizar, como son la convergencia de políticas fiscales de las naciones y el papel del *ecu* como moneda, que estaba teniendo una gran acogida en los mercados financieros. Teniendo presente el objetivo de crear un mercado único, formulado a través del Acta Única Europea —la cual, aprobada en 1986 y en vigor desde 1987, modificaba el Tratado CEE para introducir en el artículo 8A el siguiente enunciado respecto del mercado interior: «El mercado interior implicará un espacio sin fronteras interiores, en el que la libre circulación de mercancías, personas, servicios y capitales estará garantizada

de creación definitiva de la *Unión Económica y Monetaria*, UME, dotada de una moneda única, previsto en 3 fases⁹. La primera de ellas se ocupó de la eliminación de barreras y la adopción de compromisos legales necesarios; la segunda de la convergencia de las economías persiguiendo el objetivo de equilibrio e igualdad entre las naciones; y, la tercera y última, se dedicó a los últimos aspectos técnicos, incluida la determinación del valor del euro para cada una de las monedas nacionales, la puesta en circulación de la divisa y la creación del marco institucional responsable de la dirección de la política monetaria de la *zona euro*.

Hoy en día, el euro es la moneda oficial de 20 de los Estados miembros de la Unión Europea¹⁰ y son 340 millones de ciudadanos los que emplean

de acuerdo con las disposiciones del presente Tratado»—, el Informe Delors pone de manifiesto que la creación de una Unión Económica y Monetaria trasciende la idea de un mercado único, y exige una mayor convergencia y coordinación de las políticas económicas nacionales junto con un mayor grado de cooperación. Plantea además que la necesaria libertad de circulación de personas, capitales, bienes y servicios, ha de estar acompañada de una política que asegure que los tipos de cambio de las distintas monedas de la Comunidad sean fijos en la cotización entre sí y culmine con la adopción de una moneda única. A estos efectos, el informe presenta en detalle las tres etapas que la Comunidad deberá completar y las acciones a acometer en el plano económico, monetario y también político, para asegurar la consecución de este objetivo.

9. <https://www.bde.es/wbe/es/sobre-banco/actividad-europea/eurosistema-sebc/historia-eurosistema/uem/fases-uem/> (consultada junio 2024). El detalle de las acciones acometidas en las tres etapas previstas para completar la adopción de la moneda única fue el siguiente:
 - i) en la primera fase, marcada por el Tratado de Maastricht, Tratado de la Unión Europea firmado en Maastricht el 7 de febrero de 1992, se estableció el germen de lo que sería el SEBC, *Sistema Europeo de Bancos Centrales*, y el propio BCE;
 - ii) la segunda fase, iniciada en 1994, abordó los preparativos técnicos para la introducción de la moneda única junto con la disciplina presupuestaria y la mejora de la convergencia en materia de políticas económicas y monetarias;
 - iii) la tercera fase, que comenzó el 1 de enero de 1999 con la determinación de los tipos de cambio irrevocables para cada divisa, supuso el nacimiento de una nueva moneda, el *euro*. Como parte de las acciones acometidas se constituyó el *Eurosistema* —que reúne a los Bancos Centrales de los países de la Eurozona y al BCE como organismo responsable desde entonces de la política monetaria de la Unión Europea— y se llevó a cabo la progresiva adaptación y preparación de las instituciones, las empresas y la propia ciudadanía, para el abandono de las divisas nacionales en beneficio del euro como moneda única. El proceso culminó el 1 de enero de 2002 con la puesta en circulación de los billetes y monedas de euro, si bien las divisas nacionales continuaron durante dos meses siendo moneda de curso legal hasta su definitiva retirada.
10. https://european-union.europa.eu/institutions-law-budget/euro/countries-using-euro_es (consultada junio 2024). De los siete países restantes, seis de ellos

el euro como moneda oficial, siendo sin duda uno de los mayores logros de la Unión en el camino hacia la verdadera integración económica¹¹.

