IESE
Universidad de Navarra
Barcelona-Madrid

0-295-032
F-599

Abstract for promotional use only. Full version available at www.iesepublishing.com

Do Not Copy or Post

APERITIVOS, S.A. (*)

Eran las siete de la tarde de un frío día del mes de enero de 1994, cuando Ana Rivero, directora financiera de Aperitivos, S.A., dejó el periódico sobre su mesa, pensando en lo que acababa de leer en un artículo publicado por dos profesores de una conocida escuela de negocios, acerca de la utilización de opciones en la gestión de riesgos de moneda extranjera. Conociendo la forma de pensar de los colegas del comité de dirección de la empresa, Ana sabía que tarde o temprano tendría que explicarles las ventajas e inconvenientes de la utilización de opciones en Aperitivos, S.A.

Aperitivos, S.A. fue constituida el año 1990 en Valencia, y se dedica a la fabricación y comercialización de productos aperitivos, como patatas fritas, frutos secos, etc. En 1993, Aperitivos, S.A. obtuvo una facturación de 5.000 millones de pesetas, ocupando el sexto lugar en la Comunidad Valenciana. Actualmente, la empresa cuenta con una plantilla de 41 personas.

Aperitivos, S.A. compraba un 30% de sus materias primas al exterior, como el aceite de palma, que importaba de Malasia, y que figuraba como una partida importante de materias primas importadas. Habitualmente, Aperitivos, S.A. cubre sus operaciones en divisas con un seguro de cambio.

En 1992, Aperitivos, S.A. entró en el mercado de los países del este de Europa mediante la adquisición de una participación del 60% de una empresa húngara. Dicha empresa ha abierto recientemente una línea de producción de patata, con el fin de exportar la mayor parte de su producción a otros países del este de Europa. La entrada de Aperitivos, S.A. en el mercado de Hungría fue un paso importante en el proceso de internacionalización de la empresa, y marcó un giro en su estrategia financiera. La finalidad era adaptar la empresa a nuevos desafíos financieros, como operar, contratar, competir en más de una moneda, régimen fiscal y mercado.

(*) Caso de la División de Investigación del IESE
Preparado por el profesor A. Rahnema. Enero de 1995.

Copyright © 1995, IESE.
Prohibida la reproducción, total o parcial, sin autorización escrita del IESE.

Ultima edición: 1/97

Abstract for promotional use only. Full version available at www.iesepublishing.com

Ana decidió estudiar la utilización de opciones para cobertura de riesgos de cambio en dos operaciones previstas en 1994. La primera era el pago en dólares correspondiente a la compra de una partida de aceite de palma, que vencía en un plazo de tres meses, con un importe de 500.000 dólares. La segunda se trataba de la cobertura para la recepción de 250.000 marcos alemanes, en concepto de dividendos de su filial húngara en el plazo de seis meses. Ana sabía que las autoridades húngaras ya habían dado su visto bueno a la operación, pero la fecha final de la misma dependía de la decisión del Banco Central de Hungría, por lo que no se conocía hasta unos días antes de la fecha prevista de transferencia. Ultimamente, el Banco Central de Hungría había retrasado la fecha de operaciones de esa naturaleza por 3 meses, lo que significaba que la fecha de transferencia de dividendos repatriados desde Hungría podría oscilar entre 6 a 9 meses.

Al día siguiente, Ana tuvo una reunión con su banco, en la que uno de los directivos del mismo le informó sobre el comportamiento de la peseta frente el dólar y el marco alemán en los últimos meses (véase Anexo 1), y sus perspectivas acerca de la evolución de los tipos de cambio en los próximos meses. El director del banco también explicó a Ana la naturaleza y el mecanismo de opciones en la cobertura de riesgos de cambios.

De forma sencilla, un contrato a plazo sobre una determinada divisa no es nada más que un acuerdo entre dos partes, en el que el titular (comprador) del contrato se compromete a comprar una determinada divisa, a un cambio estipulado, al cabo de un período (vencimiento) predeterminado. Es decir que, independientemente de cuál sea al vencimiento el tipo de cambio de mercado de esta divisa, el titular del contrato a plazo (seguro de cambio) tiene la obligación de cumplirlo al cambio predeterminado. Lógicamente, es en el vencimiento donde el titular del contrato puede fijar la ganancia o la pérdida de su contrato.

