

FINANZAS DE NEGOCIOS

JAIME CALDERÓN SEGOVIA

2013

FINANZAS DE NEGOCIOS



ÍNDICE DEL CONTENIDO

INTRODUCCIÓN	3
OBJETIVOS	4
<u>Capítulo uno</u>	
Panorama de la Gestión Financiera de la Empresa	5
Objetivos económicos de la Empresa.	6
Las Finanzas frente a la integración y a la globalización.	8
<u>Capítulo dos</u>	
Análisis Financiero	
Contabilidad y gestión de Costos (Nota Técnica)	24
Diagnóstico Financiero.	35
<u>Capítulo tres</u>	
Administración del Efectivo	39
Ciclo Operativo y presupuesto de caja.	39
Razones Financieras de Análisis de Liquidez.	41
Otros estados financieros.	45
<u>Capítulo cuatro</u>	
Análisis de sensibilidad	
Valor Actual Neto (VAN)	50
Tasa Interna de Retorno (TIR)	50
Análisis Costo – Beneficio	51
<u>Capítulo cinco</u>	
Análisis de rentabilidad	54
La Rentabilidad.	54
Punto de Equilibrio.	54
Punto de equilibrio en la mezcla de productos.	58
Análisis del estado de resultados por línea de producto.	59
Ventaja Competitiva.	59
<u>Capítulo seis</u>	
Gerencia de Capital	61

Costo de capital	61
Riesgo y rentabilidad	62
Fuentes de financiación y sus costos	66
Acciones	69
Fondos de inversión	73
Casos Reales de Capitalización y Financiación	76
Nota Técnica. Control Presupuestario	
<u>Capítulo siete</u>	
Operaciones financieras tipo Leasing	77
<u>Capítulo ocho</u>	
Fusión y Adquisición de Empresas	79
Formas básicas de la adquisición.	80
Clasificación	81
Sinergia de la adquisición	81
Reducción de costos	83
Ganancias tributarias	84
Costo de capital	85
Privatización y compras apalancadas	85
<u>Capítulo nueve</u>	
Valoración de empresas	87
Métodos de valoración.	87
Dificultades financieras.	89
Caso práctico.	91
<u>Capítulo diez</u>	
Evaluación de proyectos de inversión	92
<u>Capítulo once</u>	
Valor Económico Agregado.	94
<u>ANEXOS</u>	95

INTRODUCCIÓN

La gestión financiera cambia rápidamente no sólo en los aspectos teóricos sino en la práctica diaria que se refleja en el énfasis que hoy se dan a los temas estratégicos a medida que los gerentes se preocupan por crear valor en la empresa en medio de un entorno altamente competitivo.

El desarrollo del comercio electrónico, las corporaciones virtuales, las señales financieras, la globalización y la información, las alianzas estratégicas, configuran un escenario muy atractivo para quienes emprenden en este emocionante campo de la gestión empresarial especializada.

Los gerentes financieros se interesan en el manejo eficiente del dinero de la empresa por lo que las finanzas son una parte integral en la toma de decisiones. El comprender las finanzas abre un campo que fortalece la gestión, le pone cifras a las ideas de negocio y provee de las herramientas básicas para financiamiento de actividades de producción y de servicios.

La transmisión de la imagen de la empresa al entorno económico nacional e internacional es importante en la consecución tanto de alianzas, de oportunidades, de búsqueda de potenciales inversionistas, así como para financiar las iniciativas de crecimiento o el inicio de proyectos de inversión.

Este texto aborda distintos temas sobre el contexto de la gestión financiera corporativa actual, poniendo énfasis en la importancia de que el buen manejo de los recursos financieros se verá reflejado en el logro del objetivo económico de la empresa. Se presentan conceptos y técnicas fundamentales que ofrecen información útil de alta aplicabilidad, a fin de que los gerentes financieros cuenten con una base sólida sobre los principios y procedimientos de la gestión financiera para contribuir a generar valor en la empresa.

