

LA COMPLEJIDAD DEL RIESGO EMPRESARIO. UNA OBVIEDAD QUE EVADEN CIERTOS ENFOQUES JURÍDICOS...

IVÁN G. DI CHIAZZA

RESUMEN

Uno de los pilares (pseudo) argumentales de las teorías sobre la infracapitalización societaria, es aquel que sostiene que la exigencia de un monto de capital social suficiente es necesario a los efectos de evitar el traslado de los riesgos empresarios a los terceros acreedores de dicha sociedad infracapitalizada. Sucede que la noción de riesgo es harto compleja y encierra en sí misma una serie de variables que van más allá de la mera ponderación del capital social; esto así, por la simple razón de que el riesgo empresarial (en cuanto noción compleja) resulta influenciado por el capital de trabajo, los activos, la gerencia, las ganancias, etc., etc. A partir de allí, se podrá avanzar en recalcar que la insuficiencia del capital no es la principal causa del fracaso empresarial y asimismo, la quiebra (en cuanto fracaso empresarial

legalmente estatuido), no depende (sólo y exclusivamente) del capital social, cual si fuere éste su causa inmediata.

1.- INTRODUCCIÓN Y PONENCIA

Generalmente se repite, como una frase hecha, que una sociedad infracapitalizada traslada riesgos a sus acreedores¹. Ante lo cual me pregunto: ¿Qué se entiende por riesgo empresario...?, acaso: ¿el riesgo de sufrir pérdidas?, ¿el riesgo de no obtener ganancias?, ¿el riesgo no poder pagar las obligaciones?, ¿el riesgo de no vender el bien o servicio producido?, ¿el riesgo de no ser una empresa rentable?, ¿el riesgo de no crear valor?, ¿el riesgo del fracaso empresario?, etc.

A partir de aquí, planteo a modo de ponencia que: *“El riesgo empresario (latu sensu) es una noción harto compleja (en cuanto a las diferentes variables que comprende) y si bien ello es una obviedad, es necesario de que sea ponderado en orden, fundamentalmente, a advertir que ciertos enfoques jurídico que vinculan (necesariamente) el riesgo empresario con un capital social insuficiente (infracapitalización) carecen de sustento a partir de aquella complejidad (conceptual y práctica) que hace al riesgo.”*

2.- EL RIESGO (DE QUÉ...?)

El riesgo es un concepto difícil de definir de una forma precisa. Aceptamos que el riesgo es algo ligado a la incertidumbre, aunque no se identifica como concepto con la incertidumbre en sí misma. En definitiva existe riesgo en cualquier situación incierta en la que cabe la posibilidad de llegar a consecuencias claramente diferentes dependiendo de los acontecimientos que acaben sucediendo en el futuro. Si hay incertidumbre, pero la misma no altera las consecuencias que

¹ Ver: BONILLA, LEÓN A.: *“Infracapitalización societaria -supuestos de responsabilidad-; KROCHIC, ROBERTO D.: “Responsabilidad de los directores y administradores por la infracapitalización” y MACAGNO, ARIEL G.: “Subcapitalización y quiebra de la sociedad”*; todos ellos en VIII Congreso Argentino de Derecho Societario. IV Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa, t. III, UNR, Rosario, 2001, en págs. 129, 347 y 387, respectivamente. Véase además por idéntica postura: MÉNDEZ, JUAN J.: *“Las responsabilidades emergentes de la sociedad infracapitalizada”*, E.D., 28 de noviembre de 2003, pág. 1 y s.s.

pueden derivarse de la propia situación incierta, en realidad no podría decir que existe riesgo².

Toda actividad conlleva un riesgo, ya que la actividad exenta de ello representa inmovilidad total. Entonces, se puede definir el riesgo como la probabilidad que un peligro (causa inminente de pérdida), existente en una actividad determinada durante un periodo definido, ocasione un incidente con consecuencias factibles de ser estimadas. También se lo puede entender como, el potencial de pérdidas que existe asociado a una operación productiva, cuando cambian en forma no planeada las condiciones (financieras, micro y macroeconómicas, organizativas, etc.) definidas como estándares para garantizar el funcionamiento de un proceso o del sistema productivo en su conjunto.

