

Los riesgos en operaciones internacionales y su cobertura

JORDI MARTÍ PIDELASERRA
Universidad de Barcelona

Fecha de recepción: 24-09-2017
Fecha de aceptación: 03-12-2017

RESUMEN

La realización de una inversión en el extranjero implica asumir más incertidumbres que en una doméstica.

El documento define los conceptos de seguro y cobertura. Así, por cada uno de los riesgos especificados, se explica si puede asegurarse, si puede hacerse una cobertura o las formas prácticas, que habitualmente se usan, para mitigar sus efectos adversos.

Las inversiones en el extranjero presentan una mayor dificultad que las domésticas en su primera fase, cuando se tiene que adquirir la inversión. Se estudia todo el proceso de identificación, negociación y liquidación que es necesario recorrer para garantizar que la inversión se llevará a cabo.

Seguidamente se estudia la fase de explotación de la inversión en el extranjero, en la que aparecen riesgos internos a la propia operativa de la inversión, riesgos derivados de los mercados en los que se relaciona la inversión, donde destaca el riesgo cambiario, y los riesgos de contraparte.

Finalmente se trata la fase de extinción de una inversión. Fase que en el entorno doméstico tiene repercusiones importantes y que en el ámbito extranjero todavía genera más responsabilidades y más allá del momento en el que la inversión deja de ser explotada.

Clasificación JEL: G30, M41

PALABRAS CLAVE

Riesgo, seguro, cobertura, inversión extranjera.

ABSTRACT

A foreign investment implies more uncertainties than a domestic one. The foreign scenario has to be studied according to all the common elements and differentials between each other. In this way, the risk factors that damage the profitability of an investment can be determined.

The document defines the concept of insurance and hedge. Thus, for each of the specified risks, it is explained if it can be assured, whether it can be hedged or the practical ways that are usually used to mitigate its adverse effects.

All this process incorporates the relationship with many agents, which forces to manage complex information. In the delimitation of the responsibilities of each of the agents, the risks that must be assumed can be discovered.

Next step is the managing phase of the foreign investment, Here, there are risks related to internal operations, risks derived from the markets where the investment relates,. Here the exchange risk stands out. And finally a counterparty risk.

Last step is the phase of extinction of an investment. Phase that has a significant impact on the domestic environment and that, at the foreign level, it still generates more responsibilities and beyond when the investment ceases to be operated.

Classification JEL: G30, M41

KEYWORDS

Risk, assurance, hedge, foreign investmens.

1. Introducción

Cuando una entidad quiere hacer inversiones en el extranjero surgen algunas reticencias por los riesgos que puede generar el hecho de actuar en un país no tan conocido como el de residencia. El desconocimiento en profundidad de la legislación, un contexto económico diferente, la utilización

de divisas alternativas a las habituales, generan preguntas que pueden hacer dudar de la viabilidad de la actividad que se quiere desarrollar.

Para afrontar estas cuestiones es necesario hacer algunas definiciones previas que ayuden a centrar el problema. En primer lugar debemos definir qué es una inversión y a continuación lo que entendemos por riesgo.

2. Definiciones

Una inversión es la colocación de una cantidad de recursos (pueden ser monetarios o no) en una actividad que tiene que generar flujos de efectivo futuros. Esto en terminología contable significa que con estos recursos se pasa a controlar un activo. Por tanto, **una inversión supone adquirir (a cambio de una cantidad de recursos) la capacidad de controlar unos flujos de efectivo futuros.**

En este punto, debemos destacar que el término *control* supone aceptar la división de la propiedad según el derecho romano entre nuda propiedad y usufructo. El control de flujos de efectivo futuros implica disfrutar del usufructo del activo. Obtener la nuda propiedad adicionada al usufructo daría una plena propiedad del activo.

Si solo se dispone de la nuda propiedad, la inversión solo se podrá considerar como tal si la transmisión de este derecho generará algún flujo de efectivo futuro. En consecuencia, no es nada evidente que la adquisición de la nuda propiedad sea siempre una inversión.

El que estos flujos de efectivo se tengan que conseguir en el futuro genera algunas incertidumbres. Se puede dudar sobre la cantidad y el momento en el que los flujos se generarán. Esta falta de determinación comporta la necesidad de definir lo que se entiende por riesgo.

Riesgo es la probabilidad de perder. En el caso de las inversiones, la probabilidad de que no se puedan obtener las cantidades de flujos de efectivo futuros es una manera de cuantificar la incertidumbre. Pero el riesgo se mide con más precisión por la probabilidad de que los flujos futuros sean inferiores a los esperados.

La existencia de riesgos no implica una asunción pasiva de la aleatoriedad, al contrario, una inversión necesita una actitud proactiva para impedir la insolvencia. Esto implica tener mucho cuidado con todas las variables que afectan a la inversión y una contratación de seguros para cubrir los fenómenos no deseados, los que generan riesgos.

2.1. Seguros y coberturas

Si observamos la Ley de Contrato de Seguro (Ley 50/1980, de 8 de octubre), establece:

«ARTÍCULO 1

El contrato de seguro es aquel por el que el asegurador se obliga, mediante el cobro de una prima y para el caso de que se produzca el evento cuyo riesgo es objeto de cobertura a indemnizar, dentro de los límites pactados, el daño producido al asegurado o a satisfacer un capital, una renta u otras prestaciones convenidas».

Este artículo permite trabajar con una definición bastante clara de qué es un seguro. Por tanto, queda claro que solo se puede asegurar cuando se encuentra un asegurador (una contraparte) que se obliga. Muchas veces no se encuentra contraparte y entonces no es posible el contrato de seguro. Otras veces podemos encontrar contraparte, pero esta no acepta quedar obligada por contrato.