Una vez hemos expuesto el proceso de creación del euro y su progresiva introducción como moneda de referencia en los mercados financieros, y volviendo a los sistemas de determinación de los tipos cambio, como no podía ser de otra manera de acuerdo con el objetivo de estabilidad financiera que la Unión persigue, la UME ha elegido para su moneda un sistema de libre flotación respaldado por cada uno de los países que componen la *zona euro*¹². De esta manera, el precio del euro fluctúa libremente frente al resto de monedas en el mercado de divisas y se determina por la convergencia de la oferta y la demanda. De lo anterior deducimos que los ciudadanos, compañías, instituciones, entidades y, en definitiva, cualquier agente radicado en la *zona euro* o para el que el euro sea su moneda local, estará expuesto al riesgo de tipo de cambio derivado de la fluctuación de la moneda contra el resto de

tienen prevista la integración en la *zona euro* cuando se den las condiciones necesarias para ello (Bulgaria, Chequia, Hungría, Polonia, Rumanía y Suecia) y uno, Dinamarca, se ha acogido a una exclusión voluntaria manteniendo su divisa local, la corona danesa.

11. <https://www.bde.es/wbe/es/sobre-banco/actividad-europea/eurosistema-sebc/historia-eurosistema/proceso-integracion/grado-integracion/> (consultada junio 2024). A nivel teórico, la Unión Europea se encuentra en el proceso de armonización de las políticas económicas nacionales (incluida la monetaria) como parte de la etapa anterior a la última fase, la completa *integración económica*.
12. *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2022*, Fondo Monetario Internacional, 2023, <https://www.imf.org/en/Publications/Annual-Report-on-Exchange-Arrangements-and-Exchange-Restrictions/Issues/2023/07/26/Annual-Report-on-Exchange-Arrangements-and-Exchange-Restrictions-2022-530144> (consultada junio 2024). El FMI clasifica en la Tabla 4 titulada *De Facto Classification of Exchange Rate Arrangements, as of April 30, 2022, and Monetary Policy Frameworks* los sistemas monetarios adoptados por cada una de las naciones, e incluye la UME y las naciones que la componen (p. 14) entre aquellos que aplican el sistema flexible de cambios o *free-floating*, que define como:

«A floating exchange rate can be classified as free floating if intervention occurs only exceptionally and aims to address disorderly market conditions and if the authorities have provided information or data confirming that intervention has been limited to at most three instances in the previous six months, each lasting no more than three business days. If the information or data required are not available to the IMF staff, the arrangement will be classified as floating. Detailed data on intervention or official foreign exchange transactions will not be requested routinely from member countries, but only when other information available to IMF staff is insufficient to resolve uncertainties about the appropriate classification.»

A mayor abundamiento, el capítulo dedicado a España (pp. 3476 y ss.) resume el estatus de nuestro país a 31 de julio de 2022, en lo que se refiere al contenido de los Acuerdos del FMI, con detalle respecto de la política cambiaria, la libertad de cambios, el régimen que aplica a las transferencias de capital, etc.

divisas, tanto si de forma activa mantiene actividad comercial, de inversión o de otro tipo con países extranjeros con moneda diferente al euro, como, si no es el caso, debido a la propia exposición al riesgo de las economías nacional y europea, y las complejas relaciones de interdependencia que se producen en el seno del sistema financiero a nivel internacional como sistema completamente globalizado (a modo de ejemplo, la apreciación o depreciación del euro frente a otra moneda puede suponer un encarecimiento o abarataamiento de los bienes de consumo para los ciudadanos europeos debido a la deslocalización de las cadenas de producción, la importación de materias primas, la progresiva eliminación de las fronteras en los mercados, etc.).

2. LA EXPOSICIÓN CAMBIARIA Y HERRAMIENTAS PARA SU GESTIÓN

Una vez hemos introducido el concepto de tipo de cambio y el sistema de tipos de cambio flotantes, y para entender la función económica del contrato de intercambio futuro de divisas en el contexto económico y financiero internacional, abordaremos el concepto de exposición cambiaria y cómo esta afecta a la empresa.

2.1. EL CONCEPTO DE EXPOSICIÓN CAMBIARIA

En un entorno económico y financiero completamente globalizado y dada la dimensión que, en el último siglo, han alcanzado las relaciones de comercio internacional y el mercado de capitales, el riesgo de tipo de cambio se ha convertido en una magnitud muy relevante a gestionar por las empresas. Entendida como el impacto de las variaciones en el tipo de cambio de la moneda local en la actividad y los resultados de una compañía, la literatura científica¹³ clasifica la exposición cambiaria en función de si este impacto se produce en los flujos de caja futuros comprometidos por la