La Gestión Financiera de la Empresa, fijará su atención en cómo una compañía puede crear y mantener valor en el mercado globalizado y cambiante.

Las decisiones de la gerencia financiera se basan en conceptos fundamentales y en los principios de las finanzas, que no son tan especializadas o complejas como se podría imaginar. Si bien son una preocupación diaria de gobernantes, empresas y personas, el estudio de

finanzas puede ser útil para todos y ayudan a la comprensión de los acontecimientos económicos mundiales.

O B J E T I V O S.-

La Gestión Financiera de la Empresa, tiene como objetivos específicos:

- Reconocer el entorno actual de las finanzas corporativas, cuales han sido los cambios fundamentales y que posición hay que tomar frente a los procesos de integración y modelos de globalización actuales.
- Consolidar criterios y herramientas enfocados a la toma de decisiones.
- Conocer los principios en los que se basa la dirección financiera corporativa.
- Reconocer los elementos incluidos en el objetivo corporativo integral.
- Enfatizar la presentación, desarrollo y manejo de los criterios financieros dentro del contexto de la estrategia integral del negocio.
- Conocer y entender las herramientas que sirven para aumentar y medir el valor que genera la empresa.
- Dotar al participante de los conocimientos y herramientas que le permitan gestionar acertadamente los procesos financieros de la empresa en orden de maximizar el valor del negocio y por ende de sus accionistas.
- Motivar a todos a pensar fuertemente en la creación de valor por medio de sus propios cargos y potencialidades.

CAPÍTULO UNO

PANORAMA DE LA GESTIÓN FINANCIERA DE LA EMPRESA

En el complejo mundo de los negocios, hoy en día caracterizado por el proceso de globalización en las empresas, la información financiera cumple un rol muy importante al producir datos indispensables para la administración y el desarrollo del sistema económico. A lo largo de los últimos veinticinco años del siglo XX se ha producido un desarrollo de las finanzas y de los mercados financieros como no había ocurrido previamente. El fenómeno de la innovación financiera, ha permitido desarrollar nuevos sistemas de valoración de activos financieros, o una mejor gestión de las carteras de valores y, sobre todo, un análisis más minucioso del riesgo que ha hecho posible gestionarlo antes que eliminarlo.

La gestión Financiera Corporativa se centra en la forma en que las empresas pueden crear valor y mantenerlo a través del uso eficiente de los recursos financieros. La capacidad del director financiero para adaptarse al cambio y la eficiencia con que planifique la utilización de recursos financieros requeridos por la empresa, así como la capacidad de identificar la adecuada asignación de esos recursos y su obtención, son aspectos que no solo influyen en el éxito de la compañía sino de la economía nacional.

Es por esto que los responsables de las finanzas de una compañía deben comprender el entramado económico en el que se mueve su empresa y mantenerse alerta a los cambios que puedan producirse tanto en la actividad económica como en la política económica.

La *Estructura de Capital* se puede decir que es la manera en que se divide la empresa, inicialmente el tamaño dependerá de la calidad de las decisiones de inversión, una empresa determina el valor de sus activos después de tomar sus decisiones de inversión.

Se determina que el valor de la empresa (V) es igual al valor de la deuda (D) más el capital (C); $V = D + C$. De ser así, el objetivo del director financiero será seleccionar la razón deuda-capital que maximice el valor de la empresa.

I.- OBJETIVOS ECONÓMICOS DE LA EMPRESA

i.- Crear Valor y Permanecer en el tiempo:

Elevar el valor de la empresa y por tanto, el de los propietarios que integran el capital social, puede hacer de la empresa una generadora de riqueza para los accionistas, sus empleados y la comunidad en general. Si este objetivo rebasa los límites de la empresa, se genera un compromiso social de bienestar general. Una de las herramientas para calcular y evaluar la riqueza generada por la empresa es el EVA*, el cual se detalla más adelante.

