



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

CÓMO LLEVAR A CABO UNA CORRECTA GESTIÓN DE RIESGOS

Instrumentos para la gestión del riesgo de crédito en entidades
financieras y no financieras

Autor: Andrea Mostajo García
Director: Antonio Rua Vieites

Madrid
Marzo 2015



CÓMO LLEVAR A CABO UNA CORRECTA GESTIÓN DE RIESGOS **Instrumentos para la gestión del riesgo en entidades financieras y no financieras**

Andrea
Mostajo
García

Resumen

La “Gran Recesión”, secuela de las hipotecas subprime comercializadas en EEUU a principios de siglo, ha puesto en evidencia la gestión del riesgo de crédito llevada a cabo por las entidades bancarias a nivel mundial. La falta de regulación y supervisión de la liquidez en la banca, así como, la sobreestimación de los rating han provocado la quiebra de numerosas entidades financieras y no financieras. Ante este mal ejemplo de gestión, ¿Cómo se puede llevar a cabo una óptima gestión de riesgos?, ¿Qué instrumentos pueden ser utilizados para garantizar la solvencia empresarial y financiera?

Palabras clave: Crisis económica mundial, “Gran recesión”, Crisis subprime, hipotecas subprime, crisis de liquidez bancaria, rating, gestión de riesgos, riesgo de crédito, solvencia, instrumentos de gestión de riesgos

Abstract

The "Great Recession", sequel of subprime mortgages sold in the US at the beginning of the century, has highlighted the management of credit risk undertaken by banks globally. The lack of regulation and supervision of liquidity in banking, as well as overestimation of the rating have caused the bankruptcy of many financial and non-financial entities. Given this bad example of management, how can perform optimal risk management? What tools can be used to ensure corporate and financial standing?

Keywords: Global Economic Crisis, "Great Recession", Subprime Crisis, subprime mortgages, bank liquidity crisis, rating, risk management, credit risk, solvency, risk management instruments

TABLA DE CONTENIDOS

1. INTRODUCCIÓN	7
1.1. OBJETIVO	7
1.2. ¿QUÉ ME GUSTARÍA APORTAR? : REVISIÓN DE LA LITERATURA Y NUEVA VISIÓN DEL RIESGO EMPRESARIAL	7
1.3. METODOLOGÍA	8
1.4. ESTADO DE LA CUESTIÓN	8
1.5. ESTRUCTURA: PARTES PRINCIPALES	9
2. DE LA CRISIS SUBPRIME A LA CRISIS DE LA BURBUJA INMOBILIARIA	11
3. CONCEPTO DE RIESGO	14
4. TIPOS DE RIESGO	15
4.1. RIESGOS FINANCIEROS	16
4.1.1. <i>Riesgo de liquidez</i>	16
4.1.1.1. ¿Cómo se puede crear liquidez?.....	17
4.1.1.2. Ejemplo sobre las consecuencias negativas del exceso de liquidez	18
4.1.2. <i>Riesgo de mercado o sistemático</i>	18
4.1.3. <i>De Tipo de Cambio</i>	19
4.1.4. <i>Riesgo-país</i>	19
4.1.5. <i>Riesgo de crédito, de insolvencia o de default</i>	19
4.1.5.1. El riesgo de crédito y su relación con otros riesgos	21
4.2. RIESGOS NO FINANCIEROS	22
4.2.1. <i>Riesgos operacionales u operativos</i>	22
4.2.2. <i>Riesgo de alta severidad</i>	22
4.2.3. <i>Riesgo de cumplimiento</i>	22
4.2.4. <i>Riesgo de reputación</i>	22
4.2.4.1. Relación entre la reputación y la confianza.....	23
4.2.5. <i>Riesgo estratégico o de negocio</i>	23
4.2.6. <i>Otros tipos de riesgos: “Dismissal Risk”</i>	23
5. ¿POR QUÉ ES NECESARIO REALIZAR LA DISTINCIÓN ENTRE ENTIDADES FINANCIERAS Y NO FINANCIERAS EN LA GESTIÓN DE RIESGOS?	25
7. PROCESO PARA UNA BUENA GESTIÓN DE RIESGOS	27
8. GESTIÓN DEL RIESGO DE CRÉDITO	30
8.1. EN ENTIDADES FINANCIERAS	30
8.1.1. <i>La gestión del riesgo de crédito en la industria bancaria: Concepto General</i>	30
8.1.2. <i>Evolución del riesgo de crédito en BBVA</i>	31

8.1.3. Marco regulatorio: Acuerdos de Basilea	32
8.1.3.1. Var, Metodología RiskMetrics y Orígenes de Basilea I.....	33
8.1.3.2. Enmienda de 1996: Incorporación del riesgo de mercado	34
8.1.3.3. Nuevo Acuerdo de Capital, Basilea II: incorporación del riesgo operativo	34
8.1.3.4. Basilea III como consecuencia de la crisis económica mundial: incorporación definitiva del riesgo de liquidez	36
8.1.4. Instrumentos para la gestión del riesgo de crédito en la banca	37
8.1.4.1. Crítica al Sistema de garantía depósitos (SGD) y moral hazard	37
8.2. EN ENTIDADES NO FINANCIERAS	38
8.2.1. Evolución del riesgo de crédito en las empresas españolas	38
8.2.2. El riesgo en la toma de decisiones empresariales.....	39
8.2.3. Ejemplos de decisiones empresariales: Financiación y Diversificación ...	42
8.2.3.1. El riesgo, presente en las decisiones de financiación.....	42
8.2.3.2. La decisión de diversificación en las carteras de mercado.....	44
8.2.4. Instrumentos para la gestión del riesgo de crédito en la empresa.....	44
8.2.4.1. Seguros de crédito	44
8.2.4.2. Credit Default Swaps (CDS)	46
9. LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN O DE RATING:	51
9.1. CONCEPTO DE RATING Y PRINCIPALES AGENCIAS DE CALIFICACIÓN.....	51
9.2. LAS AGENCIAS DE RATING Y SU PAPEL EN LA CRISIS	55
9.3. EL CASO ESPAÑOL	55
10. CONCLUSIONES.....	58
11. BIBLIOGRAFÍA	60

ÍNDICE DE ESQUEMAS, TABLAS Y GRÁFICOS

Esquema i: Clasificación de riesgos

Esquema ii: Balance de situación de una empresa insolvente

Esquema iii: Pilares del Nuevo Acuerdo de Capital, Basilea II

Esquema iv: Instrumentos para la gestión del riesgo de crédito en las entidades financieras

Esquema v: Cadena del riesgo

Esquema vi: Fases en el control administrativo

Esquema viii: Estructura de un CDS

Esquema viii: Características de las principales agencias de rating

Gráfico i: Índice de liquidez en el mercado financiero

Gráfico ii: La morosidad en la Banca Española

Gráfico iii: Evolución del riesgo de crédito en BBVA

Gráfico iv: Variación interanual acumulada del índice de incumplimiento en las empresas españolas

Gráfico v: Cuota de mercado de los derivados de crédito

Gráfico vi: Evolución del volumen de contratación, mercado de CDS

Tabla i: Grados de calificación de rating a largo plazo

Tabla ii: Grados de calificación de rating a corto plazo

Tabla iii: ECAIs reconocidas en España

Tabla iv: Agencias españolas que proveen información sobre solvencia

1. INTRODUCCIÓN

1.1. Objetivo

El trabajo de investigación que presentamos tiene como punto de partida la crisis en la que se encuentra sumergida la economía mundial. Esta situación constituye el ejemplo de cómo una mala gestión del riesgo de liquidez puede tener graves consecuencias para la “salud” del sistema financiero internacional. De este modo, el contexto económico actual sirve de pretexto para realizar un recorrido sobre qué implica una buena gestión de riesgos. El camino que sigue este trabajo parte de una definición general de riesgo para centrarse, de forma concreta, en los instrumentos más utilizados en el sector financiero y empresarial. En último término, nos centraremos en la gestión del riesgo de crédito, el más importante en las entidades financieras, por su estrecha relación con la liquidez y por su papel determinante en la crisis.

1.2. ¿Qué me gustaría aportar? : Revisión de la literatura y nueva visión del riesgo empresarial

En primer lugar, resulta interesante hacer mención de la estrecha relación causa-efecto que existe entre el riesgo de crédito y el de liquidez. Para ello, se tomará como ejemplo la *crisis subprime*, con origen en la burbuja especulativa de 2006 en EEUU, que por “efecto contagio”, tuvo una enorme expansión internacional convirtiéndose en uno de los factores que propició, entre otras, la crisis de la burbuja financiera en España.

En el ámbito no financiero, parafraseando al especialista en la gerencia de riesgos Javier Navas (2007), la gestión de riesgos es un sector que evoluciona de forma positiva. En España, la importancia del control de riesgos empresariales ha pasado de ser un objetivo único de las grandes multinacionales para convertirse en un elemento estratégico de empresas de menor dimensión. Habitualmente, la palabra riesgo se asocia con una variable negativa, fortuita e involuntaria por considerar que sus consecuencias son siempre desfavorables. De aquí que, en numerosas ocasiones, se resuma lo

impredecible e inesperado de su aparición con la frase en latín “*certus an incertus quando*” (“sin duda un incierto cuando”). Sin embargo, existe una perspectiva del riesgo contraria a la anterior:

Tenemos que aprender a “*desdramatizar la palabra riesgo*” porque el riesgo, si está bien gestionado, es un elemento que aporta valor en las organizaciones. Asimismo, aunque los riesgos no sean controlables al 100%, hay que crear y cultivar una “*cultura positiva del riesgo*” porque “*es mejor afrontar un desastre con cierta planificación que sin ella*” (Navas, 2007)

1.3. Metodología

Para realizar este trabajo se ha seguido un método deductivo dado que parte de un concepto general para centrarse finalmente en el riesgo de crédito en empresas y bancos. Con este fin, se ha llevado a cabo una revisión de la literatura a partir de tesis, artículos y entrevistas de personalidades con reconocimiento en el sector. Entre las fuentes utilizadas destacan publicaciones como *The Journal of Finance*, que ocupa la primera posición del índice de impacto JCR de 2013. Además, para representar la evolución de variables como el riesgo de crédito y el índice de incumplimiento empresarial se han incluido gráficos a partir de informes públicos de importantes instituciones nacionales, entre ellas, *BBVA* o *Crédito y Caución*.

1.4. Estado de la cuestión

Por una parte, cabe señalar que la evolución tecnológica y social que hemos vivido en el último siglo ha motivado la aparición de una “cultura del riesgo” que abarca todos los ámbitos sociales. Así, el riesgo está presente en la pobreza, provocando hambrunas y desequilibrios sociales en el Tercer Mundo, y en las crisis que hunden la economía de los países “desarrollados” (Beck, 1986, Lagadec, 1981 en Medina, 1992)

En este contexto, García y Otero (2000) señalan que el fenómeno de la globalización ha incentivado la toma de los riesgos emergentes para garantizar la

sostenibilidad frente a un entorno cambiante. El control de riesgos es, por tanto, un proceso dinámico que, en el último siglo, se ha visto influido por acontecimientos como los atentados del 11 de septiembre en Nueva York, la creciente preocupación por el cambio climático o los desastres naturales que han amenazado al planeta.

Por otra parte, como escribió Merleau-Ponty en *Los tiempos Modernos* (1945 en De Lagarde, 2010) “*La guerre a eu lieu*”, que se traduce como “la guerra la comenzado”. Hoy en día, esta frase puede verse identificada en la crisis que somete al sistema financiero internacional. Una crisis de confianza que, según Álvarez (2008), todavía genera incertidumbre en la comunidad económica.

Apunta Cotarlea (2010) que la *crisis subprime* es la prueba de que “*la liquidez no es algo adquirido*”, pues constituye el ejemplo de como su escasez puede terminar en insolvencia. La frontera entre solvencia y liquidez es muy estrecha ya que son dos componentes difíciles de diferenciar en la actividad bancaria. De hecho, un banco con problemas de liquidez puede convertirse en insolvente, y al revés. Como recoge Goodhart (2008, en Cotarlea 2010), tal y como ocurrió en el Crack del 29, los problemas de liquidez pueden terminar por declarar la insolvencia de entidades financieras y por extensión no financieras.

Frente a esta situación, *Basilea II*, que recoge recomendaciones para el control de los riesgos bancarios, está en fase de modificación para convertirse en *Basilea III*. Este nuevo acuerdo responderá a la creciente necesidad de regulaciones más estrictas en temas de riesgo de crédito y de liquidez.

1.5. Estructura: Partes principales

Este trabajo se estructura en 11 apartados en los que se tratará de cubrir el objetivo y las cuestiones expuestas en la presente introducción. En primer lugar, se hará referencia a la *crisis subprime* como origen de la *crisis económica mundial*, conocida también como “Gran Recesión”. El interés de incluir el contexto económico actual en el presente

trabajo radica en que éste es consecuencia de una incorrecta gestión del riesgo de liquidez bancario.

En segundo lugar, se recogerán definiciones complementarias del concepto “riesgo” y se llevará a cabo una clasificación de los distintos tipos. Este punto es, por tanto, un marco teórico que integra la exposición y las relaciones que se establecen entre los distintos tipos.

Después, se presentará el procedimiento a seguir para implantar en una organización un buen sistema de gestión del riesgo. A continuación, con las bases del apartado anterior presentes, el trabajo se centrará en el riesgo de crédito y en los instrumentos más utilizados para su gestión en el sector bancario y empresarial.

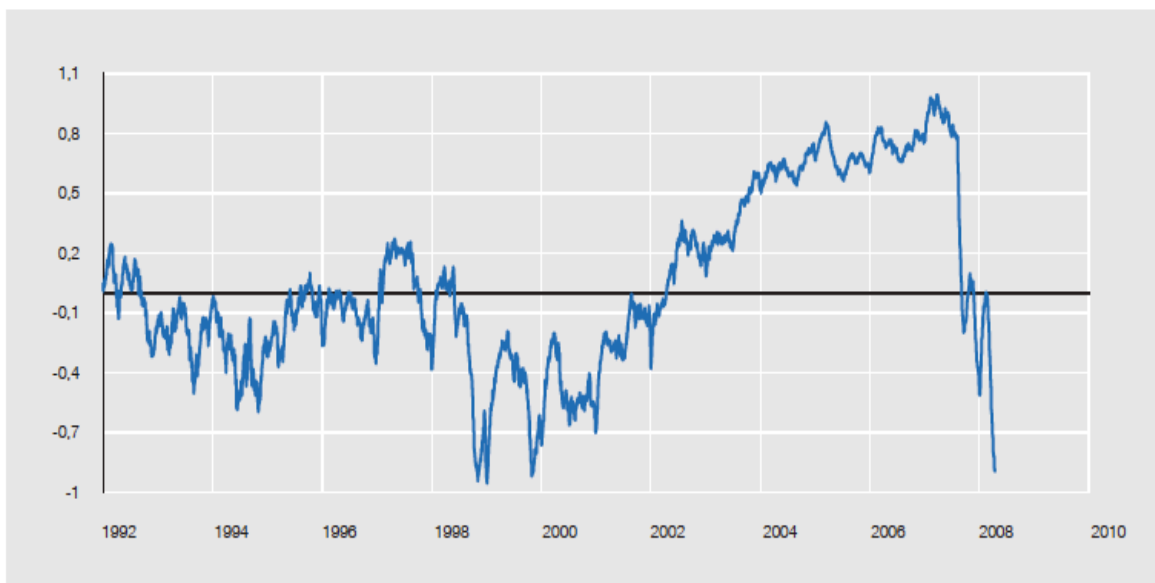
Finalmente, en referencia a los conceptos expuestos en los apartados precedentes, se recogerán unas conclusiones reflejando los puntos claves de este trabajo y la bibliografía con las fuentes de información utilizadas para su elaboración.

2. DE LA CRISIS SUBPRIME A LA CRISIS DE LA BURBUJA INMOBILIARIA EN ESPAÑA

Este trabajo comenzará utilizando las *crisis de las burbujas inmobiliarias*, originadas por un exceso de liquidez en el mercado, como ejemplo de una mala gestión de riesgos bancarios. Dice Cotarlea (2010) que este fenómeno mundial, que puso de manifiesto la estrecha relación entre liquidez e insolvencia, ha constituido un punto de inflexión en este campo. Su importancia radica en que el riesgo de liquidez ha pasado de no estar presente de forma explícita en *Basilea II*, a revelarse como pieza fundamental de la solvencia financiera internacional.