13. VIVEL BÚA, M., y LADO SESTAYO, R., «Análisis de la exposición económica al riesgo cambiario en el mercado español», en *GCG: revista de globalización, competitividad y gobernabilidad*, 2017, vol. 11, núm. 1, pp. 22 y ss. Los autores revisan la literatura científica existente en torno al concepto de exposición cambiaria y distinguen: la exposición *transaccional*, relacionada con los flujos de caja futuros denominados en divisa; la exposición *contable*, el beneficio o la pérdida debido a la elaboración de estados contables consolidados en empresas multinacionales o al mantenimiento de activos y pasivos en moneda extranjera, y la exposición *económica*, como el impacto de las fluctuaciones cambiarias en el valor económico de la empresa, la cual a su vez puede ser consecuencia de todas las anteriores, así como de circunstancias externas a la compañía.

empresa, en los estados contables o, de forma más amplia, si afecta al valor económico de la compañía.

Para cualquier tipo de exposición que tomemos, observamos que la gestión del riesgo de tipo de cambio por parte de las compañías es una materia relativamente novedosa, precisamente porque el sistema de tipos de cambio flexibles en el que las monedas fluctúan libremente unas contra otras se ha ido generalizando en la comunidad internacional progresivamente desde finales de la década de los 70. Este fenómeno converge en las dos últimas décadas del siglo XX con el de la internacionalización de las economías a través de corporaciones multinacionales que desarrollan su actividad en diversos países y continentes, acusando por este motivo la fluctuación de la moneda como un nuevo riesgo del que protegerse. De esta forma, y al margen de casos aislados, es a partir de la década de los 80 cuando el tema cobra especial relevancia a la hora de gestionar los riesgos a los que se enfrentan las empresas a título individual y la economía nacional en su conjunto y, en este contexto, el estudio de la exposición cambiaria¹⁴ y su control por parte de la empresa, han contemplado desde el inicio la contratación de futuros sobre divisa —la literatura anglosajona los denomina *forward* o *forward contracts*—, como una de las herramientas disponibles para la gestión y mitigación de este riesgo.

-
14. JACQUE, L.L., «Management of Foreign Exchange Risk: A Review Article», en *Journal of International Business Studies*, 1981, núm. 1 vol. 12. El artículo, publicado en 1981 (ello es, menos de una década después de que comenzara formalmente el abandono del anterior sistema adoptado en *Bretton Woods*), se refiere al *caótico sistema de tipos de cambio flotantes* que se estaba viviendo en el entorno internacional y, lo que es más importante, a cómo la volatilidad de la divisa ha aparecido (irrupción más bien) en el panorama empresarial como uno de los riesgos a gestionar de cara a garantizar la generación futura de ingresos y, en definitiva, el éxito de la compañía. Tras definir el riesgo de tipo de cambio como una nueva variable —(p. 81) «the additional variability experienced by a multinational corporation in its worldwide consolidated earnings that results from unexpected currency fluctuations»— y analizar los distintos tipos de exposición cambiaria, se ocupa de las herramientas para la gestión de este riesgo y se refiere expresamente a los futuros sobre tipo de cambio (pp. 90 y ss. mencionan los *forward contracts*), y a la finalidad de la estrategia de cobertura de sustituir el riesgo de fluctuación por un coste cierto conocido desde inicio, el coste de establecer la cobertura. A pesar de lo anterior, el artículo reconoce que, en ese momento, principios de los años 80, los futuros sobre tipo de cambio están únicamente disponibles para lo que denomina *major trading currencies*, ello es las monedas con mayor volumen de contratación en el mercado de divisas, lo que nos sirve para constatar que el mercado de este tipo de instrumentos financieros derivados era todavía incipiente y no estaba maduro en cuanto a la oferta de tipos de cambio sobre los que contratar, bien sea con finalidad especulativa o de cobertura.

Ahondando en esta idea, la exposición cambiaria es, en cierto modo, consustancial a la actividad empresarial en un tiempo como el presente, en el que la economía ha adquirido un carácter no ya internacional sino global, pero resulta, evidentemente, más relevante para compañías que desarrollan parte de su negocio en el extranjero o acometen inversiones en el exterior¹⁵.

