

Riesgos económicos y financieros en la empresa

Maite Seco Benedicto

Profesora Titular de Contabilidad y Finanzas

Revisión: septiembre 2007

RIESGOS ECONÓMICOS Y FINANCIEROS EN LA EMPRESA

ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN

- 1.1. La empresa y su entorno
- 1.2. Concepto de riesgo
- 1.3. Principales riesgos que afectan a la actividad empresarial
 - Riesgos económicos
 - Riesgos financieros
 - Riesgos operativos

2. RIESGOS ECONÓMICOS

- 2.1. Riesgo Comercial: riesgo de contrapartida y riesgo-país
 - El *credit scoring*

3. RIESGOS FINANCIEROS

- 3.1. Riesgos de liquidez
- 3.2. Riesgo de solvencia
- 3.3. Riesgo de tipo de interés
- 3.4. Riesgo de cambio

4. OTROS RIESGOS DE LA EMPRESA

1. INTRODUCCIÓN

1.1. LA EMPRESA Y SU ENTORNO

Es evidente que toda actividad empresarial implica riesgos. Éstos se producen por el hecho de que la empresa lleva a cabo sus actividades en un entorno de incertidumbre, en ausencia de certeza sobre lo que ocurrirá en el futuro.

Dado que el riesgo es inherente a la actividad de las empresas, éstas deben tratar de integrarlo en sus procesos de toma de decisiones a través de su conocimiento, valoración y gestión (control, reducción o eliminación).

Cuando se analiza una empresa con cualquier objetivo o interés, como puede ser comprarla, dirigirla, planificar el futuro de la misma, etc son muchas las variables a estudiar, porque la empresa está afectada por muchos elementos de su entorno. El análisis de la situación de riesgo en que vive una empresa no se circunscribe a ella misma, sino a todo el entorno en que se desarrolla. Así, en un primer nivel general, conviene estudiar las grandes variables macroeconómicas que pueden afectar la evolución de la empresa: crecimiento de la demanda interna, inflación, tipos de interés, etc

Una vez definido el entorno general que afecta a la empresa, un segundo aspecto a valorar es el sector al que la empresa pertenece. El enfoque deberá centrarse no sólo en las estimaciones y evolución futura de las principales variables, sino también en la historia del propio sector y la diferenciación de cada una de las empresas que lo componen en función de sus estrategias de crecimiento.

La importancia del sector a escala nacional y en términos de PIB es significativa, ya que puede aportar claves de la evolución de algunos apartados de la cuenta de resultados.

El análisis sectorial no puede quedarse en el plano nacional exclusivamente. La comparación internacional es necesaria e imprescindible, con la consideración de variables como la estructura de costes, la tecnología, la posición comercial, la integración, el tipo de mercado en el que está presente, las barreras entre mercados...

Otro de los puntos importantes en este apartado es la posición del sector respecto al ciclo económico. Cada sector tiene su momento de mayor crecimiento en función de la situación económica y, lo que es más importante, en cada momento económico hay un sector que ofrecerá mejores perspectivas y evolución.

Se puede hablar de cuatro grandes grupos de sectores:

- Defensivos: alimentación, distribución, autopistas y otros que cubran necesidades primarias. En general, la volatilidad de las cuentas de resultados de estos sectores es menor frente a cambios en el ciclo económico.
- Sensibles a tipos de interés: eléctricas, financieras, seguros, telecomunicaciones... El peor comportamiento de estas acciones es durante una economía en crecimiento, cuando inflaciones altas, provocadas por un recalentamiento económico, fuerzan al alza los tipos de interés y esto incide negativamente en las cuentas de resultados.
- Sensibles al consumo: coches, manufactureras, grandes superficies...
- Bienes de capital: son sensibles a la evolución del nivel de formación bruta de capital (inversión) en la economía.

Hay que destacar que no todos los sectores caen exactamente en estas distinciones, ya que, por ejemplo, telecomunicaciones puede ser sensible a tipos de interés pero claramente lo es al crecimiento de la economía en la medida que, por ejemplo, el consumo medio por línea y el número de líneas aumenten.

Es importante destacar el análisis estratégico/competitivo que definió Michael E. Porter y que se debe realizar antes de entrar plenamente en los aspectos financieros.

Porter concibe la empresa como un centro sobre el que actúan cinco fuerzas competitivas diferentes: barreras de entrada o nuevos competidores, productos sustitutivos, poder de los clientes, poder de los proveedores y la competencia o rivalidad entre empresas. Además, hay una fuerza adicional, que es la legislación que se debe considerar. La conjunción de estas fuerzas sobre la empresa provoca que ésta alcance rentabilidades superiores/inferiores al coste de capital, lo que aumenta/disminuye su atractivo.

En cada una de las fuerzas mencionadas se pueden analizar aspectos como:

- Barreras de entrada: economías de escala, fondo de comercio, costes de entrada en el sector, redes de distribución... De hecho, las redes de distribución en España son una de las mayores barreras de entrada "naturales" de algunos sectores (bancario, tabaquero).
- Poder de los proveedores: una concentración excesiva de los pedidos en pocos proveedores puede hacer peligrar los márgenes o incluso la producción, que es lo que ha sucedido en algunos casos a empresas que dependían en gran medida de los planes de inversión de otras más grandes, como Repsol, El Corte Inglés, Renfe o Telefónica.
- Poder de los clientes: por el lado de los clientes es igualmente peligroso comprometer un porcentaje elevado de las ventas con un número pequeño de clientes. Aspectos como la información de los clientes, costes de cambio de proveedor, aspectos de precio o identificación con la marca son los más importantes.
- Competencia: crecimiento del sector, estructura de costes fijos, sobrecapacidad, diferenciación de productos, concentración, diversidad de competidores...
- Productos sustitutivos: evolución del precio de los sustitutivos, calidad, costes de cambio por parte de los clientes, propensión al cambio...

