

¿Qué dice la teoría financiera sobre el punto 6.1.c del PNC “Identifica y administra los riesgos del negocio”?

Santiago Fidalgo – Repsol YPF

1. Introducción.

La optimización de los riesgos del negocio constituye un requisito de todos los modelos de calidad. Es así que el del Premio Nacional a la Calidad (PNC) lo exige en su punto 6.1.c.

Los proyectos de mantenimiento, asimismo, no pueden obviar su consideración, ya que el balance riesgo – rentabilidad es imprescindible tanto en su evaluación previa como en el control “a posteriori”.

Comprender y encarar la optimización del riesgo requiere herramientas de la moderna teoría financiera. Este trabajo busca vincular lo pedido por los modelos de calidad con la utilización de dichas herramientas, abordando las cuestiones más simples e inmediatas. Se describirá a los diversos tipos de riesgos y los indicadores más comunes que pueden utilizarse para medirlos y acotarlos.

Asimismo se analizará el impacto sobre la cartera del negocio, entendiendo que esta es la metodología correcta para encarar la cuestión, ya que el estudio de los riesgos individuales en forma aislada puede llevar a conclusiones erróneas.

2. Los Modelos de Calidad y la Gestión del Riesgo.

Veremos sucintamente que es lo que piden los diferentes modelos de calidad acerca de gestión del riesgo del negocio. Nos limitaremos a los modelos que utilizamos, en distinto grado, en la Dirección de Comercialización, es decir al del PNC, el FUNDIBEQ y el EFQM.

Es importante destacar que estos modelos se refieren a la gestión del riesgo de un modo general. De modo que cabría la interpretación que esta gestión debería comprender todos los asuntos relativos a: a) La incertidumbre respecto a la quiebra propia o de terceros vinculados, b) La calificación crediticia de la

empresa o de terceros vinculados, c) Las cuestiones referidas a la “beta” o al riesgo sistemático de la empresa, o sea de su costo del capital propio.

Se reproduce en detalle el criterio y el subcriterio del que forman parte en todos los casos.

PNC:

6. Gestión de Recursos.

Este criterio examina como la organización, en forma alineada con sus objetivos de negocios, gestiona sus recursos económicos y financieros, la información y los conocimientos de las personas y la tecnología e infraestructura necesaria para la realización de los productos y servicios. También analiza como realiza asociaciones con las partes interesadas en un ambiente de trabajo adecuado y utiliza los recursos naturales relacionados con su desempeño.

6.1. Gestión de los Recursos Económicos y Financieros.

Este factor examina como la empresa gestiona los recursos económicos y financieros para apoyar el desarrollo de las estrategias y el logro de los objetivos. Los aspectos a considerar deben incluir como la organización:

6.1.c. Identifica y administra los riesgos del negocio.

Por otro lado, en los criterios de Resultados, en 7.3.a (Resultados Económico Financieros) menciona a “Indicadores clave de desempeño económico financiero, utilizados por la organización para el seguimiento habitual de su gestión, incluyendo aquellos desarrollados en 6.1”. Con lo cual estarían allí ubicados los indicadores de riesgo.

FUNDIBEQ:

4. Recursos y Asociados.

Analiza como la organización gestiona sus recursos internos, por ejemplo: los financieros, de propiedad intelectual, materiales y recursos externos, incluidas las asociaciones con proveedores, distribuidores, alianzas y órganos reguladores, con el fin de apoyar la eficiente y eficaz gestión de la misma.

4.a Gestión de los recursos financieros.

Esto puede incluir:

.....
gestionar el riesgo.

En los criterios de resultados, si bien la enumeración de indicadores no es taxativa y podrían incluirse, no hay una mención específica a la gestión del riesgo.

EFQM:

4. Alianzas y Recursos

Definición. Las organizaciones excelentes planifican y gestionan las alianzas externas, sus proveedores y recursos internos en apoyo de su política y estrategia y del eficaz funcionamiento de sus procesos. Durante la planificación, y al tiempo que gestionan sus alianzas y recursos, establecen un equilibrio entre las necesidades actuales y futuras de la organización, la comunidad y el medio ambiente.

4.b, Gestión de los recursos económicos y financieros.

