

**Caso  
práctico**

# **Gestión de riesgos financieros, ¿amenaza u oportunidad?**

## ¿Cuáles son los riesgos a los que se enfrenta la dirección financiera de la empresa, cómo surgen y se materializan? A través de un caso práctico, damos respuesta a estos interrogantes y analizamos los instrumentos financieros más destacados para convertir los riesgos en una oportunidad



Jorge Torres Quilez

Profesor de la Universidad de Zaragoza

**T**ipos de interés, tipos de cambio, tasas de inflación e, incluso, cotizaciones de diversas *commodities*. ¿Qué singularidades semejantes evidencian estos indicadores financieros para que ejerzan sin diferenciación efectos de diversa magnitud entre economías domésticas y empresas? ¿Por qué resulta conveniente planificar adecuadamente su estudio y merece toda la atención practicarles un minucioso análisis? Todas estas variables contienen un común denominador, distintivo e inherente a esferas de naturaleza macroeconómica, que amenaza de manera indeterminada al conjunto de economías domésticas y empresas, con independencia de su dimensión y sector de ejecución. De la evolución y de las diferentes tendencias que adopten estas magnitudes económicas pueden pender sus márgenes financieros, quedando supeditados, en cierta medida, los niveles de sostenibilidad financiera a la libre oscilación de determinadas magnitudes financieras fluctuantes.

El conjunto de todos estos componentes financieros, que intervienen al margen del funcionamiento, de la cultura y *know-how* empresariales, de la distribución de la organización, de su estructura productiva y de los diferentes procedimientos administrativos que la sustentan, puede llegar a consumir de manera integral los recursos financieros de la totalidad de agentes económicos y, en último término, a comprometer la viabilidad futura de sus proyectos económico-financieros. En este sentido, los efectos que proyectan determinados mercados financieros, ilusoriamente alejados de los ámbitos de actuación de particulares y pequeñas empresas, pero cuyas consecuencias se injieren de manera directa sobre sus estados de liquidez, perturban explícitamente la estabilidad de los estados contables y la suficiencia empresarial en cualquier tipología de organización. En términos generales, la confrontación que tiene lugar entre oferta y demanda en los mercados financieros y el consiguiente establecimiento de los precios de estos activos, contribuye a acrecentar una dosis adicional de incertidumbre sobre la compleja coyuntura económica que estamos atravesando. Ingredientes de índole subjetiva, como las expectativas financieras que subyacen para cada activo, las perturbaciones aleatorias, los movimientos especulativos intrínsecos de los mercados, la propensión hacia la aceptación de mayores primas de riesgo, son

factores a considerar en la estrategia financiera de crecimiento por parte de la dirección financiera, al quedar vinculados a los niveles de rentabilidad financiera y económica de cada proyecto de inversión, atribuyendo un mayor grado de dificultad a la gestión empresarial.

### ESTRUCTURA EMPRESARIAL

A pesar de la existencia generalizada de una manifiesta creencia popular basada en que las decisiones macroeconómicas que se adoptan en los diferentes organismos internacionales y que los movimientos y variaciones de los grandes mercados financieros apenas comportan efectos -ni beneficiosos, ni perniciosos- sobre la estructura patrimonial de microempresas, autónomos y particulares, resulta preciso sensibilizarse ante posibles acciones y ejercer una firme política de control sobre cualquier magnitud financiera susceptible de soportar un cierto grado de variabilidad.

Cualquier organización, independientemente de su personalidad jurídica, se encuentra sometida a digerir el alcance y a asimilar la influencia que los movimientos de determinadas variables financieras comportan sobre sus cuentas. Derivado de sus procesos específicos de captación de fondos y aplicación de recursos, cualquier agente económico se encuentra inducido por el dictamen de los mercados finan-

### Ficha Técnica

**AUTOR:** Torres Quilez, Jorge.

**TÍTULO:** La gestión de riesgos financieros, ¿amenaza u oportunidad?

**LOCALIZADOR:** <http://estrategiafinanciera.wke.es/240c674>

**RESUMEN:** Una de las principales líneas de actuación de la dirección financiera en materia de gestión de riesgos radica, en primer lugar, en identificar las potenciales contingencias que subyacen de cualquier magnitud financiera fluctuante ajena al funcionamiento organizacional intrínseco de la empresa; en segundo lugar, en proceder a la correcta estimación de su cuantificación; y, en última instancia, en implementar una serie de herramientas que minimicen los efectos contraproducentes.

En este artículo se exponen algunos de estos riesgos, cómo surgen y cómo se materializan, en qué grado influyen sobre la empresa y, desde una vertiente práctica, se abordan los instrumentos financieros más destacados para obtener el máximo partido a esta problemática.

**DESCRIPTORES:** Gestión de riesgos, tipos de interés, inflación.



El riesgo financiero se fundamenta en la incertidumbre que atribuye la volatilidad, tanto al alza como a la baja, a la expectativa de obtención de rendimiento

cieros. Como consecuencia de la mera naturaleza de sus actividades recurrentes, toda estructura patrimonial puede verse afectada en cualquier momento, independientemente de la eficacia de sus políticas y la idoneidad de sus directrices, por los riesgos derivados de los mercados financieros, que afectan por igual a cualquier organismo, pudiendo llegar a comprometer los objetivos de margen de beneficio y rentabilidad, y, por ende, a obstaculizar la continuidad y supervivencia empresarial.

### RIESGOS FINANCIERO

Pocas cuestiones han captado tanto la atención de los gestores como la administración y el diagnóstico de los riesgos financieros. La acepción del nivel óptimo de riesgo se desfigura en función del perfil y de la capacidad de tolerancia de cada entidad. En primer lugar, y enfocado desde una amplia vertiente, todo escenario de riesgo conlleva la asunción implícita de una tasa de probabilidad que materialice el acaecimiento de un suceso adverso o, por el contrario, favorable, generando un quebranto o un beneficio, debido a que se modifica irrevocablemente la estructura patrimonial. Por tanto, resulta inadecuado asemejar exclusivamente el riesgo a una valoración peyorativa, dado que cualquier contingencia se puede trasladar tanto en beneficio como en pérdida, en función de la trayectoria que adopte el movimiento de fluctuación correspondiente.

Bajo este respecto, el riesgo financiero se fundamenta en la incertidumbre que atribuye la volatilidad, tanto al alza como a la baja, a la expectativa de obtención de rendimiento. Cuando efectivamente se ratifica un efecto desfavorable derivado de los mercados financieros y se materializa una eventualidad negativa, las cuentas de resultados soportan su alcance directo como consecuencia inmediata del estrechamiento de los márgenes financieros, al incrementarse las partidas de gastos financieros, que, por consiguiente, y conservando un nivel constante en el importe neto de la cifra de negocio, provoca una reducción en el nivel de beneficio neto, configurando una circunstancia que pudiera hacer desintegrar los cimientos básicos del equilibrio en cualquier organización. De manera paralela, la imputación del potencial quebranto a nivel de beneficio neto va a

generar un considerable deterioro en los objetivos de rentabilidad. Bajo este respecto, la rentabilidad financiera -*Return On Equity*-, computada como el cociente entre beneficio neto y nivel de fondos propios, y delimitada como la plusvalía originada en cada unidad monetaria invertida en fondos propios, va a atenuar la capacidad de la empresa de remunerar a sus accionistas, pudiendo obstruir el dinamismo de las vías de financiación interna.

