



04

Gestión del riesgo

*Telefonica*

---

---

## INTRODUCCIÓN

El Grupo Telefónica está expuesto a diversos riesgos de mercado financiero, como consecuencia de (i) sus negocios ordinarios, (ii) la deuda tomada para financiar sus negocios, (iii) participaciones en empresas, y (iv) otros instrumentos financieros relacionados con los puntos precedentes.

Los principales riesgos de mercado que afectan a las sociedades del Grupo, son:

### 1. Riesgo de tipo de cambio.

Surge principalmente por la presencia internacional de Telefónica, con inversiones y negocios en países con monedas distintas del euro (fundamentalmente en Latinoamérica), y por la existencia de deuda en divisas distintas de las de los países donde se realizan los negocios, o donde radican las sociedades que han tomado la deuda.

### 2. Riesgo de tipo de interés.

Se manifiesta en la variación de (i) los costes financieros de la deuda a tipo variable (o con vencimiento a corto plazo, y previsible renovación), como consecuencia de la fluctuación de los tipos de interés, y de (ii) el valor de los pasivos a largo plazo con tipos de interés fijo (cuyo valor de mercado sube al descender los tipos de interés).

### 3. Riesgo de precio de acciones.

Se debe a la variación de valor de las participaciones accionariales que no se consolidan global o proporcionalmente, o que pueden llegar a venderse, de los productos derivados sobre las mismas, de las acciones propias en cartera, y de los derivados sobre acciones.

Adicionalmente el Grupo se enfrenta al riesgo de liquidez, que surge por la posibilidad de desajuste entre las necesidades de fondos (por gastos operativos y financieros, inversiones, vencimientos de deudas, y dividendos comprometidos) y las fuentes de los mismos (ingresos, desinversiones, compromisos de financiación por entidades financieras, y operaciones en mercados de capitales).

Por último, cabe resaltar el denominado "riesgo país" (entremezclado con los riesgos de mercado y de liquidez) que consiste en la posibilidad de pérdida de valor de los activos o de disminución de los flujos generados o enviados a la matriz, como consecuencia de inestabilidad política, económica, y social en los países donde opera el Grupo Telefónica, especialmente en Latinoamérica.

El Grupo Telefónica gestiona activamente los riesgos mencionados, con la finalidad de estabilizar:

- los flujos de caja, para facilitar la planificación financiera y el aprovechamiento de oportunidades de inversión,
- la Cuenta de Resultados, para facilitar su comprensión y predicción por los inversores,
- el valor de los recursos propios, protegiendo el valor de la inversión realizada.

En los casos en que estos objetivos sean mutuamente excluyentes, la dirección financiera del grupo valora cuál ha de prevalecer.

Para la gestión de riesgos Telefónica utiliza instrumentos financieros derivados, fundamentalmente sobre tipos de cambio, tipos de interés, y acciones.

## Riesgo de Tipo de Cambio

El objetivo fundamental de la política de gestión del riesgo de cambio es compensar (al menos parcialmente) las posibles pérdidas de valor de los activos relacionados con el negocio de Telefónica causadas por depreciaciones del tipo de cambio frente al euro, con los ahorros por menor valor en euros de la deuda en divisas (al depreciarse éstas).

Con tal fin, se ha perseguido que la disminución del valor en EUR de la deuda en divisas cubriera los flujos perdidos durante dos años como consecuencia de un menor valor de las divisas latinoamericanas. Nuestras estimaciones muestran que la pérdida de valor de las divisas latinoame-

ricanas a lo largo de 2003 y 2004 (en comparación con los niveles de 2002 respecto al euro) ha traído 237 M Eur de los flujos generados por el Grupo en estos dos años. Por otra parte, los efectos de la depreciación de las divisas sobre nuestra deuda han supuesto ahorros cercanos a los 1,083 millones Eur, al traducir la deuda en divisas a euros. En consecuencia se ha cubierto con gran holgura la pérdida de flujos acumulada en los dos años. Cuando este efecto se mide sobre el año 2004 (comparando con los tipos de cambio de 2003 respecto al Euro), se observan pérdidas de flujos de 18 M Eur, más que compensados por ahorros de 223 M Eur por menor valor (al medirlo en euros) de la deuda en divisas.