Cuando no es posible el contrato de seguro, entonces lo que se puede hacer es buscar una cobertura. Una operación de cobertura no queda muy definida en el Plan General de Contabilidad, pero sí bien descrita:

«Coberturas contables

Mediante una operación de cobertura, uno o varios instrumentos financieros, denominados instrumentos de cobertura, son designados para cubrir un riesgo específicamente identificado que puede tener impacto en la cuenta de pérdidas y ganancias, como consecuencia de variaciones en el valor razonable o en los flujos de efectivo de una o varias partidas cubiertas».

El Plan General de Contabilidad explica que para hacer una cobertura eficaz hay que identificar específicamente cuál es el riesgo que cubrir y cuáles son los instrumentos de cobertura que se utilizarán. Sin más consideraciones, contempla los instrumentos de cobertura como instrumentos financieros. Naturalmente los instrumentos financieros no son contratos de seguro, tienen otras finalidades pero se pueden utilizar para compensar las pérdidas probables de un riesgo.

Con estos datos se puede definir:

Cobertura de un riesgo: Delimitación de las pérdidas que se quieren evitar por haberse producido un determinado fenómeno.

Instrumentos de cobertura: Instrumentos financieros que permitirán generar unas ganancias que compensen las pérdidas producidas por el fenómeno que genera riesgo.

La cobertura, utilizando los instrumentos financieros, permite conseguir unas compensaciones, como si fuera la indemnización por el siniestro que paga la compañía de seguro, sin tener una contraparte directamente involucrada y obligada. Para entender correctamente esta situación es necesario utilizar el gráfico que se muestra en la figura 1.

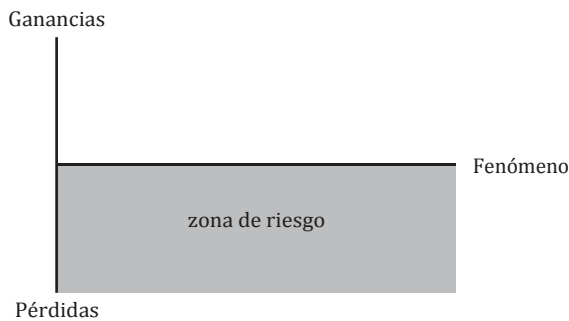


Figura 1. Representación seguros.

Si no se produce ninguna contratación de un seguro o no se construye una operación de cobertura, la aparición de un fenómeno de riesgo puede generar pérdidas. Dependiendo de la intensidad del fenómeno, las ganancias se van consumiendo. La función de resultados atravesará de la zona de ganancias hasta la zona de pérdidas (figura 2).

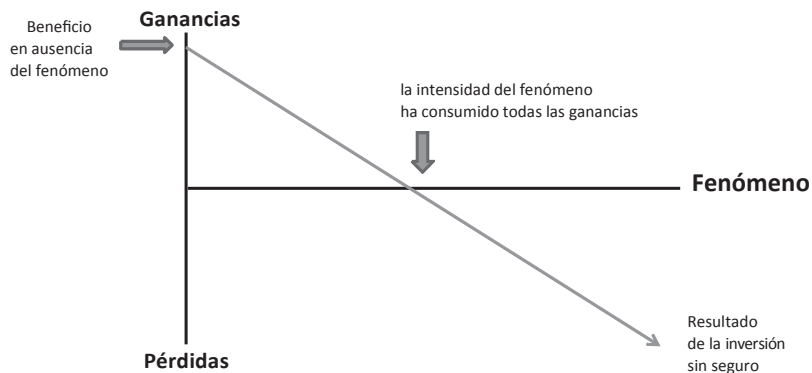


Figura 2. Representación resultados inversión arriesgada.

Cuando se contrata un seguro hay que pagar un precio, denominado prima. Este coste reduce las ganancias y crea una nueva función de resultados (figura 3).

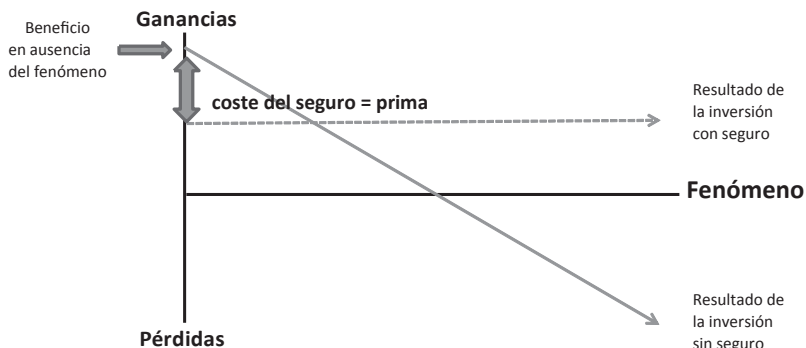


Figura 3. Representación gráfica de una inversión asegurada.

Una operación de cobertura tiene que compensar las pérdidas combinando los resultados de los instrumentos financieros utilizados. Esto supone la aparición de dos funciones de resultados en el gráfico, la línea que representa los beneficios de la inversión y la línea que representa los beneficios de los instrumentos financieros de cobertura (figura 4).