2.2. EL INTERCAMBIO FUTURO DE DIVISAS COMO HERRAMIENTA PARA LA MITIGACIÓN DEL RIESGO

Una vez introducido el concepto de exposición cambiaria, podemos distinguir que el intercambio futuro de divisas contratado por una empresa o entidad puede cumplir una de entre las siguientes funciones:

- *función de cobertura*, en la medida en que se emplee para la protección del valor en la divisa local de una serie de flujos futuros de caja, o de activos y pasivos denominados en una divisa extranjera, ello es, para mitigar una exposición cambiaria preexistente;
- *función especulativa*, cuando, como cualquier instrumento financiero, genere por sí mismo una exposición cambiaria mediante la adopción de una posición financiera —de compra o de venta— en una

15. ALLAYANNIS, G., y OFEK, E., «Exchange rate exposure, hedging, and the use of foreign currency derivatives», en *Journal of International Money and Finance*, 2001, núm. 20, pp. 294 y ss. Los autores publican los resultados del estudio empírico llevado a cabo con empresas norteamericanas no financieras que cotizan en el índice S&P500, tratando de dilucidar si la contratación de derivados sobre tipo de cambio se debe a una finalidad especulativa o de cobertura. Revisan la literatura publicada en la materia y señalan la dificultad existente hasta los años 90 para obtener información sobre derivados contratados por las corporaciones, información que no era pública y, muy al contrario, se protegía como una estrategia para la mejora de la competitividad de las empresas. Como conclusión, los autores encuentran una fuerte relación negativa entre el uso de derivados sobre el tipo de cambio y la exposición cambiaria, lo cual sugiere que estos instrumentos financieros se contratan principalmente con la finalidad de cobertura. Señalan también que la exposición al riesgo derivada de las ventas y el comercio con el extranjero es un factor muy relevante a la hora de elegir y aplicar una estrategia de cobertura. En la misma línea, en España, VIVEL BÚA, M., y DURÁN SANTOMIL, P., «La decisión de cobertura del riesgo cambiario en las empresas internacionales», en *Revista de economía mundial*, 2012, núm. 30, pp. 258 y ss., quienes llevan a cabo un estudio económico empírico sobre los motivos detrás de la cobertura del riesgo de tipo de cambio, basándose en una muestra de 100 empresas internacionales que operan en el mercado español, y tomando los derivados contratados en el periodo entre 2004 y 2007, concluyendo que las empresas españolas gestionan y cubren la exposición al riesgo de tipo de cambio tanto con derivados como con la financiación por medio de deuda denominada en divisa extranjera.

divisa frente a otra moneda, a un plazo determinado, sin que ello se corresponda con una obligación o un derecho previos o coetáneos en los mismos términos, pero en sentido contrario.

A continuación, ahondaremos en la contratación del intercambio futuro de divisas como instrumento de cobertura con objeto de ilustrar la función que desempeña y cómo, como instrumento derivado OTC, el contrato resulta de gran utilidad para corporaciones y clientes no financieros que se exponen al riesgo cambiario en el desarrollo de su actividad, cuestión que determina tanto la popularidad del contrato en el mercado de divisas, como las variaciones del instrumento que las entidades de crédito e intermediarios ofrecen a la clientela como transacciones a medida que permiten la adaptación de los términos del contrato (fechas, importes, forma de liquidación, etc.) a las necesidades particulares sus clientes.

2.2.1. Ejemplos de gestión del riesgo de tipo de cambio en multinacionales

Para ilustrar la función del intercambio futuro de divisas como instrumento de gestión del riesgo se han estudiado las referencias a la exposición cambiaria en la información de las tres compañías de mayor capitalización bursátil en el mercado de renta variable español, conocido por las siglas SIBE, *Sistema de Interconexión Bursátil Español*¹⁶, excluyendo entidades de crédito por motivos evidentes —estas contratan instrumentos financieros derivados precisamente como parte de su actividad como proveedores de servicios financieros de inversión—. Las tres compañías, componentes del índice Ibex35© y pertenecientes a distintos sectores de actividad, son Inditex, Iberdrola y Aena, todas ellas radicadas en España pero que desarrollan una parte importante de su actividad fuera de nuestro país. Este análisis no pretende ser un estudio empírico sino un mero ejemplo de la utilidad del intercambio futuro de divisas como instrumento financiero para la mitigación de la exposición a la fluctuación del tipo de cambio por parte de empresas que no son profesionales del sector financiero.