En este criterio se puede incluir que hace la organización para

.....
Desarrollar e introducir metodologías que permitan gestionar los riesgos económicos y financieros en los niveles adecuados de la organización.

En los criterios de resultados se da una situación similar a la de FUNDIBEQ, salvo por la mención de “Calificación crediticia” en 9.b.

3. Los Diferentes Riesgos del Negocio.

Los riesgos de un negocio pueden descomponerse en Operativos y Financieros.

Riesgo operativo: representa el riesgo subyacente en las operaciones de la empresa, con prescindencia su forma de financiarlas. Se define como el impacto de la variabilidad de las ventas en los resultados operativos.

Es importante distinguir entre “leverage” , o apalancamiento, operativo y riesgo operativo. El “leverage” operativo es el porcentaje que ocupan los costos fijos en la estructura total de costos. La existencia de este “leverage” no implica que las ganancias sean inestables o impredecibles. En la medida que las ventas no lo sean, un alto “leverage” no tendrá ningún efecto. Pero, por el contrario, cuando existe una alta variabilidad en las ventas, un elevado

apalancamiento no hará sino magnificar el efecto y provocar una mayor incertidumbre. Desde ese punto de vista es que es relevante considerar el “leverage” operativo cuando se analiza el riesgo.

Por lo común, los proyectos muy capital intensivos, con una inversión cuantiosa en maquinaria y equipo, poseen un elevado “leverage” operativo. Es de destacar que la industria del petróleo y del gas es particularmente intensiva en capital.

La tercerización es una alternativa para reducir el apalancamiento operativo, transfiriendo costos fijos a proveedores y contratistas.

Además de ventas inestables o imprevisibles, la posibilidad de elementos de costos no vinculados a ellas y aleatorios (como hechos del príncipe, o climáticos) contribuyen también al riesgo operativo.

Puede decirse entonces que el riesgo operativo es un función del “leverage” operativo, de la varianza de los ingresos y de la varianza de los costos extraordinarios.

Riesgo financiero: es el introducido por el “leverage” (apalancamiento) financiero, es decir el peso de los costos financieros en la estructura total de costos.

La incertidumbre del negocio entonces, será función de:

Varianza de los ingresos

Costos extraordinarios

“Leverage” operativo

“Leverage” financiero

Se han realizado diferentes estudios para determinar si los riesgos operativo y financiero están correlacionados entre sí o son independientes, pero la evidencia empírica no resultó concluyente.

4. Indicadores

Los analistas de crédito se valen de gran cantidad de indicadores derivados de los estados contables para evaluar el riesgo financiero de una compañía.

A continuación, describimos algunos de los más utilizados:

De endeudamiento:

Deuda total (1) / Capitalización (2)

Deuda total / Patrimonio Neto

CFO (3) / Deuda total

FCF (4) / Deuda total

(Deuda total + Deuda comercial) / Capitalización

(Deuda total + Deuda comercial) / Patrimonio Neto

De cobertura de servicios:

EBIT (5) / Intereses

EBITDA (6) / Intereses

EBIT / (Intereses + amortización de deuda)

EBITDA / (Intereses + amortización de deuda)

(1) Deuda total = Deuda bancaria y financiera corto y largo plazo + bonos

(2) Capitalización = Deuda total + Patrimonio neto

(3) CFO (Cash Flow Operativo) = Resultado Final + Variación de capital de trabajo + Depreciación y Amortización

(4) FCF (Cash Flow Libre) = CFO – Inversiones necesarias para el mantenimiento de la operación.

(5) EBIT = Resultado Final + Resultado Financiero + Impuestos Directos

(6) EBITDA = EBITDA + Depreciación + Amortización.

Para reflejar la realidad económica, a los estados contables deben aplicársele ciertos ajustes antes de calcular estos índices, consistentes en:

- Incorporar como deuda aquella que pueda figurar fuera del balance consolidado (“off balance”) pero de la que la compañía es responsable. Por ejemplo la deuda de subsidiarias de las cuales se tiene el control pero no se cuenta con más de 50% de participación en el capital. Asimismo, rubros que, cualquiera sea su ubicación contable, representan en la realidad económica obligaciones para la empresa (contratos de leasing, acciones preferidas con cupón fijo, etc.).
- Pasar a gastos aquellas partidas que se hubiesen capitalizado pero que son erogaciones de caja (patentes, valor llave, investigación y desarrollo, etc.).