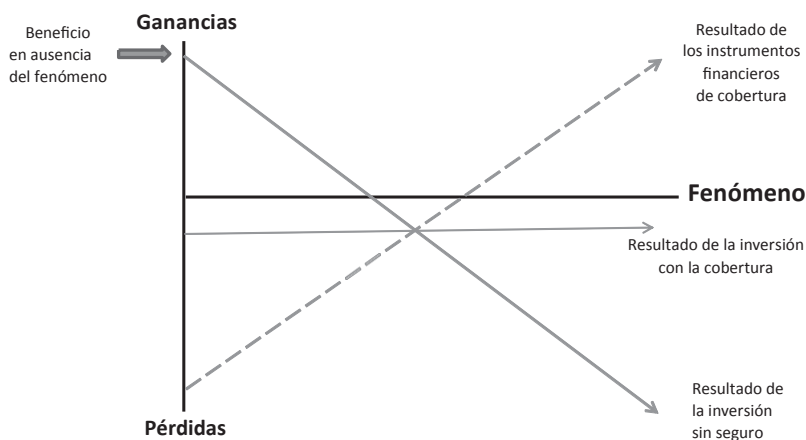


Figura 4. Representación gráfica de una inversión con cobertura no eficaz.

En este caso, la cobertura ha costado más de lo que tocaba y el resultado final ha sido que las ganancias de la inversión no han podido compensar

las pérdidas de los instrumentos financieros de la cobertura. El resultado conjunto de la operación cubierta es de pérdidas. En este caso se considera que la cobertura no ha sido eficaz.

Una cobertura eficaz tendría que situar la función resultante de la inversión con cobertura en la zona de ganancias (figura 5).

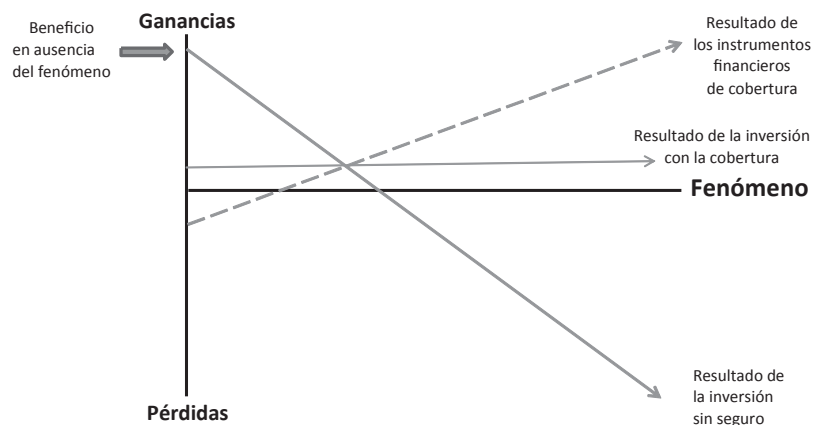


Figura 5. Representación gráfica de una inversión con cobertura eficaz.

La cobertura podría considerarse eficaz aunque no diera beneficios. Solo con que la resultante se sitúe por encima de la línea de beneficio igual a cero, ya se habrían eliminado las pérdidas provocadas por el riesgo de ocurrencia del fenómeno.

Como se puede ver en el gráfico, una cobertura eficaz da los mismos resultados que una operación asegurada.

Una vez planteados los conceptos de seguro y cobertura, hay que continuar estudiando las inversiones, desde el punto de vista de gestionar correctamente todos los elementos que tienen que conducir al éxito. Es necesario administrar y organizar muchas variables para que los flujos esperados se produzcan en cantidades y momentos esperados.

2.2. Variables de una inversión

Pero para estudiar el riesgo en profundidad hay que ir entrando en el análisis de todos los detalles de una operación de inversión. Se deberán observar, desde todos los puntos de vista posibles, los procesos, fases, variables y los agentes que intervienen en las inversiones.

2.2.1. Agentes

Los procesos en los que se dan inversiones son procesos de relaciones sociales humanas. Por tanto, hay que estudiar cuáles son los agentes que intervienen en una inversión. En el entorno de colectivos con una alta seguridad jurídica, los agentes pueden ser entidades que no son personas físicas. En consecuencia pueden ser agentes que intervienen en las inversiones tanto personas físicas como asociaciones de estas en forma de persona jurídica.

En toda inversión hay un **comprador: el que adquiere el control de flujos de efectivo futuros**. A este se le reserva el calificativo de «inversor».

Si hay un comprador, también deberá haber un **vendedor: el que cede el control de flujos de efectivo futuros**. A este se le debería llamar «desinversor», pero este término no se utiliza.

2.2.2. Fases

Para poder entender convenientemente todos estos flujos, hay que subdividir el proceso de inversión en procesos más concretos. Cada proceso tiene que explicar el conjunto de interacciones que hay en las diferentes fases por las que pasa una inversión.

Las fases se pueden ordenar cronológicamente:

1. Fase de adquisición de la inversión.
2. Fase de explotación de la inversión.
3. Fase de extinción de la inversión.

2.2.2.1. Fase de adquisición

La primera fase que se puede estudiar es la de adquisición del derecho de control de los flujos de inversión. Esta fase puede tener muchas variantes, pero el esquema básico que la configura pasa por tres procesos:

- Identificación.
- Negociación.
- Liquidación.

Identificación

En cuanto al proceso de identificación, este tiene que cubrir dos grandes objetivos:

- a) identificar correctamente al tenedor del derecho de control de flujos de efectivo,
- b) comprobar que tiene capacidad legal para transmitirlo.

Cuando se trata de la adquisición de derechos, que se negocian en mercados organizados (por ejemplo, una bolsa de valores), es responsabilidad del propio organizador del mercado garantizar que todo lo que se está transmitiendo en las sesiones de negociación está correctamente identificado y el que lo transmite es legalmente responsable de su actuación. Aun así, en países con poca seguridad jurídica, pueden aparecer dudas razonables sobre la capacidad de cumplimiento de los responsables del mercado. Por tanto, surgirán incertidumbres que en inversiones domésticas estarían totalmente controladas.

Negociación

La segunda fase hace referencia a la delegación de poderes que hacen comprador y vendedor para que expertos en la negociación lleguen a un acuerdo que materialice la transferencia del control sobre los flujos de efectivo futuros. Solo si hay transferencia del control, puede considerarse la negociación exitosa. Si no se llega a la transferencia, las negociaciones no habrán conseguido su objetivo.