La protección frente a depreciaciones futuras de las divisas latinoamericanas respecto al euro se basa en primer lugar en la deuda en divisas latinoamericanas. Excluyendo Méjico (por ser receptor neto de flujos) a 31 de diciembre la deuda en divisas latinoamericanas (distintas del peso mejicano) alcanzaba cerca de 3,38 millones de Euros y equivalía a 2.1 veces los flujos generados en Latinoamérica (sin Méjico). No obstante esta deuda no está uniformemente

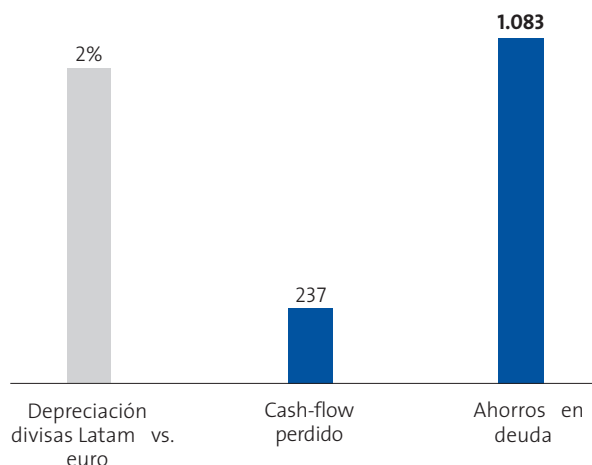
repartida como proporción de los flujos generados en cada país, por lo que su efectividad futura de cara a la protección de riesgos cambiarios dependerá de dónde se produzcan las eventuales depreciaciones. El mayor problema potencial podría darse en Venezuela, con una posición neta de caja (en lugar de una posición deudora neta) que está sujeta a pérdidas por devaluación, y por tanto, no es una cobertura de potenciales pérdidas de flujos de caja.

Adicionalmente, la protección frente a pérdidas de valor de los activos latinoamericanos por efectos de divisa, se complementa mediante endeudamiento en dólares en España, asociado a la inversión mientras se considere que la cobertura es efectiva. A 31 de diciembre esta deuda ascendía al equivalente a 2.4 millones de euros, excluyendo los derivados USD-Eur que creaban un activo sintético en dólares (por el equivalente a 0.96 millones de euros) para pagar la adquisición de las filiales argentina y chilena de Bell South (la cual tuvo lugar en enero de 2005).

Otro de los ejes de la gestión cambiaria ha sido minimizar los resultados financieros negativos por

#### AÑOS 2003 - 2004

(Datos en % y millones de euros)



variaciones de los tipos de cambio, sin perjuicio de que en el futuro puedan mantenerse posiciones en divisa abiertas (bajo una estricta supervisión del riesgo). Las dificultades para minimizar el riesgo han surgido por la práctica imposibilidad de cubrir mediante derivados la deuda externa en dólares de las filiales argentinas, que ascendía al equivalente a 652 millones de euros a 31 de diciembre de 2004. La pérdida sufrida en 2004 por la exposición al peso argentino se limitó a 11 millones de euros. En el futuro, la adopción de los principios contables internacionales llevará a que los préstamos internos al Grupo dejen de ser eliminados en el proceso de consolidación, a efectos de calcular los resultados cambiarios. La combinación de deuda externa en divisas más el uso de derivados permitirá compensar, al menos parcialmente, los efectos cambiarios de los préstamos intragrupo sobre la cuenta de resultados.

#### Riesgo de Tipo de Interés

Los costes financieros de Telefónica están expuestos a las oscilaciones de los tipos de interés, fundamentalmente el Euribor, la tasa SELIC brasileña, la UF chilena y el Libor del dólar. A 31 de diciembre de 2004 el 59.2% de la deuda total (o el 83.3% de la deuda a largo plazo), tenía su tipo fijado por un periodo superior a un año, proporción idéntica a la 31 de diciembre de 2003 (que representaba el 68.9% de la deuda a largo plazo).

Los costes financieros de 2004 ascendieron a 1,183.8 millones de euros, un 12% superiores a los de 2003. Sin embargo si se excluyen los resultados debidos a movimientos del peso argentino y un resultado positivo extraordinario en 2003 por deuda denominada en dólares, las cifras serían de 1,173.2 en 2004 y 1,462.6 en 2003, con lo que se observaría una reducción del 19.8% en los costes financieros ajustados de 2004 respecto de 2003. La cifra de gastos financieros del 2004 supone un coste medio del 6.1% sobre la deuda neta media del año. La fuerte reducción de la tasa SELIC brasileña (con un nivel promedio de 16.25% en 2004 frente a 23.53% en 2003), los bajos tipos del euro, y la reducción de la deuda ne-

ta media (en cerca de un 7%) explican la reducción de los costes financieros.