La *crisis subprime* se originó en EEUU tras la burbuja especulativa de activos inmuebles que tuvo lugar, entre otras causas, tras el enorme desarrollo tecnológico del siglo XXI. Ante un contexto económico de inestabilidad mundial los reguladores bajaron los tipos de interés para reavivar el consumo. Sin embargo, como se puede observar en el **gráfico i**, esta situación provocó un exceso de liquidez en los mercados, especialmente en el período de 2002 a 2007. Este exceso de liquidez hizo que los tipos de interés disminuyeran todavía más, incentivando a los bancos a conceder créditos hipotecarios a un tipo muy bajo. Como consecuencia de la especulación, se elevó el precio de los activos inmobiliarios. En EEUU, se comercializaron las llamadas “hipotecas subprime”, por ser concedidas al segmento “subprime”, caracterizado por tener elevado riesgo de impago. La mala gestión del riesgo de crédito de las contrapartes y el aumento de la tasa de mora originó “activos impagados o *tóxicos*” en los balances bancarios provocando problemas de liquidez e incluso la quiebra de algunas entidades de referencia mundial. En este punto, cabe destacar la quiebra del banco de inversión norteamericano *Lehman Brothers*, para muchos fecha del verdadero estallido de la crisis. Debido a la interdependencia global de las economías y al “contagio financiero”, los efectos de esta crisis alcanzaron la escala financiera internacional (Agüero et al., 2012)

Gráfico i: Índice de liquidez en el mercado financiero



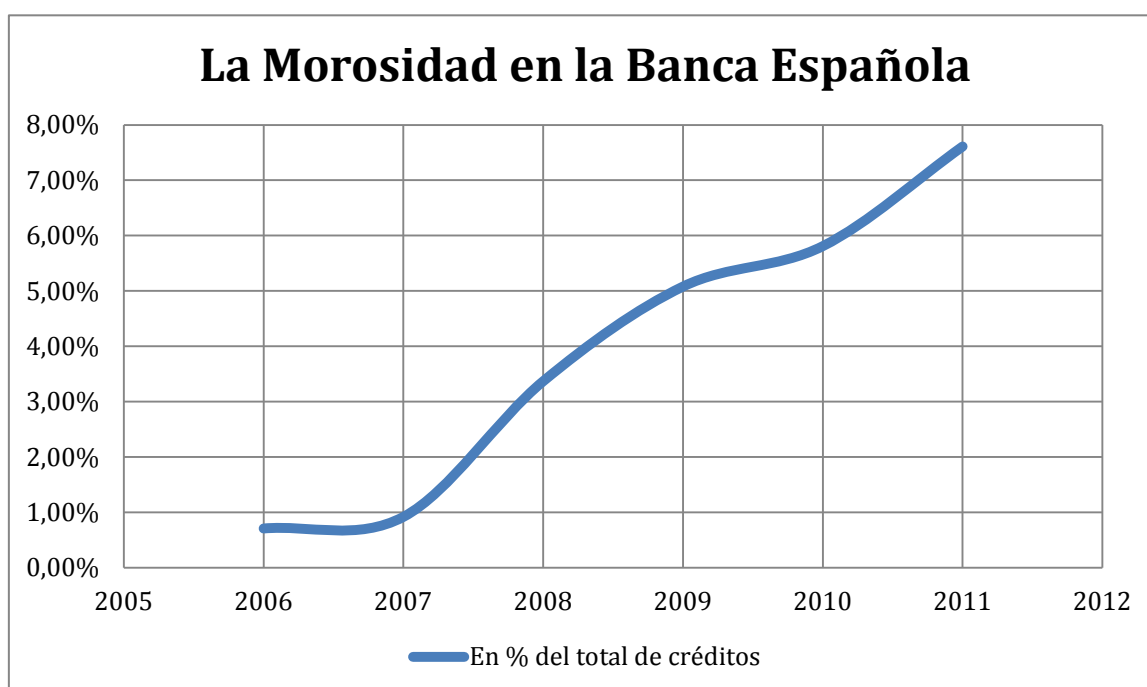
Fuente: Extraído de Banco de Inglaterra (en Álvarez, 2008)

Álvarez (2008) recoge otras causas que han llevado al sistema financiero internacional a esta situación, entre ellas:

- La sobreestimación de las calificaciones crediticias emitidas por las agencias de rating como resultado de la infravaloración del riesgo de crédito
- La incapacidad de establecer una sólida distinción entre riesgo de crédito y de liquidez. De hecho, el riesgo de liquidez no se incluye explícitamente en las recomendaciones establecidas por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea en el Nuevo Acuerdo de Capital (Basilea II)
- El desarrollo del mercado OTC o mercado no regulado de derivados que consolidó una nueva plataforma para la gestión del riesgo de crédito
- La orientación cortoplacista de los inversores que provocó que la relación *grado de exposición al riesgo vs. capacidad financiera* fuera mayor de lo deseable

En el **sistema bancario español**, caracterizado principalmente por centrarse en el negocio minorista de concesión de crédito y otorgamiento de depósitos, la creciente morosidad ha agravado la insuficiencia de capital de las entidades. Como se puede observar en el **gráfico ii**, la morosidad en la banca española alcanzó en 2011 máximos históricos. Según estos datos, la tasa de morosidad ha aumentado casi un 7% desde el comienzo de la crisis en agosto de 2007 crisis que, según el gobernador del banco de España, “*disto mucho de haberse normalizado plenamente*” (Álvarez, 2008)

Gráfico ii: La morosidad en la Banca Española



Fuente: Elaboración propia, adaptado del Banco de España en *El País* (2011)

3. CONCEPTO DE RIESGO

Después de hacer referencia a la incorrecta gestión de riesgos implantada en el sistema bancario del último siglo se recogen en este epígrafe las perspectivas, todas ellas complementarias, de distintos autores sobre el riesgo.

Según la Real Academia Española, RAE, el término riesgo se define como “*contingencia o proximidad de un daño*”. Por su parte, Raposo (2008) lo describe como la “[P]robabilidad de incurrir en pérdidas” o como la variable que representa la incertidumbre empresarial. Mascareñas (2008) coincide con esta definición y la concretiza hablando de “*incertidumbre del rendimiento de la inversión*” en lugar de “*incertidumbre del éxito de la actividad*”, término que engloba un concepto más amplio. Ambos autores, relacionando riesgo y ámbito económico, aportan una perspectiva clave para la gestión de riesgos ya que, bajo el supuesto de que la economía es cíclica, se pueden anticipar las adversidades que encontrará una empresa a lo largo de su existencia.

Asimismo, autores como Restrepo y Medina (2012, en Restrepo y Medina, 2014) se refieren al riesgo como la probabilidad de que tenga lugar un evento con consecuencias negativas para la empresa. Así, el nivel de riesgo asumido será proporcional a la magnitud de las consecuencias y a la frecuencia con que éstas aparezcan. En la misma publicación, Jorion (2000) explica el riesgo como la representación de la volatilidad en los resultados esperados. Bajo este prisma, complementario al de incertidumbre, una empresa cuyos beneficios sean variables e inciertos se enfrentará a un riesgo mayor que otra con rendimientos que dibujan una línea constante en el tiempo.

4. TIPOS DE RIESGO

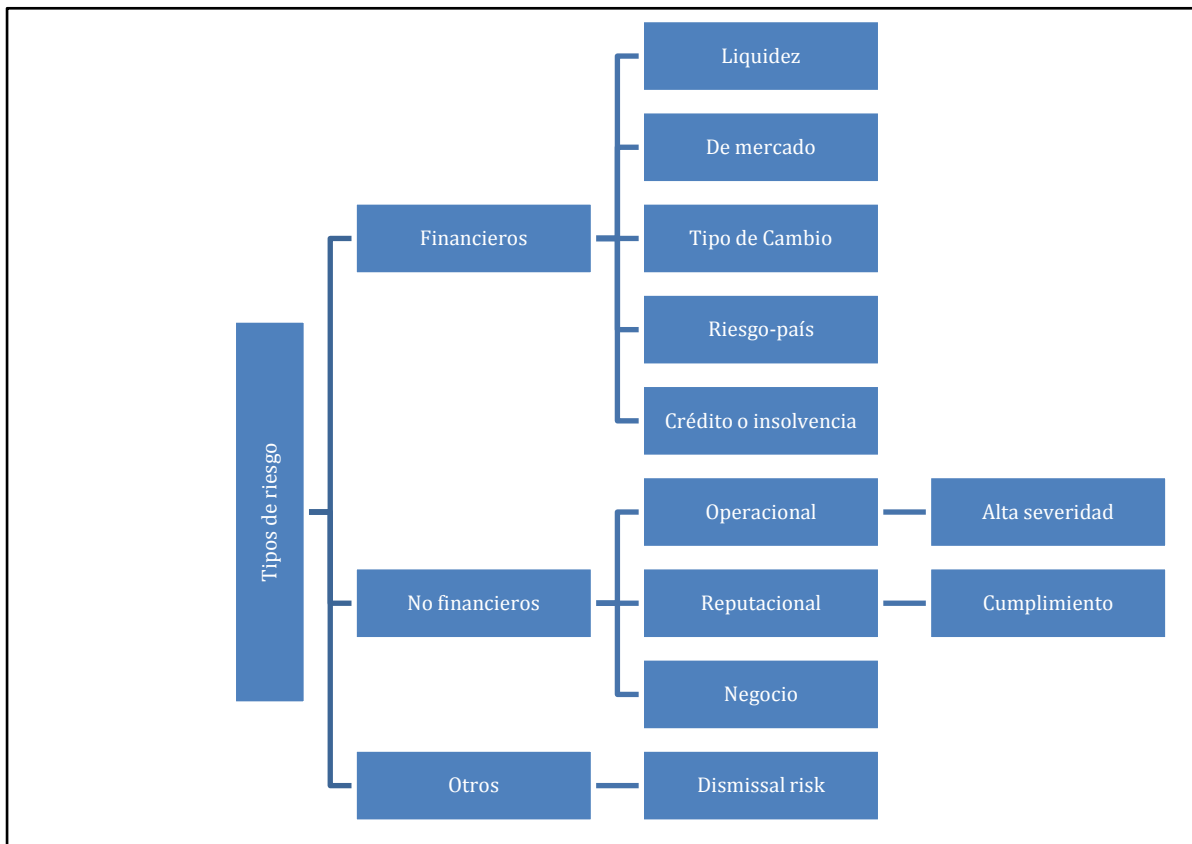
Para ampliar el concepto de riesgo, se llevará a cabo la clasificación de sus distintos tipos. Si bien el riesgo de crédito se incluye entre los más importantes, principalmente en el caso de los bancos, existen otros que no deben ser olvidados. En este punto es necesario hacer dos aclaraciones (De la Fuente, 2003):

- Primero, cada tipo de riesgo tiene efectos específicos dependiendo del sujeto al que se refiera. Entre los sujetos de referencia se encuentran las entidades financieras, las empresas o las carteras de títulos.
- Segundo, como consecuencia de la aclaración anterior, no existe una clasificación única. Las clasificaciones realizadas por los teóricos son subjetivas y se adaptan a cada situación dado que todas las organizaciones no se exponen al riesgo con la misma intensidad.

Apunta Raposo (2008) que los riesgos pueden ser analizados a través de prismas diferentes. Siguiendo esta idea, Restrepo y Medina (2014) afirman que las grandes organizaciones a nivel mundial utilizan “cuatro pilares o categorías” de clasificación del riesgo: riesgo de crédito, riesgo de mercado, riesgo estratégico y riesgo operacional. Sin embargo, De la Fuente (2003) establece otra clasificación diferente: riesgos financieros, operativos, catastróficos y de cumplimiento. Otros autores como Martínez et al (2008, en Restrepo y Medina, 2014) añaden a la lista anterior el riesgo de alta severidad, como complemento al operacional, y el riesgo reputacional.

El **esquema i** representa la clasificación de riesgos que se seguirá en este trabajo a partir de las divisiones realizadas por los autores mencionados en el párrafo anterior.

Esquema i: Clasificación de riesgos



Fuente: Elaboración propia

4.1. **Riesgos financieros:** relacionados con los flujos de caja y la situación económica de una entidad para hacer frente a sus obligaciones de pago. Están presentes en cualquier operación realizada entre agentes económicos.

4.1.1. Riesgo de liquidez

La liquidez, aunque siempre ha jugado un rol protagonista en la gestión de riesgos, es más que nunca un tema de actualidad (Cotarlea, 2010)

Álvarez (2008) recoge las palabras de un escritor francés del siglo XIX : “*El que abusa de un líquido no se mantiene mucho tiempo sólido*”, que resume en una frase la idea de que una liquidez excesiva es nociva para el sistema financiero.

Se pueden distinguir , a su vez, dos tipos de liquidez:

- La **liquidez de financiamiento** se refiere a la facilidad para intercambiar o realizar transacciones de compra-venta de activos en el mercado sin que disminuya su valor. En un banco se identifica con la capacidad para responder ante las demandas de liquidez de los clientes. En el caso de las empresas, el riesgo de liquidez se refiere a “*la falta de coordinación entre los activos a corto plazo y las deudas a largo*” que provoca superávit o déficit de tesorería premonitorios de un riesgo de liquidez futuro (Cotarlea, 2010)
- La **liquidez de mercado** hace referencia a la estabilidad financiera y está condicionada por la situación de las empresas y demás agentes económicos que lo constituyen (Crockett, 2008 en Cotarlea, 2010)

4.1.1.1. ¿Cómo se puede crear liquidez?

Históricamente los intermediarios financieros han creado liquidez por la transformación de activos no líquidos en pasivos líquidos a través de operaciones de mercado. Sin embargo, existen otros factores que aumentan la liquidez. Entre estas variables cabe destacar la “desinflación”, como resultado de la optimización de los procesos productivos, permitiendo comercializar productos a bajo precio (Cotarlea, 2010)

Según Balkrishnan et al (2014) existen otros casos que permiten crear liquidez en la empresa:

- Una de las estrategias utilizadas por los directivos es incrementar la proporción de información interna corporativa que pasa a ser pública. Los managers llevan a cabo este tipo de medidas para reducir la asimetría de información existente entre inversores y empresa (Graham et al, 2005 en Balkrishnan et al, 2014)
- La liquidez de la empresa aumenta con su valor. En consecuencia, los managers pueden subestimar el *coste de capital o wacc* para aumentar el *Enterprise Value*, y con él, el *Equity Value* (Amihud et al,1986 en Balkrishnan et al, 2014)

4.1.1.2. Ejemplo sobre las consecuencias negativas del exceso de liquidez

Al igual que una necesidad imperiosa e inmediata de liquidez es perjudicial para la situación financiera de una empresa, como se ha expuesto al inicio de este trabajo, el aumento de la liquidez por encima de lo esperado también trae consecuencias negativas.

Otro ejemplo que hace referencia a esta cuestión es el propuesto por Fang et al (2014) que recoge los resultados de un estudio donde se establece una relación negativa entre innovación y liquidez. De hecho, en él se concluye que ambos factores se mueven en sentido contrario a través de una relación causa-efecto recíproca. Este hecho se justifica porque al aumentar la liquidez de una compañía crece con ella el riesgo de ser objeto de una operación de toma de control.

Bushee (1998 en Fang et al, 2014) señala que los directivos, para evitar convertirse en el “target” de otra empresa, toman medidas como la reducción de la inversión en I+D+i. Así, se evita la infravaloración de las acciones de la compañía a causa del elevado desembolso inicial que requieren estas actividades. En otras palabras, sacrifican un beneficio a largo plazo para aumentar el rendimiento inmediato y, de esta forma, evitar que el valor de la compañía se vea perjudicado.

Sin embargo, no existe un consenso claro sobre esta postura. Maug (1998 en Fang et al, 2014) aporta la perspectiva contraria. La elevada liquidez de las acciones de una compañía impulsa la entrada de nuevos accionistas que con su aportación de capital facilitarán la creación de nuevos proyectos, y con ellos, el desarrollo de la compañía.

