

LA GESTIÓN ESTRATÉGICA DEL RIESGO CORPORATIVO

En la edición anterior, se realizó una introducción al concepto de riesgo en las empresas y se planteó un modelo de simulación para gestionar posibles riesgos. A continuación, proponemos una serie de herramientas para la cobertura de riesgos, una distinción entre los riesgos que la empresa debería asumir y transferir, y un modelo conceptual de gestión de riesgos.

Los directivos de empresa siempre querrán asumir aquellos riesgos cuya asunción genere valor para la empresa y buscarán transferir aquellos que, por el contrario, no sumen valor a la compañía. Comprender cuáles son los instrumentos de cobertura disponibles y los incentivos para asumir o transferir riesgos es un paso importante en este proceso de gestión.



POR LORENZO A. PREVE

Profesor del Área de
Dirección Financiera del IAE
lpreve@iae.edu.ar

LAS HERRAMIENTAS DE COBERTURA

Las empresas no financieras enfrentan una cantidad de factores de riesgo diversos, para muchos de los cuales no hay coberturas disponibles en los mercados de derivados (esto se debe a las propias características de los riesgos involucrados). Una vez que la empresa logra identificar y medir sus riesgos en el mapa de riesgos, la tarea de los directivos consiste en identificar aquellas herramientas que les permitirán cubrirlos. Éstas se pueden agrupar en:

1. COBERTURA NATURAL

Consisten en acciones directivas, estratégicas u operativas que permiten crear posiciones de riesgo opuestas a las posiciones originales, por lo que ambas se cancelan mutuamente de manera total o, como en general ocu-

rre, de manera parcial. Entre éstas, se cuentan las decisiones de emitir deuda –o generar créditos– en una moneda diferente a la moneda de base de la empresa, mantener posiciones de liquidez (o líneas de crédito ociosas) mayores a las normales, o cualquier tipo de decisiones operativas o estratégicas que permita generar artificialmente posiciones que contrarresten las originales existentes en la empresa.

2. CONTRATOS DE SEGUROS

Las compañías de seguros ofrecen a sus clientes una cantidad de productos que les permiten cubrir algunos de sus riesgos. En la actualidad, este tipo de cobertura se concentra en aquellos riesgos que las aseguradoras pueden

medir correctamente y diversificar a través de su cartera de clientes. Es de esperar que, en el futuro, las compañías de seguros logren avanzar en el camino que ya han comenzado a recorrer la oferta de contratos de seguro integrales, es decir, contratos que integren el mapa de riesgo dentro de una única posición de cobertura.

3. INSTRUMENTOS DERIVADOS

Los mercados financieros ofrecen una cantidad de instrumentos de inversión y cobertura, cuyo precio deriva del

precio de mercado de algunos activos financieros y suelen llamarse coloquialmente *derivados*. Se trata de instrumentos que, por sus características, pueden ser usados tanto por inversores en busca de rentabilidad como por empresas para la cobertura de riesgos. Debido a la gran cantidad de agentes que los operan, sus precios y cantidades transadas suelen generar mercados bastante líquidos y eficientes. La mayoría de estos instrumentos deriva de los precios de las monedas, tasas de interés y *commodities* en general, por lo que suelen ser usados por las instituciones financieras y grandes empresas para las cuales los *commodities* constituyen factores de riesgo importantes.

Los principales instrumentos derivados son el *forward*, el *futuro*, el *swap* y las *opciones*. El *forward*, el *futuro* y el *swap* constituyen contratos mediante los que un agente se compromete a comprar o vender una cantidad de un determinado bien en un momento futuro y en condiciones preestablecidas en el contrato. La diferencia entre un *forward* y un *futuro* radica en las formalidades entre el comprador y el vendedor, lo que modifica sustancialmente los riesgos y los requerimientos de garantías para las partes. El *forward* es un contrato entre dos partes sin la intervención de un mercado intermediario, mientras que el *futuro* es un contrato que las partes firman con el mercado, que garantiza el riesgo crediticio a costa de imponer restricciones y requerimiento de garantías. El *swap* es simplemente un contrato entre partes que establece una sucesión de intercambios de bienes entre los firmantes, es decir, constituye una concatenación de contratos de *futuro* o *forward*. Las *opciones*, por otro lado, son contratos que permiten a sus compradores, mediante el pago de una prima, tener la opción de seguir un curso de acción preestablecido en caso que le resulte conveniente. Existen *opciones* que permiten a su comprador decidir si quiere comprar un determinado bien a un precio preestablecido en una fecha futura (contrato de *opción de compra* habitualmente llamado *call*). Otros contratos de *opción* permiten a su comprador vender un determinado bien en condiciones predeterminadas en una fecha futura (contrato de *opción de venta* habitualmente llamado *put*).

Las alternativas de cobertura, combinadas o usadas individualmente, permiten a las empresas cubrir, total o parcialmente sus posiciones de riesgo.