A lo largo de 2004 se redujo la proporción de deuda en euros a tipo variable, aprovechando los bajos niveles de tipos de interés, y se fijaron los tipos de cerca de 4 millardos de euros de deuda con vencimiento posterior a 2004. La deuda en dólares tomada por el grupo (y no transformada a otras divisas mediante derivados de tipo de cambio) se mantuvo a tipo fijo en su práctica totalidad. La nueva deuda en dólares tomada para la financiación de adquisiciones en Latinoamérica se cubrió mediante opciones de tipo de interés o swaps, en anticipación de una subida del tipo de interés del dólar que ya se ha ido produciendo. Además, el Libor del dólar influye en la formación de los precios de las coberturas de compra de dólares a plazo contra venta de divisas latinoamericanas, lo cual es especialmente relevante en el caso de operaciones sobre pesos chilenos y soles peruanos.

Por otra parte, se vendieron opciones sobre un nominal de 400 millones de euros de swaps, que de ser ejercitadas por la contrapartida supondría en algunos casos una fijación de tipos de interés pagando niveles inferiores a los vigentes en el momento de la venta de la opción, mientras que en otros casos habrían supuesto recibir tipos superiores a los vigentes en el momento de la venta de la opción (a cambio de pagar un tipo variable). De ellas fueron ejercitadas 200 millones de euros, a un tipo del 3.80%.

#### Riesgo de precio de acciones

Uno de los riesgos de renta variable a los que está expuesta Telefónica es el debido al precio de su propia acción, como consecuencia del programa de recompra de acciones comunicado en Octubre de 2003, por un importe estimado en unos 4,000 millones de euros hasta 2006 (inclusive), condicionado a la generación de flujos de caja y a la evolución del precio de la acción.

A 31 de diciembre de 2004, Telefónica S.A. poseía algo más de 207 millones de acciones propias. Ba-

jo los principios de contabilidad internacionales, aplicables en 2005, estas acciones reducirán los fondos propios y no se reconocerán efectos en la cuenta de resultados consolidada.

Por otra parte, Telefónica poseía opciones de compra sobre 8 millones de acciones propias, con vencimiento en el primer trimestre de 2005. De esta forma se tiene una cierta protección frente al hecho de que si la cotización sube, las compras se encarecen, y se pueden adquirir menos acciones con el importe preestablecido. La pérdida económica máxima que se puede experimentar con la estrategia seguida es la prima pagada por la opción, si al vencimiento el precio de la acción quedara por debajo del precio de ejercicio; no obstante, en tal caso Telefónica podría comprar sus acciones en el mercado a un precio menor.

Telefónica también está expuesta a las oscilaciones de los precios de las acciones de compañías participadas, especialmente en la medida en que estas no integran el núcleo de su negocio y pueden ser objeto de desinversiones. En 2004 la desinversión más significativa fue la venta de la participación del 4.88% en Pearson Plc, por un importe aproximado de 350 M Eur, y que generó unas minusvalías de 33 millones de euros en las cuentas consolidadas (si bien después de impuestos se obtuvo un beneficio de 56.5 millones de euros, ya que previamente a la venta no resultaban deducibles las provisiones por depreciación del fondo de comercio).

### Riesgo de Liquidez

Telefónica pretende que el perfil de vencimientos de su deuda se adecue a su capacidad de generar flujos de caja para pagarla, manteniendo cierta holgura. En la práctica esto se ha traducido en el seguimiento de dos criterios:

1. El vencimiento medio de la deuda del Grupo ha de ser superior al tiempo necesario para pagar la deuda (supuesto que se cumplieran las proyecciones internas, y todos los flujos generados se dedicaran al pago de la deuda, y no a dividendos ni adquisiciones).

2. El grupo debe poder pagar todos sus compromisos en los próximos 12 meses, sin necesidad de apelar a nuevos créditos o a los mercados de capitales (aunque contando con las líneas comprometidas en firme por entidades financieras), en un supuesto de cumplimiento pre-supuestario.

A 31 de Diciembre, el vencimiento medio de la deuda financiera neta – 20.982 millones de euros- era de 4.9 años. Según se hizo público en la Conferencia de Inversores de Octubre de 2003, el Grupo Telefónica espera generar más de 27,000 millones de euros en el periodo 2003-2006, supuesto que los tipos de cambio se mantuvieran a los niveles de 2002. Pese a la debilidad del dólar y su impacto en los tipos de cambio de las divisas latinoamericanas respecto al euro, la holgura de flujos de caja existente permite afirmar que a 31 de diciembre de 2004 se estaba cumpliendo el primer criterio.

