



- ✍ NUEVAS METODOLOGÍAS  
PARA EL ANÁLISIS EMPRESARIAL
- ✍ Mariano González Sánchez
- ◆ Gabinete de Analistas Económico-Financieros (GAEF).  
Serie Finanzas
- ◆ Madrid 2002

Resulta sumamente grato acercarse a libros como el que es objeto de comentario, ya que no estamos ante otro manual al uso, sino ante una nueva y fructífera aproximación al análisis empresarial en sus aspectos económico y financiero. En lo referente al aspecto financiero destacan, entre otros, los apartados dedicados a la estructura financiera, tales como el estudio del riesgo de crédito por medio de la teoría de opciones de Merton; el control financiero basado en la metodología del Valor en Riesgo; la gestión activa de *stocks* con la simulación de inventarios y la teoría de eventos extremos para la estimación del *stock* mínimo o de seguridad; y una novedosa metodología de valoración de empresas, basada en la estimación del coste del pasivo ajustado al riesgo para diferentes plazos y vencimientos.

El libro consta de seis capítulos, con una estructura fija en cada uno de ellos. En primer lugar, se realiza una aproximación tradicional al tema objeto de desarrollo, con una cuidada y didáctica exposición técnica. A continuación se amplía la óptica del problema para introducir los nuevos enfoques que están surgiendo en la literatura sobre la materia. Finaliza cada uno de los capítulos con tres secciones adicionales dedicadas a ofrecer una breve pero interesante selección de lecturas recomendadas; un amplio control tipo *test* para verificar los conocimientos adquiridos, y una serie de casos prácticos, con una resolución pormenorizada, lo cual facilita enormemente su comprensión y seguimiento, a la vez que permite a los gestores y analistas financieros implantar dichas metodologías y sistemas en sus respectivos ámbitos.

El capítulo 1 se centra en el ámbito del análisis económico-financiero, describiendo los medios que tiene a su disposición el analista financiero para efectuar el análisis, teniendo en cuenta los objetivos, los precedentes y los condicionantes del mismo. Del mismo modo, se desarrolla la aplicación de las herramientas informáticas, estadísticas y econométricas adecuadas y necesarias para afrontar el análisis.

La composición de la estructura económica y financiera de la empresa y el estudio de las relaciones entre ambas se estudia en los capítulos 2 y 3. Son los capítulos de este libro con un enfoque más convencional, donde se analiza el *Período Medio de Maduración* (PMM) y de Caja, con una estimación y cálculo de las diferentes fases o ciclos en los que se descompone la actividad total de la empresa.

## ANÁLISIS DE LA ESTRUCTURA FINANCIERA

El capítulo 4 se dedica al análisis de la estructura financiera de la empresa (origen de sus fondos), compuesta por los recursos que han financiado las inversiones. El coste de dichos recursos está condicionado por la rentabilidad mínima que hay que exigir a una inversión para que cubra al menos el coste de su financiación.

El cálculo del coste del pasivo puede hacerse mediante la utilización de la información contenida en la contabilidad (coste contable), o bien estimándolo por el mercado (coste de mercado) para aquellas compañías que coticen en un mercado.

La estimación del coste de mercado del pasivo se basa en la aplicación de la teoría del *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), planteada inicialmente por Markowitz y desarrollada por autores como Sharpe y Miller, quienes tratan de determinar el riesgo sistemático o de mercado para un activo, indicando que el rendimiento esperado de un título (activo) es función del comportamiento del mercado en su conjunto, es decir, de las variaciones del rendimiento del mercado sobre el título.

Según la CAPM, el riesgo de adquirir un título puede eludirse mediante la diversificación o adquisición de diferentes títulos, de tal forma que el riesgo específico de unos se compense con el de otros, surgiendo así la gestión de carteras. El siguiente paso se da mediante el concepto de cartera réplica, que emplearían Black y Scholes, llegando a la conclusión de que el riesgo total de un título se puede descomponer, por un lado, en riesgo sistemático, que indica el riesgo de mer-

cado, y por otro, el riesgo específico, que está íntimamente ligado al de crédito.