Por su parte, el indicador de eficiencia, establecido como rentabilidad económica -*Return On Assets*-, valorado como la fracción entre el beneficio después de impuestos y el valor contable de todos los activos de la empresa, va a experimentar otra depreciación, transcribiendo que la empresa va a utilizar un porcentaje menor de sus activos en la generación de sus utilidades.

En síntesis y en términos generales, la gestión del riesgo financiero atañe a cualquier empresa, con categórica independencia del grado de excelencia que mantenga en sus procesos productivos y administrativos, en su capacidad de negociación con proveedores, acreedores -financieros e industriales-, clientes y deudores, en la calidad de sus productos y/o servicios, en las políticas de retención de talento, etc., de modo que una de las principales tareas de la dirección financiera consiste en determinar los mecanismos oportunos de cobertura que proporcionen un sistema eficaz de protección contra los efectos adversos que los movimientos libres de mercado conllevan sobre determinadas variables financieras: tipos de interés, tipos de cambio y tasas de inflación, entre otras.

### RIESGO DE TIPOS DE INTERÉS

El establecimiento de una estrategia de cobertura óptima que minimice las continuadas fluctuaciones diarias de los tipos de interés va a variar en base a la exposición que mantenga la empresa respecto a dichas tasas de interés. En este sentido, si una empresa mantiene una posición corta en materia de tipos de interés, es decir, si una proporción mayoritaria de su obtención de fondos procede del mercado externo crediticio y se encuentra referenciada a tipos de interés variable, o si el valor de sus inversiones referenciadas a tipos de interés variable es inferior al de sus fuentes de financiación revisadas a la misma variabilidad de tipos, está contrayendo un riesgo fehaciente que se conformará en base a los incrementos de los tipos de interés a los que sean revisadas sus fuentes ajenas de financiación.

A medida que aumente el tipo de interés, mayor será la carga financiera a la que tendrá que hacer frente en cada amortización de deuda a partir del momento de revisión. Este sobrecoste financiero que tendrá que sufragar adicionalmente del nivel presupuestado en su estado de flujos de caja, disminuye su margen de beneficio neto, consumiendo la disponibilidad en su nivel de tesorería, pudiendo llegar a ser la causa determinante en la antesala de un procedi-

miento concursal. En síntesis, si la empresa se inclina por esta alternativa –actualmente mayoritaria en el conjunto de sectores por el exceso de apalancamiento financiero mantenido en la última década–, sus expectativas sobre los tipos de interés serán bajas con el objeto de reducir su coste financiero y dinamizar su cuenta de pérdidas y ganancias.

De manera antagónica, una empresa, en función de su necesidad o capacidad de financiación, puede optar por mantener una posición larga en concepto de tipos de interés, de modo que una proporción de sus aplicaciones de fondos vaya destinada a la adquisición y mantenimiento de inversiones financieras temporales o permanentes sustentadas en tipos de interés variables. La instrumentación de estas inversiones diverge en función de la prima de riesgo que se esté dispuesto a contraer en cada instrumento financiero. Cuentas a la vista primadas, imposiciones a plazo fijo, fondos y planes de inversión, participaciones preferentes, deuda subordinada, bonos y obligaciones, planes de pensiones... integran, entre otros productos financieros, el abanico principal de esta tipología de inversiones constituidas en torno a la evolución de los tipos de interés de referencia. Si la empresa mantiene bienes y derechos remunerados en función de la tendencia de tipos, o bien si el nivel resultante neto de estos activos es superior al nivel de sus pasivos ajenos referenciados a los mismos tipos de interés, la empresa está expuesta a un riesgo que se materializará a medida que disminuya la cotización del tipo de interés, dado que percibirá menores ingresos financieros, con la consecuente implicación sobre su nivel de margen de beneficio neto. Por su parte, a pesar de que estas reducciones en tipos conllevan un menor esfuerzo financiero a efectos de amortizar su proporción determinada de deuda ajena, al concentrar mayor porcentaje de activo que de pasivo, la resultante neta derivada de los menores ingresos financieros, habiendo deducido los aminorados gastos financieros, comprime la situación patrimonial de la empresa (Tabla 1). En este escenario, la expectativa sobre tipos es alcista con el fin de incrementar la fortaleza patrimonial de la empresa.

Derivado del contexto de un posicionamiento largo en materia de tipos, el riesgo asociado puede fraccionarse en una doble vertiente:

1. Por un lado, la empresa puede enfrentarse a un riesgo de mercado o *market risk* que puede ocasionar una cota determinada de pérdidas de capital en el valor de mercado del activo, estando originadas por un aumento en los tipos de interés. En términos generales, la variabilidad del precio de algunos instrumentos de renta fija a los tipos de interés es inversamente proporcional, de manera que, a medida que aumentan los tipos, disminuye el precio del producto de renta fija, siempre y cuando se deshaga la posición con anterioridad a su vencimiento, aunque la mayor o menor sensibilidad del precio ante las variaciones

**Tabla 1. Estructura patrimonial de la empresa**

Activo	Pasivo
Inmovilizado	Fondos Propios
Aprovisionamiento	Exigible a l/p
Realizable	
Liquidez	Exigible a c/p

que se puedan producir en los tipos de interés de mercado dependerá de las características propias del activo.

2. Por otro lado, la empresa puede ser susceptible de tener que afrontar un riesgo de reinversión o *reinvestment risk*, que viene instrumentado cuando la reinversión del propio activo o de sus flujos de caja debe realizarse a unos tipos inferiores a los previstos y, como en el caso anterior, la mayor o menor incidencia de este efecto dependerá de las características específicas del activo.

## MERCADO INTERBANCARIO

La determinación de los tipos de interés variables de referencia, tanto en operaciones de inversión como de financiación, se constituye en una gran totalidad de las transacciones financieras en torno al Euribor, que es un indicador métrico concertado en el mercado interbancario.

En nuestro mercado interbancario únicamente confluyen operaciones entre entidades de crédito, de manera que ningún agente económico puede acceder directamente, siendo los activos que se negocian a muy corto plazo y con un elevado grado de liquidez. Una de sus utilidades básicas versa sobre la posibilidad de integrar y satisfacer exigencias entre entidades financieras que presentan déficits o necesidades de liquidez y otras que mantienen superávits o excedentes de liquidez y se encuentran en disposición de prestar o ceder recursos financieros, de modo que se canalizan operaciones financieras simples mediante las que las entidades excedentarias, designadas entidades depositantes, entregan una cuantía determinada de fondos en el momento de contratación a las entidades deficitarias, denominadas entidades depositarias, que se comprometen a reintegrar la cuantía recibida junto con los intereses que se hayan generado en la operación.

Es un mercado básicamente primario –de emisión–, que facilita una gestión flexible de la tesorería a las entidades financieras, en el que las operaciones tienen carencia de garantías especiales, ya que se basan en la estricta confianza personal. Pero su importancia transversal radica en que es el lugar de designación del referente básico diario para otros mercados, el Euribor, que siendo un índice variable de referencia, revela el tipo de interés promedio al que las entidades financie-





ras se ceden liquidez en el mercado interbancario del euro, y se calcula usando la información actualizada de los 42 principales bancos europeos, y su valor es modificado y publicado cada día hábil en base al siguiente procedimiento de cálculo:

1. Se solicita con una recurrencia diaria a cada banco de referencia el envío de sus tipos de interés actuales no más tarde de las 10.45 horas, aunque durante los 15 minutos posteriores los bancos

tienen oportunidad de enmendar sus contribuciones si fuese necesario.