El riesgo total de la empresa tiene dos componentes: a) el riesgo económico, medido por la variabilidad de la rentabilidad que generan los activos de la empresa antes de intereses; es decir, con independencia de cómo es financiada la empresa, mide así la probabilidad de no poder ganar y el riesgo financiero, que depende de la composición del pasivo: cuanto más elevadas sean las deudas de la empresa mayor será el riesgo financiero y mide la probabilidad de no poder pagar.

Avanzando en el planteo, resulta elemental señalar que el riesgo económico se deriva de la composición del activo y de la incertidumbre de la rentabilidad que puedan producir las inversiones en activo fijo y en circulante. Así, mayor será el riesgo económico, cuando: 1) las ventas de la empresa estén concentradas en unos pocos clientes, 2) la empresa utilice muy pocas materias primas diferentes, cuyo suministro y precio futuro sea incierto, 3) la proporción de los costes fijos dentro de la estructura de costes sea más alta, ya que en dicho caso si bajan las ventas, los costes variables disminuirán en la misma proporción que las ventas, pero el beneficio antes de intereses e impuestos bajará de una forma más que proporcional debido a la existencia de los costes fijos, pudiendo aparecer antes las pérdidas.

En general se emplea el riesgo como un soporte argumental para reclamar una cierta suficiencia del capital social. Ahora bien, más

² Cfr. FAUS, JOSEP: "Las decisiones de inversión", Barcelona, Folio, IESE Univ. de Navarra, 1997, pág.73.

allá de la inconsistencia (en cuanto soporte argumental) de la noción de riesgo empresario, lo cierto es que el mismo presenta en sí mismo una enorme cuota de complejidad lo cual abona aún más, la idea que aquí sustento por la cual afirmo que el capital social resulta (apenas) un dato más en orden a la elucubración de los niveles o índices de riesgo por los que atraviesa una empresa; ello así, por la intrínseca complejidad que rodea al concepto de riesgo.

3.- LA COMPLEJIDAD DEL RIESGO

Desde un punto de vista metodológico, el tema del riesgo es escurridizo, la evidencia de que no existe una metodología sencilla y universal para la evaluación y medición del riesgo, ha ocasionado una proliferación de propuestas sobre modelos conceptuales. No es mi intención desarrollar aquí una exposición de los (variados) métodos de medición del riesgo, simplemente aludiré a uno de ellos a los efectos de ilustrar someramente la complejidad de la composición del riesgo. Ello así, dado que el *riesgo* en cuanto tal, no alude a una realidad unívoca y simple, sino más bien compleja, ya que intervienen una serie variadas ponderaciones, elementos (estructurales y coyunturales) que hacen a la empresa y que inciden sobre dicha noción de *riesgo*.

Si tomo (por ejemplo) el modelo CAMEL³, como uno de los tantos métodos existentes para la medición del desenvolvimiento empresario (y en particular el riesgo), se advertirá la multiplicidad de factores e información a la que se recurre para tratar de aproximarse a dicho riesgo, lo cual supera enormemente la simple reducción al capital social como único factor lineal de incidencia riesgosa.

Así, me encuentro por ejemplo, con el denominado método CAMEL (*Capital, Asset, Management, Earning, Liquidity*) que, traducido podría significar algo así como Capital, Activos, Gerencia, Ganancias y Liquidez. Son, entonces, cinco las áreas sobre las cuales concentra su estudio la metodología CAMEL requiriendo, a su vez, de

³ La metodología de análisis conocida bajo el nombre CAMEL fue adoptada, en principio, por las entidades de crédito de los Estados Unidos con el propósito de medir y determinar la (real) situación financiera de las empresas de dicho país, evaluando su desarrollo gerencial junto con el análisis de algunos indicadores financieros y de riesgo corporativo. Esta es una de las metodologías más recientes y mundialmente utilizadas en la actualidad.

información proveniente de siete fuentes: estados financieros, proyecciones y presupuestos de flujos de caja, tablas de amortización de cartera, origen de la financiación, decisiones directivas, operaciones de personal y entorno macro económico.

En particular y a simple título ilustrativo caber señalar que en lo referente al capital se ha de ponderar, entre otros datos a: 1) el nivel y calidad del capital, medido por la condición financiera de la institución (esto es, su estructura financiera y de capital); 2) la habilidad de la gerencia para obtener nuevos recursos, si así se llegare a requerir (vale decir, las decisiones de inversión y financiamiento); 3) la naturaleza, volumen y comportamiento de los activos; 4) nivel y regularidad de las utilidades y consistencia en la política de dividendos; 5) posibilidades de acceso al mercado de capitales o a otras fuentes de financiación a largo plazo.