16. <https://www.bolsasymercados.es/esp/Estudios-Publicaciones/Estadisticas> (consultada junio 2024). En el documento, publicado por Bolsas y Mercados Españoles con el título *Ranking por capitalización y contratación de las empresas cotizadas en SIBE / List of SIBE companies ordered by market capitalisation and turnover*, que lista las sociedades emisoras de renta variable, se aprecia que, eliminando las sociedades que pertenecen al sector financiero, las tres sociedades con mayor capitalización bursátil a cierre de marzo de 2024 son Inditex, Iberdrola y Aena.

1) *Iberdrola*

En el caso del Grupo Iberdrola, cuya sociedad dominante, Iberdrola S. A., mantiene su domicilio social en Bilbao, cotiza en la bolsa española y desarrolla sus actividad de producción y suministro de energía, tanto en España como en el extranjero —principalmente en los mercados de Reino Unido, EE.UU., México y Brasil, todos ellos países en los que la moneda local es distinta del euro—, se ha tomado la *Información Financiera Anual* presentada por la compañía y las sociedades dependientes para el ejercicio 2023, que consta de las *Cuentas Anuales* y el *Informe de Gestión*, analizando tanto las referencias en estos documentos a la exposición al riesgo de fluctuación del tipo de cambio, como al empleo del intercambio futuro de divisas para mitigar esta exposición.

Como parte de las *Cuentas Anuales*, se aporta por la entidad la *Memoria consolidada correspondiente al ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2023*, en la que relatan las claves de su actividad en el ejercicio. Destacamos las referencias al riesgo de tipo de cambio en la Nota 4 del documento titulada *Política de financiación y de riesgos financieros*¹⁷, apartado en el que se indica expresamente que el *holding* se encuentra expuesto a variaciones del tipo de cambio en el desarrollo de su actividad, señalando el potencial impacto de este riesgo en la situación patrimonial del Grupo, tanto en lo que se refiere al valor de los activos como a la cifra de resultados, y se enuncian, en los siguientes términos, las herramientas que el Grupo emplea para combatir este riesgo, entre otras, la contratación de derivados financieros:

17. <https://www.iberdrola.com/documents/20125/3643974/jga24-cuentas-anales-consolidadas-2023.pdf> (consultada junio 2024). La Nota 4 de la Memoria describe, en la página 36 del documento, en relación con el origen de la exposición al riesgo de tipo de cambio:

«El Grupo IBERDROLA se encuentra expuesto a las variaciones del tipo de cambio de las divisas en que se instrumentalizan las transacciones de financiación y de la operativa de negocio frente a la moneda funcional con la que operan las distintas sociedades del Grupo. Dichas monedas funcionales son principalmente el euro, el dólar estadounidense, la libra esterlina y el real brasileño.

Asimismo, el Grupo IBERDROLA está expuesto a riesgo de tipo de cambio como consecuencia de su inversión neta en sociedades extranjeras (principalmente Scottish Power, Avangrid, Iberdrola México y Neoenegia) derivado de las fluctuaciones de los tipos de cambio al contado de las distintas monedas funcionales frente al euro.

Las variaciones del tipo de cambio de las divisas implican un riesgo que afecta a la valoración de los activos netos y de traslación de resultados pudiendo afectar a la situación patrimonial del Grupo IBERDROLA.»

«Riesgo de tipo de cambio

(...)

El Grupo IBERDROLA mitiga el riesgo de tipo de cambio realizando los flujos económicos en la moneda funcional correspondiente a cada empresa del grupo, manteniendo un porcentaje adecuado de deuda en moneda extranjera y/o mediante la contratación de derivados financieros.»

Adicionalmente, la Nota 3 del mismo documento, titulada *Políticas Contables*, se refiere en el epígrafe *k) Instrumentos financieros derivados y las operaciones de coberturas* a la clasificación y los criterios de valoración de activos financieros, pasivos financieros e instrumentos derivados y, en relación con estos últimos, incluye mención a su calificación como *instrumentos de cobertura*, bien sea de flujos de efectivo o de inversión neta en el extranjero¹⁸, explicando cómo se constituye formalmente una cobertura, el criterio contable que aplica a estos instrumentos debido precisamente a la función de mitigación de riesgo que desempeñan y el criterio de cálculo del valor razonable del instrumento.