Una opción sobre divisas es un contrato entre dos partes, en el que el titular (comprador) tiene *el derecho*, aunque *no la obligación*, de comprar o vender una divisa específica, a un cambio establecido (precio de ejecución), antes de, o en una fecha determinada (expiración). Una opción que puede ejecutarse en cualquier momento, desde la fecha de contratación hasta la de expiración, se denomina «opción americana»; si sólo puede ejecutarse en la fecha de expiración, se denomina «opción europea».

Añadió el director: «conviene saber que los contratos a plazo y opciones, a pesar de su diferencia en cuanto a la cobertura que proporcionan, se parecen mucho, y sus perfiles de rendimiento están muy ligados». El Anexo 2 presenta la relación entre el tipo de cambio al vencimiento del contrato y la rentabilidad neta obtenida, también llamado «perfil de rendimiento», para el poseedor y el vendedor de una opción compradora, una opción vendedora y un convencional contrato a plazo «seguro de cambio».

En el caso de contratos a plazo (Gráficos 1 y 2), una posición compradora o vendedora obtendrá un rendimiento simétrico, en cuanto a pérdidas o ganancias, según la diferencia entre el tipo a plazo y el cambio prevalente en el vencimiento. En las opciones, las pérdidas o ganancias tienen un carácter asimétrico, como se puede observar en el Gráfico 3. En una opción compradora de dólares, las pérdidas están limitadas a su prima, más los intereses correspondientes a la prima desde la fecha de adquisición del contrato hasta el vencimiento. Siempre que el tipo de cambio en el vencimiento sea mayor que el precio de ejecución, el poseedor de esta opción obtendrá una ganancia, que si es mayor que la prima de opción más su interés correspondiente, se convertirá en un rendimiento positivo.

El poseedor de una opción vendedora (Gráfico 4) obtendrá una ganancia uno-por-uno, siempre que el cambio de peseta a dólar esté por debajo del precio de ejecución, mientras que

Do Not Copy or Post

sus pérdidas están limitadas a un máximo equivalente a la prima de opción y el interés correspondiente a la misma. El rendimiento obtenido mediante una posición vendedora de ambas clases de opciones es exactamente inverso al de una posición compradora (Gráficos 5 y 6). Además, el rendimiento conjunto de una posición larga de una opción compradora y corta de una opción vendedora, al mismo precio de ejecución, es idéntico al de una posición larga de un seguro de cambio.

El banco también proporcionó a Ana las cotizaciones al contado y a plazo (seguro de cambio) del cambio de la peseta frente al dólar y el marco alemán; así como las primas de opciones compradoras y vendedoras para varios precios de ejecución (véase Anexo 3).

Ana comentó al banquero que el pago de la prima de una opción era su gran desventaja frente a un seguro de cambio; en su opinión, pagar ahora a cambio de la posibilidad de conseguir dentro de tres o seis meses un beneficio incierto, lo encontraba arriesgado y muy caro. Por lo menos el seguro de cambio tiene la ventaja de que no exige un desembolso de dinero ya en su inicio.

El director del banco replicó que el pago de la prima era lo menos importante, porque el banco puede ofrecer una cobertura con contratos de opciones sin ninguna prima, también conocido como «opciones de coste cero». Se trataría de vender una opción compradora sobre marco alemán, con un precio de ejecución de 85 ptas./marco alemán, y un vencimiento a seis meses, y al mismo tiempo comprar una opción vendedora sobre la misma moneda a igual vencimiento, pero con un precio de ejecución de 82 ptas./marco alemán. La prima de la opción compradora sería igual a la de la opción vendedora (0,5 pesetas por cada unidad de marco), por lo que la empresa no tendría que realizar ningún tipo de desembolso para adquirir dicha cobertura.

Después de tomar su lápiz y sacarle punta, Ana se puso a trabajar. Debía decidir con rapidez, y Ana se quería asegurar de que su decisión fuera la correcta. □

Abstract for promotional use only. Full version available at www.iesepublishing.com

Do Not Copy or Post