4.1.2. Riesgo de mercado o sistemático

Se refiere a la posibilidad de que el precio de los activos disminuya como consecuencia de la volatilidad de los factores que le afectan, entre otros, los tipos de interés o los tipos de cambio. Además, se incluyen otros riesgos originados por la competencia con otras empresas del sector con influencia, directa o indirecta, sobre los resultados.

4.1.3. De Tipo de Cambio

Presente en las fluctuaciones de cotización de las divisas como resultado de la interacción entre oferta y demanda. Las divisas más volátiles, en relación a otra moneda de referencia, tendrán un riesgo mayor. Afecta a la posición competitiva y estratégica de una empresa, principalmente en las exportaciones netas que contribuyen al PIB de una economía.

4.1.4. Riesgo-país

Surge cuando un conjunto de prestatarios de un país no tiene la capacidad de hacer frente al pago de las obligaciones financieras contraídas con acreedores extranjeros. Para algunos autores es considerado como un subtipo de riesgo de crédito. Se descompone en: **Riesgo soberano** o incapacidad de un Estado de pagar su deuda; **Riesgo de transferencia** que surge si se invierte en una moneda diferente a la del país de origen y el **Riesgo político o legal** determinado por el contexto político del país: situaciones de guerra o inestabilidad política, cambios en regulaciones o problemas sociales (García y Otero, 2000)

4.1.5. Riesgo de crédito, de insolvencia o de default

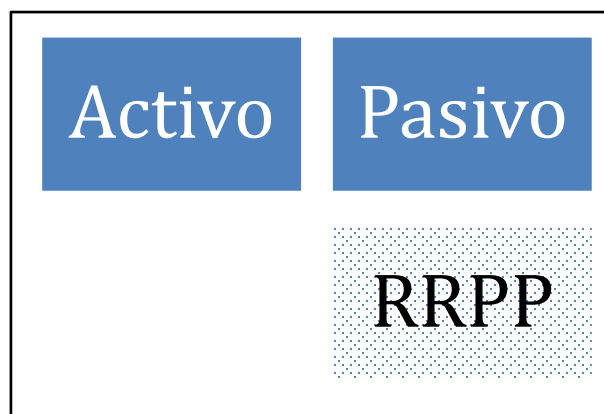
Históricamente ha sido complicado realizar la distinción entre falta de liquidez e insolvencia. La insolvencia, o riesgo de crédito, tiene lugar cuando las deudas de una compañía son superiores a su activo, y por tanto, el capital no es suficiente para cubrir las obligaciones de pago. En la práctica esta situación suscita desconfianza en los clientes que, en respuesta, limitarán sus depósitos bancarios y reducirán las ventas a crédito. Aunque se encuentra presente en todos los ámbitos económicos, se define como un riesgo intrínseco y propio de la actividad bancaria. Habitualmente, es más elevado en periodos de crisis y recesión económica pero en épocas de prosperidad tiende a ser infravalorado. *“En todo caso, una empresa con necesidades imprevistas de liquidez puede solventar esta situación mediante nuevos depósitos de clientes, liquidando inversiones a corto plazo o utilizando sus reservas. Solo en última instancia acudirán al*

mercado interbancario o al banco central para pedir un préstamo” (Cotarlea, 2010)

Coloquialmente se conoce a la insolvencia como “quiebra”. La situación de quiebra ocurre cuando una entidad no puede cubrir su pasivo con su activo, o mejor dicho, cuando no puede cubrir sus obligaciones de pago con los rendimientos generados por el activo. En este caso la empresa queda descapitalizada, es decir, no dispone de Recursos Propios (RRPP). Dicen expertos de *Management Solutions* (2015) que la descapitalización empresarial supone un verdadero problema ya que los RRPP actúan como un “colchón” que absorbe las pérdidas de la entidad.

En el siguiente esquema (**esquema ii**) se representa de forma gráfica el balance de una organización en situación de insolvencia. En él se observa como, en caso de quiebra, el valor de los RRPP en la organización son nulos.

Esquema ii: Balance de situación de una empresa insolvente



Fuente: Elaboración propia

Según Cuervo y Rivero (1986) que una empresa sea solvente es uno de los objetivos expuestos en cualquier análisis financiero. Para llevar a cabo dicho análisis es necesario es necesario diferenciar dos niveles de solvencia:

- La **solvencia a corto plazo** mide la posibilidad de afrontar los pagos inmediatos. Se centra en el estudio de la liquidez para comprobar si se cumplirán los plazos más próximos.

- La **solvencia a largo plazo** tiene una visión más prospectiva, ya que estudia la capacidad de la empresa de generar recursos para hacer frente a las obligaciones que surgirán en el futuro. Generalmente, se refiere a compromisos de pago con un plazo mínimo de un año.

El estudio de la solvencia tiene sentido principalmente cuando la empresa financia sus inversiones a través de capital ajeno. En estos casos es necesario determinar cuál es la estructura financiera adecuada para mantener el equilibrio financiero de la entidad.

4.1.5.1. El riesgo de crédito y su relación con otros riesgos

El riesgo de crédito puede surgir como efecto de otros riesgos. Por ejemplo, se ha establecido una estrecha relación entre el riesgo de crédito y el de medioambiente. Se conoce como *environmental risk* o *riesgo medioambiental* a la probabilidad de sufrir consecuencias ambientales con origen natural o fruto de la acción humana a través del aire, el agua o los alimentos. Imaginemos que una nave industrial utilizada como garantía se ve afectada por una inundación. La materialización del riesgo provocará una caída de valor de la nave y, en consecuencia, el riesgo de crédito aumentará. Por otra parte, los efectos en la reputación a causa de la mala gestión del riesgo tendrán consecuencias negativas en la confianza depositada por los clientes (Case et al, 1996, en Weber, 2012)

Asimismo, numerosos estudios han tratado de encontrar una relación positiva entre el riesgo de crédito y el *rendimiento del equity*. De hecho, Vassalou y Xing (2004) han desarrollado una metodología que partiendo del modelo de Merton concluye que los stocks en peligro tienen más rendimiento. Sin embargo, otros estudios realizados han demostrado lo contrario. Recientemente, Campbell et al (2008) concluyeron que cuando el riesgo de crédito es excesivamente alto la rentabilidad baja. Ante la falta de consenso los expertos declaran que la relación existente o inexistente entre ambas variables es mixta (Friewald et al, 2014)

4.2. Riesgos no financieros

4.2.1. Riesgos operacionales u operativos

Se originan por errores en los procedimientos habituales de la empresa como los procesos mecánicos o las operaciones realizadas por los empleados. Frecuentemente, también se originan por acontecimientos ajenos a la actividad: catástrofes naturales, climáticas o accidentes. Este tipo de riesgos, que tradicionalmente han tenido gran importancia en las industrias de fabricación, han visto aumentar su presencia en las entidades crediticias como resultado de la creciente automatización.

4.2.2. Riesgo de alta severidad

También denominado riesgo catastrófico. Se diferencia del anterior en que éste último no tiene efecto sobre la actividad principal de la empresa sino en actividades secundarias o complementarias al “core business”.

4.2.3. Riesgo de cumplimiento

Tiene lugar cuando no se actúa conforme a la legislación y al reglamento establecidos. Para evitarlo, el supervisor debe desplegar un seguimiento de los requerimientos establecidos por las instituciones competentes para evitar que su inadecuada actuación tenga consecuencias sobre el sistema financiero en su conjunto.

4.2.4. Riesgo de reputación

Pérdidas ocasionadas a causa del deterioro de la imagen pública de una empresa a nivel regional, nacional e internacional. Es especialmente importante en las instituciones de crédito. También se puede considerar el riesgo de cumplimiento como parte del reputacional (Raposo, 2008)

4.2.4.1. Relación entre la reputación y la confianza

La reputación influye de forma directa en la confianza los stakeholders. En general, los inversores se basan en criterios de confianza para delegar su cartera en manos de un gestor. La confianza no necesariamente se basa en resultados pasados, sino que tiene su base principal en las relaciones personales, la comunicación, la publicidad persuasiva y las conexiones sociales. Los gestores se están convirtiendo en los nuevos “money doctors”. El consejo financiero se ha convertido en un servicio en el que, como ocurre en medicina, los pacientes (clientes) esperan “*estar en buenas manos*” confiando en su asesor como un paciente confía en su doctor. Como ejemplo de esta situación, se puede hacer referencia al escándalo de las preferentes de *Bankia* (Gennaioli et al, 2015)

4.2.5. Riesgo estratégico o de negocio

Contiene todos los riesgos anteriores y se considera que su aparición impide a la empresa alcanzar sus objetivos. También se define como el riesgo al que se enfrenta una organización al llevar a cabo la actividad. Generalmente, afecta por igual a todas las empresas de un mismo sector o industria.

4.2.6. Otros tipos de riesgos: “Dismissal Risk”

Resulta interesante, igualmente hacer una breve referencia a otros riesgos menos conocidos y que no se han incluido en la clasificación anterior. Este caso se centra en el *riesgo de despido o “dismissal risk”*. En relación a éste surge una pregunta de interés, ¿se puede establecer una relación entre el riesgo asumido por un trabajador, “dismissal risk”, y la remuneración que recibe ?

Se asume una correlación positiva entre el riesgo asumido por los directivos y su compensación. Sin embargo, en la realidad se observa lo contrario: directivos con altos sueldos y con un riesgo de despido muy limitado. En todo caso, estudios realizados concluyen que para los directivos que gozan de una mayor seguridad laboral, la remuneración es inferior a la de otros cuya posibilidad de perder su empleo sea mayor.

Este tipo de riesgo, también conocido como “job risk”, se ve afectado además por la volatilidad del sector y por los rating concedidos a la compañía (Peters y Wagner, 2012)

5. ¿POR QUÉ ES NECESARIO REALIZAR LA DISTINCIÓN ENTRE ENTIDADES FINANCIERAS Y NO FINANCIERAS EN LA GESTIÓN DE RIESGOS?

Para llevar a cabo un buen análisis de riesgos, según Raposo (2008) y De la Fuente (2003), es necesario distinguir entre entidades financieras, habitualmente identificadas con las instituciones bancarias, y entidades no financieras. Las primeras, en contraposición a las segundas, son aquellas que realizan operaciones de préstamo en dinero. En otras palabras, la actividad principal de estas entidades consiste en prestar recursos financieros provenientes de depósitos de clientes, a otros clientes distintos, a través de la concesión de créditos recuperables a vencimiento. A través de esta actividad conocida como negocio bancario, estos agentes obtienen una rentabilidad basada principalmente en la exposición al riesgo. Históricamente, el riesgo de crédito en el ámbito de la bancario se ha referido a la posibilidad de impago del principal y de los intereses a cada periodo. Ambos autores coinciden en que la gestión óptima de los riesgos constituye un objetivo clave en el sector financiero. De todos los riesgos presentes en la actividad económica es el riesgo de crédito el que tiene principal importancia en la entidades crediticias.

Por otra parte, en el ámbito empresarial y especialmente en la toma de decisiones empresariales, el riesgo siempre se encuentra presente. El riesgo es un factor propio e inherente de toda actividad empresarial, de tal forma que, sin riesgo no existe beneficio. Se conoce como primer axioma de finanzas corporativas al *binomio rentabilidad-riesgo*. Este principio se basa en que entre ambas variables existe una relación directa que se resume como: a mayor riesgo asumido mayor rentabilidad y, al contrario, a menor riesgo menor rentabilidad. En otras palabras, si llevamos a cabo una inversión en un activo con una probabilidad alta de pérdida o fracaso, obtendremos una mayor rentabilidad en retribución. De esta forma, y por extrapolación de este axioma básico de la teoría financiera, los gestores tienen que medir el riesgo al que se enfrentan para que la rentabilidad obtenida de su decisión sea proporcional al riesgo asumido. Toda asunción de riesgos implica obtener algo a cambio a modo de compensación (Raposo, 2008)

Sin embargo, conviene aclarar que la rentabilidad es una variable compleja que no depende únicamente de la exposición al riesgo. La rentabilidad económica, como objetivo empresarial, se puede expresar como el ratio entre el resultado obtenido y los medios utilizados para alcanzarlo. A partir de esta definición, se deduce que para una actividad que requiera una elevada inversión en capital físico será requerida una alta *performance* del negocio para resultar rentable. En otras palabras, se puede obtener una alta rentabilidad sin tener que exponerse necesariamente a un riesgo excesivo (Cuervo y Rivero, 1986)

Respondiendo de forma concreta a la pregunta de este epígrafe, podemos decir que aunque ambas entidades tengan como fin la maximización del *binomio rentabilidad-riesgo* se enfrentan a él de distinta forma. Mientras las entidades financieras “juegan” con el riesgo, las empresas tratan de prever las consecuencias negativas que éste conlleva. Por tanto, parece lógico pensar que el proceso y las herramientas de gestión tengan que adaptarse a las necesidades de cada realidad.

7. PROCESO PARA UNA BUENA GESTIÓN DE RIESGOS

Antes de centrarnos en el estudio de los distintos instrumentos para la gestión del riesgo de crédito en entidades financieras y no financieras se llevará a cabo una descripción del proceso a seguir para una óptima gestión del riesgo. Como dice Navas (2007), se debe implantar un conjunto de instrumentos en el seno de las organizaciones para afrontar los riesgos con los que “*estamos obligados a vivir*”. En las instituciones, la “destreza” de los *risk managers* es un elemento estratégico que aporta valor.

Asimismo, una buena gestión de riesgos puede convertirse en una ventaja económica si se emplean eficientemente los recursos de los que la empresa en orden a maximizar el *binomio rentabilidad-riesgo*. Además, permite la disminución de costes aumentando la cuantía de los CF (CashFlow o Flujos de Caja) futuros y, por tanto, del valor de la empresa. Como consecuencia de un óptimo control interno se alcanza la estabilidad en resultados y se genera valor para el accionista. Sin embargo, para conseguir y mantener la confianza de los inversores es necesario una gestión prospectiva del riesgo considerando posibles daños futuros. La gestión de riesgos es, por tanto, un proceso dinámico que engloba pasado, presente y futuro (De la Fuente, 2003)

De la Fuente (2003) identifica los **pasos a seguir** para una óptima gestión de riesgos, que se resumen en:

- I. Identificación de **riesgos** en una empresa concreta. Estos dependen de su actividad principal, del sector en que se sitúe y del país de implantación.
- II. **Cuantificación del riesgo** soportado por la organización. Se debe considerar la cuantía de la posible pérdida para estimar la probabilidad con la que ésta podría darse en un futuro próximo.
- III. Evaluación del riesgo según los **métodos de cuantificación**. Las técnicas varían dependiendo de si se trata de una entidad financiera o no financiera:

- a. En **empresas financieras**: una de las técnicas más utilizadas es la ratio *Valor en Riesgo (Value at Risk)* y la metodología *Riskmetrics*, que habitualmente se utiliza para medir el riesgo de mercado de una cartera de activos financieros.
 - b. En **empresas no financieras**: se utilizan datos históricos para calcular la probabilidad en que cada riesgo puede afectar a la empresa. El uso de la estadística también es habitual en este tipo de casos.
- IV. **Backtesting** para medir precisión y calidad. Se utiliza para comprobar que los resultados obtenidos no se alejan en exceso de la realidad. Los reguladores, como el Comité de Basilea, exigen a los bancos o entidades financieras que estimen sus riesgos a través de métodos robustos y rigurosos con el objetivo de que sean lo más fiables posible.
- V. **Control de las pérdidas potenciales** que afectarán en las decisiones, objetivos y procedimientos de la empresa. La empresa debe actuar conforme a su capacidad para afrontar esos riesgos potenciales.
- VI. **Eliminación o limitación del riesgo**: hay que encontrar los instrumentos más adecuados para cada empresa. Algunos de los instrumentos de **cobertura** más habituales son:
- a. **Derivados**: el valor de estos instrumentos depende del valor de otro activo, denominado subyacente. Su principal función económica es la cobertura de riesgos, aunque también se emplean para el supuesto contrario: especulación. Habitualmente se utilizan en la cobertura de riesgos financieros. Por ejemplo, un inversor puede cubrir su inversión del riesgo de tipo de cambio mediante un *swap de divisas*. Además, gran parte de los instrumentos derivados se negocian en mercados regulados, donde existe una *cámara de compensación* (clearing house) que se encarga de cubrir el riesgo de crédito o de contrapartida de los agentes implicados en la operación.

b. **Seguros:** aptos para personas individuales y empresas. Esta alternativa permite la cobertura de una pérdida potencial a cambio de una prima independiente del evento que se presente al final de la operación. De hecho, la prima pagada no se recupera, es decir, aunque no tenga lugar el evento "pérdida" la prima ya ha sido desembolsada por lo que es irrecuperable. Son utilizados en su mayor parte para cubrir riesgos operativos, principalmente aquéllos causados por alguna catástrofe natural (inundaciones, incendios, robo...) En la última década, debido al incremento de las exportaciones españolas los *seguros de crédito*, que cubren la posible insolvencia de clientes, han experimentado una enorme expansión.