Pero sucede que la noción de capital no basta para medir el desenvolvimiento de una empresa en particular y por ello se ha de recurrir también al análisis de los activos empresarios. En particular se pretende medir los activos de la empresa así como su capacidad operativa y la eficiencia con la cuál son utilizados.

Por otra parte, claro resulta que las nociones antedichas de capital y activos son estáticas, lo cual no se compadece con el dinámico devenir de la empresa que como *ente vivo* supone la toma de especiales decisiones (por parte de los responsable directivos) en orden a su funcionamiento y por ello es que se evalúa también la eficiencia de la gerencia, para lo cual, se ha de tener en cuenta: 1) el nivel de respaldo de las decisiones directivas; 2) la habilidad de administradores para tomar responder ante cambios y riesgos imprevistos, así como para desarrollar oportunamente nuevos productos o planes de negocios; 3) el cumplimiento de las normas; 4) la respuesta oportuna a recomendaciones.

Más allá de las consideraciones en torno de las ganancias y a la liquidez, actualmente, se suele incluir una sexta referencia, se trata de los riesgos del mercado, haciéndose mención a la sensibilidad a riesgos derivados de variables económicas tales como fluctuaciones en las tasas de interés o variaciones en la tasa de cambio, así como en las oscilaciones de las acciones o la variabilidad de otros factores del entorno como los precios o la inflación, en general.

4.- EL FRACASO EMPRESARIO

Hasta aquí me he detenido en el tema del riesgo, como diría anteriormente, el riesgo es una incertidumbre y que se puede referir a la probabilidad (mayor o menor) de no poder pagar las obligaciones a su vencimiento; de no ganar, de no vender, de no generar rentabilidad, de no crear valor, de sufrir pérdidas, etc., nociones todas ellas vinculadas pero distintas. Ahora bien, sospecho de que en el discurso acerca de la suficiencia del capital social para evitar la traslación de riesgos, subyace algo mucho más básico, como es la vinculación del capital social con el fracaso empresarial. Lo cual, a mi entender, es una simplificación que no resiste la crítica, por dos razones (o tal vez se trate de la misma razón apreciada desde dos ángulos): 1) *La insuficiencia del capital no es la principal causa del fracaso empresarial*; 2) *La quiebra, en cuanto fracaso empresarial legalmente estatuido, no depende (sólo y exclusivamente) del capital social*.

Así entonces, con respecto a la primer razón, señalo que las causas principales de los fracasos empresarial son la falta de habilidad administrativa, actividad económica y madurez corporativa. La primera de ellas, supone por ejemplo, la expansión exagerada, la asesoría financiera inadecuada, un equipo deficiente de vendedores y costos de producción altos.⁴

En lo que respecta a la situación macroeconómica, cabe señalar que las depresiones económicas pueden contribuir al fracaso de una empresa. Si la economía entra en recesión, las ventas de la empresa pueden disminuir abruptamente dejándola con costos fijos altos e insuficientes rendimientos para cubrir estas erogaciones operativas y financieras fijas. Si se prolonga la recesión, disminuye la probabilidad de supervivencia.⁵

⁴ "...La causa más normal de la quiebra es la incompetencia de sus directivos, debida a uno o varios de los siguientes motivos: falta de experiencia en un aspecto empresarial determinado, deficiencias en alguna de las funciones fundamentales de la dirección (ventas, financiación, investigación, y desarrollo, planificación, planificación o dirección de personal), o incapacidad para anticipar dificultades empresariales". ARROYO, ANTONIO & PRAT, MARGARITA: "Dirección financiera", Bilbao, Deusto, s/f, pág. 378.

⁵ No todas las empresas se afectan igualmente por la actividad macroeconómica. De hecho, cada industria se puede considerar como si operara dentro de su propia microeconomía. Aunque puede ser próspera la economía nacional, la industria dentro de la cual opere la empresa

Finalmente debo referirme a la madurez corporativa. Las empresas, como los individuos, no tienen vida infinita. Una empresa pasa por las etapas de nacimiento, crecimiento, madurez y declinación. La administración de la empresa debe tratar de prolongar la etapa de crecimiento por medio de adquisiciones, investigación y el desarrollo de productos nuevos. Una vez que la empresa haya alcanzado la madurez y comenzado a declinar, debe buscar que la adquiera otra empresa o liquidarse antes de fracasar.