El precio es la traducción en unidades monetarias del acuerdo de transferencia del control de los flujos de efectivo. Solo hay precio si se ha intercambiado el activo desde el vendedor hasta el comprador.

Liquidación

Una vez los negociadores han llegado a un precio (sea más o menos publicitado) hay que liquidar, hay que hacer efectiva:

- la transmisión física del activo y
- la transmisión de la contraprestación (que puede ser monetaria o en especies).

Se trata de dos procesos que pueden darse simultáneamente o bien con diferimientos en el tiempo. Este es uno de los puntos en los que los negociadores tienen que trabajar. El acuerdo de transmisión debe explicar claramente las condiciones de liquidación: dónde, cuándo y a través de qué agentes liquidadores se perfeccionará la transferencia del control de los flujos de efectivo.

Habitualmente, en los países occidentales, las legislaciones de prevención de blanqueo de capitales y las medidas tributarias dejan poco margen de maniobra a la hora de diseñar liquidaciones originales. Normalmente se solicita la intervención de fedatarios públicos, que tienen que garantizar la legalidad de la transmisión; la intervención de entidades financieras, que tienen que garantizar la trazabilidad de las contraprestaciones monetarias, y la intervención de las autoridades tributarias, que grabarán las plusvalías generadas por la transmisión del activo.

A partir de esta exposición se puede empezar a detectar una serie de riesgos que debe saberse asegurar o cubrir:

Riesgos en la fase de adquisición

Riesgo de contraparte: Pérdida probable provocada por no identificar correctamente el tenedor y el controlador de los flujos de efectivo que se tienen que adquirir.

No hay seguros directos sobre esta incertidumbre. Este riesgo solo se puede mitigar contratando agentes que garanticen la correcta identificación del comprador y el vendedor. El primero con capacidad para pagar y el segundo con capacidad para transmitir flujos de efectivo comprometidos.

Los agentes contratados deben tener seguros de responsabilidad civil que puedan garantizar que cualquier error en su gestión de identificación será compensada adecuadamente.

Riesgo de identificación del activo: Pérdida probable provocada por no identificar correctamente los flujos de efectivo que conforman el activo que se quiere adquirir.

El activo debe generar flujos de efectivo, pero tiene que ser un bien o un derecho con una trazabilidad de su propiedad o control. Por tanto, hay que especificar correctamente si es un activo material o inmaterial, demostrar que se conoce la legalidad de quien tiene el control y la legalidad de su transmisión hacia el nuevo inversor. Una vez estos elementos son aceptados por las partes, es necesario asegurar que las cantidades de efectivo y los momentos en los que tienen que transmitirse quedan perfectamente establecidos.

Este riesgo solo se puede mitigar contratando asesores que, con los correspondientes seguros, se hagan responsables de las compensaciones pertinentes, si no han actuado con suficiente diligencia cuando han identificado el activo.

Riesgo de negociación: Pérdida probable provocada por no lograr un acuerdo en la negociación.

Aquí se incluyen todos los costes que suponen los honorarios de los negociadores y los costes indemnizatorios cuando se ha considerado nece-

sario sustituir los negociadores previamente contratados. Este riesgo sí que no se puede asegurar y los negociadores, si no se llega a un acuerdo de precio, no tendrán ninguna responsabilidad que sus seguros de cariz civil puedan compensar.

Riesgo de iliquidez: Pérdida probable provocada por no conseguir transmitir el control de flujos de efectivo o por no conseguir hacer efectiva la contraprestación acordada.

En otras palabras, sería el coste de no poder sufragar el precio. Este riesgo se puede asegurar mediante una:

Operación de crédito documentario: Donde las entidades financieras del comprador y el vendedor se transmiten información sobre la capacidad de pago y condiciones de entrega del activo y de la contraprestación.

Operación de *confirming*: Donde la entidad financiera del comprador comunica al vendedor la fecha en la que se hará efectiva la contraprestación.

2.2.2.2. Fase de explotación

Una vez el comprador dispone del derecho de control sobre los flujos de efectivo, debe conseguir que estos se generen bajo su responsabilidad. Esto significa que el comprador tendrá que diseñar y ejecutar toda la operativa para que el activo adquirido esté en funcionamiento.

En este sentido siempre habrá previsiones (más bien o mal hechas) sobre cómo tienen que comportarse los flujos de efectivo futuros. Esto supone trabajar con las siguientes:

Variables:

Si se quiere estudiar una inversión, hay que tener en cuenta tres elementos que pueden ir variando:

- a) La cantidad de recursos necesarios para obtener el control de los flujos de efectivo futuros.
- b) La cantidad de flujos de efectivo futuros.
- c) El momento en el que los flujos de efectivo se podrán controlar.

Si los datos sobre estos tres elementos no presentan incertidumbres, estaremos ante una inversión en régimen de certeza y su riesgo será cero. Si por el contrario hay incertidumbres en uno u otro de estos elementos, estaremos ante una inversión arriesgada y será necesario cuantificar los riesgos.

Para poder cuantificar hay que establecer unas:

Unidades de medida

Con estas unidades se medirán las variables. En el caso de las inversiones realizadas en el extranjero, esta definición de las unidades de medida adquiere una trascendencia mayúscula. Habitualmente las variables se miden en unidades monetarias. Al tratar inversiones extranjeras, las unidades monetarias de medida acostumbrarán a ser diferentes para el comprador y el vendedor. Esta diferencia complicará todas las fases de la inversión y puede darse que varios agentes deseen trabajar con unidades monetarias diferentes.

Las unidades de medida podrían no ser monetarias, pero tienen un inconveniente: la dificultad de comparación.