VII. Elegir el grado de cobertura deseado. Al igual que existen distintos instrumentos también se pueden encontrar **diferentes niveles de cobertura:** perfecta e imperfecta. El objetivo es evitar una toma de riesgos excesivamente arriesgada, así como, los excesos de cobertura.

8. GESTIÓN DEL RIESGO DE CRÉDITO

Este punto se centra en las peculiaridades de la gestión del riesgo de crédito en el ámbito financiero y empresarial. Asimismo, se explicarán distintos instrumentos utilizados en cada sector para controlarlo.

8.1. En entidades financieras

8.1.1. La gestión del riesgo de crédito en la industria bancaria: Concepto General

La administración de riesgos en la industria bancaria es de especial interés por la enorme cantidad de recursos que maneja y porque afecta indirectamente al resto de sectores de la economía. La actividad de los bancos en las últimas décadas ha evolucionado de las actividades tradicionales, como la gestión de depósitos, hacia una banca “universal” de servicios financieros. Actualmente, la nueva banca engloba actividades como el consejo en operaciones financieras o de trading y la emisión de títulos (Albert, 2014)

Numerosos expertos señalan que la situación económica internacional, con origen en 2007, fue provocada por una crisis de las instituciones bancarias como proveedores de liquidez. Aunque es conocida la capacidad de un banco para generar liquidez, en épocas de dificultades, las retiradas masivas de dinero por falta de confianza en las instituciones pueden ocasionar la insolvencia de éstas (Acharya y Mora, 2015)

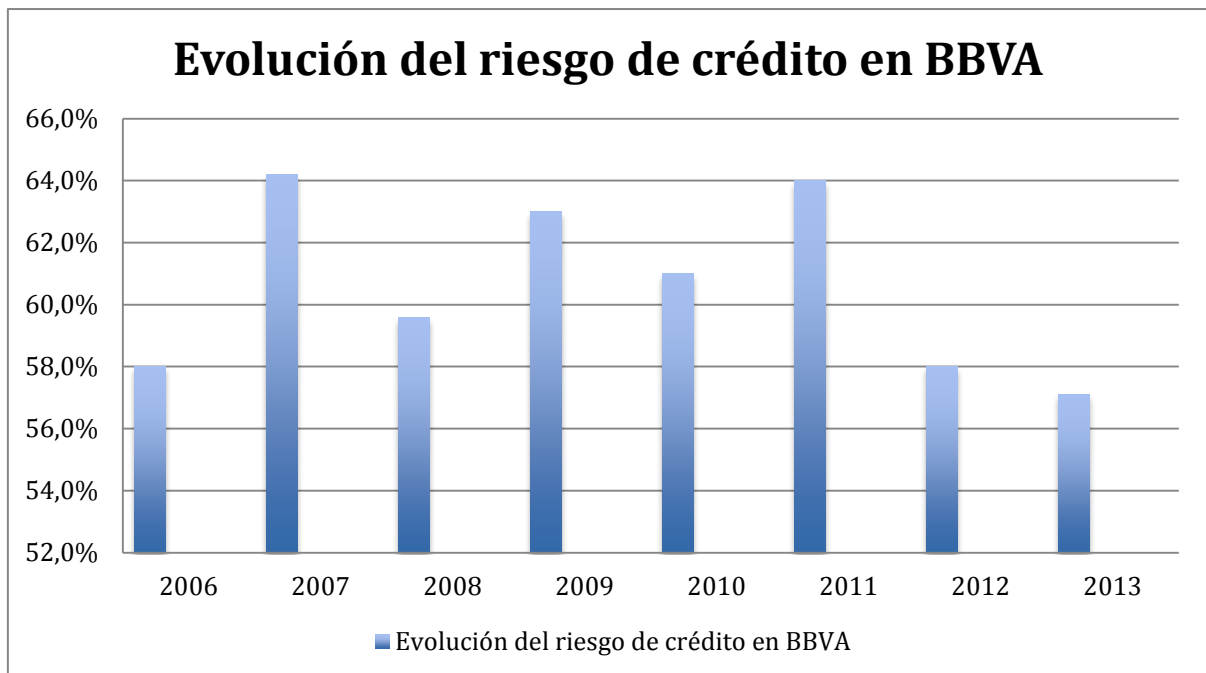
Una de las principales características de las instituciones de crédito es que esta industria debe hacer frente a numerosos riesgos que, en ocasiones no se pueden eliminar, pero si limitar para lograr la “ansiada” estabilidad financiera. Una buena gestión de riesgos en este campo es esencial para no erosionar la confianza que los clientes han depositado las entidades, evitando así, el quebrantamiento del sistema. Por todas estas razones, utilizar modelos robustos y fiables resulta imprescindible para predecir el riesgo al que se enfrenta cada entidad (Raposo, 2008)

8.1.2. Evolución del riesgo de crédito en BBVA

El riesgo de crédito asumido por las entidades financieras españolas ha experimentado variaciones provenientes de factores de naturaleza económica, financiera o social. Se ha mencionado al inicio de este trabajo que, como consecuencia de la crisis económica, la *tasa de morosidad bancaria* ha experimentado un notable crecimiento en los últimos diez años. Como se observa en el siguiente gráfico, el riesgo de crédito en las instituciones bancarias también se ha visto afectado negativamente por la coyuntura económica.

En el **gráfico iii**, desarrollado a partir de datos de *BBVA*, se observan dos picos importantes: en 2007, comienzo de la crisis, y en 2011, donde se registró en España un máximo histórico de morosidad bancaria (ver *gráfico ii*)

Gráfico iii: Evolución del riesgo de crédito en BBVA



**Porcentajes calculados en relación al resto de riesgos que afectan a la actividad*

Fuente: Elaboración propia, adaptado a partir de los informes financieros de BBVA entre 2006-2013

8.1.3. Marco regulatorio: Acuerdos de Basilea

Expertos financieros de *PWC* consideran que el estallido de la crisis se produjo por una cadena de fallos que pusieron de manifiesto las deficiencias existentes en la supervisión y la regulación financiera. Como afirma la *Banca de Pagos Internacionales* (2009), la gestión de la liquidez en el sistema bancario es de especial importancia ya que por efecto contagio puede repercutir en todo el sistema.

Apunta Cotarlea (2010) que la inestabilidad generada en 2007 es un buen ejemplo de la facilidad con la que la liquidez puede agotarse:

“[A] pesar de sus diferencias, las crisis financieras reflejan las vulnerabilidades de los mercados financieros. Y es evidente que, en la crisis actual, el riesgo de liquidez ha constituido un factor crucial de vulnerabilidad del sistema financiero”

Asimismo, la falta de transparencia provocó la desconfianza de los inversores y ante la amenaza de “pánico bancario” las autoridades monetarias actuaron evitando que la iliquidez se convirtiese en insolvencia. Actualmente, la evolución de los mercados financieros hacen más compleja su gestión y exige una cooperación entre supervisores e instituciones bancarias.

De la Fuente (2003) afirma que la primera metodología de medición de riesgos fue publicada en 1994 por el banco de inversión norteamericano *JP Morgan*. De hecho, Restrepo y Medina (2014) apuntan que en 1996 *JP Morgan* fue pionero en el uso del *VaR* (Value at Risk Ratio) y un conjunto de técnicas denominadas “*metodología RiskMetrics*”, utilizados por los gestores de carteras para medir el riesgo de mercado. Desde entonces, esta metodología se ha expandido hacia otros sectores englobando nuevos riesgos que antes no se tenían en cuenta.

Raposo (2008) hace referencia a la importancia de los *Acuerdos de Basilea* comparando las metodologías utilizadas antes y después de su implantación. Antes de los acuerdos, la medición de riesgos era subjetiva basándose en el criterio de analistas con información histórica. Sin embargo, en la actualidad se han desarrollado modelos

matemáticos más sofisticados. En resumen, se ha pasado de una óptica “chartista” de análisis de riesgo a la creación de modelos de base científica, como los sistemas internos de medida de capital o las ratios económico-financieras.

La necesidad de una adaptación dinámica de los sistemas de gestión al cambio ha supuesto ventajas importantes como mejorar la transparencia del mercado. Sin embargo, han aparecido problemas como la alteración de resultados de los modelos econométricos provocados por la presencia de sesgos en la información (Mallo, 2011)

8.1.3.1. Var, Metodología RiskMetrics y Orígenes de Basilea I

Con el objetivo de preservar la seguridad del sistema y mantener la estabilidad financiera, se elaboró *Basilea I*. Este marco regulatorio se basó en los principios de “*transparencia, calidad y consistencia*” para favorecer un desarrollo “saludable” de empresas y bancos (Mallo, 2011)

El origen de estas iniciativas regulatorias se sitúa en Alemania, el 26 de junio de 1974, en el marco de una crisis financiera originada por el cierre del banco alemán *Bankhaus Herstatt* que puso en peligro la solvencia del sistema financiero internacional. Este contexto fomentó la necesidad de una serie de guías que restauraran la confianza de los ciudadanos en las instituciones. En el *Primer Acuerdo de Capital de 1988*, también conocido como *Basilea I*, el *Comité de Supervisión Bancaria de Basilea* estableció las primeras recomendaciones para que el nivel de capital de los bancos se equilibrara al riesgo de las operaciones asumidas garantizando, así, la solvencia de las entidades. Con sede en Suiza este Comité, que no es un órgano legislativo, establece recomendaciones realizadas por responsables bancarios de las primeras potencias mundiales. En el acuerdo se indican las “buenas prácticas” que se deben seguir según las circunstancias que afecten a cada país. Entre las recomendaciones, principalmente en relación al análisis del riesgo de crédito, se exigía un mínimo de capital a las entidades crediticias con el objetivo de reducir o eliminar el riesgo de insolvencia. Estas medidas se implantaron en un principio únicamente en bancos a nivel mundial y nacional del Grupo de los Diez: “*Alemania, Bélgica, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia,*

Japón, Países Bajos, Reino Unido y Suecia”, aunque después se extendieron al resto de países (Raposo, 2008)

8.1.3.2. Enmienda de 1996: Incorporación del riesgo de mercado

Hacia 1996, el riesgo de mercado adquirió más importancia como consecuencia de la mayor presencia de la banca de inversión en el sistema, del incremento de la volatilidad y del mayor uso los instrumentos financieros. En el año 1995, el Comité dictaminó una serie de propuestas con el objetivo de incluir el riesgo de mercado en la guía de 1988. En 1996 se lleva a cabo una enmienda en la que se replantean los modelos internos de medición. Basilea I debe ser revisado para cumplir con las necesidades crecientes: tener en cuenta otros tipos de riesgo, además del riesgo de crédito ya reconocido en el primer acuerdo, merecen ser incluidos otros riesgos como el operacional y el de mercado. Además, se empiezan a tener en cuenta términos como *diversificación*, aunque sigue sin ser contemplado de manera explícita (Raposo, 2008)

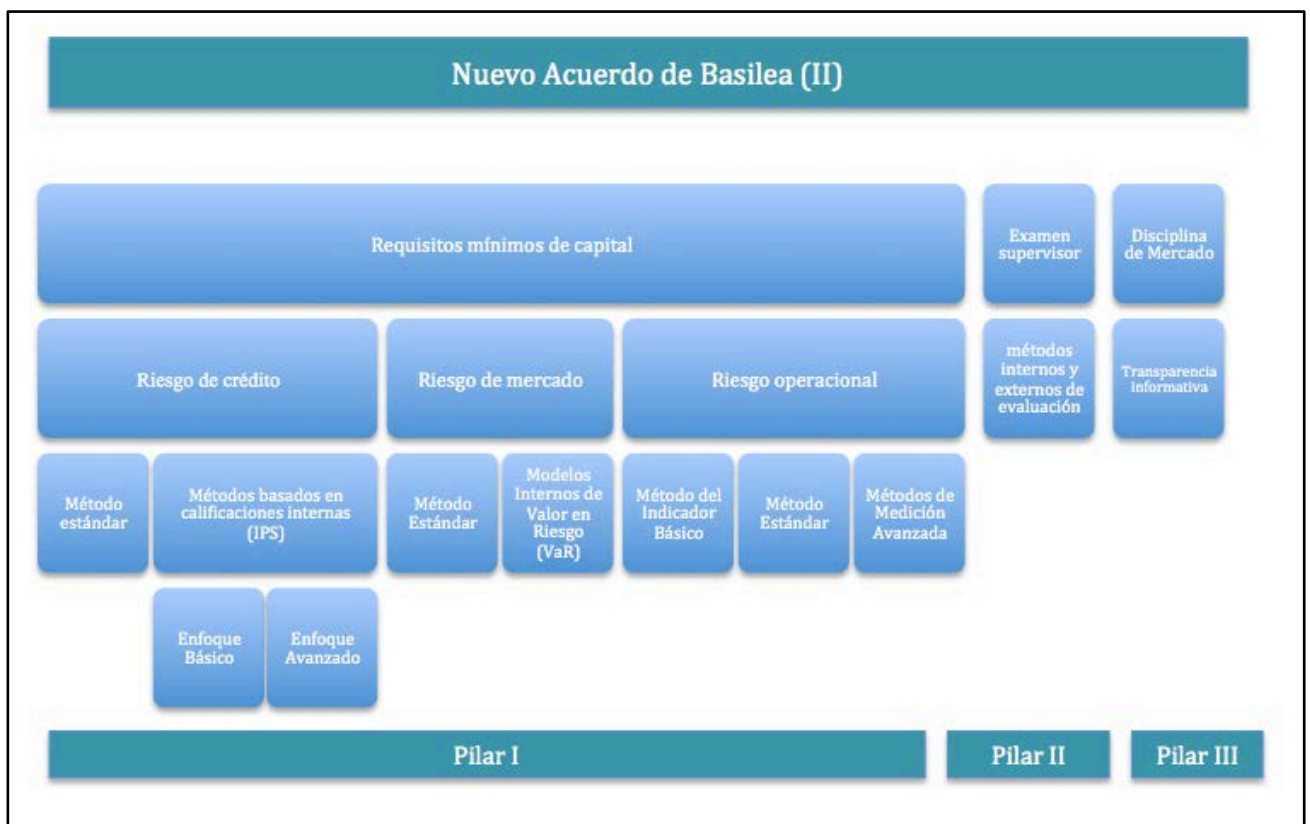
8.1.3.3. Nuevo Acuerdo de Capital, Basilea II: incorporación del riesgo operativo y de mercado

A mediados de 2004 fue publicado el *Nuevo Acuerdo de Capital*, también llamado *Basilea II*. Al igual que el acuerdo de *Basilea I* fue diseñado para mejorar la gestión de riesgos pero, en este caso, se basaron en tecnologías y herramientas más avanzadas (Restrepo y Medina, 2014)

Para Martínez (2007) este nuevo marco regulatorio permite un mayor control de los riesgos al considerar junto al riesgo de crédito, incluido en *Basilea I*, otros riesgos como el riesgo operativo o el de mercado. Como ejemplo de estas medidas Raposo (2008) y Mallo (2011) señalan los requerimientos de capital a las Entidades Financieras. Otro de los requisitos de Basilea II es la obligatoriedad de asignación de una calificación crediticia a cada empresa/cliente. Esta medida resulta de gran importancia ya que refleja cómo va a ser vista la empresa desde el exterior y sirve de apoyo para la identificación del nivel de riesgo de las empresas.