2. A las 11.00 horas se establece la sistematización del nuevo valor del Euribor, excluyendo el 15% de los valores más elevados y el 15% de los tipos de interés recabados más reducidos y se efectúa una media aritmética para el resto de valores, redondeando el resultado a los tres decimales más próximo al valor del promedio.

**Tabla 2. Balance de situación (parte I)**

	2.010*	2.009
<b>Inmovilizado</b>	<b>57.752.669,76</b>	<b>35.992.445,30</b>
<b>Gastos de establecimiento</b>	<b>64.400,45</b>	<b>0,00</b>
Gastos de ampliación de capital	64.400,45	0,00
<b>Inmovilizaciones inmateriales</b>	<b>7.613.424,51</b>	<b>7.368.064,29</b>
Propiedad Industrial	100.560,10	60.560,10
Aplicaciones informáticas	520.749,56	296.048,64
Derechos y bienes en régimen de arrendamiento financiero	7.568.000,00	7.568.000,00
Amortizaciones	-575.885,15	-556.544,45
<b>Inmovilizaciones materiales</b>	<b>40.739.999,57</b>	<b>23.193.212,19</b>
Terrenos	10.608.975,15	6.031.253,67
Construcciones	8.100.897,57	4.173.901,40
Maquinaria, Utillaje y Otras instalaciones	10.758.982,00	6.116.533,26
Mobiliario y Equipos Procesos de Información	2.185.837,85	1.242.659,58
Elementos de Transporte	1.872.586,30	964.574,39
Otro inmovilizado	8.204.578,24	4.664.289,89
Amortizaciones	-1.991.852,54	0,00
<b>Inmovilizaciones financieras</b>	<b>9.334.845,23</b>	<b>5.431.168,82</b>
Inversiones Financieras permanentes en Capital	3.000.000,00	1.750.000,00
Créditos a largo plazo	6.287.019,64	3.578.598,59
Depósitos y fianzas constituidos a largo plazo	47.825,59	102.570,23
<b>Gastos a distribuir en varios ejercicios</b>	<b>9.467.158,89</b>	<b>2.458.020,47</b>
<b>Activo corriente</b>	<b>124.659.222,73</b>	<b>55.302.897,02</b>
<b>Existencias</b>	<b>104.299.644,68</b>	<b>47.361.932,02</b>
Suelo urbano	74.258.964,37	32.710.676,13
Edificación residencial	12.008.145,18	4.789.206,58
Edificación para usos terciarios	12.888.574,17	6.056.894,57
Edificación industrial	295.311,45	69.872,40
Otra ejecutado pendiente de certificación	3.141.800,18	2.487.329,83
Anticipos a proveedores	1.706.849,33	1.247.952,31
<b>Deudores</b>	<b>9.636.218,83</b>	<b>1.827.147,55</b>
Clientes por ventas y prestaciones de servicios	3.116.475,29	1.789.256,54
Deudores varios	40.825,54	37.891,01
Administraciones Públicas	6.478.918,00	0,00
<b>Inversiones Financieras</b>	<b>7.929.224,16</b>	<b>4.887.253,12</b>
Otras inversiones financieras temporales	7.859.742,00	4.782.004,14
Fianzas y depósitos constituidos a corto plazo	69.482,16	105.248,98
<b>Tesorería</b>	<b>410.481,06</b>	<b>679.245,07</b>
<b>Ajustes por periodificación</b>	<b>2.383.654,00</b>	<b>547.319,26</b>

Tabla 2. Balance de situación (parte II)

TOTAL ACTIVO	191.879.051,38	93.753.362,79
<b>FONDOS PROPIOS</b>	<b>5.563.693,52</b>	<b>5.438.512,98</b>
Capital suscrito	3.966.679,89	3.966.679,89
Reservas	1.471.833,09	755.354,86
Reserva legal	6.020,00	6.020,00
Otras reservas	1.465.813,09	749.334,86
Resultados negativos ejercicios anteriores	0,00	0,00
Pérdidas y ganancias (Beneficio o pérdida)	125.180,54	716.478,23
Ingresos a distribuir en varios ejercicios	0,00	0,00
<b>Acreedores a largo plazo</b>	<b>53.695.609,17</b>	<b>33.063.761,26</b>
Deudas con entidades de crédito	53.217.359,94	32.704.789,26
Otros acreedores	478.249,23	358.972,00
<b>Acreedores a corto plazo</b>	<b>132.619.748,69</b>	<b>55.251.088,55</b>
Deudas con entidades de crédito	97.173.192,67	20.504.846,27
Acreedores comerciales	33.756.503,38	29.784.531,02
Deudas por compras o prestaciones de servicios	25.897.153,89	17.845.368,19
Anticipo de clientes	7.859.349,49	5.479.846,56
Otras deudas no comerciales	1.690.052,64	4.961.711,26
Administraciones Públicas	206.873,63	54.748,54
Otras deudas	1.483.179,01	4.000.054,56
Fianzas recibidas a corto plazo	0,00	906.907,16
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>191.879.051,38</b>	<b>93.753.362,79</b>

\* Información provisional, pendiente de ajustes contables y extracontables.

3. Tras haber formalizado este procesamiento de datos, con el fin de conservar la transparencia del proceso Reuters publica instantáneamente el tipo de referencia Euribor en las páginas 248-249 de su sistema *Telerte*, disponibles para el conjunto de proveedores de información.

Como resultado de esta metodología diaria, la empresa queda expuesta regularmente a un nuevo escenario de tipos de interés, cuya valoración incluirá con diferente intensidad sus estados financieros, en función de su posicionamiento.

## ESPECULACIÓN VERSUS COBERTURA

Uno de los designios empresariales más perseguidos en estos momentos de recesión reside en la obtención, aplicación y maximización de plusvalías derivadas del desarrollo de las actividades asociadas a las fuentes del negocio típico recurrente, que proporcionen el umbral necesario de estabilidad en la estructura financiera de la empresa. En base a este axioma, es competencia de toda empresa diseñar las herramientas básicas de gestión que faculten una correcta proyección en la planificación financiera de riesgos, desechando posiciones abiertas de riesgo y

suprimiendo con absoluta rotundidad cualquier componente de especulación.

Aunque es desestimado por una gran mayoría de compañías, frente al desarrollo de estrategias de cobertura de riesgos existe un planteamiento opuesto fundamentado en su admisión integral y consecuente aceptación de pautas específicas de riesgo en pro de la obtención de un rendimiento suplementario que se integre en el margen de explotación y que contribuya a promover el nivel de liquidez, que debe ser desaprobado con firmeza, al poder llegar a comprometer los márgenes de negocio de la empresa. En consecuencia, no se trata de beneficiarse de variaciones en los precios de mercado, tolerando la correspondiente prima de riesgo, sino que cualquier directriz que establezca la empresa debe ir encaminada a descartar todo tipo de escenarios en los que dimane un elevado cupo de incertidumbre y a prever con el mayor grado de certeza posible el montante de cualquier transacción que implique movimientos de fondos futuros. En otras palabras, la empresa nunca debe especular en sus operaciones de explotación, ni incrementar márgenes vía especulativa, sino que debe establecer las estrategias de cobertura que bloqueen sus márgenes operacionales de los potenciales riesgos financieros ajenos a la misma.