Los mencionados índices, por sí solos, tienen escaso valor explicativo. En cambio, lo adquieren cuando se compara con los de compañías similares, de la misma industria u otra que se la pueda asimilar. Este “benchmarking” es relativamente sencillo, puesto que los bancos de inversión preparan informes con indicadores de las principales empresas y sectores y los distribuyen entre sus clientes. De este modo puede saberse la posición relativa que ocupa un determinado acreedor respecto al universo de sus pares.

Otra comparación útil es la que se realiza contra las calificaciones de las agencias de crédito (Standard & Poor’s, Moody’s, entre otros). Los indicadores que estas agencias usan son similares a los mencionados anteriormente, por lo cual es posible ubicar aproximadamente a un acreedor dentro de una cierta calificación.

Finalmente, existen modelos de predicción de insolvencia que usan a estos indicadores, los cuales en general son utilizados por instituciones financieras.

Respecto del riesgo operativo, su medición es más complicada y dependiente de cada situación en particular.

Para estimar el “leverage” operativo, se ha acudido al análisis de regresión, tomando a los costos totales de la empresa como variable dependiente, del modo,

$$\text{Costos totales} = \text{Costos fijos} + v * \text{Ventas}$$

Cuanto más alto sea el coeficiente “v” más bajo será el apalancamiento operativo.

Otro indicador de “leverage” operativo es el de

$$\text{Activos Fijos} / \text{Activos Totales}$$

Sobre la base de que cuanto más alta es la intensidad de capital también lo será el “leverage” operativo.

Respecto de la variabilidad de las ventas y de los costos no recurrentes, deberán emplearse indicadores que hagan a cada industria en particular.

5. Riesgo Individual y Riesgo de Cartera.

Para completar esta breve descripción de la gestión del riesgo requerida por los modelos, es importante hacer la distinción entre riesgos individuales y riesgos de cartera.

Según los indicadores que hemos descrito será posible calificar el riesgo de activos, o de clientes, en forma particular. Pero el ejercicio verdaderamente relevante no es este sino cuando está complementado con la calificación de toda la cartera de riesgo, para poder gestionarla adecuadamente.

Vayamos al caso en el cual deba gestionarse una cartera de clientes. Al adicionar un nuevo cliente, el riesgo que incorpora a la cartera solamente será igual al individual al del cliente si está perfectamente correlacionado con los de los demás. De lo contrario existirán posibilidades de diversificación, y el riesgo marginal será inferior.

En una cartera de activos de inversión las alternativas de diversificación son enormes y por lo tanto el único riesgo que cuenta es el sistemático, es decir el que no es diversificable.

Aunque en una cartera de clientes no es frecuente que pueda ejercerse la diversificación de la misma forma, tampoco deben ignorarse las posibilidades de hacerlo ni la incorporación de clientes teniéndola en cuenta, que de otro modo quedarían excluidos.

La concentración de cartera de los clientes se vuelve entonces otro indicador significativo que habrá que seguir. Cuando menor sea la concentración más bajo será el efecto en el riesgo total de la incorporación de un nuevo cliente.

6. Conclusión.

Se han detallado los indicadores y métodos más comunes usados en la gestión del riesgo. Su aplicación y consideración dentro de una cierta cartera de activos y pasivos permite optimizarla y en definitiva alcanzar la excelencia a la que refieren los modelos de calidad a los que hacemos referencia.

7. Referencias.

“Bases del Premio Nacional a la Calidad”, Fundación Premio Nacional a la Calidad, 2003.

“La excelencia en la gestión en Repsol YPF – Modelo EFQM – Modelo FUNDIBEQ”, Repsol YPF, 2004.

“Fundamentals of Corporate Finance”; S Ross, R Westerfield, B Jordan; Irwin Series in Finance, 1995.

“The Analysis and Use of Financial Statements”; G White, A Sondhi, D Fried; John Wiley & Sons Inc, 1994.