En el **esquema iii** se presentan las recomendaciones de *Basilea II* que pueden agruparse 3 pilares resumidos en: **Pilar I, “Matriz de Riesgos”**, incluye los riesgos de crédito, de mercado y operacional, así como, las recomendaciones sobre los requerimientos de capital; **Pilar II, “Supervisión Consolidada”**, llevada a cabo por una entidad supervisora que realiza el seguimiento del proceso; **Pilar III: Reporting**, con el objetivo de dotar al mercado de una mayor transparencia se ofrece más información a los inversores (Martínez, 2007; Vargas et al, 2008)

Esquema iii: Pilares del Nuevo Acuerdo de Capital, Basilea II



Fuente: Elaboración propia, adaptado de Raposo (2008)

Para Martínez (2007) el *Nuevo Acuerdo de Capital, Basilea II*, tendrá consecuencias no solo en el sistema financiero internacional sino también en los diversos sistemas locales. Según Raposo (2008), entre estos efectos destacan una mayor sensibilidad al *binomio rentabilidad-riesgo* y el establecimiento de incentivos para motivar a las entidades al cumplimiento de estas bases.

8.1.3.4. Basilea III como consecuencia de la crisis económica mundial: incorporación definitiva del riesgo de liquidez

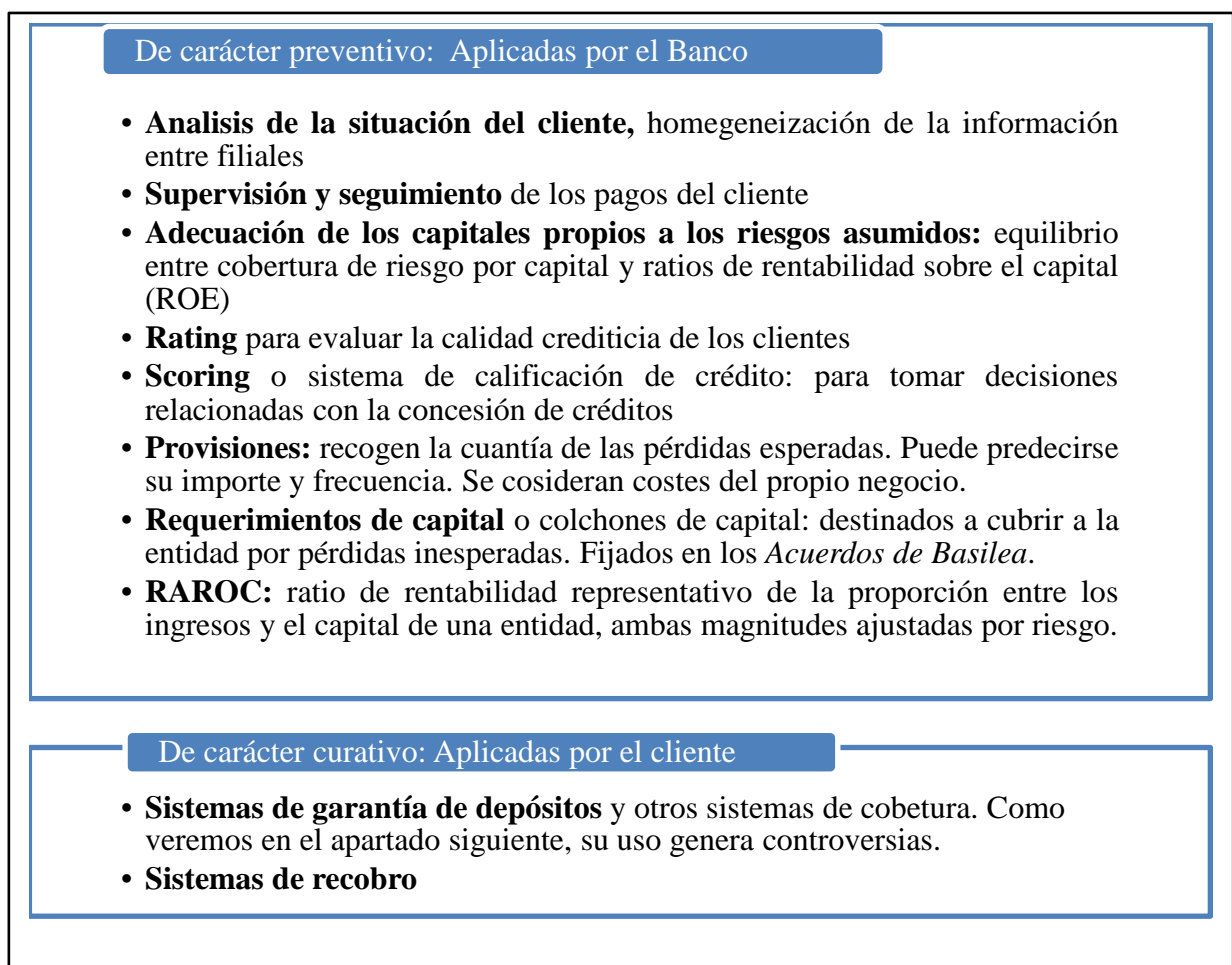
Como resultado de la necesidad de adaptación al cambio, el marco regulatorio ha evolucionado con el paso del tiempo. Desde 2007, punto álgido de la crisis protagonista en la coyuntura mundial, existe el proyecto de reforma del acuerdo de *Basilea II* para pasar a convertirse en *Basilea III*. Este conjunto de reformas ya han sido ratificado en la cumbre del G20 celebrada en 2010 y, aunque fue publicada en 2009, se espera que se implante gradualmente desde 2013. Este nuevo acuerdo, que incorpora el riesgo de liquidez, tiene como objetivo favorecer la liquidez de los bancos en épocas de recesión o de crisis. Una de las medidas consiste en establecer una “tasa mínima de liquidez” para evitar la quiebra en períodos de estrés financiero. La causa principal que puede provocar estrés en los mercados es el *pánico bancario* generado por la incertidumbre de clientes que depositan su dinero en entidades de las que desconocen su calidad. Esta incertidumbre genera desconfianza quedando a la expectativa de rumores. Entre las principales recomendaciones de *Basilea III*, encontramos la mejora de calidad del capital, la creación de *colchones de activos* y la gestión intradía del riesgo de liquidez. Además, se concretan los pilares I y II del anterior acuerdo y se complementan los ratios de solvencia con los de apalancamiento (Rodríguez de Codes, 2011)

En resumen, los *Acuerdos de Basilea* contribuyen conjuntamente al establecimiento de una “conciencia de riesgos” impulsando la creación de nuevas políticas que han influido y seguirán influyendo a grupos financieros y por extensión a empresas públicas y privadas (Martínez, 2007)

8.1.4. Instrumentos para la gestión del riesgo de crédito en la banca

En el **esquema iv** se pueden observar los instrumentos más utilizados para la gestión del riesgo de crédito bancario desde el punto de vista de la propia institución bancaria y del cliente.

Esquema iv: Instrumentos para la gestión del riesgo de crédito en las entidades financieras



Fuente: Elaboración propia, adaptado a partir de Del Águila et al, 2002

8.1.4.1. Crítica al Sistema de garantía depósitos (SGD) y moral hazard

Pese a la importancia de los instrumentos anteriormente mencionados existe controversia en cuanto al uso de los *Sistemas de Garantía de Depósitos (SGD)*, ya que antecedentes históricos han demostrado que puede generar azar moral.

El objetivo de los SGD es garantizar a los clientes de las entidades la recuperación de sus depósitos. Además, refuerzan la solvencia de las entidades en épocas económicas desfavorables. En España existe un elevado intervencionismo en este sector siendo supervisado por el Banco de España (Del Águila et al, 2002)

Sin embargo y, a pesar de las ventajas, se considera que el mal uso de este tipo de instrumentos agravó las crisis bancarias de los años 80 y 90. Según los expertos, en los mercados existe una asimetría de información que hace que los clientes no conozcan con certeza la calidad de las inversiones. Esta situación genera azar moral por parte de los directivos que, conscientes de la alta correlación positiva entre riesgo y rentabilidad, pueden asumir riesgos excesivos. Sin embargo, estos justifican su actitud con la idea de que los clientes están cubiertos frente a las pérdidas. En conclusión, a pesar de que el SGD fue creado para defender los intereses de los clientes puede incentivar a los directivos a tomar riesgos desproporcionados (Suárez, 1992)

8.2. En entidades no financieras

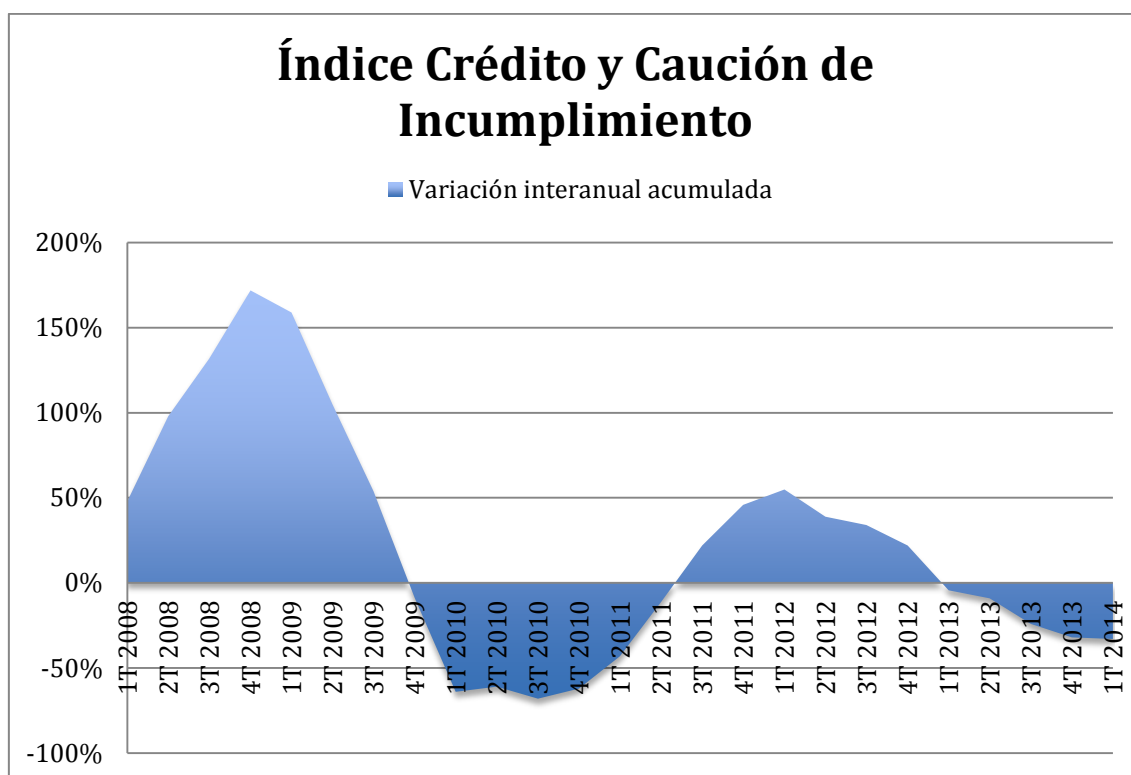
8.2.1. Evolución del riesgo de crédito en las empresas españolas

En el estudio realizado por la empresa española *Crédito y Caución* en 2014 se observa una notable reducción del índice de incumplimiento desde el inicio de la crisis (2008). Entre las iniciativas que han permitido llegar a esta mejoría se pueden citar las precauciones del ámbito empresarial para reducir la morosidad. Además, se extraen en este informe otras conclusiones que se pueden observar en el **gráfico iv**, entre ellas:

“Los niveles medios de impago soportados por las empresas españolas han iniciado 2014 con una reducción del 33% respecto a los niveles del primer trimestre de 2013”

“Esta evolución refleja el reequilibrio de la economía española tras casi dos años de contracción”

Gráfico iv: Variación interanual acumulada del índice de incumplimiento en las empresas españolas



Fuente: Elaboración propia, adaptado de Crédito y Caución (2014)

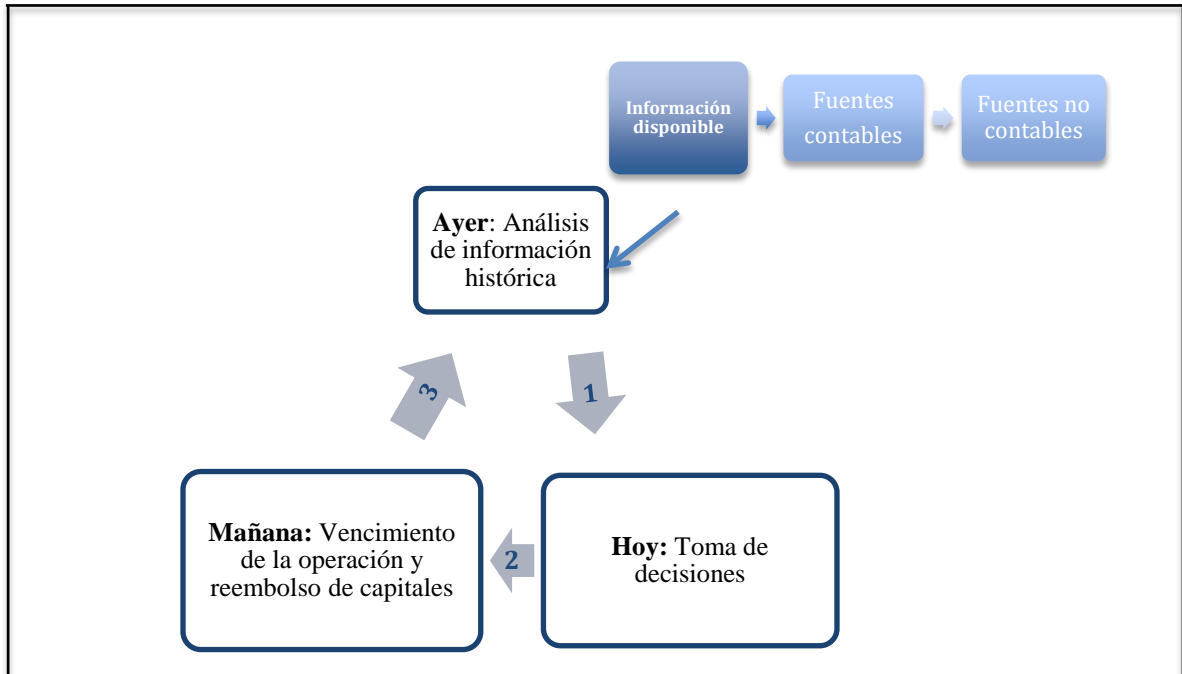
8.2.2. El riesgo en la toma de decisiones empresariales

En la toma de decisiones se establecen relaciones temporales en ambos sentidos. Esto implica que las decisiones de hoy están determinadas por experiencias pasadas pero, a su vez, tendrán un impacto sobre el futuro de la organización. En otras palabras, al tomar una decisión asumimos un riesgo que engloba presente, pasado y futuro. Se conoce como *Gestión Global del Riesgo* al proceso continuo que entiende la organización como un “todo” con el objetivo de maximizar la rentabilidad asumiendo el mínimo nivel de riesgo.

En el **esquema v** se representa el ciclo continuo de la *Cadena del Riesgo*. Para lograr el “buen fin de las operaciones” es necesario el seguimiento y la actualización

continua de la información que la componen (Raposo, 2008)

Esquema v: Cadena del riesgo



Fuente: Elaboración propia

El riesgo como incertidumbre siempre está presente en la toma de decisiones empresariales ya que el “cero riesgo” no existe en la práctica. En la *teoría de decisiones* se recogen dos tipos de elecciones empresariales cuyo objetivo es maximizar la rentabilidad sujetos a una aversión creciente al riesgo (Pisón, 2001) :

- **Decisiones de inversión:** aquellas inversiones en activo fijo que permanecerán en la empresa un tiempo superior a una año y cuyo desembolso se recuperará por la amortización o la venta. Habitualmente, los objetos de decisión se identifican con naves industriales o maquinaria. Suponen cierta incertidumbre respecto a las tasas de inflación, o los cambios de normativa, que hacen complicada la identificación de proyectos de *Valor Actual Neto (VAN)* positivo. El objetivo de este tipo de inversiones es aumentar el beneficio de la empresa disminuyendo el coste.