Riesgos de la fase de explotación:

Si las inversiones se pueden cuantificar, teniendo en cuenta los comentarios hechos sobre las variables y las unidades de medida, entonces también se puede entrar en la cuantificación de los riesgos de esta fase. Estos riesgos pueden ser:

Riesgo operacional: Pérdida probable provocada por no conseguir generar flujos de explotación en volumen y tiempo, debido a problemas técnicos y laborales que impiden operar tal y como se había previsto.

Se trata de garantizar el principio de empresa en funcionamiento. Aquí es necesario diferenciar los problemas de origen interno y los de origen externo.

- **Riesgo operacional de origen externo:** Pérdida probable provocada por situaciones externas a la generación de los flujos, como pueden ser catástrofes naturales, incendios, inundaciones, fallos en los suministros, etc. Accidentes que provocan la paralización del proceso de generación de flujos de efectivo.

La mayoría de estas adversidades se pueden asegurar mediante la contratación de pólizas con compañías de seguros. Las indemnizaciones aportadas por estos seguros deberían financiar la sustitución de todos los elementos malogrados por el accidente y los flujos que no se han generado debido a la paralización de la actividad habitual.

- **Riesgo operacional de origen interno:** Pérdida probable provocada por fallos internos en la generación de los flujos.

Uno de los orígenes puede ser técnico, provocado por no tener las instalaciones en las condiciones de mantenimiento adecuadas y otro puede provenir de no tener el entorno laboral en condiciones.

- **Riesgo operacional interno técnico:** Los responsables operativos tienen que hacer los trabajos de mantenimiento para que se puedan realizar correctamente todas las operaciones. El incumplimiento de las indicaciones preestablecidas para conseguir que el activo esté siempre en condiciones óptimas es un riesgo que no se puede asegurar y que implica una organización interna, responsabilidad del controlador de los flujos.
- **Riesgo operacional interno laboral:** Pérdida probable provocada por paradas en el proceso de generación de flujos de efectivo, debida a no mantener los ritmos de trabajo presupuestados.

Riesgo reputacional: Pérdida probable provocada por la falta de confianza que genera el comprador de flujos de efectivo, el inversor.

Este riesgo se puede subdividir en dos apartados, el riesgo derivado del cumplimiento normativo y el riesgo derivado de la imagen pública.

- **Riesgo de incumplimiento normativo:** Pérdida probable provocada por no cumplir las normas civiles, mercantiles, tributarias, laborales. Las pérdidas derivadas del incumplimiento pueden ser sanciones, indemnizaciones y condenas. El incumplimiento se puede dar en el país en el que tiene la residencia el inversor o en el país en el que se generan los flujos. Cualquiera de estas eventualidades afectará negativamente a los flujos esperados.

El inversor no puede asegurar este riesgo dado que, teóricamente, depende de su voluntad cumplir o no cumplir. Mitigar los efectos solo se hará mediante la contratación de unos buenos asesores legales. Las responsabilidades civiles de estos pueden compensar algunas pérdidas, si se demuestra la negligencia.

Dependiendo de los países, el cumplimiento normativo puede ser muy difícil; por la proliferación de normativa, por la ausencia de la misma y por la falta de estructuras judiciales competentes.

- **Riesgo sobre la imagen pública:** pérdida probable provocada por la mala imagen transmitida sobre los medios de comunicación.

Este riesgo puede estudiarse más por sus efectos que por sus orígenes que pueden ser muy variados. Los inversores utilizan los medios de comunicación para conseguir la mejor venta y distribución de sus productos. En estos medios pueden aparecer campañas negativas que hundan la imagen que se ha querido comunicar.

Los efectos negativos sobre los flujos esperados pueden provenir de:

- **Boicots** sobre las ventas o sobre los suministros. La caída de las ventas o los sobrecostes para encontrar otros proveedores reducirán el volumen de flujos de efectivo que la inversión puede generar.
- **Indemnizaciones:** Los contratos que permiten controlar flujos de efectivo pueden contener cláusulas que obliguen a pagar indemnizaciones a *sponsors* cuando la inversión o, incluso, el inversor se ven inmersos en una campaña de comunicación negativa. Incluso, las Administraciones públicas pueden ejercer derechos de retracto cuando se dan circunstancias de pérdida de imagen.

No hay seguros contra estas campañas. Su efecto solo puede prevenirse contratando agencias de comunicación especializadas en contracampañas. Normalmente los inversores contratan compañías que gestionan la publicidad y lo hacen de forma positiva. Cuando aparece una campaña de desprestigio, hay que encargar un plan de comunicación *ad hoc*, y esto solo lo saben hacer unas pocas entidades.

Riesgo de mercado: Pérdida probable provocada por no conseguir generar flujos de explotación en volumen y tiempo, debido a una evolución adversa de los precios de los elementos necesarios para operar tal y como se había previsto.

Aprovechando la normativa que las entidades aseguradoras se han obligado a seguir para garantizar su capacidad de hacer frente a los compromisos adquiridos con los asegurados, titulada Solvencia II, podemos estudiar con detalle las componentes de este riesgo de mercado:

- **Tipos de interés:** Pérdida probable provocada por una variación de los tipos de interés que pueda disminuir los flujos de efectivo esperados o su valoración.

Este es un riesgo que afecta principalmente al comprador, al inversor. La contraprestación para adquirir flujos de efectivo precisa de una financiación y el inversor tiene que contar con los costes que esto representa. Pueden ser costes explícitos cuando la financiación proviene de terceros y debe pagarse intereses, pero también pueden ser costes implícitos cuando la financiación es propia.