Este objetivo puede dividirse en dos partes:

- Obtener la máxima utilidad neta con un capital mínimo, aportado por los inversionistas.
- Lograr el mínimo costo promedio de capital, entendiendo que éste es consecuencia del costo financiero del endeudamiento y el costo del patrimonio.

ii.- Minimizar el riesgo

Trabajar con el mínimo riesgo, o al menos con un nivel de riesgo aceptable, a fin de garantizar la supervivencia y la expansión equilibrada de la empresa. Para conseguirlo hay que considerar las siguientes condiciones:

- Conseguir una proporción equilibrada entre el capital aportado por los inversionistas y el endeudamiento, a fin de disponer de una autonomía financiera adecuada.
- Lograr la proporción equilibrada entre deudas a corto plazo y deudas a largo plazo, a fin de no generar tensiones financieras a corto plazo.
- Alcanzar una cobertura adecuada a los distintos riesgos financieros con los que la empresa convive. Por ejemplo el riesgo de los tipos de interés, el riesgo de los tipos de cambio, el riesgo del mercado bursátil y el riesgo de la morosidad de los clientes, todos ellos exigen una política precisa de prevención.

iii.- Nivel Adecuado de Liquidez

Disponer de un nivel adecuado de liquidez, a fin de poder afrontar los diferentes compromisos de pago. Para esto son indispensables las siguientes funciones:

- Financiar adecuadamente las necesidades de inversión en activos circulantes.
- Lograr el equilibrio entre cobros y pagos a corto plazo, para evitar dificultades de tesorería.

El objetivo de la liquidez puede considerarse como parte del de riesgo.

Resumiendo en tres puntos integrales, se puede decir que los fines básicos de la gestión financiera de la empresa son:

- 1) Definir las estrategias de inversión a largo plazo que debe adoptar la empresa.
- 2) Como reunir el efectivo para las inversiones requeridas.
- 3) Cuanto flujo a corto plazo necesita la empresa para cubrir sus deudas.

II.- LAS FINANZAS FRENTE A LA INTEGRACIÓN Y A LA

GLOBALIZACIÓN - ARTÍCULOS SELECCIONADOS

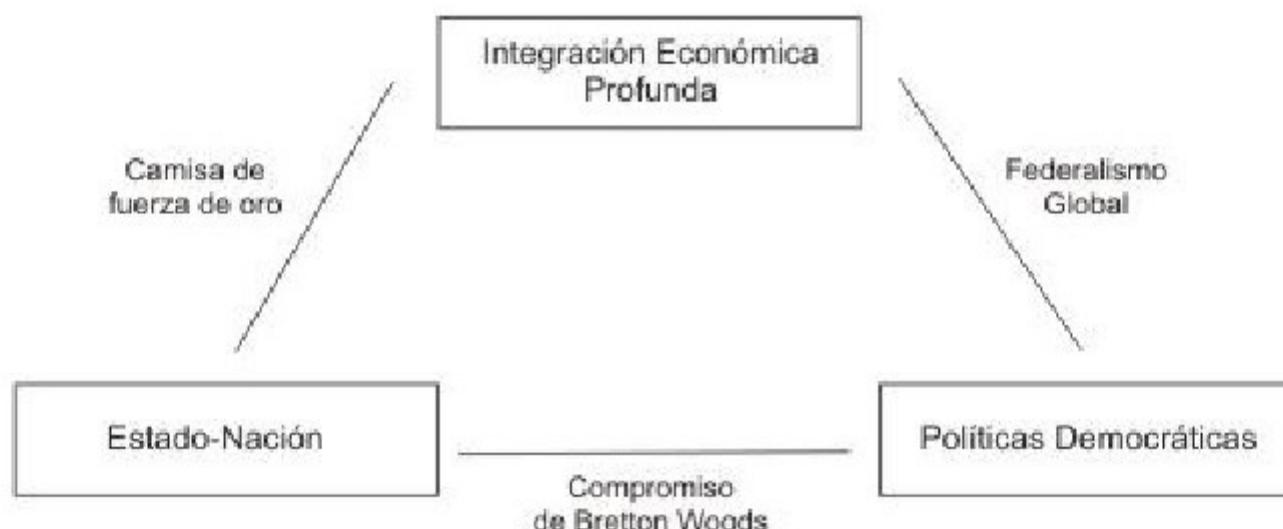
1.- EL INDEFECTIBLE TRILEMA DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