La solvencia medirá la capacidad de generación de fondos por las empresas para atender sus compromisos con terceros, es decir, su riesgo a medio y largo plazo. La rentabilidad determina la capacidad de la empresa para generar fondos disponibles que incrementen el valor de la misma, y el estudio de la liquidez analiza la obtención de recursos líquidos necesarios a través de su ciclo de explotación (riesgo a corto plazo).

Asimismo, en este capítulo se analiza el riesgo (valoración que se hace de una situación negativa probable y futura), concepto íntimamente ligado al de solvencia empresarial. El riesgo de crédito, a efectos de análisis y medición, es el probable quebranto que originaría a la entidad una variación de las condiciones y características de quien garantiza o tiene que cumplir una obligación (contrapartida), que pudiera alterar la capacidad de éste para cumplir con los términos contractuales de una operación.

El riesgo de crédito se divide en riesgo de contrapartida, que tiene su origen en el cambio de la solvencia de un deudor o conjunto de ellos que forman un grupo claramente diferenciado; y riesgo país, que se corresponde con la solvencia del deudor cuando se trata de un Estado.

El riesgo de contrapartida se puede dividir en: *a)* atendiendo al evento que puede producir el quebranto, en riesgo de insolvencia o fallo (*default*) y riesgo de pérdida de solvencia; *b)* según la operación en que se manifiesta el riesgo de crédito, en riesgo directo, riesgo contingente y riesgo de vulnerabilidad; *c)* según el grado de

concentración, en riesgo de concentración por operación, por contrapartida, por sector, por área geográfica, y *d)* según la estimación del riesgo de crédito, en riesgo corriente o actual y riesgo potencial. Por otro lado, el riesgo país puede dividirse en función de los factores que lo originan, en riesgo soberano, administrativo, normativo, político y jurídico.

## DEL ANÁLISIS ESTÁTICO AL DINÁMICO

El análisis tradicional de la solvencia empresarial se venía realizando a través de la información de carácter estático centrada exclusivamente en las cuentas anuales, dado que la información de mercado era limitada y sesgada. Como consecuencia de los inconvenientes del análisis estático, surge el análisis dinámico, que pretende establecer la pérdida esperada de crédito para un horizonte temporal determinado, y según las previsibles condiciones del entorno en dicho período. Dentro de este grupo de análisis se distinguen, además, entre modelos analíticos y de mercado; y dentro de los primeros, entre internos y externos, según sean elaborados por la propia empresa o por agencias especializadas ajenas a la misma.

Dentro de los modelos analíticos, y con el objetivo de determinar una escala de riesgo o una estimación relativa del riesgo (*benchmark*), puede distinguirse entre aquellos que evalúan las condiciones de contrapartida frente al resto (*scoring*) o los que analizan la contrapartida con el fin de catalogarla en grupos previamente definidos (*rating*).

Los modelos de mercado surgen, frente a la modelización analítica, como nueva corriente, y relacionados con la teoría de opciones. Según esta nueva línea, los modelos de valoración de riesgo de crédito no pueden fundamentarse en asignaciones subjetivas y cualitativas de *rating*, sino en cálculos probabilísticos a través de la teoría de opciones.

El valor de la empresa es el valor actualizado del rendimiento futuro (el valor futuro de sus activos). Por tanto, es posible pensar que esto representa una contingencia, es decir, que si el valor de reembolso de la deuda supera al valor del activo de la entidad, los accionistas no harán frente al pasivo, ya que resultará más económico entregar la propiedad de la empresa. Esto lleva a considerar que el capital es una opción sobre el activo con un precio de ejercicio igual al valor de reembolso del pasivo, es decir, los accionistas y acreedores son los propietarios del activo de la entidad, pero la diferencia entre ambos radica en que los primeros poseen una opción de compra de la parte del acreedor; por tanto, es posible encontrar un modelo interno de mercado para la estimación del riesgo de crédito.