En cualquier caso, una subida de los tipos de interés implicará tener que hacer frente a unos costes adicionales por la financiación aportada para adquirir la inversión. Esto puede suponer que una parte de los flujos que se esperaban se tengan que trasladar a las entidades financieras y no queden a disposición del inversor.

Siguiendo el mismo caso de la subida de tipo de interés, puede produ-

cirse una disminución en la valoración actual de los flujos de efectivo esperados. Es decir, cuanto más alto es el tipo de interés, menos valor actual.

De ello se infiere que el verdadero riesgo de tipo de interés es el que provocan las subidas. Habitualmente no se habla de pérdidas producidas por las bajadas de tipos de interés. A pesar de ser posibles si se dan ciertas condiciones, a menudo muy extrañas, los movimientos a la baja de los tipos pueden ocasionar pérdidas.

Cuando no se ha elegido la financiación a un tipo fijo, o este no se ha ofrecido por parte de las entidades financieras, la financiación obtenida generará más costes si los tipos van al alza. El riesgo, cuando el inversor está financiado a un tipo variable, es que suban los tipos, que sean más caros.

Las evoluciones contrarias a la evolución esperada o a la valoración de los flujos se pueden asegurar o generar operaciones financieras de cobertura. Normalmente son las mismas entidades financieras las que organizan operaciones de cobertura utilizando:

– **Swaps o permutas financieras:** El comprador de flujos de efectivo futuros permuta el tipo de interés, que le cobra una entidad financiera, por otro tipo de interés que aporta un tercero que recibe financiación por parte de otra entidad.

Tanto el comprador de los flujos futuros, el inversor, como el tercero intercambian sus tipos de interés y así, cada uno considera haberse cubierto contra las evoluciones no deseadas de los intereses futuros.

– **Futuros financieros:** El inversor se dirige hacia un mercado organizado en el que se compran y vendan contratos de futuros financieros. Estos mercados obligan al comprador del contrato a pagar una cantidad de dinero en un momento futuro. Simultáneamente obligan al vendedor del contrato a cobrar una cantidad de dinero en un momento futuro.

La cantidad de dinero dependerá de la evolución de los tipos de interés. Así, comprando y vendiendo estos derechos sobre cantidades futuras, se puede cubrir el riesgo de que los tipos evolucionen en contra de los deseos de cada una de las partes.

– **Opciones sobre tipos de interés:** Del mismo modo que hay mercados de futuros financieros, también hay mercados de opciones sobre tipos de interés. En estos mercados se compran y se venden opciones de compra (denominadas *call*) y opciones de venta (denominadas *put*). Estos mercados generan la misma cobertura que los de futuros, pero los instrumentos financieros son diferentes.

En el mercado de opciones, los contratos de compra, las *call*, no obligan a nada, solo dan derecho a cobrar. Por el contrario, los contratos de venta, las *put*, solo obligan, no dan derecho a nada.

Mediante una combinación de compras de *call* y ventas de *put*, el inversor puede cubrirse contra las subidas de los tipos de interés no deseadas. Cambiando la estrategia de compraventa de *call* y *put*, puede generarse una cobertura contra la bajada de los tipos, si fuera el caso.

Utilizando estos instrumentos financieros, el inversor puede reducir, e incluso eliminar, el riesgo de una evolución desfavorable del tipo de interés.

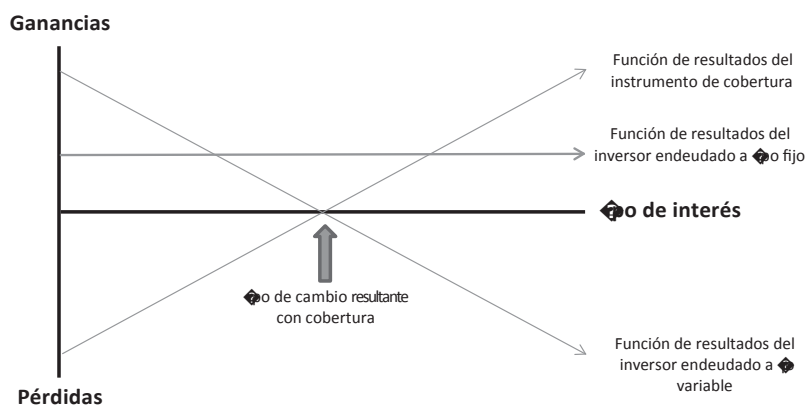


Figura 6. Riesgo de tipos de interés.

- **Margen:** Pérdida probable provocada por una evolución de los precios y costes que genera un menor importe de los flujos de efectivo esperados.

Cuando se habla de flujos de efectivo, en muy pocas ocasiones se estudia cuál es su génesis. Por suerte, la contabilidad nos permite estudiar la trazabilidad del dinero y saber con precisión que las inversiones generan entradas de efectivo a partir de una función de ventas. Por tanto, cuando se adquiere una inversión, se ha de conocer muy bien cuál es la función de ventas que tendrá que gestionar. Esto es todavía más exigente cuando la función de ventas se da en un país que no es el doméstico, con públicos diferentes, culturas diferentes y con legislaciones diferentes.

Aun así, podría darse el caso de que los flujos no vinieran de una función de ventas. Pero son situaciones mucho menos frecuentes. Por

ejemplo, las entradas de efectivo podrían venir de subvenciones públicas o, en el caso de entidades sin ánimo de lucro, las entradas pueden provenir de donaciones.

Por tanto, el riesgo de margen está indicando la pérdida probable provocada por una menor entrada de efectivo o una mayor salida de efectivo, originada por las operaciones de fabricación o producción de lo que se debe vender. Se trata de un riesgo de margen operativo. Este riesgo es muy complejo y es necesario continuar estudiándolo, mediante el análisis de cada una de las variables (nos centramos en los ingresos por ventas; los ingresos por subvenciones y donaciones siguen el mismo esquema).