Además, hay que estudiar la legislación que se aplica al sector al que pertenece la empresa. Hay sectores muy regulados, como el bancario, el eléctrico o las autopistas, que necesitan de un análisis específico, ya que las previsiones y estimaciones dependen de estos límites marcados por ley.

Una vez estudiado el entorno general a nivel macroeconómico y el entorno relativo al sector en que trabaja la empresa, a continuación hay que estudiar la empresa en sí misma.

Como ya se ha mencionado, hay otra parte del análisis que no está tan centrado en el estudio de los estados contables y su proyección en el futuro, aunque también le afecta. Son aspectos que en algunas ocasiones no se pueden cuantificar de una manera exacta, pero que afectan la percepción de la empresa por parte del analista y, por tanto, por parte de mercado. Algunos de los aspectos a analizar en este apartado son los productos, la competencia, el modelo de gestión, la estrategia a medio y largo plazo...

Uno de los primeros aspectos que hay que estudiar son los productos ofrecidos por la empresa. La tecnología utilizada para producirlos y la ofrecida como parte de ellos.

Este análisis concluye sobre las posibilidades de crecimiento futuras, la posible evolución de la cuota de mercado, la posición de la oferta...

La posición dentro del ciclo de madurez de un producto es muy importante. El ciclo básico de un producto se puede resumir en: desarrollo inicial, expansión, madurez y estabilización o caída. En cada uno de estos casos el crecimiento en ventas y beneficios, así como la posición de la empresa en crecimiento futuro y necesidad de fondos para mantener el plan de inversiones, son distintos.

La comparación con competidores es muy útil en el análisis. Esta comparación extrae conclusiones sobre la posición de la empresa, su posible evolución en costes y cuota de mercado, la relación precio/calidad que ofrece...

A continuación, se tratan en un resumen cuáles son los efectos del entorno en las empresas, sobre cada una de las grandes variables que condicionan su evolución a nivel económico, como son los ingresos y los costes. Cada una de esas variables supone un elemento potencial de riesgo por sus efectos sobre la evolución de las principales magnitudes del desarrollo empresarial.

. CON RELACIÓN A LOS INGRESOS

Los ingresos de la empresa vienen dados por la cifra de ventas del bien o servicio que produce, en su mayor parte.

¿Qué factores del entorno pueden afectar la cifra de ventas de una empresa?

- La demanda

La demanda de un bien o servicio es un elemento sensible a una serie de factores como son los precios, las expectativas de los consumidores, los impuestos y, por tanto, la renta disponible de las unidades de consumo.

La demanda puede ser tanto interna (nacional) como externa (internacional).

En ésta segunda concurren además los aspectos de tipo de cambio. Un producto que se vende bien a nivel internacional, podría sufrir cambios importantes si su precio puesto en el extranjero sube por efecto de un cambio en la cotización de la moneda en que se vende.

- Los precios

Los precios de los productos pueden afectar la cifra de ventas de una empresa.

La empresa, en un principio, es libre de fijar los precios de sus productos pero, si sufre subidas en los precios de los factores de producción con que fabrica esos productos o servicios, se verá obligada a subir también sus precios para evitar su desequilibrio patrimonial.

- Los precios de productos sustitutivos

- Los impuestos

Los impuestos pueden afectar las ventas de una empresa desde dos puntos de vista diferentes:

- Por un lado, en cuanto que los impuestos sobre la renta de las familias hacen disminuir o aumentar la renta disponible de estas y, por tanto, el dinero disponible para efectuar sus compras. Una política fiscal más suave supondría, en principio, mayores ventas para las empresas.
- Por otro lado, en cuanto a los impuestos sobre la renta de las empresas. Una fiscalidad más suave permite a las empresas disponer de mayores recursos bien para repartir a sus accionistas en forma de dividendos (aumentando así las posibilidades de consumo de las economías domésticas) o bien para incrementar sus reservas, de forma que pueda incrementar sus inversiones con esta forma de financiación.

- El entorno regulador

Existen algunos elementos de la regulación de los países, a nivel macroeconómico, que tienen un efecto importante sobre las ventas de las empresas.

Por ejemplo, la regulación acerca de la competencia y el intento de evitar los grandes monopolios. Sin duda, todos hemos leído las noticias de hace algún tiempo acerca de la situación de Bill Gates y su empresa Microsoft y las acusaciones que recibió por unas políticas y situaciones empresariales consideradas de corte monopolístico. Las políticas anti monopolio (*anti trust*) pueden considerarse normativas a nivel microeconómico que afectan al desarrollo de la empresa.

Así mismo, cualquier otra normativa que regula la competencia y los mercados tiene un efecto importante sobre la empresa. En España, por ejemplo, hemos asistido en los últimos años al enorme desarrollo del mercado de las comunicaciones a partir de una situación previa de monopolio. La apertura del mercado con la concesión de nuevas licencias de telefonía móvil y fija ha afectado considerablemente la situación del mercado de las telecomunicaciones.

- Por un lado, las empresas que participan en ese mercado, con un efecto diferente para la empresa que mantenía previamente el monopolio, Telefónica, que ha tenido que adaptarse a la nueva situación del mercado con otros competidores. Las empresas que han

ido incorporándose al mercado han entrado conociendo las condiciones de competencia en que habría de desarrollarse su actividad.

➤ Por otro lado, los clientes. Para los clientes la competencia supone la posibilidad de elegir y, en la mayoría de los casos, pagar precios inferiores por los servicios, aún cuando ello suponga tomar una decisión.

Otro ejemplo interesante del incremento de la competencia entre empresas se produjo en España hace unos años en el sector de la Banca. El momento cumbre de esto se produjo con la introducción por parte del Banco Santander de lo que se dieron en llamar las supercuentas.

Los Bancos en España, hasta el año 1988 aproximadamente, funcionaron bajo un entorno de escasa competencia. Los grandes Bancos estaban muy asentados con una clientela fiel. Los Presidentes de estos Bancos se reunían con frecuencia y mantenían una situación, un statu quo de no agresión los unos a los otros.