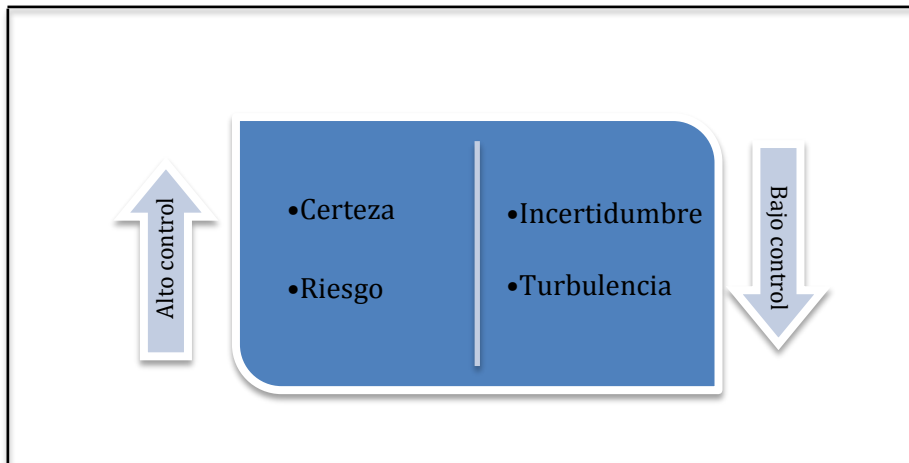
- **Decisiones de financiación** o en activo circulante: se corresponden con la actividad de explotación de la empresa (*ciclo dinero-mercancía-dinero*) Habitualmente, se identifican con existencias, clientes y cuentas financieras. Se consideran decisiones muy importantes ya que de ellas depende la solvencia a corto plazo de la compañía. Asimismo, los pagos/cobros de los créditos y préstamos a corto plazo deben tener buena coordinación en vencimientos porque, en caso contrario, la empresa no podrá hacer frente a las obligaciones financieras si se produce un retraso en el pago de los clientes.

Se puede definir a un buen directivo como aquél que “sabe manejar” el *market timing* llevando a cabo buenas decisiones, tanto en momentos de auge del ciclo, como en situaciones de mayor precariedad. Esta habilidad directiva está reconocida como una nueva forma de creación de valor añadido en el ámbito empresarial (Kacperczyk et al, 2014)

Siguiendo la idea anterior, dice Navas (2007) que el elemento diferencial entre las organizaciones es la labor de un manager capaz de intuir los acontecimientos imprevistos para la organización.

En el **esquema vi** se representan las fases del control administrativo por las que pasa un manager hasta alcanzar la certeza propia de un alto control.

Esquema vi: Fases en el control administrativo



Fuente: Elaboración propia, adaptado de Stoner (1990, en García, 2006)

8.2.3. Ejemplos de decisiones empresariales: Financiación y Diversificación

8.2.3.1. El riesgo, presente en las decisiones de financiación

Gutiérrez-Colomer (2009) señala que el valor de mercado del pasivo y del activo de la empresa, que en equilibrio han de ser iguales, constituyen el *Enterprise value*. Además, expone las dos alternativas de financiación de las que dispone una empresa: Capitales propios (Recursos Propios, RRPP) y Deuda o Capitales ajenos (Recursos Ajenos, RRAA).

Por un lado, la financiación a través de Recursos Propios está compuesta por el capital aportado por los accionistas por los en beneficios no distribuidos en forma de reservas. Por otro lado, la financiación con deuda consiste en las obligaciones y créditos emitidos. Esta última opción resulta más barata al ser deducible fiscalmente pero, como Cuervo y Rivero (1986) explicaron, también es más arriesgada. Siguiendo esta línea, Gutiérrez-Colomer (2009) apunta que la estructura de capital influye en el valor de la empresa ya que existe una estructura “óptima” que maximiza el *Enterprise value* minimizando al mismo tiempo el *coste de capital o wacc*.

Sin embargo, González (2003) recoge en su estudio la *Proposición I de Modigliani-Miller* de 1958 que rebate esta idea. Esta teoría establece que, en un mundo sin impuestos, el valor de una empresa no resulta afectado por su estructura de capital ya que como en equilibrio activo y pasivo son iguales, el valor de ambos también será idéntico. De esta forma, las decisiones de financiación de los directivos se basan únicamente en motivos técnicos.

Formalizando: Si V_l : valor de la empresa endeudada

$$V_l = V_u + D_l, \text{ siendo } D_l \text{ la deuda de la compañía endeudada}$$

Si V_u : valor de una empresa no endeudada

Tras los supuestos enunciados en Hamon (2014), además de no tener en cuenta los impuestos: mundo sin fricciones, deuda supuesta sin riesgo y el más importante “*ambas empresas son idénticas excepto en la forma de financiarse*” se concluye que $V_l = V_u$. Es decir, el valor de una empresa no endeudada y el valor de esa misma empresa si toma la decisión de utilizar la deuda como fuente de financiación va a ser el mismo.

Por lo tanto se puede decir que el valor de una empresa es independiente de su elección de financiación. González (2003) contrapone la visión anterior con la *teoría de Williamson*, que en los últimos años está adquiriendo un mayor reconocimiento. Williamson demostró que la decisión de financiación incide de forma directa en el gobierno de la empresa: jerarquías, procesos organizativos, conflictos y relación entre los distintos grupos de interés (especialmente directivos-accionistas). De esta forma, aplicando la última perspectiva explicada, el proceso organizativo interno y externo de la empresa si se vería afectado por la decisión de financiación.

De la Fuente (2003) también se hace eco del artículo de Modigliani y Miller y lo compara con la *teoría de Mayers y Smith* que se basa en que una empresa no endeudada está más “tranquila” al no tener que soportar ciertos costes, como por ejemplo, los costes de quiebra.

8.2.3.2. La decisión de diversificación en las carteras de mercado

La *diversificación* se recoge en la teoría financiera como la práctica que permite eliminar el riesgo diversificable, aunque no el riesgo de mercado. En la gestión de carteras, existen 2 tipos de diversificación contrapuestas: Naïve y Razonada. *diversificación Naïve* hace referencia a la reducción del riesgo diversificable mediante la incorporación de un gran número de activos en la cartera sin selección especial de las características de cada título incorporado. Sin embargo, la *diversificación razonada* se basa en la idea de que una cartera con menos títulos puede ser menos arriesgada reduciendo la covarianza media entre los títulos que la componen. De este modo, una cartera cuyos títulos tengan poca correlación en rendimientos será menos arriesgada ya que las acontecimientos negativos no afectarán a todos los títulos por igual al mismo tiempo (Hamon, 2014)

8.2.4. Instrumentos para la gestión del riesgo de crédito en la empresa

En este apartado se definirán y analizarán los puntos positivos y negativos de los instrumentos más utilizados en el ámbito empresarial: los seguros de crédito y los Credit Default Swaps (CDS)

8.2.4.1. Seguros de crédito

Según Campos (2011) un *seguro de crédito* es un tipo de seguro de daños por el que la compañía se compromete a indemnizar al afectado por la insolvencia definitiva de sus cuentas a crédito. Como todo contrato de seguro, se trata de un conjunto de servicios a disposición de un asegurado a cambio de una prima. Este tipo de instrumentos, que supone una alternativa a los seguros tradicionales, presenta aspectos positivos y negativos:

Entre los **aspectos positivos** de este tipo de instrumentos destacan:

- Permite la clasificación de los clientes según su capacidad crediticia
- Tras su contratación, la probabilidad de incurrir en pérdidas disminuye
- El reparto de recursos empresariales se encamina hacia sectores solventes

- Proporciona ventajas fiscales por la deducibilidad de su coste
- Aporta tranquilidad al contratante ya que tiene asegurado el reembolso de la mayor parte de la deuda
- Indemnización en caso de impago, aunque habitualmente no llega al 100%
- Trámites administrativos sencillos, proceso simple y rápido por medio de sistemas informáticos

Sin embargo, también tienen **aspectos negativos**, entre otros:

- Las primas pagadas son habitualmente de cuantías elevadas y excesivas en relación al capital que cubren. Además, la cantidad pagada en concepto de prima es irrecuperable, sea cual sea el resultado final de la operación
- Se pueden pasar por alto oportunidades interesantes que generen valor (coste de oportunidad) De hecho, en la clasificación de los créditos por capacidad crediticia pueden obviarse otros factores que resultan importantes
- La indemnización nunca es completa (no es una cobertura perfecta), suele oscilar entre el 75-85% del capital impagado
- El proceso de identificación de clientes y de sus capacidades de pago, suele ser lento. Es necesario contratar el seguro con un margen de tiempo anterior a la firma de la operación.

Para Montsant (2009), director territorial de *CESCE*, los seguros de crédito son un “*factor de competitividad*” que aporta valor diferencial a las organizaciones. Asimismo, considera que en el momento actual a causa de la complicada situación económica, se están convirtiendo en aliados esenciales de las empresas españolas, especialmente para aquellas que intercambian elevados volúmenes de dinero. La ventaja principal que aporta esta herramienta es, para Montsant, la posibilidad de disponer de más información que evalúe la calidad de la cartera de clientes para dirigir las inversiones hacia aquéllos que ofrezcan mejores garantías de solvencia.

Nodal (2014) señala que actualmente ha aumentado el empleo de estos instrumentos como mecanismo de financiación de las exportaciones. El contexto actual

de crisis ha incentivado que numerosas empresas nacionales se hayan abierto a nuevos mercados. En este contexto, la complejidad de la gestión de cobro con clientes no domésticos hace necesario el uso de este tipo de instrumentos. Además, es sabido que las exportaciones de los últimos años se han convertido en el motor de la economía española convirtiéndose en una de las partidas que más ingresos aporta al PIB nacional.

Para Candelario (2009), una Pyme es más susceptible a los cambios que una gran empresa, es por eso que la mayoría de seguros son contratados en este sector con el fin de aumentar su rentabilidad, o al menos evitar que ésta se resienta.

Según Jiménez de Parga (1965 en Candelario 2009), “*el seguro refuerza al crédito. Son dos figuras que se complementan*”. De hecho, explica que la presencia del seguro de crédito ha incentivado y permitido el cobro a crédito en épocas en que, como en la actual, la economía no es boyante. Asimismo, señala como aspecto positivo que las clasificaciones de solvencia se revisan periódicamente lo que permite disminuir la probabilidad de siniestro a partir de datos actualizados.

8.2.4.2. Credit Default Swaps (CDS)

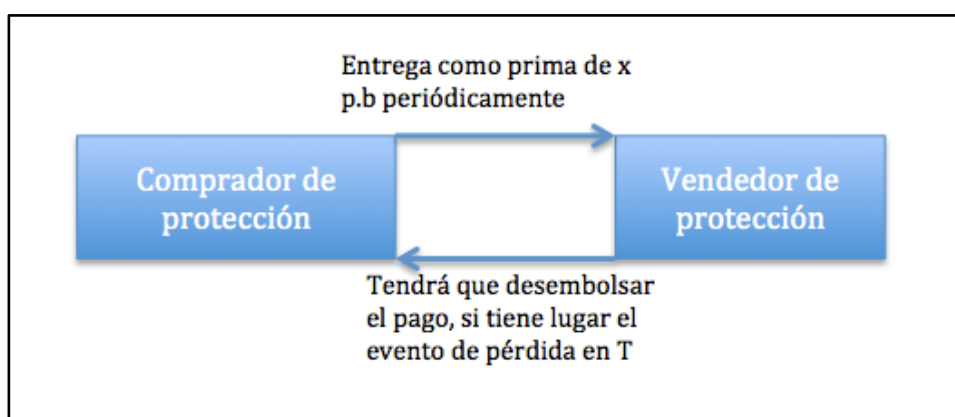
Los *derivados de crédito* son un tipo de instrumentos financieros negociados en mercados no regulados, es decir, en *Over The Counter (OTC) Markets*. Como otros productos derivados, su valor depende del valor de otro activo denominado subyacente. Han sido pioneros en la gestión del riesgo de crédito y entre sus usos destacan: la cobertura del riesgo de impago, la transferencia del riesgo a un intermediario y la réplica de la posición mediante la construcción de carteras sintéticas (Labanda, 2005)

Se pueden distinguir dos tipos de derivados de crédito: Financiados y No financiados. En los instrumentos clasificados en el primer grupo, la parte que desea cubrirse recibe de la contraparte una cantidad por adelantado en concepto de pago. Sin embargo, en el segundo grupo, la parte que asume el riesgo solo tendrá que desembolsar el pago o *settlement* correspondiente si se presenta la pérdida. Los *Credit Default Swaps (CDS)*, objeto de estudio en este epígrafe, corresponden al segundo grupo mencionado (Anson et al, 2004 en Arbeláez y Maya, 2007)

Los Credit Default Swaps (CDS), son contratos que aportan cobertura ante el riesgo de crédito, también conocido como riesgo de insolvencia o de default. Habitualmente, el activo subyacente es un bono del estado o una emisión privada de deuda corporativa. La parte que compra este instrumento está obligada a realizar pagos de forma periódica a su contrapartida hasta llegar al vencimiento de la operación, o por el contrario, hasta que se materialice la pérdida. En caso de pérdida, la contrapartida que ha tomado una posición corta (vendedor de la cobertura) tendrá la obligación de entregar a la parte compradora (posición larga) una cuantía igual a la pérdida. El pago puede llevarse a cabo mediante una liquidación en efectivo (cash settlement), equivalente a la diferencia de capitales, o por entrega física (Arbeláez y Maya, 2007)

La estructura simple de un CDS sin intermediario puede ser esquematizada de la siguiente forma (**esquema viii**):

Esquema viii: Estructura de un CDS



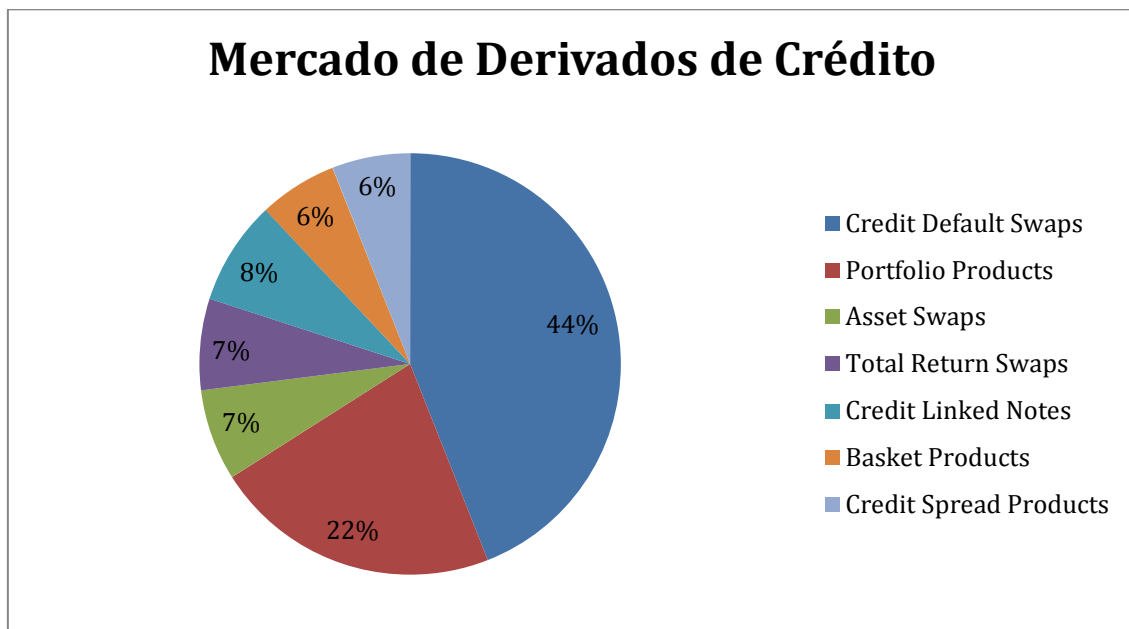
Fuente: Elaboración propia, adaptado de Arbeláez y Maya, 2007