– Ventas ordinarias: Las conseguidas mediante la entrega de los bienes o servicios producidos en la fase de explotación.

– Costes operacionales: Los que deberán satisfacerse para poder producir los bienes o servicios propios de la actividad social.

- **Divisas:** Pérdida probable que comporta trabajar en el país en el que se desarrolla la inversión, con una unidad monetaria diferente de la del país en el que reside el inversor. Se conoce también como riesgo cambiario, dado que depende del tipo de cambio entre las divisas que hay que negociar.

La pérdida se produce cuando la divisa, en la que se tienen que repatriar los flujos de efectivo, se devalúa respecto a la divisa doméstica. Esto supone introducir, dentro del modelo de valoración de flujos de efectivo futuros, una nueva variable que es el tipo de cambio.

Para evitar esta pérdida puede contratarse un seguro de tipo de cambio. Este contrato lo ofrecen más las entidades bancarias que las compañías de seguros. Consiste en el compromiso de compra (o de venta) de un determinado número de divisas a un tipo de cambio establecido respecto a la unidad monetaria doméstica en un momento futuro también especificado.

El mercado de divisas ofrece continuamente precios de compra y precios de venta. Las entidades bancarias pueden conseguir mejores precios que los particulares debido a su posición mayorista. La diferencia entre el precio del mercado y el precio ofrecido a quien busca el seguro es el margen que puede ganar la entidad bancaria que ofrece el seguro del tipo de cambio.

En algunos casos, el seguro de tipo de cambio no se puede hacer, bien sea porque una divisa no cotiza en el mercado, o porque los volúmenes no son asegurable, o porque no hay ninguna entidad que quiera ofrecer este contrato. Por unas u otras razones, los mercados financieros ofrecen *swaps*, futuros y opciones sobre tipos de cambio. Por tan-

to, el riesgo del tipo de cambio se puede cubrir utilizando estas operaciones financieras de forma alternativa al seguro de cambio.

En consecuencia, se puede afirmar que, en una operación de inversión en el extranjero, el riesgo de tipo de cambio es el riesgo con más posibilidades de seguro o cobertura.

Los tipos de cambio podrán formarse, en cada momento, en los mercados, pero los inversores pueden haberlos determinado al inicio de la operación, mediante el seguro o la cobertura. Así, las divisas no deberían ser un problema para abordar el análisis de una inversión en el extranjero.

En la evolución del tipo de cambio pueden intervenir diferentes factores que se pueden englobar en dos clasificaciones: riesgos económicos y riesgos sociales (también llamado riesgo país).

Riesgos económicos: Pérdida probable del tipo de cambio de la moneda doméstica respecto a otras divisas, por el mal comportamiento de las magnitudes macroeconómicas.

Entre las magnitudes macroeconómicas, las que afectan de una manera más directa al tipo de cambio son las que están relacionadas con la deuda pública (tipo de interés de la deuda, calidad de la deuda) y las que hacen referencia al diferencial de inflación entre los países (paridad del poder de compra).

Riesgo país: Pérdida probable del tipo de cambio de la moneda doméstica respecto a otras divisas por la inestabilidad social del país.

Se trata de evaluar si el país del que tienen que surgir los flujos de efectivo futuros puede mantener una estabilidad que garantice que estos importes se darán según lo que se ha previsto. Esta estabilidad depende de variables muy diversas y sería necesario un análisis detallado para entender el alcance del riesgo país, así se podría subdividir en:

Riesgo político: Pérdida probable provocada por la inestabilidad en las instituciones que gobiernan las Administraciones públicas.

Riesgo de catástrofes: Pérdida probable provocada por la aparición de graves accidentes con unos costes insostenibles por las finanzas del país. Estas catástrofes pueden tener origen:

Natural: Siniestros provocados por fenómenos de la naturaleza que generan pérdidas humanas, animales y materiales.

Industrial: Siniestros provocados por accidentes derivados de la actividad inversora que pueden afectar a seres humanos, recursos materiales y especialmente al medio ambiente.

Riesgo de inseguridad: Pérdida probable provocada por un in-

cumplimiento de la normativa o por falta de esta. En este concepto también sería necesario subdividir entre varias inseguridades:

Ciudadana: Pérdidas provocadas por ciudadanos que no cumplen con la legislación sobre la propiedad y la vida.

Alimentaria: Pérdidas provocadas por incumplimientos de la legislación sobre trazabilidad y producción alimentaria.

Sanitaria: Pérdidas provocadas por incumplimientos de la legislación sobre la sanidad de las personas y los animales.

Jurídica: Pérdidas provocadas por la carencia de separación de poderes entre legislativo, ejecutivo y judicial.

- **Concentración:** Pérdida probable por la rotura de la libre competencia.

La pérdida se produce cuando los flujos de efectivo esperados se reducen por culpa de un proceso de oligopolio o monopolio. Un inversor puede adquirir una expectativa de flujos futuros en un entorno cuando reina la libre competencia. Si el entorno presenta alguna de las imperfecciones vinculadas al monopolio, el oligopolio o la competencia monopolística, entonces es probable que los mercados queden controlados por individuos capaces de fijar los precios. En esta situación, los flujos esperados pueden verse seriamente amenazados. Contra este riesgo no hay procesos de seguro o cobertura. Solo las autoridades de defensa de la competencia pueden verificar que los precios no se alteran por colusiones de intereses.

2.2.2.3. Fase de extinción de la inversión

Cuando se llega al final de la vida útil de la inversión, es necesario cerrar todas las posiciones que estén abiertas. Esto significa que una vez dejan de generarse flujos de efectivo, hay que asegurarse de que no surjan reclamaciones o responsabilidades futuras.