La legislación española preveía, desde unos años antes, la posibilidad de que los Bancos remuneraran libremente los depósitos de sus clientes y, sin embargo, ninguno de ellos se había lanzado a incrementar el interés pagado a los clientes por las cuentas corrientes. Hasta esa fecha, las cuentas corrientes se remuneraban, por norma, a un 0,10 % de interés anual.

Sin embargo, el Banco Santander, rompiendo este statu quo, lanzó por sorpresa su supercuenta en septiembre de 1988, sin previo comentario a los otros Bancos, con lo que inició la verdadera competencia entre Entidades Financieras en España y comenzó una nueva era en la prestación de los servicios bancarios en nuestro país.

Sin duda hubo otros factores que también influyeron en el aumento de la competencia entre los bancos, como fue la importante entrada de bancos extranjeros en España en los años 80, con nuevos métodos de trabajo, con una idea de la competencia mucho más arraigada y que, además, llegaban sin una cartera de clientes con lo que, en la mayoría de los casos, necesitaron atraer a los posibles clientes ofreciendo mejores remuneraciones y, por tanto, compitiendo con las condiciones que solían ofrecer los Bancos españoles.

Otro elemento importante, en la regulación de los países, respecto a su efecto en las empresas es todo lo relativo a las normas que regulan las importaciones y exportaciones y,

por tanto, la regulación relativa a barreras de entrada a los productos extranjeros y la protección a los productos nacionales.

En el apartado dedicado a política exterior más arriba hemos detallado algunos de estos instrumentos, todos ellos con efecto sobre el volumen de ventas de la empresa, por facilitar sus exportaciones los unos y por impedir las importaciones los otros.

. CON RELACIÓN A LOS COSTES

Los costes de las empresas afectan su cuenta de resultados.

¿Qué factores del entorno pueden afectar los costes de una empresa?

- Los tipos de cambio

Aquellas empresas cuyos costes estén afectados por la compra de materias primas o bienes en mercados extranjeros y con diferente moneda están sujetos a las variaciones en los tipos de cambio entre la moneda del país y la de los países en los que compra los productos que constituyen sus materias primas o sus bienes de capital.

- Los salarios

Los salarios pagados a los empleados es otro de los costes a los que deben enfrentarse las empresas y que, habitualmente, suponen un importante porcentaje del total. Los salarios es también otro elemento del entorno puesto que se suelen negociar por sectores en convenios y, hasta cierto punto, seguir las directrices marcadas por el Gobierno para evitar la inflación.

- Los tipos de interés

Las empresas pueden ver afectada su cuenta de pérdidas y ganancias si los tipos de interés que deben pagar por los préstamos y créditos que hayan solicitado aumentan o disminuyen.

Los tipos de interés varían de acuerdo con la política monetaria. La política monetaria define los tipos de interés y la cantidad de dinero en la economía. El tipo de interés afecta a

las decisiones de inversión de las empresas ya que señala el precio al que han de pagar el dinero que soliciten para financiar sus inversiones.

- Los mercados internacionales

La situación o forma de organización de los mercados en los que se abastece la empresa tienen una gran importancia sobre sus costes.

Si se abastecen en un mercado libre con precios que fluctúan de acuerdo con la oferta y la demanda, entonces generalmente esos precios están más cercanos a las expectativas de los compradores.

Si se trata de un mercado controlado o sujeto a condiciones, gravámenes, oligopolio, monopolio, etc entonces la situación es muy diferente.

Por ejemplo, y de gran importancia en la situación actual de las empresas, los mercados del petróleo. Los precios de los productos derivados del petróleo, al estar controlados por un reducido grupo de países productores, afecta a las empresas que se abastecen de ellos. Si el precio y la producción fuera libre, si fluctuara según el mercado, entonces la situación sería muy distinta. Los compradores de productos derivados del petróleo están sujetos a las condiciones que establecen los países y las compañías petrolíferas que, de forma oligopolística, controlan el mercado de esos productos.

1.2. CONCEPTO DE RIESGO

La palabra riesgo se puede definir de distintas formas, aunque en todas ellas se destacan las características de aleatoriedad e incertidumbre. El riesgo supone la contingencia, posibilidad o proximidad de un peligro o daño, que se concretará en un perjuicio con una determinada probabilidad. No es previsible de antemano si el riesgo finalmente se concretará en un hecho negativo o dañino.

Los técnicos del campo de los seguros distinguen entre riesgos puros, que son aquellos en que sólo existe probabilidad de pérdida, como en el caso del riesgo de incendio, y riesgos especulativos en los que la entidad o sujeto expuestos al riesgo tienen la posibilidad tanto

de ganar como de perder, como sería el caso del riesgo bursátil.

El rasgo fundamental del riesgo es la incertidumbre, la cual es afectada por distintos factores, siendo el tiempo uno de los más importantes: las previsiones que hace una empresa a largo plazo tienen asociada mayor incertidumbre que las de corto plazo, por el efecto del paso del tiempo. Un empresario, ante la posibilidad del riesgo, se enfrenta a preguntas como cuándo ocurrirá el posible hecho negativo, cuánto supondrá de pérdida o quebranto y dónde afectará en la empresa.

1.3. PRINCIPALES RIESGOS QUE AFECTAN A LA ACTIVIDAD EMPRESARIAL

- Riesgos económicos
- Riesgos financieros
- Riesgos operativos

Cabe distinguir distintos tipos de riesgos a los que se enfrenta la empresa en su actividad. Las empresas, de forma general e independiente de su sector, tienen dos grandes tipos de actividades: las de carácter económico y las de carácter financiero. Las de carácter económico son aquellas relativas a su negocio: comprar materias primas a un precio, producirlas, venderlas a clientes adecuados, etc.