*por Dany Rodrik**

A veces las ideas simples y audaces nos ayudan a ver más claramente una realidad compleja que requiere abordajes matizados. Yo tengo un “teorema de imposibilidad” para la economía global que es así: Dice que la democracia, soberanía nacional e integración económica mundial son mutuamente incompatibles: podemos combinar cualesquiera dos de las tres, pero nunca tener las tres simultáneamente y en su esplendor.

Aquí está cómo se ve el teorema en una imagen:

EL TRILEMA POLITICO DE LA ECONOMIA MUNDIAL



Para ver porqué esto tiene sentido, nótese que la profunda integración económica requiere que eliminemos todos los costos de transacción que los comerciantes y financistas enfrentan en sus tratos de cruce de frontera. Ellos generan riesgo soberano, crean discontinuidades regulatorias en la frontera, evitan la regulación global y supervisión de intermediarios financieros, e incluso vuelven a los prestamistas globales de último recurso un sueño desesperanzado. El mal funcionamiento del sistema financiero global está íntimamente ligado a estos costos específicos de transacción.

Entonces, ¿qué hacemos? Una opción es ir por el federalismo global, donde alineamos el objetivo de políticas (democráticas) con el objetivo de mercados globales. Realistamente, sin embargo, es algo que no puede hacerse a escala global. Es bastante difícil alcanzar aún entre países similares y de maneras de pensar parecidas, como la experiencia de la Unión Europea demuestra. Otra opción es mantener el estado nación, pero hacerlo receptivo solo a las necesidades de la economía internacional. Este sería un estado que perseguiría la integración económica global a expensas de otros objetivos domésticos.

El estándar de oro del siglo XIX provee un ejemplo histórico de este tipo de estado. El colapso del experimento de convertibilidad de Argentina en los

1990s provee una ilustración contemporánea de su inherente incompatibilidad con la democracia.

Finalmente, podemos reducir nuestras ambiciones respecto a cuanto integración económica internacional podemos (o deberíamos) alcanzar. Entonces vamos por una limitada versión de la globalización, que es de lo que se trataba el régimen post guerra mundial de Bretton Woods (con sus controles de capitales y liberalización del comercio limitada). Desafortunadamente se ha convertido en una víctima de su propio suceso. Hemos olvidado el compromiso incrustado en ese sistema, y que fue la fuente de su éxito.

Por eso yo mantengo que cualquier reforma del sistema económico internacional debe lidiar con este trilema. Si queremos más globalización, debemos o bien renunciar a algo de democracia o a algo de soberanía nacional. Pretender que podemos tener las tres simultáneamente nos deja en una inestable tierra de nadie.

** D. Rodrik es economista, docente en la Facultad de Gobierno J.F. Kennedy, Universidad de Harvard, Estados Unidos. Artículo publicado el 27 de Junio, 2007. Se reproduce únicamente con fines informativos y educativos.*

2.- HACIA CAMBIOS EN LAS FINANZAS GLOBALES

La globalización financiera favorece el crecimiento, pero encierra peligros que pueden llevar a fuertes adaptaciones.

Por: Ricardo Arriazu ECONOMISTA

Cuando recientemente explotó la "burbuja" inmobiliaria en los Estados Unidos muchos analistas pensaron que era un fenómeno aislado que afectaría exclusivamente a unos pocos incautos especuladores que habían financiado de manera poco cuidadosa viviendas con precios inflados. Grande fue su sorpresa cuando los efectos se extendieron gradualmente a la totalidad del sistema financiero de los EE.UU. y a un gran número de países, y mayor aun cuando comenzaron a explotar otras burbujas inmobiliarias en: Irlanda, Holanda, el Reino Unido, Australia, España.