Con respecto a la segunda razón, destaco que ya he señalado que "...si la relación entre insuficiencia de capital e insolvencia o quiebra es aritmética, perfecta y necesaria; parecería entonces que las notables investigaciones del brillante profesor Edward Altman, a efectos de la prevención de la quiebra, han sido inútiles".⁶

Sobre el particular destaco que al final de la década del '60, se ha desarrollado algunos enfoques importantes de investigadores financieros para probar la confiabilidad de índices para predecir la quiebra de las empresas. Lo relevante aquí, es que la habilidad predictiva (no exacta por cierto) comprende una serie de índices y variables harto complejas y que en modo alguno se reducen a un solo dato, sea el capital social o cualquier otro.

Una de las técnicas más sofisticadas (y precisas) ha sido la desarrollada por Edward Altman para la selección y evaluación de los índices que más probablemente diferencian entre empresas en quiebra y empresas en no quiebra. Altman probó veintidos índices, de los cuales sólo seleccionó cinco, bajo la base de su habilidad combinada o múltiple para discriminar entre empresas en quiebra y empresas en no quiebra.⁷

puede estar en la declinación y las empresas en esa industria pueden fracasar. Por otra parte, el fracaso de una empresa durante un auge económico es probablemente atribuible a una mala administración.

⁶ DI CHIAZZA, IVÁN G.: "*La insuficiente capitalización de sociedades. Una historia de prejuicios conceptuales*", E.D., 13 de mayo de 2004, pág. 4.

⁷ Para desarrollar su trabajo que después llamó "Z de Altman", Edward Altman seleccionó, en 1966, un muestra de 66 empresas, de las cuales treinta y tres (el 50%) habían caído en quiebra entre 1946 y 1965 y las otras treinta y tres se seleccionaron, aleatoriamente, de entre aquellas que aún existían para 1966. El tamaño de las empresas era variado, pues el activo total de las 66 empresas oscilaba entre 1 millón y 26 millones de dólares. Después de la selección le calculó 22 índices financieros, de los más comunes, a cada una de las empresas. Es importante aclarar que, para las empresas que habían caído en quiebra, Altman utilizó los estados financieros un año antes de la quiebra.

Si bien, Edward Altman ha ido perfeccionando los modelos procurando adecuarlos a los tipos de empresas, lo cierto es que los índices relevantes que aquel ha tomado, pueden sintetizarse en: a) capital de trabajo / activo total; b) reservas acumuladas / activo total; c) ganancias antes de intereses e impuestos / activo total; d) recursos propios / recursos ajenos; e) ventas / activo total.

Pues bien, no es mi intención profundizar el estudio de la metodología predictiva de Altman, con su puntuación discriminante y demás detalles financieros, simplemente me contento con poner en evidencia que la pretensión de que el capital social sea determinante de un fracaso empresario resulta, desde la perspectiva de la predicción de la quiebra, total y absolutamente quimérico.

5.- COLOFÓN

Por todo cuanto se ha expuesto, considero que realizar una aproximación al riesgo empresario (en un momento dado) implica la necesidad de recurrir a una multiplicidad de variables (internas y externas) de la empresa que van más allá de la mera ponderación del capital social; esto así, por la simple razón de que el riesgo empresario es una noción compleja.

Si bien, la complejidad (conceptual y práctica) del riesgo empresario es una obviedad, por lo general pasa (absolutamente) desapercibida por los enfoques jurídicos que reclaman la suficiencia de capital social a los efectos de evitar la traslación de riesgos a los terceros acreedores.

De este modo, las apreciaciones jurídicas sobre el riesgo empresario no pueden soslayar (*so pena* de arbitrariedad científica) las implicancias de todos los elementos (financiero y económicos) que hacen a la empresa. Ello así, por cuanto, en última instancia y ante el daño efectivo de los acreedores sociales por el no pago de sus créditos por parte de una sociedad insolvente sometida a un procedimiento de quiebra, cabrá advertir que no será la insuficiencia del capital social la causa eficiente generadora de dicho estado falencial.