Las de carácter financiero son las que están relacionadas con los flujos de cobros y pagos, la forma y el *mix* de financiación, la gestión de la tesorería, el coste financiero, etc.

Ambos tipos de actividades son muy distintas y en cualquier empresa se deben vigilar ambas áreas para evitar riesgos en cualquiera de ellas.

Por otro lado, las empresas se enfrentan también a riesgos derivados de su operativa y funcionamiento diario, que se conocen como riesgos operativos.

2. RIESGOS ECONÓMICOS

Riesgos económicos son aquellos que provocan la imposibilidad de garantizar el nivel del resultado de explotación de una empresa y vienen dados por distintos factores que pueden condicionar los resultados, derivados del mercado en que se mueve la empresa, independientemente de su situación financiera.

El riesgo económico más común en una empresa es el de crédito o comercial.

Se puede definir como la posibilidad de sufrir pérdidas si los clientes y contrapartidas, con los que la entidad tiene contratadas operaciones, incumplen sus compromisos contractuales que han adquirido, por falta de solvencia o liquidez.

No siempre podemos achacar a una empresa en particular el riesgo como factor aislado asociable a su gestión o desarrollo. Existe también una parte del riesgo que podríamos llamar riesgo de mercado y que no siempre se puede prever, porque está vinculado a circunstancias por encima de la empresa y no controlable por ésta, como catástrofes, crisis generalizadas, etc.

Existe también el **riesgo país**. Un país puede deteriorar su calidad crediticia por inestabilidades políticas y puede ocurrir que una empresa saneada y estable no pueda hacer frente a sus pagos comprometidos con el exterior debido a que su país prohíbe las salidas de capitales. El Banco de España lo define como “el que concurre en las deudas de un país, globalmente consideradas, por circunstancias distintas del riesgo comercial habitual”. Por tanto, se refiere a una serie de factores objetivos, como la inestabilidad política o el deterioro de la situación económica que pueden hacer difícil o improbable el que un determinado país haga frente a sus obligaciones financieras.

Dentro del riesgo país se estudian dos tipos de riesgos más, el riesgo soberano y el riesgo de transferencia. El **riesgo soberano** es el de los acreedores de los estados o de las

entidades garantizadas por ellos, en cuanto pueden ser ineficaces las acciones legales contra el prestatario o último obligado al pago, por razones de soberanía.

El **riesgo de transferencia** es el de los acreedores extranjeros de los residentes de un país que experimenta una incapacidad general para hacer frente a sus deudas, por carecer de la divisa o divisas en que estén denominadas dichas deudas.

El Banco de España ofrece una clasificación de países en función de su riesgo país, diferenciando 6 niveles o grupos de menor riesgo a mayor riesgo, que puede ser consultado por las empresas o particulares que vayan a asumir un riesgo con alguno de dichos países.

A continuación se discuten algunas técnicas y métodos para el control del riesgo comercial. Hemos de indicar que puede haber importantes variaciones entre empresas acerca de cómo controlar y eliminar el riesgo comercial. Frecuentemente una empresa pequeña y con muchos clientes, no podrá realizar un estudio detallado de las características de riesgo de cada uno de sus clientes, en la forma que expresamos a continuación.

Debe haber una cierta correlación entre el riesgo asumido frente a ciertos clientes y el trabajo previo de investigación sobre el cliente. Debemos investigar acerca de la calidad del cliente y del riesgo que asumimos pero sin que este análisis sea excesivamente costoso, por lo que habrá que valorar qué técnicas de análisis se usan en cada caso.

ANALICE LA EMPRESA Y SU SECTOR

La principal fuente de información a la hora de analizar una empresa es ella misma.

El conocimiento de cuánto va a invertir una empresa en los próximos años, cuál va a ser su estrategia a medio y largo plazo, cuál es su política de remuneración al accionista, cómo va a mejorar rentabilidad, cómo va a evolucionar el personal en plantilla, qué estrategias de diversificación piensa acometer... sólo lo puede facilitar la propia empresa. Será más adelante el analista quien valore, justifique y filtre todas esas afirmaciones.

Sin embargo, no es ésta la única fuente de información. Hay numerosos puntos que otorgan información y que continuamente se utilizan como fuentes adicionales:

- **Estados trimestrales:** las empresas cotizadas están obligadas a enviar a la **CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores)** una **información financiera**
- **Memorias anuales:** especialmente si están auditados
- **Noticias de prensa**
- **Cuentas depositadas en el Registro Mercantil**
- **Contacto con otras empresas:** la situación del sector y sus empresas se suele comentar con otras empresas del mismo sector cotizadas en bolsa. Esta es una buena forma de cruzar información sectorial.
- **Asociaciones de empresas:** las asociaciones como **Anfac** (automóviles) o **Unesa** (eléctricas), por ejemplo, suelen publicar informes periódicos sobre la situación sectorial agregada. Son buenas fuentes para determinar tendencias y estrategias sectoriales

VISITAR LA EMPRESA

En la medida de lo posible, conviene visitar a los clientes o potenciales clientes. Se pueden averiguar muchas cosas que no dicen los balances. Visitar a un potencial cliente en su fábrica o local en que observemos poca actividad, no personal, mal estado general de las instalaciones, etc puede ser un indicativo de posibles problemas.

FIJAR UN LÍMITE MÁXIMO DE CRÉDITO A LA EMPRESA

Una vez analizada la empresa y su sector, podemos optar por darle crédito y anticiparle producto y facturación, fijando un límite o línea de crédito máximo. El cliente podrá solicitar pedidos hasta ese valor y sólo cuando haya pagado las primeras facturas emitidas, liberando así parte del saldo disponible, podrá solicitar nuevos productos.

El volumen global de crédito a ofrecer a un cliente concreto dependería del volumen total de sus operaciones y del estudio económico-financiero que realizáramos sobre sus Estados Financieros además de la impresión general que tuviéramos del cliente en función de su imagen y credibilidad en el mercado.