Las pérdidas reportadas por las Entidades Financieras en todo el mundo superan ya los 450 mil millones de dólares, y los cálculos más pesimistas elevan las pérdidas finales a 950 mil millones de dólares. Estas pérdidas se han distribuido por partes iguales en los EE.UU. y en el resto del mundo (fundamentalmente Europa); ¿Cómo puede ser que un problema económico localizado en los EE.UU. haya afectado en forma tan significativa al resto del mundo? La respuesta está en la fenomenal integración de los mercados de capitales mundiales.

La globalización ha transformado el funcionamiento de los mercados internacionales de capitales, los que operan en la actualidad como un único mercado mundial, en el que los fondos se canalizan hacia los países (y

sectores) que muestran las mayores tasas esperadas de retorno y los menores riesgos.

Este proceso debería facilitar el financiamiento de los procesos económicos más atractivos y achicar la brecha entre los países más ricos y los más pobres. Sin embargo, estos movimientos no siempre se dirigen de los más ricos a los más pobres; muchos países pierden oportunidades por falta de transparencia y por problemas internos. Al mismo tiempo, ciertas características de este proceso de globalización han incrementado la volatilidad de los movimientos de capitales. En un pasado no muy remoto los recursos financieros eran administrados en forma personal por la mayoría de los ahorristas, y los cambios de portafolios eran infrecuentes y poco significativos. En la actualidad, la mayoría de nosotros confiamos nuestros ahorros a instituciones en las que jóvenes (y capaces) profesionales los administran en forma supuestamente eficiente, pero con sistemas de remuneraciones que incentivan la volatilidad de las colocaciones. Por otro lado, la aparición de nuevos intermediarios y nuevos instrumentos han incrementado la sofisticación de los mercados e incentivado su concentración. Tres mercados (Nueva York, Londres y Tokio) concentran en la actualidad un gran porcentaje de las transacciones financieras mundiales.

El caso de los EE.UU. es un buen ejemplo de esta tendencia. Hacia 1950, la diferencia entre sus inversiones en el exterior y su endeudamiento externo era equivalente a casi 13 mil millones de dólares, saldo que se elevó a 182 mil millones hacia 1980. A partir de ese momento, la situación se revirtió totalmente y en la actualidad su deuda neta se acerca a los 8 billones (millones de millones) de dólares. Sin embargo, la descomposición de esta posición entre la porción que corresponde a inversiones financieras puras y aquellas que corresponden a inversiones directas muestra resultados contradictorios: la deuda financiera neta alcanza los 9,7 billones de dólares mientras la posición neta en materia de inversiones directas es favorable en un monto superior a los 900 mil millones de dólares. Esta discrepancia muestra que los EE.UU. financian una porción importante de su gasto utilizando el ahorro de otros países, al mismo tiempo que su mercado de capitales recicla otra porción de ese ahorro hacia la inversión directa.

Es decir, aprovecha su ventaja como gran potencia mundial y "refugio de última instancia" para conseguir recursos financieros baratos que utiliza parcialmente para invertir en otros países, frecuentemente, los mismos de donde provienen ahorros.

Esta función de "reciclador" de fondos de las grandes potencias mundiales se ha repetido a lo largo de la historia. Esa misma situación se da, en menor escala, en otros países. La experiencia de los últimos 27 años muestra que los

grandes usuarios del ahorro mundial fueron EE.UU. (6,7 billones) y el Reino Unido (693 mil millones), seguidos de cerca por España, Australia e Italia; al mismo tiempo que los grandes proveedores de fondos fueron Japón (2,6 billones) y China (1.067 millones), seguidos por Medio Oriente, Alemania, Rusia y Suiza.

En este contexto, no debe extrañar que los problemas inmobiliarios en EE.UU., el Reino Unido y España hayan repercutido en los sistemas financieros de numerosos países. Otro fenómeno importante en los mercados mundiales de capitales ha sido la pérdida de importancia de los tradicionales bancos comerciales y la aparición de nuevos intermediarios e instrumentos financieros.