Tabla 3. Cuenta de pérdidas y ganancias

cifras en euros	2.010*	2.009
<b>Importe neto de la cifra de negocios</b>	<b>9.528.853,45</b>	<b>21.594.510,17</b>
Ventas	9.009.117,58	20.071.845,58
Prestación de servicios	465.567,29	457.849,59
Otros ingresos de explotación	54.168,58	1.064.815,00
<b>Aumento de existencia de productos terminados y en curso de fabricación</b>	<b>91.586.148,11</b>	<b>24.078.498,99</b>
<b>Otros ingresos de explotación</b>	<b>101.993,46</b>	<b>8.749,26</b>
<b>Aprovisionamientos</b>	<b>60.133.596,56</b>	<b>34.494.467,74</b>
Consumo de materias primas y otras materias	7.478.147,00	8.795.483,35
Certificaciones de obra	6.106.749,30	7.849.495,39
Compra de terrenos y solares	46.548.700,26	17.849.489,00
<b>Gastos de personal</b>	<b>539.827,62</b>	<b>974.412,53</b>
Señaldos, salarios y asimilados	428.202,15	781.325,17
Cargas sociales	111.625,47	193.087,36
<b>Dotaciones para amortizaciones</b>	<b>128.169,85</b>	<b>105.499,76</b>
Gastos de establecimiento	1.479,90	0,00
Inmovilizado inmaterial	57.891,37	101.266,07
Inmovilizado material	68.798,58	4.233,69
<b>Otros gastos de explotación</b>	<b>14.578.636,48</b>	<b>7.368.242,42</b>
Servicios exteriores	5.789.418,30	4.789.283,46
Tributos	8.789.218,18	2.578.958,96
<b>Beneficios de explotación</b>	<b>25.836.764,51</b>	<b>2.739.135,97</b>
<b>Otros intereses e ingresos asimilados</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
Gastos financieros y gastos asimilados	7.519.527,63	2.660.481,77
<b>Resultados financieros</b>	<b>-4.682.763,12</b>	<b>-2.921.345,80</b>
<b>Beneficios de explotación</b>	<b>18.317.236,88</b>	<b>78.654,20</b>
<b>Ingresos extraordinarios</b>	<b>0,00</b>	<b>100.175,14</b>
Gastos extraordinarios	725.448,28	0,00
Gastos y pérdidas de ejercicios anteriores	0,00	0,00
<b>Resultados extraordinarios</b>	<b>-725.448,28</b>	<b>100.175,14</b>
<b>Beneficios antes de impuestos</b>	<b>17.591.788,60</b>	<b>178.829,34</b>
Impuesto de Sociedades	17.591.788,60	178.829,34
<b>RESULTADO DEL EJERCICIO</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>

## CASO PRÁCTICO

A efectos de explorar desde una vertiente ilustrativa la casuística anteriormente expuesta, se detalla a continuación el balance de situación y la cuenta de resultados de la empresa XYZ, S.A., enmarcada en un sector de ejecución especialmente apalancado, como es el de la promoción inmobiliaria y ejecución de material de obra, con el objeto de examinar los efectos que comportan las variaciones en el Euribor sobre la fortaleza económico-financiera de la empresa. En este sentido, la compañía presenta los siguientes estados financieros: balance situacional y cuenta de pérdidas y ganancias -véanse Tablas 2 y 3-. Con el fin de proceder a efectuar una comparativa retrospectiva acerca de la evolución de sendos registros, se aporta documentación definitiva e inscrita en el Registro Mercantil correspondiente al ejercicio 2009 e información provisional asociada al 2010, quedando sujeta a la pertinente realización de ajustes contables y extracontables.

Uno de los aspectos clave a determinar de manera preliminar en la metodología de cualquier gestión de riesgos consiste en la identificación del tipo de riesgo que la empresa es susceptible de afrontar en el mar-

co de un horizonte temporal inmediato. En esta línea, bajo los condicionantes derivados de la información económico-financiera disponible, se extrae una serie de inferencias con respecto al grado de exposición que tolera la empresa ante potenciales contingencias derivadas del riesgo de tipos de interés. A nivel de balance de situación, existen fundamentalmente dos focos contables que concentran las partidas que evidencian la mayor propensión de la empresa a efectos de soportar los efectos subyacentes del riesgo de interés. Desde el punto de vista de la aplicación de recursos, el epígrafe de inmovilizaciones financieras -integrado por inversiones financieras permanentes en capital, créditos a largo plazo y depósitos y fianzas constituidos a largo plazo- condensa la mayor exposición al riesgo de interés en un horizonte de largo plazo, por un montante que asciende a 9.334.845,23 euros en 2010. Por su parte, en el marco del activo corriente, las inversiones financieras absorben la mayor sensibilidad a las fluctuaciones de tipos en una perspectiva de corto plazo, en una cuantía de 7.929.224,15 euros. En definitiva, desde al vertiente del activo total, las inversiones sujetas a sobrellevar un nivel de riesgo directo por las oscilaciones en el Euribor se sitúan en 17.264.069,39 euros.



En el pasivo, los epígrafes que comprimen una mayor asunción de riesgo son los articulados a través del *pool* de acreedores financieros que mantiene la empresa, de manera que se encuentra supeditada a un riesgo por variaciones de tipos en una cuantía de 150.390.552,61 euros, estando instrumentada en un 64,61% en fondos exigibles a corto plazo y en un 35,39% en fondos ajenos a largo plazo. Manteniendo este posicionamiento corto en materia de interés, que, por otro lado, se ha configurado como un entorno habitual en un sector ávido de financiación ajena para acometer sus proyectos de inversión y ejecutar complejos desarrollos urbanísticos en una coyuntura de expansión crediticia, la empresa se encuentra íntegramente expuesta a una eventualidad que viene instrumentada en base a incrementos de tipos.

Como resultante del reflejo de ambas posiciones en su situación patrimonial, y debido a la naturaleza de la operativa que desempeña la compañía, se ha generado un enfoque corto en materia de tasas de interés, de manera que el riesgo irá repercutiendo a medida que aumenten los tipos de referencia, al implicar un sobre coste financiero que la empresa tendrá que afrontar con el nivel de recursos líquidos inicialmente programados, teniendo que compensar con fondos propios la minusvalía generada en el margen financiero, a efectos de mantener constante el objetivo de beneficio neto decretado por la compañía a comienzos de ejercicio y evitar incurrir en desequilibrios financieros que confluyan en el temido procedimiento concursal.

Una vez ha quedado fehacientemente identificada la tipología y naturaleza del riesgo al que se enfrenta la empresa, y ha sido aceptada por parte de los miembros integrantes de sus órganos de administración, el siguiente paso a efectuar versa en la necesidad de perfilar su sistemática de cuantificación a efectos de

estimar las correspondientes desviaciones que puedan acaecer, y ponderar los efectos que pudiesen producirse en sus estados financieros sobre la base de diferentes escenarios de actuación. En este marco, la empresa debe ser capaz de asignar distintas tasas de probabilidad al grado de materialización de contextos diferenciados y ponderados por su grado de realización, en función del cumplimiento de sus expectativas.