En empresas con un alto número de clientes, es posible que sea más interesante utilizar un método específico de identificación y valoración del riesgo comercial, como es el llamado de *credit scoring*.

Es un método automatizado y objetivo de concesión de créditos, normalmente para créditos al consumo, que por su gran demanda, pequeña cuantía, corto plazo, y por la gran competencia que hay en el mercado, exigen una gran agilidad y rapidez. No es más que un modelo matemático estadístico de decisión que permite distinguir los créditos potencialmente "buenos" de los "malos".

Este método requiere un cierto apoyo informático. Es un sistema de ecuaciones que asigna a cada solicitud una puntuación ("*scoring*")

Para que el crédito a un cliente sea aceptado, deberá superar un cierto valor, llamado "punto de corte". Al principio puede haber un intervalo en lugar de un punto de corte.

El punto de corte óptimo entre créditos concedidos y denegados, será el que establezca la máxima diferencia entre los beneficios y pérdidas generados, respectivamente, por los créditos "buenos" y "malos".

Un ejemplo de que sin duda todos nos hemos enfrentado a una técnica de *credit scoring* es cuando solicitamos una tarjeta de crédito o una financiación de una operación especial como un coche o un artículo de lujo. Se nos presenta un cuestionario de preguntas a responder sobre nuestros ingresos, propiedades, antigüedad en nuestro puesto de trabajo, etc y las respuestas están tabuladas. Dependiendo de la respuesta a cada pregunta se nos da una puntuación la cual indica a la Entidad que realiza el *scoring* el perfil de cliente que somos y el nivel de riesgo que incurre con nosotros. También el resultado del cuestionario

se puede usar no solo para decir qué clientes sí y qué clientes no sino fijar también el valor del límite de crédito a ofrecerles.

3. RIESGOS FINANCIEROS

- Riesgo de liquidez
- Riesgo de solvencia
- Riesgo de tipo de interés
- Riesgo de cambio

Los riesgos financieros podrían definirse de manera genérica como aquellos derivados de la contingencia o probabilidad de incurrir en una pérdida patrimonial como resultado de una transacción financiera o bien por mantener un desequilibrio o posición entre determinados activos y pasivos.

RIESGO DE LIQUIDEZ

En realidad, el riesgo que se analiza aquí debería llamarse Riesgo de iliquidez, siendo la falta de liquidez el riesgo a evitar.

Este riesgo se produce cuando los activos líquidos o convertibles en liquidez a corto plazo son insuficientes para hacer frente a los pagos comprometidos en el mismo plazo.

A continuación reflejamos de forma más gráfica la situación de falta de liquidez en una empresa. Tomamos para ello la imagen del Balance de Situación, que muestra el patrimonio de la empresa en un momento dado.

ACTIVO	PASIVO
ACTIVO CIRCULANTE	PASIVO CIRCULANTE
ACTIVO INMOVILIZADO	PASIVO FIJO
	RECURSOS PROPIOS

$$PC > AC$$

En esta situación, el pasivo a corto plazo o circulante crece excesivamente y financia parte del activo fijo. Esta situación puede ser peligrosa para la empresa, ya que al vencer sus deudas contraídas a corto plazo no dispone de suficientes recursos a corto plazo para hacerles frente. Sin embargo, la empresa no se encuentra todavía en una situación irreversible.

Esta situación podría llegar a ser seria si la empresa no dispone de formas de salir de ella entre las que cabe citar:

- . Todas las que impliquen convertir otros activos en tesorería:
 - . Venta de activos fijos.
 - . Operación de factoring (venta de las cuentas de clientes o su cesión de cobro a una empresa especializada).
 - . Venta en bloque de algún activo operativo (existencias) a precios de saldo.
- . Todas las que impliquen la entrada de nuevos fondos no a corto plazo en la empresa:
 - . Ampliación de capital
 - . Obtención de nuevos préstamos
 - . Renegociación de la deuda a plazos mayores (cambiar deuda a corto por deuda a largo plazo)

RIESGO DE INSOLVENCIA

El riesgo de insolvencia está asociado a la estructura de financiación de una empresa y, en definitiva, a la situación continuada de pérdidas contables que van mermando los recursos propios

ACTIVO	PASIVO
ACTIVO REAL	PASIVO CIRCULANTE
ACTIVO FICTICIO	PASIVO FIJO
	RECURSOS PROPIOS

El activo real son aquellos elementos del activo que tienen valor de liquidación o valor de mercado y que en caso de liquidación de la empresa podrían generar fondos para pagar a los acreedores. En este caso, observamos que tal activo real no es suficiente para pagar a los acreedores, puesto que es inferior a los recursos ajenos (Pasivo circulante + Pasivo fijo).

Las pérdidas acumuladas han ido reduciendo el tamaño de los recursos propios hasta el punto de que el valor de las deudas (Pasivo circulante + Pasivo fijo) es mayor que el de los activos que tienen valor de mercado o Activo real. Incluso vendiendo todos los activos, la empresa no sería capaz de hacer frente a sus deudas. Esta situación solo puede resolverse de dos maneras: o una ampliación de Capital y recomponer así los recursos propios o bien liquidar la empresa y vender todos los activos e ir pagando a los acreedores en función del derecho que cada uno tenga sobre los mismos y que viene marcado por el orden de prelación que suele fijar la normativa en cada país. En este orden de prelación, generalmente el orden que se sigue es el siguiente: Estado, Organismos Públicos y

empleados en primer lugar, a continuación acreedores en general y los últimos los accionistas.

La insolvencia se produce cuando la empresa no puede afrontar las pérdidas acumuladas provocando unos recursos propios pequeños que acercan el valor del activo real y el pasivo, y no tiene capacidad para hacer frente a todas sus deudas.

A nivel de los mercados financieros y los productos de renta fija que se venden en los mismos, hay un ejemplo muy interesante de valoración del riesgo de solvencia, sobre los títulos de renta fija emitidos en mercados financieros por empresas o países.