Hacia 1945, los bancos comerciales administraban el 49% de todos los activos financieros, seguidos de cerca por las compañías de seguros y las instituciones de ahorro. En la actualidad, los bancos comerciales sólo administran el 18,5% de los activos financieros, las instituciones de ahorro el 3%, y el resto es administrado por nuevos intermediarios tales como los Fondos de Pensión (15,6%), los Fondos Mutuos y de Dinero (18,7%), las empresas patrocinadas por el gobierno (Fannie Mae y Freddie Mac), los Pools de Hipotecas, etc.

Los cambios en la estructura económica mundial son siempre permanentes, continuos e inevitables. Las instituciones deben adecuarse a estos cambios para facilitar las transacciones económicas y para evitar conflictos.

Esta necesidad se evidenció recientemente en la fallida operación de rescate de Bears Stearns. Los cambios en la estructura financiera debilitaron el papel tradicional de la Reserva Federal como custodio de la solvencia del sistema y como "Prestamista de Última Instancia". Es imprescindible modificar la arquitectura financiera mundial para adecuarla a los cambios operativos que ocurrieron en las últimas décadas.

3.- LA GLOBALIZACIÓN DE LAS FINANZAS

Por Alan Greenspan*

Ha surgido una expansión dramática en el flujo financiero a través de las fronteras y dentro de los países como resultado del rápido incremento de las telecomunicaciones y de las tecnologías y los productos basados en la computación. El ritmo ha llegado a ser sorprendente.

Este desarrollo basado en la tecnología ha expandido de tal manera la amplitud y profundidad de los mercados que los gobiernos, aun los incrédulos, han sentido que no tienen otra alternativa que desregular y liberalizar el crédito interno y los mercados financieros.

En los últimos años la integración económica global se ha acelerado en una multitud de frentes. Mientras que la liberalización del comercio, proceso que se ha venido efectuando durante algún tiempo, ha continuado, han ocurrido cambios más dramáticos en la esfera financiera.

Los mercados financieros mundiales hoy son sin duda más eficientes que nunca. Los cambios en las comunicaciones y en las tecnologías de la información, y los nuevos instrumentos y técnicas de manejo de riesgo que estos cambios han hecho posible permiten a un amplio rango de firmas financieras y no financieras manejar sus riesgos financieros de manera más efectiva. Como consecuencia, esas firmas pueden concentrarse ahora en manejar los riesgos económicos asociados con sus negocios primarios.

La sólida rentabilidad de los nuevos productos al tenor de su enorme proliferación es prueba de la creciente efectividad de los mercados financieros en facilitar el flujo del comercio y de las inversiones directas, que claramente están contribuyendo a elevar como nunca los estándares de vida en el mundo. Se han desarrollado complejos instrumentos financieros -instrumentos derivados, en una forma u otra- para sacar ventaja de los logros en comunicaciones y en las tecnologías de la información. Tales instrumentos no hubieran florecido como lo han hecho sin los avances tecnológicos ocurridos en las décadas pasadas. Estos instrumentos no podrían valorarse apropiadamente, los mercados involucrados no se podrían arbitrar apropiadamente y los riesgos a que ellos dan lugar no podrían ser manejados de ninguna manera, menos aun apropiadamente, sin la capacidad de instrumentos poderosos de procesamiento de datos y comunicaciones.

Nuevos desafíos

Aun así, para los banqueros de los bancos centrales responsables de la estabilidad de los mercados financieros, las nuevas tecnologías y los nuevos instrumentos presentan nuevos desafíos. Algunos argumentan que la dinámica de los mercados se ha alterado de manera que aumenta la posibilidad de disturbios significativos del mercado. Cualquiera que sea el mérito de este argumento, hay una percepción clara de que las nuevas tecnologías y los instrumentos financieros y técnicas que aquéllas han hecho posible han fortalecido la interdependencia entre los mercados y los participantes del mercado, dentro y fuera de las fronteras nacionales.

Como resultado, un disturbio en un segmento del mercado o en un país es casi seguro que se transmitirá más rápidamente a través de la economía mundial que en épocas anteriores.