Por último, la Nota 30¹⁹, titulada *Instrumentos Financieros Derivados*, desglosa el saldo de los seguros de cambio vivos a 31 de diciembre de 2023, a corto y a largo plazo, distinguiendo aquellos clasificados como cobertura de tipo de cambio —indicando a su vez si se trata de flujos de efectivo o inver-

-
18. Continuando con el caso de Iberdrola, la Nota 3 de la Memoria describe el tratamiento contable de las operaciones de cobertura, y en ella la compañía explica que las pérdidas o ganancias originadas por la variación del valor razonable del instrumento de cobertura se reflejan en las cuentas contables de *Ajustes por cambio de valor* (para las coberturas de flujos de efectivo) y *Diferencias de conversión* (para las coberturas de inversión neta en el extranjero), de tal manera que el saldo de estas cuentas se traslada a las cuentas de resultados a medida que el elemento cubierto lo hace —entendemos que neutralizando el efecto de uno y otro apunte, el que refleja la variación de valor de la cobertura y el que refleja la variación de valor del elemento cubierto, en la medida de que la cobertura exista, esté bien identificada y sea eficaz—; ello, a diferencia de los instrumentos financieros derivados que no se clasifican como cobertura, que se contabilizan inicialmente por su coste de adquisición para, posteriormente, trasladar a resultados las variaciones del valor razonable durante la vida del contrato como beneficios o pérdidas, consignándolas en las cuentas de ingresos y gastos financieros, respectivamente.
19. Señala la Nota 30 de la Memoria del ejercicio 2023, además del desglose de valoración de los instrumentos financieros derivados, en la página 148, el valor nominal de las obligaciones en divisa mantenidas por el Grupo Iberdrola que son objeto de cobertura de tipo de cambio, indicando el importe cubierto en dólares estadounidenses, yenes japoneses, coronas noruegas y libras esterlinas.

sión neta en el extranjero—, de aquellos que no merecen esta clasificación, y consignando su valor a la referida fecha, contabilizado en el lado del activo, para aquellos contratos que arrojan un valor de mercado favorable al Grupo, y en el lado del pasivo, para aquellos cuyo valor de mercado es negativo.

Al margen de las citas anteriores, el *Informe de Gestión consolidado del ejercicio 2023* del Grupo también facilita explicaciones sobre el impacto del riesgo de tipo de cambio y su gestión. En primer lugar y de manera muy clara, en el epígrafe 2 *Evolución y resultado de los negocios*, se indica la evolución respecto del euro que han experimentado en el ejercicio las divisas de referencia para el Grupo, detallando su impacto en resultados. Posteriormente, el epígrafe 4.3 *Riesgos financieros*, describe cómo el Grupo ha mitigado este riesgo centrándose, en este caso, no tanto en los criterios contables como en las acciones llevadas a cabo por la compañía para la protección de las inversiones en el extranjero y los flujos de efectivo denominados en divisa, entre ellas la contratación de derivados financieros como el intercambio futuro de divisas.

2) *Inditex*

Por su parte, Inditex, grupo líder en el sector de la moda cuya cabecera, Industria de Diseño Textil, S. A., cotiza en el mercado de renta variable español y que, consecuencia de una política de expansión internacional llevada a cabo en las pasadas décadas, en la actualidad disfruta de una fuerte presencia internacional—mantiene una cadena de suministro global, tiendas abiertas en los cinco continentes y participaciones en sociedades extranjeras—, estando por lo tanto expuesta al riesgo de tipo de cambio, se refiere en su *Memoria Anual*, al tratar los *Principios Contables* en la Nota 3.2. apartado m) *Derivados y operaciones de cobertura*²⁰, a las coberturas de tipo de cambio y el tratamiento contable que aplica a las mismas, así como los criterios de cálculo del valor razonable en función de la liquidez y disponibilidad de información observable en mercado.

Resulta interesante en este punto la referencia que la compañía realiza a la forma de determinación del valor razonable precisamente para los instrumentos que identifica como *forward de tipo de cambio*, ello es, contratos de

20. https://static.inditex.com/annual_report_2023/es/Memoria_Anual_Grupos_Inditex_2023.pdf (consultada junio 2024). En la página 41, epígrafe 3.2. m) *Derivados y operaciones de cobertura*, la compañía comparte el especial tratamiento contable que se concede a los instrumentos financieros de cobertura, reflejando las variaciones del valor razonable en cuentas de patrimonio que se trasladan a resultados con ocasión de que se materialice la transacción prevista como elemento cubierto.

intercambio futuro de divisas o intercambio de divisas a plazo, que consiste en la comparación de la liquidación pactada en contrato con la liquidación que resultaría de aplicar el tipo de cambio a plazo (*forward*) que cotiza en mercado en el momento de valoración, calculando la diferencia entre ambos importes y aplicando la técnica del descuento para trasladarla a valor presente.