Entre los **participantes** del mercado de derivados de crédito se encuentran (Labanda, 2005):

- *Comparadores de protección* cuyo fin es la cobertura
- *Vendedores de protección* con el objetivo de diversificar su cartera
- Los *intermediarios* que son proveedores de liquidez y se encargan de los aspectos legales de la operación

En el **gráfico v** se representan las cuotas de mercado los instrumentos negociados en el mercado de los derivados de crédito, los CDS son el instrumento que cuenta con una mayor presencia con una cuota de mercado del 44%. Según un estudio del *Deutsche Bank*, el mercado de los derivados de crédito asciende a los 300 billones de dólares de los cuáles un 88% del mercado corresponde únicamente a los CDS. Además, el estudio ha concluido que el activo subyacente más utilizado son activos con madurez 10 años (Ranciere 2002, en Arbeláez y Maya, 2007)

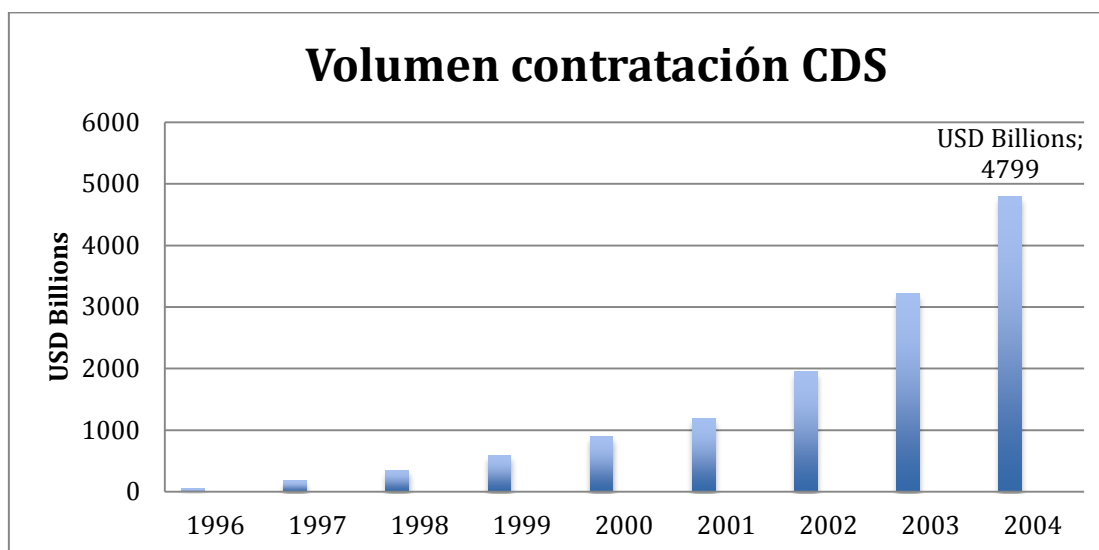
Gráfico v: Cuota de mercado de los derivados de crédito



Fuente: Adaptado de BBA Status (2001, en Arbeláez y Maya 2007)

Asimismo, en la siguiente gráfica (**gráfica vi**) se representa el aumento significativo del volumen de contratación de los CDS en la última década, llegando a alcanzar un total de 4799 billones de dólares en 2004.

Gráfico vi: Evolución del volumen de contratación, mercado de CDS



Fuente: Elaboración propia, adaptado de BBA e ISDA (en Labanda 2005)

Recogen Arbeláez y Maya (2007) que la principal causa de default, del que cubren estos derivados, corresponde al impago del emisor del bono como consecuencia de decisiones directivas erróneas o debido a cambios macroeconómicos, entre ellos, la inflación o la coyuntura económica.

Entre las **ventajas** del empleo de los CDS como instrumento de cobertura destacan (Arbeláez y Maya, 2007):

- Han aportado nuevas alternativas consiguiendo una importante ampliación de los mercados
- Su descubrimiento ha permitido desarrollar una mejor gestión del riesgo de crédito
- Permite la transferencia de riesgos, así como el uso de una entidad financiera como intermediario
- Posibilitan una gestión del riesgo más dinámica
- Son un instrumento utilizado para la diversificación de riesgos de una cartera de activos

Sin embargo, según Labanda (2005) existen **inconvenientes** como:

- Son instrumentos complejos cuya comprensión requiere tiempo y experiencia
- Su valoración es compleja
- En ocasiones la contrapartida puede no ser consciente de las consecuencias de los hechos sobre su posición debido a la falta de comprensión de este mercado
- Falta de liquidez en el mercado de derivados, así como falta de regulación principalmente en los mercados OTC (Over The Counter)
- Antes de llevar a cabo el contrato es necesario obtener información sobre la contrapartida, o sobre si habrá un intermediario que garantice la operación
- La falta de transparencia de los mercados no regulados
- Existe, además, riesgo legal y operacional en estas operaciones

9. LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN O DE RATING:

Los *rating* emitidos por las agencias de calificación constituyen un instrumento útil para empresas y bancos a la hora de discriminar entre inversiones. Pues, constituyen una medida del riesgo de crédito que soporta la deuda emitida por una entidad. Resulta interesante incluirlos en este trabajo al ser una herramienta con gran influencia sobre el comportamiento de los mercados.

9.1. Concepto de rating y principales agencias de calificación

El rating, sin ser una recomendación de compra-venta, nos aporta una referencia de la capacidad de pago de intereses y capital de una deuda financiera. Originariamente se utilizaba para calificar las emisiones de deuda internacionales pero, hoy en día, se aplica a la mayor parte de los activos de deuda de renta fija emitidos por entidades financieras, gobiernos soberanos. Además, el proceso de calificación debe ser objetivo y realizado por entidades con prestigio para que resulte creíble (García y Otero, 2000)

El rating o calificación también puede ser definido como una opinión sobre la solvencia de una entidad en base a unas categorías definidas. Una agencia de calificación o *Credit Rating Agency (CRA)* es aquella entidad cuya actividad responde a la asignación profesional de ratings. La actividad de estas agencias tiene un impacto significativo en la confianza que los inversores depositan en los diferentes emisores de deuda. Los principios que rigen cualquier *CRA* son:

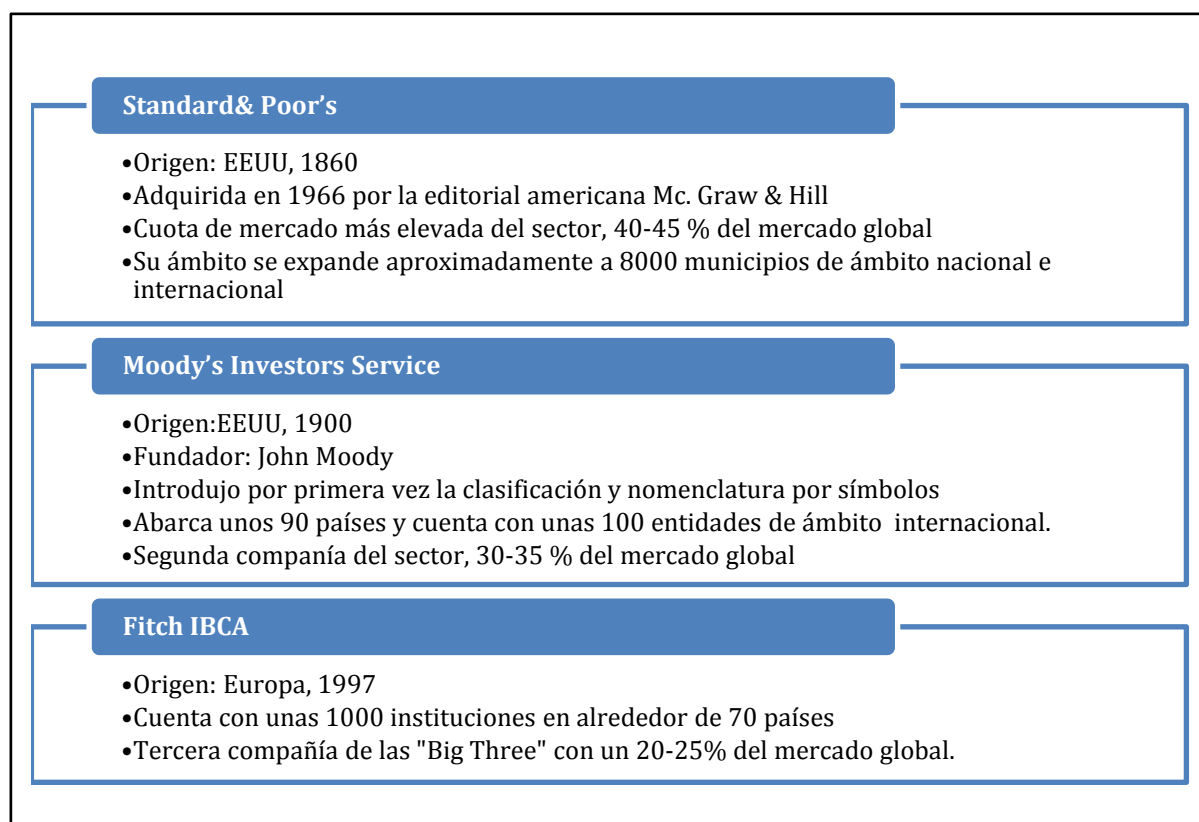
“integrity, transparency, accountability and good governance to ensure that credit ratings are independent, objective and of adequate quality” (Petris, 2014)

Entre las agencias más importantes destacan *Moody's*, *Standard & Poor's* y *Fitch-IBCA*. Existen otras, aunque menos conocidas, como *Eurorating* o *Japan Credit Rating*. En ocasiones cuando la empresa presenta un futuro próspero se establecen “juicios subjetivos” y, como consecuencia, la nota final es superior que la que su situación financiera justifica realmente. El comité de Basilea, que no establece preferencia por ninguna agencia en particular, sugiere a los supervisores nacionales la comprobación

del cumplimiento de “*requisitos necesarios de objetividad, independencia, transparencia, divulgación de su metodología, recursos y credibilidad*”. No existe una “regla única” y las notaciones, como las calificaciones no son comparables entre agencias. En España el número de empresas calificadas por agencias de rating todavía es considerablemente reducido. La razón principal de esta situación se debe a que en España abundan las Pequeñas y Medianas Empresas que valoran su “salud crediticia” a través del análisis de sus ratios financieras ya que para ellas no se asigna una calificación crediticia propia (Raposo, 2008)

Para Petris (2014) las primeras agencias surgieron en Estados Unidos en el siglo XIX, aunque con *Basilea II* las agencias adquieren más poder en Europa. En el **esquema viii** se resumen las características de las principales agencias de calificación a nivel mundial.

Esquema viii: Características de las principales agencias de rating



Fuente: Elaboración propia, adaptado a partir de García y Otero (2000)

García y Otero (2000) prosiguen explicando que la nomenclatura utilizada para asignar las calificaciones consiste en una letra a la que se le añade un signo positivo (+) o negativo (-). Además, se lleva a cabo una división que distingue dos **grados distintos de deuda**:

- **Grado de inversión** (Investment Grade): entidades cuya probabilidad de incumplimiento es baja. Este tipo de deuda está dotada por una elevada calidad y una fuerte capacidad de desembolso.
- **Grado especulativo** (Non-investment Grade): entidades cuya capacidad de pago, que se caracteriza por tener expectativas de pago generalmente negativas y se considera vulnerable al contexto económico. En otras palabras, para que los pagos sean efectuados correctamente y en el plazo establecido necesitan que la situación económica esté a su favor.

La **tabla i** recoge los grados de calificación a largo plazo de las 3 principales agencias de rating, con la correspondiente clasificación entre las operaciones de inversión y especulación.

Tabla i: Grados de calificación de rating a largo plazo

S&P	Moody's	Fitch		
AAA	Aaa	AAA	Prime	Grado de inversión
AA	Aa	AA	Elevado	
A	A	A	Medio-Alto	
BBB	Baa	BBB	Medio-Bajo	
BB	Ba	BB	Especulativo	Grado especulativo
B	B	B	Elevado	
CCC/CC/C	Caa/Ca	CCC	Muy elevado	
D	C	DDD/DD/D	Insolvencia	

Fuente: Elaboración propia, adaptado a partir de Lautier (2015)

En la **tabla ii** se estructuran los grados de calificación a corto plazo. En ella se observa como la nomenclatura es diferente respecto al largo plazo y, además, no se distingue entre grados de inversión y de especulación.

Tabla iv: Grados de calificación de rating a corto plazo

S&P	Moody's	Fitch
A1+	P1	A1+
A1	P2	A1
A2	P3	A2
A3	P4	A3
B		B
C		C
D		

Fuente: Elaboración propia, adaptado a partir de Lautier (2015)

Ejemplo: Supongamos que un bono emitido empresa privada a largo plazo (emisión de deuda) con una elevada probabilidad de insolvencia es calificado por una agencia de rating con un riesgo de crédito alto (correspondiente a Non-investment grade). En este caso, aunque la rentabilidad por el riesgo asumido será mayor, la posibilidad de impago por parte del emisor hace que este tipo de activos no sea adecuado para todo tipo de perfiles de inversores. En contraposición a este tipo de activos encontramos las letras del tesoro, cuya probabilidad de insolvencia es nula o prácticamente nula. Evidentemente este tipo de inversiones nos proporcionarán una rentabilidad menor ya que el riesgo asumido es también inferior. En este contexto es fácil comprender la importancia del análisis de la solvencia de una empresa.

9.2. Las agencias de rating y su papel en la crisis

Warren Buffet, conocido como el “*Oráculo de Omaha*” y mayor accionista de Moody’s con 3,4 billones de dólares, ha admitido a los medios que tanto Moody’s como las demás agencias tuvieron un papel fundamental durante el “boom inmobiliario”. De hecho, argumenta que la subida de los precios fue una especie de “narcótico” que afectó significativamente al razonamiento de los inversores, incluso de los más expertos, que creían que los precios de la vivienda nunca caerían estrepitosamente. Según Buffet, las agencias de rating disminuyeron la percepción del riesgo al asignar calificaciones más favorables que las reales.

Sin embargo, ha existido una tendencia de 1985 a 2009 por la que las agencias se han convertido en más conservadoras. En media, aunque se han producido quiebras no anticipadas, las calificaciones han bajado 3 puntos. De hecho, compañías calificadas como BBB en 1985 han pasado a non-investment grade en el último año. Como consecuencia de esta tendencia, las empresas afectadas han visto como la inversión externa ha disminuido significativamente afectando a su crecimiento. Pagano y Volpin (2010) atribuyen como causa de esta tendencia al hecho de que anteriormente los rating estuvieron “inflados” por causas no “estructurales” (Baghai et al, 2014)

9.3. El Caso español

Según el presidente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), Julio Segura, es “*imprescindible que haya expertos que den una valoración a las emisiones de gobiernos y empresas, por lo que las agencias de ‘rating’ tienen un papel muy importante*”. Según la Circular 3/2008 de 22 de Mayo, el Banco de España es el encargado de dictaminar que empresas, ECAIs, pueden emitir calificaciones externas válidas siguiendo los principios que rigen toda CRA. Siguiendo esta normativa hasta 2011, la **tabla iii** recoge el proceso de reconocimiento y los segmentos de mercado de las principales agencias a nivel mundial en España.

Tabla v: ECAIs reconocidas en España

ECAI reconocidas		España		
		S&P 's	Moody's	Fitch
Proceso de Reconocimiento	Rec. Indirecto Solicitud tramitada por la ECAI	Reconocimiento: BE: 31/10/2008 CNMV: 03/07/2009	Reconocimiento: BE: 12/11/2008 CNMV: 03/07/2009	Reconocimiento: BE: 11/09/2008 CNMV: 03/07/2009
Principales Segmentos de mercado	Entidades del sector público	X	X	X
	Entidades Comerciales	X	X	X
	Financiación estructurada (titulización)	X	X	X

Fuente: Elaboración propia, adaptado a partir de Sarria (2011)

En Europa, Alemania es la líder con 4 CRAs. Esta situación hace que constituya un hecho estratégico la creación de una CRA a nivel nacional capaz de competir con las demás agencias, tanto a nivel nacional como internacional. El objetivo actual es consolidar el mercado local, como ya ha ocurrido en otros países europeos, para desarrollar una “Futura Agencia de Rating Europea” que haga la competencia a las “Big Three” y que esté compuesta por las principales agencias a nivel europeo (Sarria, 2011)

En la siguiente tabla (**tabla iv**) se presenta una breve descripción de las principales agencias españolas que podrían competir a nivel internacional y formar parte de la futura agencia europea, entre ellas, cabe destacar que *Axexor* se ha convertido recientemente en la primera y única agencia de rating española.