Por otra parte se comprueba que los vencimientos brutos de deuda en 2005 (9,413.4 millones de euros), son inferiores a las disponibilidades de fondos, calculados como la suma de (i) las disponibilidades a 31 de diciembre por 3,579.1 millones de euros (Inversiones financieras temporales por 2,724.1 millones de euros y Tesorería por 855.0 millones de euros) (ii) la generación anual de caja (que ascendió a 6,742.6 millones de euros en 2004), (iii) las desinversiones acordadas en 2004 materializadas en el primer trimestre de 2005 (venta de Infonet por 139 millones de dólares) y (iv) las líneas de crédito comprometidas por entidades bancarias con vencimiento inicial superior a un año o extensible a opción de Telefónica (7,213 millones de euros a 31 de diciembre, de los cuales 3,831 millones vencían en el año 2006 o siguientes, mientras que otros, por más de 1.1 millardos de euros, han sido renovados más allá de fin de 2005 en los primeros meses del año). La holgura existente permite acomodar el pago de dividendos de 50 céntimos por acción (en torno a 2.4 millardos de euros), y la adquisición realizada en enero de 2005 de las compañías celulares de Bell South en Chile y Argentina (con la que se finalizaría la totalidad de la operación de adquisición). A pesar de

las medidas puestas en práctica para garantizar su liquidez, Telefónica considera de alta importancia para el desarrollo de sus planes de negocio y de su estrategia, y para la gestión de sus pasivos, la posibilidad de acceder con facilidad a los mercados de capitales, de modo que las restricciones legales o fiscales sobre tal acceso pueden afectarle negativamente. Asimismo, para mantener un acceso al crédito rápido y en buenas condiciones de precio y condiciones, Telefónica vigila el equilibrio entre el riesgo de sus negocios y su estructura financiera, así como los principales ratios crediticios. La tabla adjunta muestra dichos ratios<sup>1</sup> y las variables que intervienen en su cálculo.

#### Magnitudes operativas 2004

I	EBITDA	13.215,4
II	Flujo de Caja Libre	7.180,0
III	Capex	3.771,9
IV	Dividendos de Telefónica S.A.	1.924,2
V=II+III-IV	Flujo de Caja Retenido (antes de capex)	9.027,7

#### Pasivos a dic 2003

A	Deuda Financiera	20.982,2
B	Garantías	608,7
C	Compromisos netos por reducción de plantilla	3.022,8
D=A+B+C	Deuda total + Compromisos	24.613,7
E	Acciones Preferentes	2.000,0

#### Ratios financieros

Deuda Financiera / EBITDA	1,59
Deuda Total + Compromisos / EBITDA	1,86
Flujo de Caja Retenido (antes de capex)	
Deuda total + Compromisos+A. Prefere.	34%

1. Las agencias de calificación crediticia ajustan además los ratios por leasings operativos y otros compromisos.

#### Riesgo país

La percepción del riesgo soberano de la mayor parte de los países latinoamericanos finalizó el año 2004 en los mejores niveles de los últimos 5 años (con excepción de Argentina). Así el margen de rentabilidad exigido por los inversores para la deuda soberana de los países latinoamericanos sobre la estadounidense, alcanzó niveles mínimos a 31 diciembre de 2004: 3.83 puntos porcentuales para Brasil, 1.67 p.p. para Méjico, 2.20 p.p. para Perú, 4.12 p.p. para Venezuela, 6.90 p.p. para Ecuador y 3.32 p.p. para Colombia. Como referencia, cabe señalar que en el periodo 1999-2004, la deuda de todos estos países ha cotizado, al menos en algún momento, con más de 9 p.p. de rentabilidad adicional sobre los bonos del tesoro estadounidense<sup>2</sup>. Argentina seguía a finales de 2004 en situación de impago sobre cerca de 82 millardos de dólares (105 millardos si añadimos los intereses devengados no pagados), ofreciendo un canje de bonos en 2005 para salir de esta situación.