De esta manera, la empresa debe manejar al menos tres escenarios estándares -uno favorable, otro desfavorable y un tercero de naturaleza neutra- que reflejen las bases de evolución prospectiva de diferentes condiciones, así como la acotación de las bandas de oscilación esperadas en el Euribor, con el objeto de anticipar y tener descontadas todas las implicaciones que se produzcan como consecuencia de sus cotizaciones. En el caso que nos ocupa, la empresa, en base a sus perspectivas y exploraciones estimativas de mercado, debe trazar en cada tipo de escenario los rangos máximos y mínimos a los que puede llegar a cotizar el Euribor en el horizonte temporal de estudio, y precisar en términos monetarios el alcance del riesgo de interés sobre la base de sus inversiones financieras -a corto y a largo plazo- y su nivel total de deuda con entidades de crédito. En este sentido, la empresa parametriza estas cotas para los tres tipos de escenarios mediante dos valores y extremos y uno intermedio. A modo de sinopsis, en la Tabla 4 se representa de manera sintética este proceso de medición del riesgo para un lapso temporal de 12 meses, considerando que todos los activos y pasivos anteriormente mencionados se encuentran referenciados al Euribor a 12 meses, que, en estos momentos, se sitúa en el 2,138%.

En un marco de expectativas optimistas, la empresa estima que la depreciación real en la cotización del Euribor a 12 meses va a estar limitada en

**Tabla 4. Escenario optimista**

	Inversiones financieras Base 17.264.069,39	Financiación ajena Base 150.390.552,61	
	Rendimiento financiero extra	Coste financiero extra	Resultante tesorería neta
1. Disminución de 50 puntos básicos	-86.320,35	751.952,76	665.632,42
2. Disminución de 25 puntos básicos	-43.160,17	375.976,38	332.816,21
3. Disminución de 10 puntos básicos	-17.264,07	150.390,55	133.126,48

**Tabla 5. Escenario neutro**

	Rendimiento financiero extra	Coste financiero extra	Resultante tesorería neta
1. Disminución de 5 puntos básicos	-8.632,03	75.195,28	66.563,24
2. Mantenimiento de nivel	---	---	---
3. Aumento de 5 puntos básicos	8.632,03	-75.195,28	-66.563,24

**Tabla 6. Escenario pesimista**

	Rendimiento financiero extra	Coste financiero extra	Resultante tesorería neta
1. Aumento de 15 puntos básicos	25.896,10	-225.585,83	-199.689,72
2. Aumento de 60 puntos básicos	103.584,42	-902.343,32	-798.758,90
3. Aumento de 100 puntos básicos	172.640,69	-1.503.905,53	-1.331.264,83



## Una vez ha quedado identificada la tipología y naturaleza del riesgo al que se enfrenta la empresa, hay que perfilar su cuantificación para ponderar los posibles efectos

un rango de fluctuación comprendido entre 10 y 50 puntos básicos, de manera que estas reducciones en el coste del dinero van a conllevar menores costes financieros asociados a las revisiones de tipos procedentes de su cartera de endeudamientos, tanto a corto como a largo plazo, que computados sobre los menores ingresos financieros aplicables a su porfolio de inversión, denotan unas entradas virtuales en la tesorería de la empresa de diferente amplitud. Por tanto, si finalmente se plasma este escenario, el riesgo de interés habrá favorecido el margen financiero y, en último término, el nivel de beneficio neto de la empresa, además de haber proporcionado el oportuno desahogo financiero en los recursos más líquidos de la empresa.

Bajo el supuesto del mantenimiento de un entorno de perspectivas moderadas (Tabla 5) en un periodo vista de un ejercicio económico, los dos extremos que conforman los niveles máximos y mínimos de variación apenas conllevan alteraciones significativas en la estructura tesorera de la empresa, de manera que a pesar de mantener una exposición latente al riesgo de interés, los efectos finales mantienen equilibrada la situación patrimonial de inicio, sin que apenas se constituya un sobrecoste financiero relevante.

Ante un enfoque basado en el cumplimiento de hipótesis desfavorables (Tabla 6), la empresa considera que la apreciación real en la cotización del Euribor a 12 meses va a estar delimitada en un margen de fluctuación compendiado entre 15 y 100 puntos básicos, de modo que estos incrementos en el valoración del indicador interbancario van a significar la adquisición de un importante sobrecoste financiero, dimanante de las actualizaciones de tipos procedentes de las fechas de revisión de su cartera de endeudamientos, además de traslucir el pertinente compromiso integral de imputar un elevado volumen de recursos financieros con los que hacer frente a estos desembolsos suplementarios, que, por otro lado, inicialmente no se encontraban presupuestados en el estado de flujos de efectivo, y que, a pesar de ser haber sido compensados sobre los mayores ingresos financieros procedentes del porfolio de inversión, revelan unas salidas patentes en la tesorería de la empresa de distinta profundidad. En un gran número de ocasiones, esta severa contingencia puede simbolizar la antesala de la presentación de un concurso

de acreedores en el Juzgado de lo Mercantil, ante la falta de margen de maniobra para obtener fondos líquidos adicionales con los que afrontar al aumento del gasto financiero en cada amortización de deuda.

En el ejemplo objeto de análisis, cabe precisar que el beneficio neto que consigue la empresa en el ejercicio 2010 -superior a 17 millones de euros- no procede en su conjunto del importe neto de la cifra de negocio -actividad típica de la empresa-, sino que es fruto del procedimiento de variación de existencias realizado a través de la imputación de costes incurridos en las diferentes partidas que configuran la masa general de aprovisionamiento -suelo urbano, edificación residencial, industrial y para usos terciarios y la obra ejecutada pendiente de certificación-. Independientemente de la consecución de este nivel de margen neto, la evolución adversa más extrema del Euribor -incremento del 1%- consume una proporción del 7,57% del mismo, circunstancia que puede conllevar a que con un límite de posiciones acreedoras a la vista de 410.481,06 euros, la empresa tenga irrevocablemente que recurrir a incrementar su porcentaje de deuda externa, a refinanciar/reestructurar su deuda, a hipotecar bienes fincables libres de cargas.

En conclusión, si la empresa no quiere ver expuesta su fortaleza financiera a la aleatoriedad del mercado interbancario, ni sacrificar sus equilibrios patrimoniales, debe establecer los dispositivos oportunos de cobertura para minimizar el tipo de consecuencias anteriormente manifestadas.

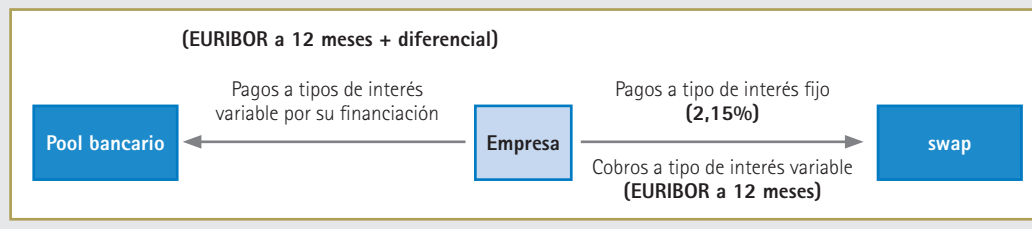
### MECANISMOS DE COBERTURA

Conscientes de la trascendencia que comporta para la empresa la adecuada gestión de las contingencias anteriores, fraguadas en base a la cotización diaria del Euribor, resulta imprescindible articular los sistemas precisos que minimicen cualquier efecto derivado de dicha oscilación de precios, a efectos de erradicar la afección de cualquier tipo de eventualidad, ajena a su actividad recurrente, con la finalidad de modular e integrar las particularidades que subyacen de los mercados financieros en las directrices que adopta la dirección financiera de la empresa en materia de riesgos.