SELECCIONANDO LOS RIESGOS POR ASUMIR Y POR TRANSFERIR

Sabemos que en un mundo de mercados perfectos, en los que todos los inversores actúen racionalmente y tengan acceso a la misma información y a fuentes de

financiamiento a precios sin fricciones, la gestión de los riesgos no agrega valor para el accionista, dado que el incremento de valor derivado de la eliminación de los riesgos es exactamente igual al costo que se deberá pagar para su eliminación.¹ Sabemos también, sin embargo, que la vida real transcurre en mercados que distan de ser perfectos, por lo que hay espacio para la toma de decisión de gestión de riesgo que generen valor. En esta sección, delinearemos las razones por las que la asunción de algunos riesgos puede generar valor para la empresa. Estas razones nos ayudarán a definir los riesgos que conviene asumir y aquellos que conviene transferir.

Los criterios expuestos en esta sección nos ayudan a comprender cuáles riesgos deberían ser asumidos y cuáles deberían ser transferidos. Es importante comprender que asumir un determinado riesgo no quiere decir asumirlo hasta las últimas consecuencias, sino que es posible tomar un riesgo dentro de un rango de precios y transferirlo fuera de él. Después de explorar los supuestos de los mercados perfectos e identificando aquellos que no se cumplen en la realidad y cuyo incumplimiento afecta

la generación de valor de la cobertura de riesgo, podemos identificar una serie de factores que afectan la propensión a asumir o transferir los riesgos por parte de las empresas:

1 ■ Habilidades diferenciales para evaluar y asumir un riesgo.

El *management* de algunas empresas tiene, o al menos debería tener, habilidades diferenciales para evaluar un determinado riesgo. Esto se debe a las competencias propias del equipo directivo. Cuando eso ocurre, es común que esa misma habilidad diferencial le permita tener un incentivo para asumir o transferir riesgos.

Es necesario, sin embargo, hacer una consideración adicional. Esta propensión a la asunción de riesgos se ve condicionada por la capacidad de la empresa para hacer frente a las consecuencias de la ocurrencia del evento de riesgo en caso de que éste ocurra. Es decir, nos interesa la habilidad de evaluar el riesgo, pero además la capacidad de hacerle frente en caso de ocurrencia.

Es interesante notar que en un mundo de mercados perfectos, la información es simétrica y todos los agentes actúan de manera racional sobre la base de la información recibida, lo que deja muy poco espacio para que los equipos directivos puedan exhibir habilidades diferenciales para gestionar los riesgos.

2 ■ Preservación de la liquidez de la compañía.

Si bien la teoría financiera asume que el objetivo del

Las alternativas de cobertura, combinadas o usadas individualmente, permiten a las empresas cubrir, total o parcialmente sus posiciones de riesgo.

management es maximizar el valor para el accionista, hay evidencia que muestra desvíos respecto de esta postura tradicional. Es sabido que los *managers* privilegian la posibilidad de mantener a la empresa libre de problemas de liquidez, por encima de la maximización incondicional de la riqueza del accionista. La liquidez tiene, fundamentalmente, dos funciones en la empresa. Se la usa para: (I) hacer frente a los pagos comprometidos, y (II) para afrontar el plan de inversiones. Cuando las empresas no logran reunir la liquidez necesaria, enfrentan problemas: (a) los costos de *financial distress* cuando no logran pagar sus compromisos, y (b) los costos derivados de la subinversión cuando no logran ejecutar la política de inversiones adecuada.

Usualmente los problemas de liquidez ocurren en los picos inferiores de la volatilidad de los flujos de fondos de las empresas. Es decir, las empresas normalmente esperan a tener flujos de fondos que les permiten hacer frente a sus pagos previstos y al plan de inversiones pero, en algunas oportunidades, debido a la volatilidad de los factores de riesgo, los flujos de fondos sufren esa volatilidad y se generan posiciones de iliquidez que causan los problemas mencionados. La cobertura de los riesgos ayuda a la empresa a estabilizar sus flujos de fondos, quitándole volatilidad y alejándola de los problemas derivados de la falta de liquidez.

3 ■ Otros factores que afectan las decisiones de cobertura.

a) La potencial mejora de la posición fiscal de la empresa.

Smith y Stulz (1995) demostraron que en presencia de esquemas fiscales convexos, la cobertura de riesgos agrega valor a los accionistas. Esto quiere decir que, en presencia de sistemas fiscales cuya alícuota de impuestos a las ganancias aumenta con el monto del beneficio, suele ser ventajoso contar con beneficios estables, dado que en las fluctuaciones positivas se paga más de lo que se deja de pagar en las fluctuaciones negativas.²

b) La potencial mejora de la gestión de los Recursos Humanos de la empresa.

El diseño de contratos de compensación eficientes se simplifica cuando el mandante logra observar el nivel de esfuerzo puesto por el empleado. De esa manera, puede pagar el salario en función del nivel de esfuerzo observado. Lamentablemente es muy difícil observar el nivel de esfuerzo de un empleado de una empresa (especialmente si ocupa cargos directivos), por lo que el diseño de contratos de compensación se vuelve poco eficiente

y, generalmente, basado en el *output* observado, que es función del esfuerzo del *manager* y de la suerte.