En generaciones previas, la información se movía lentamente, restringida por el estado primitivo de las comunicaciones. Las crisis financieras a comienzos del

siglo XIX, por ejemplo, particularmente aquellas asociadas con las guerras napoleónicas, frecuentemente se relacionaban con eventos militares o de otra naturaleza en lugares muy lejanos. La posición especulativa de un inversionista podría ser destruida por un conflicto militar, algo que no sabría sino hasta después de días o incluso semanas. Hoy en día, desde la perspectiva de un banco central, eso podría considerarse una bendición.

A medida que se desarrolló el siglo XIX, las comunicaciones se aceleraron. A finales de ese siglo los eventos acontecían más rápidamente, pero su velocidad era más bien una marcha lenta en comparación a los estándares de los mercados financieros de hoy. El entorno que rodea actualmente a los bancos centrales -y desde luego también a los participantes privados en los mercados financieros- se caracteriza por la comunicación instantánea.

Es importante averiguar las raíces de esta extraordinaria expansión de las finanzas globales para evaluar sus beneficios y riesgos, y para sugerir algunos caminos que pueden explorarse útilmente con el objeto de detener sus consecuencias adversas potenciales.

Las raíces de la globalización

Un sistema financiero global, desde luego, no es un fin por si mismo. Es la infraestructura institucional que se ha desarrollado durante siglos para facilitar la producción de bienes y servicios. Consecuentemente, podemos comprender mejor la evolución de los florecientes mercados financieros de hoy analizando los cambios extraordinarios que han ocurrido en el siglo pasado o antes, en lo que convencionalmente conocemos como el sector real de la economía: la producción de bienes y servicios. Las mismas fuerzas tecnológicas que actualmente impulsan las finanzas se manifestaron primero en el proceso de producción y han tenido un efecto profundo en lo que producimos, cómo lo producimos, y cómo lo financiamos. Los cambios tecnológicos, o dicho en forma más general, las ideas, han alterado significativamente la naturaleza de la producción de tal manera que ha llegado a ser más conceptual y menos física.

La parte física de lo que se mide en el producto interno bruto real constituye hoy una proporción mucho más pequeña que en generaciones pasadas.

La sustitución creciente de conceptos por esfuerzo físico en la creación de valor económico también ha afectado la forma cómo producimos; ejemplo de ello lo constituyen los sistemas de diseños apoyados en la computación, herramientas para máquinas, y sistemas de control de inventarios.

Rutinariamente ahora las oficinas están equipadas con tecnologías de alta velocidad de procesamiento de información. Debido a que la adquisición de conocimientos es con raras excepciones irreversible, esta tendencia continuará en el próximo siglo y más allá. La creación de valor en el advenimiento del siglo XXI seguramente involucrará la transmisión de información e ideas generalmente sobre redes complejas de telecomunicaciones. Ese desarrollo creará considerablemente mayor flexibilidad en cuanto a dónde se prestan los servicios y dónde realizarán sus trabajos los empleados. Hace un siglo, el transporte de bienes a las localidades donde crearían mayor valor sirvió el mismo propósito para una economía cuya creación de valor aún descansaba fuertemente en la producción física voluminosa.

Es de esperarse que así como los bienes y servicios se han trasladado a través de las fronteras, la necesidad de financiarlos haya aumentado dramáticamente. Pero lo que resulta particularmente sorprendente es como ha llegado a ser tan grande la financiación a través de fronteras en relación al comercio que financia. Seguramente, una buena parte de la financiación a través de las fronteras apoya portafolios de inversión, sin duda, algunos de ellos muy especulativos. Sin embargo, en el fondo, incluso éstos forman parte de los sistemas de apoyo al movimiento internacional eficiente de bienes y servicios.

La rápida expansión de la banca y de las finanzas a través de las fronteras no debe sorprendernos dada la extensión por la cual el procesamiento de información y las tecnologías de comunicación de bajo costo han mejorado la habilidad de los clientes en una parte del mundo de evaluar por sí mismos depósitos, préstamos, o oportunidades de manejo de riesgos ofrecidas en cualquier parte del mundo en bases de tiempo real.