En esta línea y siguiendo con el análisis del caso, a continuación se expone una serie de propuestas canalizadas mediante la instrumentación de *swaps*, para completar la tercera etapa del procedimiento de gestión de riesgos: el establecimiento de instrumentos financieros de cobertura.

Ante la futura proyección de las expectativas alcistas por las que aboga la empresa, y a la espera de que efectivamente se plasme el cumplimiento de sus peores estimaciones, la compañía decide concretar la formalización de un IRS -*Interest Rate Swap*-, en el que intervenga como parte receptora de tipos variables y emisora de flujos de interés fijos. En términos generales, un IRS es un acuerdo concertado entre dos partes, donde cada una se

### Gráfico 1. Caso práctico



compromete a emitir a favor de la otra contraparte una serie de desembolsos periódicos -en determinadas fechas futuras que se encuentran prefijadas con antelación-, establecidos en base a unos tipos de interés específicos y un importe nominal teórico, con el objeto de cubrir las posibles variaciones que se estima que se produzcan en los tipos de interés a medio plazo, de tal forma que a una de las partes le interesa cobrar o pagar un tipo de interés variable, mientras que a la otra parte le atañe cobrar o pagar un tipo de interés fijo. Al igual que en el resto de los derivados financieros, las liquidaciones se computan en base a las diferencias establecidas entre los tipos de referencia y los tipos estipulados en las cláusulas contractuales. En definitiva, con este instrumento financiero se pretende permutar el coste financiero medio de los recursos ajenos, reemplazando el tipo de interés de referencia por un tipo de interés fijo, limitando de este modo el coste de la financiación a una estructura fija de tipos convenida de antemano con completa certeza.

Como complemento a la anterior descripción del contrato, a continuación se detallan algunos conceptos básicos para facilitar la comprensión posterior:

- Nominal Teórico: base de cálculo necesaria para la determinación del devengo de intereses, tanto fijos como variables.
- Fecha de fijación: momento de tiempo en el que se produce la publicación del tipo de referencia y se compara con el tipo estipulado en el IRS.
- Fecha de comienzo: periodo coincidente con la primera fecha de fijación.
- Fecha de liquidación: fecha en la que se realizan las emisiones de pagos.
- Fecha de vencimiento: habitualmente coincide con la última fecha de liquidación.

En primer lugar, y como continuación del supuesto, la empresa determina pactar un IRS por un importe prácticamente equivalente al 100% de su nivel de acreedores financieros, estableciendo un sistema integral de cobertura de riesgo, con las características que se especifican según el siguiente detalle:

- Parte A: EMPRESA XYZ, S.A.
- Parte B: BANCO ABC, S.A.
- Fecha de Contratación: 1 junio de 2011.
- Importe Nominal: 150.000.000 euros.
- Fecha de inicio: 20 de septiembre de 2011.
- Fecha de vencimiento: 20 septiembre 2014.
- Convención de días: siguiente día laborable.
- Moneda: euro.
- Recibe tipo variable: parte A.
- Paga tipo variable: parte B.
- Paga tipo fijo: parte A.
- Recibe tipo fijo: parte B.
- Tipo interés variable: Euribor 1 año.
- Base para el tipo fijo y variable: ACT/360, liquidación anual, al final de cada periodo.
- Fechas fijación tipo de interés (*fixing*): dos días hábiles antes de la fecha de inicio del periodo correspondiente.
- Tipo fijo: parte A pagará el 2,15 % anual.

Como resultado de esta contratación, la empresa ha afianzado el precio de su financiación total con el conjunto de sus entidades de crédito -150 millones de euros-, garantizándose que, con independencia de las oscilaciones que se produzcan en el Euribor a 12 meses en el periodo asegurado que comprende los años 2011/2014, reembolsará siempre el precio comprometido, que está pactado en un nivel de 2,15%, en cada una de sus liquidaciones de deuda. Por consiguiente, la firma ha inmovilizado el coste de sus recursos ajenos en el 2,15% para los próximos cuatro años. A nivel práctico, si finalmente se cumplen las consideraciones pronosticadas por la empresa, y el Euribor a 12 meses incrementa en efecto su valor, en

## Si la empresa no quiere ver expuesta su fortaleza financiera a la aleatoriedad del mercado interbancario, debe establecer los dispositivos oportunos de cobertura

la amortización de cada endeudamiento, la compañía saldará los intereses sobre la base de los aumentos de ese tipo de interés de referencia -como si no hubiese establecido ningún mecanismo de cobertura-. Ahora bien, dos días hábiles anteriores al 20 de septiembre de 2011 -es decir, el 16 de septiembre de 2011-, tendrá lugar la liquidación del *swap*, establecida como la diferencia entre el tipo acordado que paga la empresa al 2,15% y la cotización del Euribor a 12 meses en ese instante. En este intercambio, la empresa pagará flujos de tipos de interés a una tasa fija -2,15%-, siendo asimismo parte receptora de flujos a tipos de interés variable. Si este tipo de interés interbancario -Euribor a 12 meses- se sitúa por encima del 2,15%, la empresa obtendrá una liquidación a su favor, compensando así el sobrecoste financiero que ha tenido que asumir por el alza de tipos; mientras que si se sitúa por debajo de este umbral, será la propia compañía quien tenga que afrontar la liquidación por esa misma diferencia (Gráfico 1).

En esta línea, la empresa ya no permanece expuesta al riesgo financiero suscitado por las oscilaciones del Euribor a 12 meses, sino que ha conseguido presupuestar de manera exacta su coste de financiación hasta 2014. Si el tipo de interés asciende, al margen de que en las revisiones de su cartera crediticia la empresa desembolse el sobrecoste que corresponda por la nueva asignación del alza de tipos, en la fecha de liquidación del *swap* la empresa percibirá como ingreso financiero la misma cuantía que ha ido desembolsado en concepto de sobrecarga financiera. Por tanto, el importe que ha ido pagando en exceso, se lo reembolsa la contraparte del *swap*, es decir, el banco ABC, S.A. equilibra su posición tesorería. Con el fin de clarificar esta cuestión, se determina la suposición de que a 16 de septiembre de 2011 -fecha de la primera liquidación anual, el Euribor a 12 meses se sitúa en el 2,65%-.

Dado que el Euribor a 12 meses se situaba en la cota del 2,138% a comienzos del caso, a 16 de

septiembre se habrá incrementado en 51,20 puntos básicos. Circunstancia que va a encarecer la financiación concedida por el valor que establecíamos en la cuantificación del riesgo de interés -segunda etapa del proceso-. En este caso, el acaecimiento de esta coyuntura conlleva a la empresa un desembolso neto extra de 681.607,59 euros -una vez han sido deducidos los ingresos financieros adicionales asociados a las inversiones financieras-. En caso de no haber instrumentado ningún IRS, la empresa imputaría directamente este importe a pérdida financiera. Como la cobertura se había canalizado vía IRS, en la primera fecha de liquidación, la empresa pagará el 2,15% sobre los 150 millones -3.225.000 euros-, y recibirá el Euribor a 12 meses -2,65%- sobre esa misma base nominal de cálculo -3.975.000 euros-. La diferencia resultante de ambos flujos equivale a que la empresa recibirá unos ingresos financieros de 750.000 euros (Tabla 7).