Tabla iv: Agencias españolas que proveen información sobre solvencia

<p style="text-align: center;">Axexor</p> <ul style="list-style-type: none">• Primera agencia de rating española• Primera en presentar su solicitud al Banco de España en 2009
<p style="text-align: center;">Informa</p> <ul style="list-style-type: none">• Propiedad (50,25%) del Estado español y (45,85%) por entidades bancarias• Se considera que tendría limitaciones para establecer los rating
<p style="text-align: center;">Iberinform</p> <ul style="list-style-type: none">• Único accionista: Crédito y Caución• Menor cuota y reconocimiento que su principal competencia a nivel nacional, Axexor

Fuente: Elaboración propia, adaptado a partir de Sarria (2011)

10. CONCLUSIONES

El riesgo es una variable propia e inherente a la toma de cualquier decisión empresarial. Tradicionalmente, la toma de riesgos en empresas y entidades bancarias ha tenido perspectivas diferentes. Por un lado, las entidades financieras se caracterizan por asumir riesgos través del negocio bancario para aumentar sus beneficios. Las entidades financieras juegan un rol esencial en la estructura financiera de un país, pues éstas son receptoras del ahorro y aportan liquidez, permitiendo la financiación de proyectos que favorecen el desarrollo económico.

Sin embargo, los directivos bancarios han aprovechado la asimetría de información de cara a los clientes para aumentar los incentivos, asumiendo riesgos excesivos y haciendo peligrar la sostenibilidad financiera. Ante esta situación, las recomendaciones de Basilea, concebidas con el objetivo de constituir una “guía” de actuación para las entidades crediticias, se han visto obligadas a evolucionar adaptándose a los cambios. El seguimiento de estas regulaciones ha constituido un elemento principal, ya que toda inestabilidad a nivel financiero repercute en incertidumbre y hace peligrar la sostenibilidad mundial. La sostenibilidad financiera internacional juega un papel protagonista en la consecución del desarrollo económico a nivel global, así como, constituye un elemento clave en la lucha por la desaparición de las desigualdades mundiales.

Asimismo, los acuerdos de Basilea proponen las líneas a seguir ante la necesidad de implantar una mayor transparencia en las instituciones e impedir que surja de nuevo la “banca en la sombra”. De hecho, la crisis mundial, todavía presente en numerosos países, tuvo entre sus causas principales los fallos en la regulación y supervisión. Este nuevo contexto económico, ha llevado a la sociedad de hoy en día a una nueva realidad financiera a nivel mundial. En consecuencia, estamos siendo testigos de profundos cambios, concretamente en tema de política monetaria (para que la baja tasa de inflación no nos haga caer en la *trampa de la liquidez*). En respuesta, los policy makers se han visto obligados a desarrollar nuevos estándares de medición de riesgos que respondan y correspondan a las necesidades actuales.

Por otro lado, en el ámbito empresarial el objetivo principal es aportar valor a los accionistas maximizando la rentabilidad y minimizando el riesgo. Para conseguir este objetivo, las empresas tienen dos opciones: traspasar o gestionar el riesgo que afrontan a través del desarrollo de su actividad. Este trabajo se centra en los métodos de gestión del riesgo, ya que es una alternativa que aporta más autonomía y resulta más barata al no tener que pagar comisiones de intermediación. La importancia de la gestión de riesgos empresariales es máxima, ya que una gestión incorrecta puede provocar en casos extremos la desaparición de una firma.

Históricamente, el riesgo ha sido visto como algo negativo, sin embargo, en la actualidad se está evolucionando hacia una perspectiva positiva de la gestión del riesgo. Entre sus ventajas destacan que hace posible la reducción de costes y que convierte en más previsible a la actividad empresarial permitiendo, entre otras cosas, “controlar” el grado de apalancamiento de una entidad.

Como conclusión, podemos decir que si “hoy” cambiamos nuestras acciones es posible crear una buena oportunidad en el futuro: “Cada uno cosecha lo que siembra”, es decir, que si comenzamos a implantar en nuestra organización un sistema óptimo de previsión de riesgos podremos conseguir que, en un futuro, la rentabilidad de nuestra actividad aumente minimizando al mismo tiempo el riesgo asumido.

11. BIBLIOGRAFÍA

Acharya, V. V, Mora, N. (2015) “*A Crisis of Banks as Liquidity Providers*”, *The Journal of Finance*, 70, pp. 1–43.

Agüero, M.J, Gallegos, J.C, Hernández, F. (2012) “*Efectos de la crisis económica de los Estados Unidos en la Unión Europea*”, *Contribuciones a la Economía*, pp. 1-20.

Albert, S. (2014) “*Performance des institutions bancaires, structure des revenus et influence de l' économie et des marchés financiers*”, *Business administration*, Université Paris Dauphine - Paris IX, pp. 19-196.

Álvarez, J.A. (2008) “*La banca española ante la actual crisis financiera*”, Banco de España: *Estabilidad Financiera*, NÚM. 15, pp. 23-38.

Arbélaez, J.C , Maya, C. (2007) “*Valoración de Credit Default Swaps (CDS): Una aproximación de Montecarlo*”, *Cuadernos de Administración*, vol.21, núm. 36 pp. 1-13.

Baghai, R.P, Servaes, H, Tamayo, A. (2014), *Have Rating Agencies Become More Conservative? Implications for Capital Structure and Debt Pricing*, *The Journal of Finance*, 69, pp. 1961–2005.

Balakrishnan, K, Billings, M.B, Kelly, B, Ljungqvist, A. (2014) “*Shaping Liquidity: On the Causal Effects of Voluntary Disclosure*”, *The Journal of Finance*, 69, pp. 2237–2278.

BBVA 2013, *Global Risk Management: La Función de Riesgos en el Grupo BBVA*. Disponible en: <http://ws1.grupobbva.com/TLBB/micros/bbvain2013/es/G/g1.html> (Último acceso: 16 marzo 2015)

Campos, J. (2011) “*El Seguro de Crédito: Seguros Patrimoniales, Todo Seguros*”, pp. 597-602, Editorial CISS

Candelario, M.I. (2009) “*El Control y la gestión del riesgo crediticio en la pyme: el seguro de crédito*”, Universidad Carlos III de Madrid

Carrascosa, A. (2010) “*El impacto de Basilea III sobre las entidades de crédito*”, *La Opinión*, pp. 84-87. Disponible en: <http://pwcspain.typepad.com/files/notario-basilea.pdf> (Último acceso: 16 marzo 2015)

Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, (2008) “*Principios para la adecuada gestión y supervisión del riesgo de liquidez*”, Basilea: Banco de Pagos Internacionales. Disponible en: http://www.bis.org/publ/bcbs144_es.pdf (Último acceso: 16 marzo 2015)

Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, (2014) “*Documento de consulta. Normas (standars). Revisión del Método Estándar para el riesgo de crédito*”, Basilea: Banco

de Pagos Internacionales. Disponible en: http://www.bis.org/bcbs/publ/d307_es.pdf
(Último acceso: 16 marzo 2015)

Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, (2014) “*Informe a los líderes del G-20 sobre la implementación de las reformas reguladoras de Basilea III*”, Basilea: Banco de Pagos Internacionales. Disponible en: http://www.bis.org/bcbs/publ/d299_es.pdf
(Último acceso: 16 marzo 2015)

Cotarlea, M. (2010) “*Le risque de liquidité dans le système bancaire*”. Economies and finances. Université Paris-Est, pp. 1-45.

Cuervo, A. , Rivero, P. (1986) “*El análisis económico-financiero de la empresa*”, Revista Española de Financiación y Contabilidad, Vol XVI, n.49, pp. 15-33.

De la Fuente, L. (2003) “*La gestión de riesgos en empresas no financieras*”, Partida Doble, núm.150, pp. 54 -60.

De Lagarde, O. (2010) *L'invention du contrôle des risques dans les organismes d'assurance*. Business administration. Université Paris Dauphine - Paris IX, pp. 6-344.

Del Águila, J, Cortés, F.J, Fernández, I, García, F.J. (2002) “*El riesgo en la industria bancaria. Una aproximación a Basilea II*”. Instituto Cajamar, pp. 13-180.

Doncel, L, (2012). “La morosidad alcanza el nivel máximo de los últimos 18 años”, El País, 17 Feb 2012. Disponible en:
http://economia.elpais.com/economia/2012/02/17/actualidad/1329471089_913387.html
(Último acceso: 10 marzo 2015)

Fang, V. W, Tian, X, Tice, S. (2014), “*Does Stock Liquidity Enhance or Impede Firm Innovation?*”, The Journal of Finance, 69, pp. 2085–2125.

Friewald, N, Wagner, C, Zechner, J. (2014), “*The Cross-Section of Credit Risk Premia and Equity Returns*”, The Journal of Finance, 69, pp. 2419–2469

García, A. (2006) “*Un estudio teórico sobre la gestión de riesgos financieros en las empresas*” p.p 1-21

García, S. y Otero, J.V. (2000) “Especificación y estimación de un modelo de riesgo país”. Departamento de Economía Aplicada. Universidad Autónoma de Madrid.

Gennaioli, N, Shleifer, A, Vishny, R. (2015), “*Money Doctors*”, The Journal of Finance, 70, pp. 91–114.

González, J.I. (2003) “*La financiación de las empresas en las perspectivas de Modigliani-Miller y Williamson*”, Cuadernos de Economía, v. XXII, n. 39 p.p. 85-98.

Gutiérrez-Colomer, D. (2009) “*Apalancamiento Financiero*” *Apuntes de Finanzas Corporativas*. Madrid: Universidad Pontificia de Comillas, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales.

Hamon, J. (2014) “*Deuxième partie : Rentabilité et risque, Gestion de portefeuille et théorie financière*”, UE 106 : Investissements et Marchés Financiers (Master SOM, Mention Finance), Université Paris-Dauphine

Hamon, J. (2014) “*Première partie: La bourse et l’organisation des échanges*”, UE 106 : Investissements et Marchés Financiers (Master SOM, Mention Finance), Université Paris-Dauphine

Hamon, J. (2014) “*Quatrième partie: Décisions financières dans l’entreprise*”, UE 106: Investissements et Marchés Financiers (Master SOM, Mention Finance), Université Paris-Dauphine

Informe del Centro del sector Financiero de PwC e IE Business School, “*Basilea y los tres retos de la banca*”. Disponible en: http://www.ie.edu/IE/pdf/Informe_Basilea.pdf (Último acceso: 16 marzo 2015)

Informes financieros anuales BBVA 2006-2013. Disponibles en: <http://accionistaseinversores.bbva.com/TLBB/tlbb/bbvair/esp/financials/reports/index.jsp> (Último acceso: 16 marzo 2015)

Kacperczyk, M, Nieuwerburgh, S. V, Veldkamp, L. (2014), “*Time-Varying Fund Manager Skill*”, The Journal of Finance, 69, pp. 1455–1484.

Labanda, Arturo (2005) *Derivados de Riesgo de Crédito. Tipos y Utilidades* Doctorado en Finanzas de la empresa., pp. 5-24

Lautier, D. (2015) “*Chapter 7: Credit Risk and its management through derivative instruments*” UE: 109: Derivative Markets (Master SOM, Mention Finance), Université Paris-Dauphine

Mallo Fernández, F. (2011) *Modelos multivariantes internos de medición de riesgos de crédito, acordes con Basilea II*. Tesis doctoral. Universidad de Salamanca.

Management Solutions (2015), “*Riesgos financieros, Sesión 1: Riesgos en entidades financieras*”. Universidad Pontificia de Comillas, 11 de marzo de 2015

Management Solutions (2015), *Riesgos financieros: Sesión 2: “Riesgos de crédito y de mercado*”. Universidad Pontificia de Comillas, 11 de marzo de 2015

Martínez Castillo, C.A. (2007) “*Basilea II, retos y oportunidades Hacia una mayor armonización de la regulación y supervisión financiera en el siglo XXI*”, *Gestión y Política Pública*, Vol XVI (2), pp. 465-510

Mascareñas, J. (2008) “*Riesgos Económico y Financiero*”, Monografía de Juan Mascareñas sobre Finanzas Corporativas. Universidad Complutense de Madrid, pp. 1-17.

Medina, M. (1996) “The Philosophy of Technology Assessment: Spanish Studies in the Philosophy of Science”, Boston Studies in the Philosophy of Science, pp. 201-226.

Montserrat (2009) “Entrevista a Joaquim Montsant, director territorial para Catalunya y Baleares de CESCE: *El seguro de crédito aporta un factor de competitividad*”. *Estrategia económica y Empresarial*.

Disponible: <http://www.cesce.es/material/riesgopais/doc881.pdf> (Último acceso: 16 marzo 2015)

Navas (2007) “En opinión de Javier Navas Olóriz, especialista en Gerencia de Riesgos”. *Gerencia de Riesgos y Seguros*, Fundación Mapfre, Núm 97 Abril- Junio 2007

Nodal (2014) “El seguro de crédito, un socio imprescindible en la internacionalización” *Revista Pyme seguros*, Núm 37, 29/09/2014. Disponible: <http://www.pymeseguros.com/el-seguro-de-credito-un-socio-imprescindible-en-la-internacionalización> (Último acceso: 16 marzo 2015)

Peters, F. S, Wagner, A. F. (2014), “*The Executive Turnover Risk Premium*”, *The Journal of Finance*, 69, pp. 1529–1563.

Petris, I. (2014) “*Credit Rating Agencies And Their Influence On Crisis*”, *Annals of the University of Oradea, Economic Sciences Series*, pp. 271-278.

Pisón, I. (2001) *Dirección y Gestión Financiera de la empresa*. Madrid: Pirámide

Raposo Santos, J.M. (2008) *El nuevo acuerdo de Basilea. Estimación de un Modelo de Calificación de Pequeñas y Medianas Empresas para evaluar el Riesgo de Crédito*. Tesis Doctoral. Universidad Complutense de Madrid.

Restrepo M., J.A. y Medina H., S. (2014) “*Estimación del riesgo operativo bajo ambiente de incertidumbre: Estudio de caso*”, *Revista Internacional Administración & Finanzas*, Vol 7(7), pp. 39-54.

Rodríguez de Codes, E. (2011) “*Las Nuevas Medidas de Basilea III en Materia de Capital*”, Banco de España: *Estabilidad Financiera*, NÚM. 19, pp. 11-13.

Sanmartin, J, Cutcliffe, S. H., Goldman, S.L., y Medina, M. (1992) *Estudios sobre sociedad y tecnología*. Barcelona: Anthropos.

Sarria, J.H. (2011) “*Hacia la Creación de Nuevas Agencias de Rating en Europa*”. Departamento de investigación del IEB, pp. 3-33.

Suárez, F.J. (1992) *Seguro de depósitos y comportamiento bancario: Un análisis basado en la teoría de opciones*. División de economía. Universidad Carlos III de Madrid, pp. 1-5.

Vargas, F. y Lamamié, J.M. (2008) “*La nueva circular sobre solvencia de las entidades de crédito: contenido e impacto sobre la labor supervisora del banco de España*”: Banco de España: *Estabilidad Financiera*, NÚM. 15, pp. 75-97.

VII Estudio de la Gestión del Riesgo de Crédito en España. Primavera 2014. Observatorio de Cash Management .Crédito y Caución, IE Cash Management, Iberinform. Disponible en:

http://www.creditoycaucion.es/ServletGestorAlmacenamiento?id=94+3+ICM4+CMLS18+CM_WEB_ADJ_CYCNEWS59+26+A1001001A14E28B62226B2029018+A14E28B62226B202901+14+1043 (Último acceso: 16 marzo 2015)

Weber, O. (2012), Environmental Credit Risk Management in Banks and Financial Service Institutions, Business Strategy and the Environment, Vol. 21, Núm. 4, pp. 248–263.