De la misma manera, en la Nota 26, *Política de gestión de riesgos e instrumentos financieros*, la compañía comparte la manera de gestionar el riesgo de tipo de cambio derivado de su operativa comercial y las inversiones en el extranjero, y entre las medidas empleadas se refiere a la contratación de coberturas financieras, con mención expresa a los contratos de compraventa de divisas a plazo o *forward*²¹.

Por último, en el apartado relativo a los *instrumentos financieros* de la misma Nota 26, la compañía identifica los derivados de cobertura contratados, básicamente *forward de divisa* para la cobertura del tipo de cambio eurodólar.

3) Aena

La actividad principal de Aena, corporación cuya matriz, Aena, S.A.E., S.A., sociedad mercantil estatal radicada en España, cotiza en el mercado de renta variable español en el que ocupa el sexto lugar por capitalización bursátil, es la gestión aeroportuaria, operando en un sector estratégico como es la aviación y el transporte de pasajeros, principalmente en España, pero también en otros países como Reino Unido, Brasil, México, Jamaica y Colombia.

En el caso de esta compañía las referencias en las *Notas a las Cuentas anuales consolidadas del ejercicio 2023* a una gestión activa del riesgo de tipo de cambio a través de instrumentos financieros derivados son menores²². Sin embargo, resulta interesante a nuestros efectos el contenido de la Nota 3.2.1., titulada *Riesgo de mercado*, que trata la exposición del Grupo al riesgo de tipo de cambio, en la que se describe que Aena ha acudido a la contratación de instrumentos financieros derivados de cobertura de tipo de cambio para la gestión del riesgo derivado de la inversión en sociedades extranjeras, y se

21. Se refiere Inditex a la eficacia de las coberturas establecidas, que ha conseguido que las variaciones de tipo de cambio no tengan un impacto significativo en la cuenta de pérdidas y ganancias.

22. <https://www.aena.es/es/accionistas-e-inversores/informacion-economico-financiera/publicaciones-financieras-y-operativas.html?anio=2023#informes anuales> (consultada junio 2024). En la Nota 3.2.1, la compañía explica que la exposición al riesgo como consecuencia de las operaciones en el extranjero se equilibra de forma natural al encontrarse en moneda extranjera tanto los pagos como los cobros.

identifican como derivados OTC de tipo de cambio una serie de contratos de intercambio de divisas a plazo, en este caso los *non delivery forward* o no entregables, contratados por el Grupo para protegerse de la fluctuación del real brasileño frente al euro, por razón de unas inversiones relacionadas con la concesión de la explotación de un *portfolio* de aeropuertos en Brasil.

De los ejemplos presentados sobre cómo estas compañías gestionan el riesgo de fluctuación de monedas distintas a aquella en la que denominan sus estados financieros, deducimos las siguientes conclusiones:

1. existen diferentes herramientas para la mitigación del riesgo, y entre ellas se encuentra el contrato de intercambio futuro de divisas cuyo subyacente sea precisamente el par de divisas compuesto por la divisa local y la divisa extranjera que se desea cubrir;
2. como derivado OTC, el intercambio futuro de divisas se contabilizará de acuerdo con su valor razonable, que se calcula, en cada momento, comparando el tipo de cambio asegurado en contrato con el tipo que cotice en mercado en el momento de valoración, lo cual puede arrojar un saldo positivo —y como tal, el contrato representará un activo financiero para la parte— o negativo —representará en este caso un pasivo financiero—;
3. si la transacción se identifica contablemente como *de cobertura*, debido a la vinculación de los términos del contrato (plazo, divisa, importe...) con los términos del elemento cubierto —aquel que genera el riesgo—, de acuerdo con una serie de criterios establecidos por la normativa contable²³, ello permite un determinado tratamien-

23. <https://www.icac.gob.es/node/762> (consultada junio 2024). Si atendemos a la *Norma Internacional de Contabilidad* conocida como NIC39, que se ocupa del reconocimiento de la valoración de los instrumentos financieros, publicada en España a través del *Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas* (ICAC) como Organismo Autónomo adscrito al Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital, se define en la sección 9 el término *instrumento de cobertura* de la siguiente manera:

«Un instrumento de cobertura es un derivado designado o bien (solo para la cobertura del riesgo de tipo de cambio) un activo financiero o un pasivo financiero no derivado designado cuyo valor razonable o flujos de efectivo generados se espera que compensen los cambios en el valor razonable o los flujos de efectivo de la partida cubierta, respectivamente (los párrafos 72 a 77 de la Norma y los párrafos GA94 a GA97 del apéndice A desarrollan la definición de instrumento de cobertura).»