Dentro de un año, y sucesivamente cada año hasta 2014, se confrontará el flujo de pago a tipo fijo con la cotización del Euribor a un año en la fecha de liquidación. De la diferencia que quede establecida, se devengará un pago que tendrá la obligación de emitir la parte pertinente. En otras palabras, lo que la empresa paga por un lado como coste extra, lo percibe por otro por su participación en el *swap*. Por tanto, la conducta de la empresa va a ser indiferente ante las variaciones de tipos, al haber prefijado el coste de su nivel de exigible.

De manera paralela a la operación formulada precedentemente, concurre una sucesión de alternativas de cobertura, cuyas características pueden adecuarse de manera más eficaz al perfil de la empresa. Una de estas opciones se asienta en la contratación de un *swap* bonificado con doble barrera. En este caso, la cobertura se realiza mediante un producto derivado financiero, por medio del cual se acuerda percibir un tipo de interés variable, fijado en cada fecha de revisión, y desembolsar simultáneamente el mismo tipo de interés variable menos un diferencial pactado de antemano, siempre y cuando el índice de referencia oscile entre dos bandas de fluctuación determinadas. Con este instrumento se proporciona una bonificación adicional como contrapartida de tener que asumir el riesgo de pago de un tipo superior al de mercado, en caso de que los tipos se acomoden por debajo de la barrera inferior. De manera análoga a la ilustración anterior, se va a exponer este producto desde un punto de vista práctico, de modo que la empresa XYZ, S.A. decide formalizar un derivado de esta tipología.

Las condiciones requeridas en el contrato marco son las siguientes:

- Nominal: 150.000.000 euros.
- Inicio de la cobertura: 20 de septiembre de 2011.
- Plazo: 3 años.

**Tabla 7. Ingresos financieros**

Empresa paga ti fijo: 2,15%	-3.225.000,00
Empresa recibe ti variable: 2,65%	3.975.000,00
	<b>750.000,00</b>



- Periodo de revisión: anual.
- Fecha de revisión: al comienzo de cada periodo.
- Liquidación: al final de cada periodo.
- Base: ACT/360, para ambas patas.
- Barrera superior: 6,50%.
- Barrera inferior: 3%.
- Tipo fijo superior: 6,35%.
- Tipo fijo inferior: 4,75%.

En base a este clausulado, la empresa paga:

- El Euribor a 12 meses fijado al inicio de cada periodo, deducido un 0,15% si su cotización se encuentra situada entre las barreras.
- El tipo fijo inferior -4,75%-, si el Euribor a 12 meses fijado al inicio de cada periodo se encuentra por debajo de la barrera inferior -3%-.
- El tipo fijo superior -6,35%- si el Euribor a 12 meses fijado al inicio de cada periodo se encuentra por encima de la barrera superior -6,5%-.

Por otro lado, la empresa recibe:

- El Euribor a 12 meses fijado al inicio de cada periodo.

Con el objeto de valorar su funcionamiento, se va a fijar la siguiente hipótesis, que establece que con fecha 18 de septiembre de 2012, dos días antes de iniciarse la cobertura, el Euribor a 12 meses se emplaza en un nivel del 4%, de manera que se encuentra ubicado entre la barrera superior y la barrera inferior. En este sentido, en la fecha de la primera liquidación:

- El 20 de septiembre de 2012, la empresa recibe 4,00% -Euribor a 12 meses-.
- El 20 de septiembre de 2012, la empresa paga 3,85% (4%-0,15%).

Por este motivo, se habría generado una liquidación neta positiva, cuantificada por el diferencial de bonificación del 0,15%. Aplicando la fórmula:  $(\text{nominal} \times 0,15\% \times \text{número de días hábiles})/360$ , se obtendría el importe monetario que percibiría como resultado de la liquidación.

Supongamos ahora que con fecha 18 de septiembre de 2013, nuevamente dos días antes de iniciarse la cobertura, el Euribor a 12 meses se fija en el nivel del 2,9%, situándose por debajo de la barrera inferior. En la segunda liquidación, se originarían los siguientes movimientos financieros:

## La inflación es otro riesgo que se debe controlar a efectos de atenuar sus consecuencias en algunas de las partidas de la cuenta de pérdidas y ganancias

- El 20 de septiembre de 2013, la empresa recibe 2,9% -Euribor a 12 meses-.
- El 20 de septiembre de 2013, la empresa paga 4,75% -tipo fijo inferior-.

Si acaeciese una situación semejante, la firma tendría una liquidación neta negativa por valor de 1,85%. Empleando la formulación:  $(\text{nominal} \times 1,85\% \times \text{número de días hábiles})/360$ , quedaría precisado el importe al que ascendería la pérdida financiera.

Por último, si conjeturásemos que con fecha 18 de septiembre de 2014, nuevamente dos días antes de iniciarse la cobertura, el Euribor a 12 meses se fijase en el nivel del 6,8%, situándose por encima de la barrera superior, la compañía tendría que hacer frente a los siguientes flujos de fondos en la última fecha de liquidación:

- El 20 de septiembre de 2014, la empresa recibe 6,80% -Euribor a 12 meses-.
- El 20 de septiembre de 2014, la empresa paga 6,35% -tipo fijo inferior-.

Si efectivamente acaeciese una situación equivalente, la empresa se acogería a una liquidación neta positiva por valor de 0,45%, que mediante la fórmula:  $(\text{nominal} \times 0,45\% \times \text{número de días hábiles})/360$ , quedaría computado el rendimiento financiero que percibiría.

### RIESGO DE INFLACIÓN

En nuestra coyuntura actual la economía global está comenzando a arrojar los primeros indicios y síntomas de mejora, evolucionando a tasas de crecimiento mejor de lo esperado, a pesar de que el excesivo aumento en los precios de los alimentos pueda provocar un peligroso repunte de la inflación en los países emergentes, circunstancia que se puede contagiar al resto de economías, extrapolando sus efectos sobre las cuentas de resultados empresariales. Por esta circunstancia, la inflación constituye otra fuente de riesgo que la empresa debe controlar a efectos de atenuar sus consecuencias

## El índice de referencia para la inflación española más empleado es SPIPC, mientras que en Europa se emplea el CPTFEMU, publicados recurrentemente en Bloomberg

sobre algunas de las partidas -directas e indirectas- que integran la cuenta de pérdidas y ganancias, y que resultan directamente sensibles a actualizaciones de IPC, como el porcentaje de masa salarial referenciada en torno a un convenio colectivo de trabajo, los gastos de aprovisionamientos derivados de determinados contratos suscritos con proveedores y acreedores, otros gastos de explotación por los servicios exteriores, el nivel de ingresos de explotación por prestación de servicios en términos de arrendamientos -en el caso de empresas pertenecientes al sector inmobiliario-... En consecuencia, la exposición a esta pérdida real de poder adquisitivo que se genera por aumentos en los índices de precios debe encaminarse a modular las herramientas de cobertura oportunas que bloqueen los efectos adversos de sus variaciones.

Bajo este respecto, y con el objetivo de limitar las alzas en los índices de precios pertinentes y acotar el impacto que produce este sobre coste sobre la cuenta de resultados, existe una batería de productos de cobertura referenciados a un índice de inflación específico.