Cada vez que un emisor, público o privado, emite títulos de renta fija, unas instituciones financieras llamadas agencias de *rating* emiten su calificación o *rating* de dichos títulos. Generalmente van en escalas, parecidas a las escalas para calificar alumnos por parte de los profesores de una Escuela o Universidad.

Las agencias de *rating* más conocidas son:

- STANDARD & POOR'S
- MOODY'S INVESTORS SERVICE
- INTERBANK COMPANY ANALYSIS (IBCA)

Estas calificaciones afectan al tipo de interés que la empresa o emisor debe pagar como remuneración por los títulos emitidos. A mayor riesgo de los títulos (por la posible insolvencia o falta de pago de los mismos por el emisor), mayor tipo de interés o remuneración solicitarán los inversores para adquirirlos. Los diferenciales que deben pagar los emisores están definidos por los mercados, derivados de la calificación del riesgo y pueden incluso consultarse en la prensa financiera.

RIESGO DE TIPO DE INTERÉS

El tipo de interés, hablando en términos sencillos, es el precio del dinero, el precio que hemos de pagar por poder disponer de dinero. El ejemplo más fácil de este concepto es el que se produce cuando se acude a un Banco a pedir un préstamo.

El Banco exigirá la devolución del principal, pero también el pago de una remuneración por el hecho de haber anticipado un capital al prestatario. Ese es el tipo de interés.

En un plano más formal, podemos hablar del tipo de interés a partir de un excelente libro de Irving Fisher llamado “La Teoría de los Tipos de interés: Determinado por la impaciencia por gastar la renta y la oportunidad de invertirla”.

Para Fisher, el tipo de interés real es el precio que iguala la oferta y demanda de capital, teoría que coincide con lo que hemos venido explicando para los demás productos del mercado.

En definitiva, el tipo de interés es el precio de mercado (del mercado del dinero) que debemos pagar por poder disponer del bien que es el dinero, que depende de la oferta y la demanda de dinero.

Además del tipo de interés real, Fisher definió también el tipo de interés nominal, como aquel que añade, al tipo de interés real, la tasa de inflación. Es fácil entender que, en una economía con una tasa de inflación elevada, es preciso pagar un tipo de interés superior a los ahorradores, ya que pierden poder adquisitivo con sus ahorros. Si decidimos ahorrar hoy, no consumiendo toda nuestra renta, es obvio que lo hacemos en busca de una remuneración, el tipo de interés que cobramos por esta renuncia. Si, transcurrido el plazo durante el cual invertimos nuestros ahorros, el dinero que se nos devuelve (incluidos en su caso los intereses) tiene un poder adquisitivo menor al esperado (incluso menor al que tenía en el momento de renunciar al consumo) el ahorrador no se sentirá satisfecho.

Podemos entonces definir el tipo de interés nominal, según Fisher, de la siguiente forma:

$$I_{\text{nom}} = I_{\text{real}} + \text{tasa inflación}$$

Los tipos de interés tienen una gran importancia en la economía, por el efecto que producen sobre la inversión y, de ahí, sobre la demanda agregada.

Una empresa se encuentra expuesta a riesgo tipo de interés cuando sus posiciones en activos y pasivos denominados en tipos de interés muestren posiciones abiertas.

Debemos recordar que en gestión de empresa y, en concreto, en finanzas, se entiende por riesgo la incertidumbre. Cuando existe incertidumbre sobre el valor o posición que tomaría una determinada variable es cuando decimos que existe riesgo. Y el riesgo será generalmente mayor cuanto más alejado en el tiempo esté el momento en que se fijará el valor de dicha variable. Por ello, podemos decir que el TIEMPO genera INCERTIDUMBRE y que la incertidumbre es la base del RIESGO.

Por ejemplo, una empresa ha solicitado un préstamo a tipo de interés variable sujeto a la variación de un índice como puede ser el EURIBOR. Es obvio que esta empresa corre un riesgo y que se materializaría en caso de que los tipos de interés subieran y por tanto devolver ese préstamo se le hiciera más gravoso.

Sin embargo, supongamos ahora que esta misma empresa dispone de dos operaciones sujetas a tipo de interés variable: un préstamo y un depósito.

Analizamos entonces este caso. La empresa tiene en el activo un depósito bancario de 1 millón de euros de valor nominal por el cual el Banco está pagando un tipo de interés de EURIBOR menos 0,5%.

Al mismo tiempo, la empresa tiene concedido un préstamo también por 1 millón de euros por el que paga EURIBOR más un 1%.

Obviamente siempre (salvo casos muy raros) pagará un tipo de interés superior al que reciba, pero en este caso no hay riesgo de tipo de interés, mientras la empresa mantenga las posiciones casadas, es decir, haya un activo y un pasivo de igual cuantía y ambos referidos al mismo índice.

Y ello porque el riesgo, en una empresa, se define o se genera a resultas de que exista incertidumbre sobre el valor futuro que puede adquirir un determinado bien o partida.

En este ejemplo no hay incertidumbre, porque adquiera el EURIBOR el valor que adquiera la empresa siempre tiene como pérdida 1 millón de euros multiplicado por la diferencia entre los márgenes del activo y el pasivo. Esto es de $-0,5\%$ a $+1\%$, en total $1,5\%$, que aplicado sobre 1 millón de euros son 15.000 euros. En este caso la posición está casada y no hay incertidumbre (la empresa sabe lo que va a perder mientras mantenga las dos posiciones, por ello no hay incertidumbre).

El riesgo se genera cuando la posición está abierta (técnicamente llamamos GAP a este desfase o diferencia), tanto en activo como en pasivo. Por ejemplo, la empresa dispone de un préstamo a tipo de interés variable por 1 millón de euros por el que paga Euribor $+ 1\%$. Si el Euribor comienza a subir, el coste financiero de este préstamo también subiría incluso sin límite si los tipos de interés se dispararan.