La principal causa de la mejoría en el riesgo soberano se encuentra en la continuación a lo largo de 2004 de la estabilidad macroeconómica que venía produciéndose desde el año anterior en Latinoamérica, merced a la mejora sustancial en las balanzas de pagos y el crecimiento histórico del 5.5%, el más elevado en los últimos 24 años. El superávit de cuenta corriente histórico logrado en la región sería suficiente explicación del porqué de la mejoría en los rating crediticios, tras un periodo continuo de 3 años de mejora en las cifras comerciales, pero es el uso de ese superávit lo más destacado en este frente. Así, la región repagó anticipadamente deuda por importe de 18 millardos de dólares, permitiendo reducir su endeudamiento externo en casi 1 punto porcentual del PIB, lo que unido a la acumulación de casi 10 millardos de dólares en reservas supuso la mejora sustancial en los indicadores de riesgo país comentada anteriormente.

2. Según mide el índice EMBI elaborado por JP Morgan.

Aunque en el panorama macroeconómico luce la estabilidad y las políticas económicas son adecuadas, no conviene olvidar algunos riesgos todavía presentes en el frente microeconómico que siguen desviando a los países de la zona respecto a otros económicamente más desarrollados. Entre ellos, destaca la discrecionalidad regulatoria, la gran cantidad de trámites burocráticos exigidos en el entorno empresarial y la rigidez de algunos mercados de factores productivos, datos que impiden un crecimiento superior al registrado vía inversión y productividad. Igualmente, se requiere un esfuerzo adicional de reforma en el sistema fiscal y educativo que potencie aún más los logros de desarrollo humano conseguidos en los últimos años en la región.

Telefónica ha aprovechado la coyuntura para aumentar la exposición a la región mediante la adquisición de las compañías móviles filiales de Bell South, por un valor de empresa equivalente a 5,850 millones de dólares. La mayor parte de esta adquisición se materializó durante 2004, salvo la de las filiales de Chile y Argentina, que se cerró en enero de 2005. Una parte sustancial de los activos adquiridos están localizados en los países con mayor riesgo soberano (Argentina, Venezuela, Ecuador y Colombia), si bien aumenta la diversificación al incrementar el número de países en el que el Grupo se encuentra presente y equilibrar la composición fijo-móvil.

La mejoría del entorno y las positivas expectativas no obstan para que Telefónica continúe con una estricta seguimiento del riesgo de pérdida imprevista de valor de los activos latinoamericanos por posible inestabilidad social, económica o política. Para ello Telefónica ha continuado actuando en dos grandes líneas (aparte de la gestión ordinaria de los negocios):

1. Compensar parcialmente los activos con pasivos en las compañías latinoamericanas, no garantizados por la matriz, de modo que una eventual pérdida de los activos fuera acompañada de una reducción de los pasivos, y
2. Repatriar aquellos fondos generados en Latinoamérica que no se espera que vayan a ser satisfacto-

riamente rentabilizados en el futuro, mediante oportunidades de desarrollo del negocio en la región.

La adquisición de las compañías de Bell South ha conllevado la asunción o la garantía de la deuda de estas compañías, sin que hasta el momento se haya realizado un ejercicio de refinanciación, que debería abordarse en 2005 en su mayor parte.

En cuanto a la repatriación de fondos, en el año 2004 se recibieron 2,016.1 millones de euros de Latinoamérica, la mayor parte en concepto de dividendos o reducciones de capital (1,573.3 millones) y el resto por intereses y principal de préstamos a las filiales latinoamericanas, y por honorarios de gestión. En dirección contraria, continuó el flujo de fondos hacia Méjico, donde Telefónica Móviles realizó inversiones materiales por 377 millones de euros para despliegue de la red GSM y tuvo necesidades operativas derivadas de un EBITDA negativo en 144.9 millones de euros.

#### Política de derivados

A 31 de diciembre de 2004, el importe nominal de derivados vivos ascendía a 38,659.7 millones de euros. Este volumen resulta tan elevado porque sobre una misma operación de deuda se puede aplicar varias veces derivados por un importe igual a su nominal; por ejemplo, una deuda en divisa se puede pasar a euros a tipo variable, y luego sobre cada uno de los periodos de tipos de interés puede realizarse una fijación de tipos mediante un FRA. Aun ajustando así a la baja la posición, es necesario extremar la prudencia en el uso de derivados para evitar problemas por errores o falta de conocimiento de la posición real y sus riesgos.

La política seguida en la utilización de derivados ha puesto énfasis en los siguientes puntos:

- i. Existencia de subyacente claramente identificado, sobre el que se aplica el derivado, a ser posible válido para contabilidad de cobertura.