La determinación del precio de la solvencia es una de las principales aportaciones de la *Asset Pricing Theory* (APT), ya que permite establecer que la valoración de cualquier activo vendrá dada a través de los flujos esperados de caja futuros, y que, por tanto, sea necesario estimar la curva de tipos para descontar dichos flujos, así como establecer los escenarios posibles que determinan dichos flujos. La Teoría de Opciones (Black-Scholes) permite obtener tanto la curva como los flujos futuros probables a partir de la réplica de las



posiciones, y de cuyo resultado se obtiene una cartera cubierta, o réplica de un bono libre de riesgo.

El estudio de la estructura económica se efectúa en el capítulo 5, en el que se analiza la cuenta de resultados mediante la técnica de componentes principales; los gastos de personal y la rentabilidad de la empresa. Por último, se afronta el estudio del riesgo operacional de la empresa, distinguiendo, por un lado, la estimación del punto muerto en caso de funciones cuadráticas de ingresos y gastos y, por otro, la gestión activa de *stocks* mediante la simulación de inventarios y la teoría de los eventos extremos para la estimación del *stock* mínimo o de seguridad.

## VALORACIÓN DE LA EMPRESA

El capítulo 6 está dedicado al estudio de las técnicas de valoración y análisis de la creación de valor. Las técnicas de valoración se basan en el *Price Earning Ratio* (PER), que indica la rentabilidad líquida sobre el valor de cotización

y el número de años necesarios para recuperar el valor de la inversión, es decir, muestra tanto la posibilidad de rentabilidad futura como el plazo de recuperación de la inversión.

En la búsqueda de nuevas *ratios* que permitan emplear tanto la información contable como la de mercado y que a su vez se aproximen a la realidad empresarial del momento, destaca la metodología del denominado *Economic Value Added* (Valor Económico Añadido, EVA), que no sólo permite emplear ambos tipos de información, sino que además se fija como objetivo la creación de valor.

La estimación de estos indicadores tiene dos variantes similares: por un lado, el EVA, que es función de la inversión permanente, de la rentabilidad económica, del coste de mercado de las fuentes financieras empleadas, del tipo impositivo y de la *ratio* de endeudamiento; y por otro, el *Cash Flow Return on Investment* (CFROI), que es función del valor de mercado de los recursos propios y del valor actual neto del coste de mercado de las fuentes financieras de los recursos ajenos.

Al hilo de la metodología anterior, surge la pregunta de si la empresa ha de crear valor a cualquier precio, es decir, qué tipo de riesgo ha de correr y con qué límites. Para dar solución a estas cuestiones se pueden utilizar las medidas de análisis de rentabilidad ajustadas al riesgo (*Return Adjusted Performance Measures*, RAPM), que supone comparar para cada operación resultados ajustados (beneficio antes de intereses e impuestos menos los intereses de la inversión calculados al tipo libre de riesgo y menos la pérdida esperada de la operación) con el capital económico o arriesgado, compa-

rándose con la tasa de rendimiento requerido o coste de capital exigido por el mercado.

Por último, se afrontan los mecanismos de valoración de empresas haciendo un repaso a las distintas familias de métodos, mencionando los de comparación con empresas similares, los de actualización de flujos o valores y los basados en la teoría de opciones reales. Estos últimos surgen de la aplicación de la teoría de opciones para resolver los problemas de valoración y se denominan *Contingent Claims Analysis* (CCA). El principal problema que afronta la aplicación del CCA es la necesidad de que las opciones, entendidas como incertidumbre o



flexibilidades, que se pretende valorar, puedan ser replicadas mediante alguna cartera de títulos negociados en el mercado y que, por ello, su precio sea conocido.

Conclusión: estamos ante un excelente manual sobre análisis empresarial, útil tanto al estudiante de grado superior o de postgrado como al profesional de las finanzas, que compatibiliza los análisis económico-financieros tradicionales con los nuevos en la materia y centrados sobre todo en las nuevas metodologías de gestión activa del riesgo mediante opciones financieras.

■ Ramón Comendador García