Con el fin de ilustrar un caso de cobertura sobre la inflación, se va aclarar seguidamente el procedimiento de formalización de un producto derivado a través del que la empresa acuerda pagar un precio fijo y percibir SPIPC -índice de inflación española-, de tal manera que se consigue fijar el coste que la inflación repercutirá sobre sus resultados, sin que suponga la asunción de ningún coste inicial para la compañía.

En términos genéricos, el índice que habitualmente se utiliza como referencia para determinar la inflación europea es el CPTFEMU, publicado recurrentemente en Bloomberg. Este índice es el EuroStat Eurozone HICP ex Tobacco unrevised series, mientras que el índice de referencia para la inflación española más empleado es SPIPC, publicado igualmente en Bloomberg.

Imaginemos que el importe que quiere preservar la empresa de las fluctuaciones en el índice de precios es de 10 millones de euros. Las condiciones de la operación vienen determinadas por los siguientes términos:

- Nominal: 10.000.000 euros.

- Índice: SPIPC, publicado por Bloomberg.
- Tipo variable: inflación española definida de la siguiente manera:  $SPIPC_{t-1} / SPIPC - 1$ .
- Inicio de la cobertura: septiembre de 2011.
- Plazo de cobertura: 3 años.
- Periodo de revisión: trimestral.
- Fechas de liquidación al final de cada trimestre.
- La empresa cobra: tipo variable.
- La empresa paga: tipo fijo del 3,47%.

Con estos condicionantes, como la expectativa de la empresa es alcista en materia de índice de precios, y su riesgo está determinado por incrementos de IPC, la compañía acuerda pactar un *swap* sobre la inflación española, en el que interviene como parte pagadora de flujos a tipo fijo y receptos de flujos a tipos de interés variable. Todo el razonamiento a desarrollar es similar y extrapolable al caso expuesto para tipos de interés. Si en las fechas de liquidación el índice SPIPC se sitúa por encima del umbral del 3,47%, la empresa obtendrá una liquidación positiva por la diferencia entre ambos valores. Si, por el contrario, el índice se acomoda por debajo del 3,47% será la empresa quien deba asumir la diferencia de precios. Con esta medida, la empresa ha estipulado un coste fijo con el que actualizará todas sus operaciones referenciadas a la inflación, eliminando la aleatoriedad que subyace de la tasa de inflación para un horizonte temporal de tres años.

### RIESGO DE CAMBIO

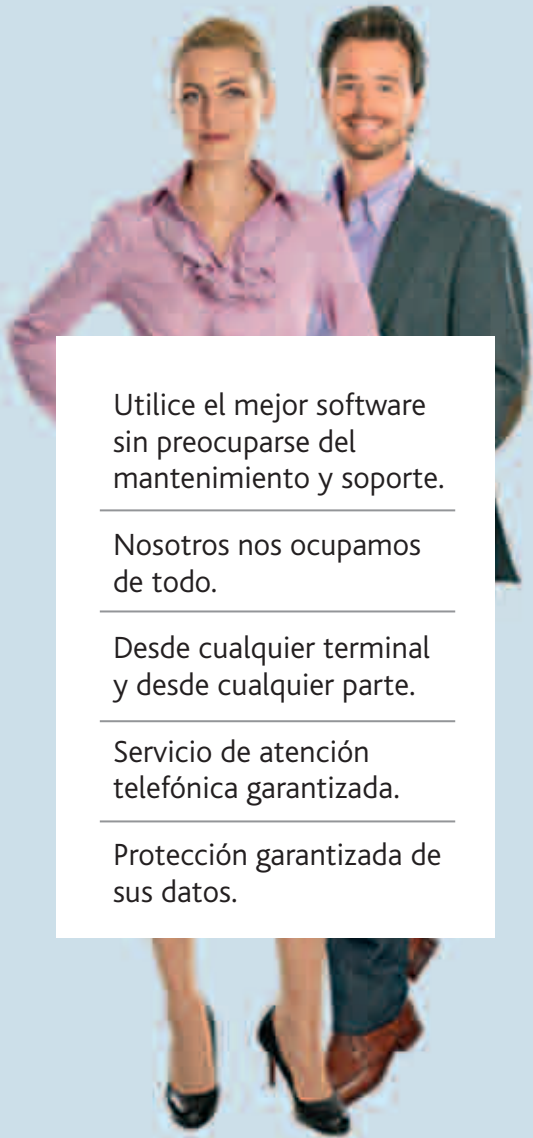
Con el fin de abordar y profundizar en toda la problemática que emana como consecuencia del riesgo que conlleva la libre fluctuación de divisas sobre la estructura patrimonial de la empresa, se recomienda la lectura de dos artículos del mismo autor, estrechamente relacionados, referenciados según el siguiente detalle:

- Torres Quilez, J. (2007): "Planificación y gestión financiera del riesgo de cambio (I)"; *Estrategia Financiera*, abril, nº 238; págs. 32-39.
- Torres Quilez, J. (2007): "Planificación y gestión financiera del riesgo de cambio (II)"; *Estrategia Financiera*, julio-agosto, nº 241; págs. 26-32. ■

COMENTE ESTE ARTÍCULO

En [www.estrategiafinanciera.es](http://www.estrategiafinanciera.es)

# AHORRE dinero y gane eficiencia con las SOLUCIONES EN LA NUBE de Microsoft



Utilice el mejor software sin preocuparse del mantenimiento y soporte.

Nosotros nos ocupamos de todo.

Desde cualquier terminal y desde cualquier parte.

Servicio de atención telefónica garantizada.

Protección garantizada de sus datos.

## SOLUCIONES PARA EMPRESAS

Un nuevo universo informático que simplifica el modo de comunicarse, compartir, adquirir conocimientos y buscar información.

### ¿QUÉ SON LAS "SOLUCIONES EN LA NUBE"?

Son soluciones que le liberan tanto de la necesidad de tener instalado el software en su ordenador como de archivar documentos.

Todo está "en la nube", y usted utiliza el software que necesite y accede a todos sus documentos desde cualquier terminal conectado a Internet.

### AHORRE DINERO

- Elimine totalmente el coste de hardware: firewalls, datacenters, hosting, etc.
- Reduzca los costes de licencias, antivirus, sistemas de seguridad...
- Minimice los costes de personal técnico.

### ELIJA EL TERMINAL CON EL QUE SE SIENTA MÁS CÓMODO EN CADA MOMENTO

Trabaje desde un PC, portátil, móvil, tableta... desde cualquier lugar, con cualquier terminal, a cualquier hora y con total seguridad.

### CON LA GARANTÍA DE UN SERVICIO INTEGRAL PRESTADO POR NUESTROS TÉCNICOS ESPECIALISTAS

Migración de las aplicaciones sin impacto operativo y mantenimiento optimizado del puesto de trabajo.

### BENEFÍCIENSE DE NUESTRA GARANTÍA DE SATISFACCIÓN

Si a los 30 días no está satisfecho, le devolvemos su dinero.

Contacte con nosotros

**902 09 57 97**

de lunes a viernes  
de 9:00 a 19:00 h.



Exchange Server  
Correo electrónico

Y ADEMÁS

**Livemeeting** | Conferencias online

**Sharepoint** | Recursos compartidos

**Office Communications** | Mensajería instantánea

[www.wke.es/ahorre-dinero-con-el-correo-electronico](http://www.wke.es/ahorre-dinero-con-el-correo-electronico)

Oferta Exclusiva para  
Clientes Wolters Kluwer

**Microsoft**



Wolters Kluwer  
España