El riesgo de interés se suele medir a través de distintas técnicas, dependiendo del tipo de inversión o de posición sensible al riesgo de tipos de interés que se quiera valorar. Así, se suelen usar técnicas que se basan en el criterio de valorar el plazo de tiempo en que esperamos recibir los flujos de caja asociados a una inversión. En este campo, las técnicas más utilizadas son las de Duración y Volatilidad.

El concepto de Duración fue desarrollado por Frederick Macaulay en 1938. Como concepto, está generalmente expresado en términos de la Duración de un bono, pero en realidad podría usarse para cualquier inversión, la misma fórmula y, sobre todo, el mismo concepto.

La Duración incide en la idea de que el tiempo es un elemento clave para el riesgo por el efecto de que aumenta la incertidumbre. Es decir, una inversión que se recupera antes y cuyos flujos de caja se reciben antes en el tiempo sería menos arriesgada que otra inversión en la que se tarda más en recuperar la inversión inicial.

La Duración de un bono es el tiempo medio para la obtención de los flujos de caja que dicho bono ofrece. La ecuación que define la duración es la siguiente:

$$D = \frac{\sum_{t=1}^n \frac{t \cdot Q_t}{(1+r)^t}}{\sum_{t=1}^n \frac{Q_t}{(1+r)^t}}$$

Donde D es la Duración

n el número de años al vencimiento

Q_t es el flujo de caja del año t

P_0 el precio del mercado del bono

Ejemplo. Supóngase un bono que le resten 5 años para su vencimiento, y que pague un cupón del 6,875 % sobre su nominal de 1.000,00 euros. El tipo de interés que en este momento el mercado está ofreciendo para bonos del mismo nivel de riesgo que el que estamos analizando es del 4,9% (y por tanto, es la tasa de descuento que se debe utilizar para calcular el valor actual de los flujos futuros ofrecidos por el bono)

A continuación se calcula la Duración del bono

Cálculo de la Duración de un bono de nominal de 1000 euros con cupón del 6,875% y tasa de descuento del 4,9 % a cinco años

Años	Flujos de caja	Valor actual del flujo de caja descontado al 4,9%	Proporción sobre el valor total	Número de años	V.A. descontado * número de años
1	68,75	65,54	0,06	1	0,06
2	68,75	62,48	0,058	2	0,115
3	68,75	59,56	0,055	3	0,165
4	68,75	56,78	0,052	4	0,209
5	1068,75	841,39	0,775	5	3,875
		1085,74	1,00		4,424

La Duración de este bono a 5 años es de 4,424 años.

La Duración no coincide con el periodo de amortización. Esto se debe a que el concepto de la vida de un bono no tiene en cuenta el peso de cada flujo de caja.

Si el bono recibiese todos los intereses al final de su vida, es decir, un cupón cero, la Duración coincidiría con la vida del bono, ya que todo el peso de los flujos de caja está al final. Lógicamente, cuanto más grandes sean los flujos de caja respecto al nominal mas desplazamiento tendrá el promedio de la vida, menor será la Duración.

Los bonos con distintos cupones pero con una duración semejante, reaccionarán igual ante cambios de los tipos del mercado. En el momento de la duración el valor de los flujos descontados multiplicados por su distancia a la duración de aquellos que tienen el vencimiento a menor plazo que esta, es igual a los que tienen mayor plazo multiplicados por su distancia a la duración.

La duración indica el plazo hasta el vencimiento del bono cupón cero equivalente al bono estudiado. En nuestro ejemplo de la tabla, la duración nos indica que hay un bono cupón cero equivalente de 4,424 años.

La duración depende de varios factores:

- El cupón. La duración será menor cuanto más grande sean los cupones.
- El plazo hasta el vencimiento. En la medida que el plazo sea mayor la Duración será mayor.
- El cupón corrido. El precio de un bono es la suma de su cotización más la proporción del cupón que le corresponde al vendedor. El aumento del cupón corrido provoca la disminución de la Duración.
- El rendimiento hasta el vencimiento. La relación es inversa. La Duración será menor cuanto más grande sea el rendimiento.
- El paso del tiempo. Conforme va transcurriendo el tiempo y nos acercamos al vencimiento del bono, la Duración se va acortando, el bono es menos arriesgado.

Asociado a la duración, podemos calcular otra medida del riesgo de un bono, que es la volatilidad. Este concepto se puede aplicar también al conjunto de un mercado.

La volatilidad (en porcentaje) se define como

$$\text{Volatilidad} = \frac{\text{Duración}}{1 + \text{Tasa mercado}}$$

Para el bono del ejemplo anterior, la volatilidad sería como sigue:

$$\text{Volatilidad} = \frac{4,424}{1,049} = 4,22\%.$$

Esto significa que si los tipos del mercado (el tipo de interés que utilizamos para descontar el bono) aumentan un 1%, el precio del bono disminuye un 4,22% o al revés si los tipos disminuyen el precio del bono aumentan.

RIESGO DE TIPO DE CAMBIO

Un elemento importante en las relaciones de intercambio entre países con distintas divisas es el tipo de cambio entre las monedas. Cuando se produce una transacción, ésta debe completarse con el flujo financiero derivado de la misma en la moneda en la que se haya celebrado el contrato o transacción y que no tiene porqué coincidir con la de las dos empresas o entidades de contrapartida de la operación.

Las divisas se compran y venden en los mercados de divisas, que no son mercados físicos sino soportados por elementos electrónicos, como casi todos los mercados financieros modernos. En estos mercados, y fruto de la demanda y oferta de cada moneda, se forman los precios de cada moneda en términos de otra, a lo que llamamos el tipo de cambio.

Los tipos de cambio pueden diferenciarse en dos tipos: tipos de cambio nominales y reales.