Una vía de extinción de responsabilidades es por la transmisión, la venta, de la inversión todavía en funcionamiento a una tercera persona o entidad. En este caso, el nuevo inversor tendrá que subrogarse a todas las obligaciones que el inversor primario haya contraído. Si no es así, quiere decir que habrá una separación de responsabilidades que tiene que explicitarse muy cuidadosamente en el contrato de compraventa.

Ya sea por venta, o por agotamiento de los flujos de efectivo, hay que tener en cuenta estos conceptos para poder concluir una inversión:

Valor residual

Cuando las inversiones dejan de ser activas, entonces se tienen que liquidar. Puede darse el caso de que haya un valor residual positivo. Es decir, que los activos, ya sin capacidad de ser explotados, pueden ser vendidos por una cantidad mínima. Habitualmente, se pueden conseguir los últimos flujos de efectivo por chatarra o por subutilización. Pero las normativas medioambientales hacen que reciclar determinados activos tenga unos costes que pueden superar el valor residual.

Cuando se presupuestan flujos de efectivo, hay que tener en cuenta esta eventualidad del valor residual negativo. Un correcto análisis de una inversión y sobre todo de las realizadas en el extranjero tienen que comportar presupuestos sobre estas contingencias.

Responsabilidades tributarias

Las responsabilidades con las autoridades tributarias se alargan más allá de la vida útil de los activos. Esto supone asumir riesgos más allá de la última generación de flujos de efectivo. Para asegurar esta probable pérdida, es necesario dotar provisiones.

Responsabilidades laborales

En el mismo sentido que en el ámbito tributario, también en el laboral las responsabilidades trascienden los límites de la vida útil de los activos. Por lo tanto, también hay que dotar provisiones para ahorrar fondos que hagan posible mitigar las pérdidas por este riesgo.

Extinguir totalmente una inversión no es una actuación que surge automáticamente cuando se acaba la vida útil de los activos (tangibles o intangibles) que la conforman. La falta de generación de flujos no quiere decir que la inversión se haya acabado. Es responsabilidad del inversor verificar que queda libre de toda responsabilidad. En la mayoría de los casos, hace falta la intervención de profesionales altamente cualificados para garantizar que este proceso se ha realizado correctamente.

3. Conclusiones

El estudio de las inversiones en el extranjero comporta controlar muchos más factores que en una inversión doméstica. Cuando se realizan inversiones en el propio país, se descuida el control sobre algunos elementos,

ya que el conocimiento sobre la realidad jurídica, tributaria, laboral, mercantil le permite una confianza que no se halla cuando los flujos monetarios cruzan fronteras.

Muchos riesgos se pueden asegurar, otros se pueden cubrir y los que resulten imposibles o inviables de asegurar o cubrir es necesario mitigarlos. En la medida del riesgo que se pueda asumir, hay que intentar presupuestar todos los escenarios y, por lo tanto, hay que subdividir la inversión en partes más pequeñas, partes que sean controlables.

Habrà que estudiar, con mucha minuciosidad, la adquisición, explotación y liquidación de la inversión en el extranjero para no olvidar ninguna variable que pueda hundir los presupuestos.

En cada una de estas fases habrá que subdividir los riesgos asegurables de los que no lo son, los riesgos que se pueden cubrir de los que no, y siempre habrá que identificar los agentes responsables de conducir la inversión en cada fase. Habrà que explicitar las responsabilidades de los negociadores, liquidadores, comerciales, trabajadores, proveedores, clientes; en definitiva, será necesario un mapa de riesgos de los *stakeholders*.

Una vez hecho todo esto, empezará el estudio de la rentabilidad. Si los flujos están bien asegurados, cubiertos, la inversión en el extranjero puede ser una inversión en un entorno de certeza. Si no se pueden asegurar o cubrir, la inversión precisará de simulaciones en diferentes escenarios y tendremos que tratar las rentabilidades con procesos estocásticos.

Referencias bibliográficas

- BESSIS, J. (2003) *Risk Management in Banking*, 2ª edición, John Wiley & Sons Baffins Lane, Chichester.
- BRINGAUD, V. et al. (2016) *Le retour d'expérience dans les organisations a risques entre action managerial*, Ecole des Mines, París.
- COMISIÓN EUROPEA (2015) Reglamento Delegado (UE) 2015/35 de la Comisión, de 10 de octubre de 2014, por el que se completa la Directiva 2009/138/CE del Parlamento Europeo y del Consejo sobre el acceso a la actividad de seguro y de reaseguro y su ejercicio (Solvencia II)-DOUE L 12, de 17 de enero de 2015.
- DASH, J. W. (2016) *Quantitative Finance And Risk Management: A Physicist's Approach*. Singapore, 2ª edición, World Scientific Publishing Co Pte Ltd., New Jersey.
- GISBERT, A (2017) *La Gestión Macroprudencial Bancaria: una propuesta de tres modelos de previsión de riesgos*, tesis doctoral dirigida por el Dr. Joan Ripoll, Universidad Abat Oliba-CEU, 26 de septiembre de 2017.

JEFE DEL ESTADO ESPAÑA (1980) Ley 50/1980, de 8 de octubre, de Contrato de seguros, BOE 17 de octubre de 1980, n. 250.

MINISTERIO DE ECONOMÍA Y HACIENDA DE ESPAÑA (2007) Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el Plan General de Contabilidad, BOE 20 de noviembre de 2010, n. 278. Revisión vigente desde el 18 de diciembre de 2016.



Asociación Catalana de Contabilidad y Direcció

Edif. Colegio de Economistas de Catalunya
Pl. Gal·la Placidia 32, 4ª planta – 08006 Barcelona
Tel.934 161 604 extensió 2019
info@accid.org – wwwaccid.org