Y, en la misma sección, se define el elemento cubierto en estos términos:

«Una partida cubierta es un activo, un pasivo, un compromiso en firme, una transacción prevista altamente probable o una inversión neta en un negocio en el extranjero que: (a) expone a la entidad al riesgo de cambios en el valor razonable o en los flujos de

to a la hora de trasladar los beneficios y pérdidas derivados del intercambio futuro de divisas de cobertura a la cuenta de resultados.

2.2.2. Conclusiones sobre la función de cobertura del intercambio futuro de divisas

Más allá de la información contable, y aun considerando que la identificación de la finalidad con la cual se contrata el intercambio de divisas a plazo es esencial —como estudiaremos en el capítulo V dedicado al estudio del régimen jurídico aplicable en la contratación de derivados OTC, ello determina que ciertas obligaciones impuestas a los contratantes de este tipo de instrumentos financieros resulten o no de aplicación—, en el plano contractual la cobertura se establece a través del acuerdo que la compañía pacta con un profesional del mercado de divisas, por el que las partes convienen el intercambio de un determinado importe en una moneda extranjera, en este caso, contra un importe en euros calculado a un tipo de cambio *asegurado*. Lo relevante, a los efectos del estudio del contrato, es que uno de los contratantes (la compañía) persigue la neutralización de la fluctuación del tipo de cambio de la divisa extranjera, y por medio del contrato renuncia a los potenciales beneficios que obtendría en caso de una evolución favorable de la cotización del par de divisas en el mercado, a cambio de evitar las potenciales pérdidas que le generaría una evolución desfavorable.

Existiendo desde el punto de vista financiero una clara correspondencia entre el elemento cubierto y el contrato de cobertura, desde el punto de vista contractual no existe tal vinculación. En primer lugar, porque no coinciden las partes en una y otra relación jurídica, siendo que el elemento cubierto puede ser de diversa naturaleza: un flujo de efectivo —por ejemplo, un futuro pago a abonar a un proveedor o un cobro previsto recibir de un cliente— o una inversión en una sociedad extranjera —la cual, en último término, generará un resultado denominado en divisa diferente al euro—, etc.; mientras que el contrato de cobertura será un instrumento financiero

efectivo futuros, y (b) es designado como cubierto (los párrafos 78 a 84 de la Norma y párrafos GA98 a GA101 del apéndice A desarrollan la definición de partidas cubiertas).»

Por último, se establece el criterio para determinar la eficacia de la cobertura y poder identificar la misma contablemente como tal, por referencia a la compensación de las fluctuaciones en el valor de mercado de ambas partidas:

«La eficacia de la cobertura es el grado en el que los cambios en el valor razonable o en los flujos de efectivo de la partida cubierta atribuibles a un riesgo cubierto se compensan con los cambios en el valor razonable o en los flujos de efectivo del instrumento de cobertura (véanse los párrafos GA105 a GA113 del apéndice A).»

ESTUDIOS

El presente trabajo está dedicado al estudio del contrato de intercambio futuro de divisas, conocido también como seguro de cambio, como modalidad de derivado OTC que tiene como subyacente el tipo de cambio entre dos monedas que se intercambian en una fecha futura.

Se aborda la función económica del contrato para la gestión del riesgo de cambio y las innovadoras modalidades de productos que la industria ha desarrollado para satisfacer las necesidades de empresas y profesionales del mercado, en un entorno cada vez más demandante y sofisticado.

Junto con el estudio del contenido del intercambio y su documentación como parte de un acuerdo de compensación contractual, se profundiza en la naturaleza jurídica del contrato y el régimen aplicable como instrumento financiero, incidiendo en los últimos desarrollos legislativos acontecidos en la Unión Europea en materia de derivados OTC, que persiguen la mitigación del riesgo y el incremento de la transparencia en el mercado, especialmente tras el protagonismo de este tipo de productos financieros durante la Crisis Global Financiera.

ISBN: 978-84-1085-192-4



ER-0289/2005



GA-2005/0100