El tipo de cambio nominal es el que habitualmente se cita o con el que nos enfrentamos cuando deseamos adquirir o vender una moneda diferente a la local. Se suele expresar como el precio de la divisa que sea en términos de la moneda local. Por ejemplo, un dólar equivale a 1,10 euros.

El hecho de que los tipos de cambio suban o bajen en el mercado de divisas afecta o puede afectar a las entidades o personas que dispongan de posiciones abiertas en dicha moneda. Por ejemplo, un empresario ha vendido bienes por valor de 11.000 euros a una empresa americana, en dólares y ha extendido una factura por valor de 10.000 dólares ya que en el momento de hacerla el dólar estaba a 1,10 euros por dólar. Si llegado el momento de cobrar a la empresa americana, ésta va a enviar 10.000 dólares que si han bajado en el

mercado podría darse el caso de que el tipo de cambio fuera ahora de 1 dólar por euro con lo que el empresario recibiría sus 10.000 dólares los cuales ahora solo equivaldrían a 10.000 euros.

Las posiciones (situación) en divisas pueden ser de distintos tipos:

- Posición cerrada. No hay riesgo bien porque no se realizan transacciones o no se mantienen activos en divisas o porque, manteniéndolos, están perfectamente casadas las operaciones de cobro con las de pago o las posiciones de activo con las de pasivo.
- Posición abierta sería cuando se mantiene una exposición al riesgo de cambio. En este caso, la posición puede ser
 - Posición larga, si el importe de los cobros esperados o derechos en una divisa determinada es mayor que el de los pagos u obligaciones.
 - Posición corta, si el importe de los cobros esperados o derechos en una divisa es menor que el de los pagos u obligaciones.

Una entidad se encuentra expuesta a riesgo cambiario cuando su valor dependa del nivel que tengan ciertos tipos de cambio entre divisas en los mercados financieros.

Por tanto, una entidad está expuesta a riesgo cambiario cuando:

- El valor actual de sus activos en cada divisa no coincida con el valor de los pasivos en la misma divisa, y la diferencia no está compensada por instrumentos fuera de balance. Es decir, cuando tiene posiciones abiertas, de activo o de pasivo, en una divisa.
- Esté expuesta a riesgo de interés, de acciones o de mercancías en divisas distinta a su divisa de referencia, que puedan alterar la igualdad entre el valor del activo y del pasivo en dicha divisa y que generen pérdidas y ganancias.

- Su margen dependa de los tipos de cambio, por ejemplo, al tener que importar materias primas.
- Su negocio se vea afectado por competidores cuyos costes dependan de otras divisas (importadores / exportadores)

Para gestionar el riesgo de cambio, lo primero que se suele hacer es realizar un análisis o balance de las posiciones en divisa, por cada divisa. Se expone un ejemplo a continuación de cómo se realizaría un balance de posiciones en moneda extranjera, base para la identificación del riesgo de tipo de cambio. La línea inferior muestra las posiciones abiertas en dólares y los plazos en los que se producen.

Balance de posiciones en dólares a 6 meses.

Operaciones Comerciales		mes 1	mes 2	mes 3	mes 4	mes 5	mes 6
Exportaciones							
	Cliente 1	18000	3800	1200	9300		3400
	Cliente 2	1200	12650	3500	2000	230	2500
	Otros						
	Total	19200	16450	4700	11300	230	5900
Importaciones							
	Proveedor 1			-9000	-7000		-2300
	Proveedor 2	-2300	-2000	-4300		-3400	-3400
	Otros						
	Total	-2300	-2000	-13300	-7000	-3400	-5700
Servicios							
	Comisiones	-200	500	600	800	900	800
	Royalties						
	Otros						
	Total	-200	500	600	800	900	800
Operaciones Financieras							
	Intereses	-130			-230		
	Comisiones						
	Devolución principal		-14000				
	Total	-130	-14000	0	-230	0	0
Flujos Netos	Total Dólar	16570	950	-8000	4870	-2270	1000

4. OTROS RIESGOS DE LA EMPRESA

Se puede incluir en esta categoría, una variada relación de elementos de riesgo que amenazan a las empresas, relacionados con los factores mencionados ya en la introducción de esta nota.

Entre ellos se pueden citar los siguientes:

. Riesgo de mercado.

Se refiere a la posición que la empresa ocupa en su mercado, en cuanto a cuota de mercado, barreras de entrada, estructura de la red de distribución en el sector, etc , y , en definitiva, todos aquellos factores de riesgo que puedan hacer que la empresa quede fuera del mercado.

. Riesgo de aprovisionamiento

Se refiere al poder de negociación de los proveedores de la empresa, posibilidades de acceso a la materia prima precisa para el proceso productivo y en general cualquier aspecto o riesgo que pueda hacer inaccesibles los aprovisionamientos para la empresa.

. Riesgo de producción

Se refiere al proceso de fabricación o producción y tiene en cuenta todos los aspectos relativos a la producción, tecnología disponible, grado de adecuación de la misma, obsolescencia técnica de los elementos productivos, etc

. Riesgos laborales

Todos los derivados de problemas con la plantilla de trabajadores de la empresa o cualquier otra contingencia que pueda impedir el desarrollo normal de la producción derivado de la plantilla de trabajadores.

. Riesgos legales

Todos los derivados de la posibilidad de cambio en la regulación o normativa de la actividad empresarial y que puedan suponer disminuciones en la rentabilidad o que supongan nuevas inversiones o cambios en la estructura de producción de la empresa.

BIBLIOGRAFÍA

- . Análisis y gestión del riesgo de interés. Vicente Meneu, Eliseo Navarro y María Teresa Barreira. Ariel Economía.
- . Principles of Corporate Finance. Brealey & Myers. Mc Graw Hill.

ENLACES Y PÁGINAS WEB DE CONSULTA O INTERÉS

Bolsas y Mercados españoles:

- . www.bme.es Bolsas y mercados españoles

Agencias de *rating* o calificación:

- . www.standardandpoors.com
- . www.moody.com
- . www.fitchratings.es