Tomar posiciones de cobertura de riesgo puede ayudar a aislar los factores de riesgo que pueden afectar la *performance* de la empresa, ayudando a una correcta inferencia del esfuerzo del *manager* a partir de la observación de los resultados de la empresa.

c) Las decisiones de cobertura no siempre pasan por los accionistas ni por agentes que piensan en la maximización de su beneficio.

La teoría sugiere que la empresa debería asumir aquellos riesgos que generan valor para el accionista y transferir los otros. Sabemos, sin embargo, que en la realidad muchas veces las decisiones las toman *managers* u otros *stakeholders* cuyo objetivo no es estrictamente el de maximizar el beneficio del accionista. Generalmente el *manager* prioriza la comodidad y estabilidad laboral, por encima de otros criterios. Otro ejemplo del mismo argumento es la exigencia de tomar posiciones de cobertura por parte de otros *stakeholders*, por ejemplo un acreedor

que pide a la empresa que se asegure frente a un determinado riesgo, independientemente de que ese seguro sea lo mejor para el accionista. Es posible que para el acreedor sea óptimo que la empresa se asegure porque así minimiza la probabilidad de *default*, aunque esa cobertura no sea necesariamente buena para el accionista.

Usualmente los problemas de liquidez ocurren en los picos inferiores de la volatilidad de los flujos de fondos de las empresas.

UN MODELO CONCEPTUAL DE GESTIÓN DE RIESGO

Usando las herramientas presentadas hasta el momento, el proceso decisorio comenzará por hacerse la siguiente pregunta: ¿este es un riesgo para el que tengo ventajas diferenciales en la evaluación o en su asunción? Si la respuesta es positiva, la compañía deberá considerar la decisión de asumir el riesgo, mientras que si es negativa deberá evaluar las alternativas de coberturas disponibles y seleccionar la más adecuada para transferirlo.

En caso de decidir asumir el riesgo, la siguiente decisión estará relacionada con la cantidad de dicho riesgo que quiera asumirse. Usando algunos de los instrumentos de cobertura mencionados en las secciones anteriores, hay maneras de limitar la cantidad que se asume de un determinado riesgo. Debemos evaluar, antes que nada, la necesidad de mantener la liquidez de la empresa y los otros aspectos relacionados con las decisiones de cobertura discutidas en la sección anterior. Este modelo nos permite, por ejemplo, decidir asumir un riesgo, pero tomar posiciones de cobertura que nos protejan de valores muy extremos de fluctuación del

precio de las variables aleatorias. Usando los modelos de simulación presentados en la nota anterior, podemos medir la efectividad de las posiciones de cobertura incorporándolas al modelo y midiendo el riesgo residual en la empresa.

Este tipo de coberturas, dada la relativa novedad de este tema, no suelen ser las coberturas estándar ofrecidas por los mercados de capitales y las compañías de seguros, pero su cotización puede ser solicitada especialmente por la empresa que decide asumir este tipo de programa de gestión de riesgo.

Para aquellos riesgos que la compañía decida transferir, cobra mucha importancia el conocimiento de la empresa y su negocio por parte del *management*. En el caso de las empresas no financieras, cobran una gran relevancia las alternativas de cobertura natural que permiten independizar a la empresa de la volatilidad de los factores de riesgo por medio de decisiones operativas o estructurales sin necesidad de recurrir a los mercados financieros.

ALGUNAS CONSIDERACIONES FINALES

Este modelo nos deja con una cantidad de preguntas y desafíos pendientes. Uno de los más importantes se relaciona con el armado del equipo que se deberá ocupar del riesgo en la empresa. No es sencillo determinar quién debería ser

el encargado de esa tarea. Directivos *senior* pueden perder detalles importantes de los riesgos de los diferentes negocios involucrados, pero directivos a nivel de negocios suelen carecer de la necesaria amplitud de criterio y una mirada abarcativa típica del *senior management*. Por ello se suele ir hacia la conformación de equipos multidisciplinarios en los que diferentes directivos aporten sus perspectivas.

Otro de los puntos en los que deberemos trabajar es en la calidad y cantidad de la información que se brinda a inversores, y en el papel del auditor. El mapa de riesgos de una empresa es una información de fundamental importancia para los inversores y para el auditor, pero es obvio que esa información forma parte de un *set* de información de alta sensibilidad que no debe ser conocido por competidores y gente externa a la empresa. Este punto plantea un delicado balance entre información y confidencialidad que requiere mucho criterio. ■

¹ En estas condiciones, suele decirse que se cumplen los supuestos de Modigliani y Miller (1958).

² Esto se aplica también a los casos en los que los impuestos se estiman sobre base de los impuestos del año anterior.

Integrando la tecnología y los procesos de negocio

Nuestros Servicios

Aseguramiento de la Calidad
Consultoría
Gestión de Proyectos
Tecnología y Desarrollo

Nuestros Mercados

Oil & Gas
Mercado Financiero
Telecomunicaciones
Consumo Masivo

México



España



Chile



Argentina

www.pragmaconsultores.com

San Martín 575 2º piso | C1004AAK Buenos Aires | Tel: (+54-11) 4327-1999 | Fax: (+54-11) 4327-1997



pragma
consultores