Entre los subyacentes aceptables se incluyen los resultados, ingresos y flujos esperados en divi-



sas distintas del euro, razonablemente seguros o previsible, incluso si no se adaptan a los criterios exigidos por las normas contables para el tratamiento como coberturas. Las coberturas con sentido económico en opinión del Grupo no siempre cumplen los requisitos y tests de efectividad establecidos por las diferentes normativas contables para ser tratadas como tales coberturas; la decisión de mantenerlas una vez no se supera el test de efectividad o si no cumplen ciertos requisitos lleva a registrar los resultados en la Cuenta de Pérdidas y Ganancias. Con todo, a efectos de recalcular los costes financieros de 2004 bajo los nuevos principios internacionales de contabilidad, aplicables en 2005, se ha tratado gran parte de la cartera de derivados como especulativa, por motivos de simplicidad (para evitar costosa documentación retrospectiva y por facilidad de cálculo), ya que gran parte de los derivados vencían durante el año o tenían un tratamiento simétrico con la partida cubierta (con impacto sobre la cuenta de resultados medido a valor de mercado). En este sentido se han modificado también relaciones de cobertura acordes con las modificaciones en el tratamiento que las IFRS dan a ciertas transacciones respecto a las normas anteriores de aplicación, de forma que manteniéndose plenamente vigente el sentido económico de las coberturas, su impacto en la cuenta de resultados, junto con el del subyacente al que estaban asignados, fuera limitado.

ii. Ajuste entre subyacente y uno de los lados del derivado, con la mayor exactitud posible.

Este ajuste se persigue especialmente para la deuda en divisa extranjera y los derivados de cobertura de los pagos en divisa extranjera; no obstante, aun buscando una cobertura perfecta de los flujos, la escasa profundidad de los mercados latinoamericanos de derivados ha hecho que históricamente existieran desajustes entre las características de las coberturas y las deudas cubiertas. La intención del Grupo Telefónica es reducir dichos desajustes, siempre que ello no conlleve costes de transacción desproporciona-

dos. En otras ocasiones, las coberturas se han efectuado en entidades holding (Telefónica S.A., Telefónica Móviles S.A. y TISA) mientras la deuda se mantenía en otras filiales, lo cual ha llevado a que las operaciones no cumplieran los criterios de cobertura exigidos por la normativa contable y sus resultados fueran reflejados en la Cuenta de Pérdidas y Ganancias. Las principales razones para la mencionada separación entre la cobertura y el subyacente han sido la posibilidad de diferencias en la validez legal de las coberturas locales frente a las internacionales (como consecuencia de cambios legales imprevistos) y la diferente calidad crediticia de las contrapartidas (tanto de las compañías del Grupo involucradas como las de las entidades bancarias). Por otra parte, también los derivados de tipos de interés pueden presentar desajustes con los subyacentes que cubren, especialmente cuando éstos son de plazos más cortos, como sucede cuando Telefónica entra en swaps, caps, o collars de largo plazo para protegerse de subidas de tipos de interés que pudieran elevar los costes financieros generados por los pagarés y el papel comercial, con vencimientos de pocos meses, pero cuya renovación sucesiva es muy probable.

iii. Capacidad de valoración del derivado a precio de mercado, mediante los sistemas de cálculo de valor disponibles en el Grupo.

Telefónica utiliza varias herramientas para la valoración y gestión de riesgos de los derivados y de la deuda. Entre ellas destaca el sistema Kondor+, licenciado por Reuters, de uso extendido entre diversas entidades financieras.

iv. Venta de opciones sólo cuando existe una exposición subyacente (registrada en balance o asociada a un flujo externo altamente probable) que contrarresta la pérdida potencial por el ejercicio de la opción por la contrapartida.

En 2004 Telefónica ha vendido opciones a corto plazo sobre swaps de tipos de interés del euro, que daban a la contrapartida el derecho de entrar en un swap recibiendo un tipo fijo de-

terminado, inferior al nivel vigente en el momento de vender la opción; de este modo si los tipos bajaban, Telefónica pasaría parte de su deuda de tipo variable a tipo fijo, a niveles inferiores a los iniciales, habiendo cobrado una prima.

Las directrices de la gestión de riesgos son impartidas por Dirección General de Finanzas Corporativas del Grupo Telefónica, e implantadas por los directores financieros de las compañías (asegurando la concordancia entre los intereses individuales de las compañías y los del Grupo). La Dirección General de Finanzas Corporativas y Recursos Compartidos puede autorizar desviaciones respecto de esta política por motivos justificados, normalmente por estrechez de los mercados o sobre riesgos claramente limitados y reducidos. Asimismo, la entrada de empresas en el grupo como consecuencia de adquisiciones o fusiones, requiere un tiempo de adaptación.