Beneficios y riesgos de un sistema financiero global

Estos desarrollos realzan el proceso mediante el cual un exceso de ahorro sobre la inversión en un país encuentra una salida apropiada en otro país. En pocas palabras, facilitan el impulso para igualar las tasas de retorno ajustadas al riesgo en las inversiones a nivel mundial. Por lo tanto, mejoran la asignación de recursos escasos de capital a nivel mundial y, en el proceso, engendran una considerable dispersión del riesgo y oportunidades de compensar los riesgos. Pero aún hay evidencia de que el arbitraje de tasas de retorno ajustadas al riesgo a nivel mundial no es completo. Esto sugiere que existe el potencial para que se desarrolle un sistema financiero mundial más grande que el actual. Si podemos resistir las presiones proteccionistas en nuestras sociedades tanto en el área financiera como en el intercambio de bienes y servicios, podemos anticipar los beneficios de la división internacional del trabajo en una escala mucho más grande en el siglo XXI.

Lo que no sabemos con certeza, pero sospechamos fuertemente, es que la expansión acelerada de las finanzas globales puede ser indispensable para el rápido y continuo crecimiento en el comercio mundial de bienes y servicios. Ha llegado a ser crecientemente evidente que se requerirán muchos estratos de intermediación financiera si vamos a capturar todos los beneficios de nuestros progresos en las finanzas. Ciertamente, la emergencia de un mercado de divisas de alta liquidez ha facilitado las transacciones *forex* y la disponibilidad de estrategias de hedging más complejas permiten a productores e inversionistas alcanzar las posiciones de riesgo que desean. Esto se debe en su mayor parte a la habilidad de los productos financieros modernos a desagregar riesgos complejos de manera tal que permite a cada parte escoger la combinación de riesgos para avanzar en su estrategia de negocios y evitar aquellas que permitan ese avance. Este proceso incrementa el comercio de bienes y servicios entre países, facilita estrategias de inversiones de portafolio a través de las fronteras, realza el financiamiento a bajo costo de formación de capital real a nivel mundial, y conduce a una expansión del comercio internacional y aumento de los estándares de vida.

Pero alcanzar aquellos beneficios seguramente requerirá el mantenimiento de un ambiente de estabilidad macroeconómica. Un ambiente llevadero a la estabilidad de precios y al mantenimiento de un crecimiento económico sostenido ha llegado a ser una responsabilidad primaria de los gobiernos y, desde luego, de los bancos centrales. No siempre ha sido de esta manera. En el último período comparable de comercio abierto internacional hace un siglo, el patrón de oro prevaleció. Los roles de los bancos centrales, donde éstos existían (recuerden que los Estados Unidos no tenían uno), eran bastante diferentes a los de hoy en día.

La estabilización internacional surgía a través de flujos de oro más o menos automáticos desde aquellos mercados financieros donde las condiciones eran menos exigentes a aquellos en los que no había mucha liquidez. Para algunos, incluyéndome a mí, el sistema funcionó bastante bien. Otros percibieron el patrón de oro como muy rígido e inestable y, en todo caso, su falta de capacidad para financiar políticas discrecionales, tanto monetarias como fiscales, condujo primero a mayores compromisos del sistema del patrón de oro después de la primera guerra mundial y en los años 30 a su práctico abandono.

El sistema de papel moneda que surgió ha dado considerable poder y responsabilidad a los bancos centrales para manejar el crédito soberano de las naciones. Bajo el patrón de oro, la creación de dinero estuvo limitada y atada a los cambios en la reserva de oro. El rango discrecional de la política monetaria era relativamente estrecho. Hoy los bancos centrales tienen la capacidad de crear o destruir cantidades ilimitadas de dinero y crédito.

Claramente, la seriedad con la que tomemos nuestras responsabilidades en un mundo moderno tiene profundas implicaciones para los participantes en los mercados financieros. Nosotros proveemos el telón de fondo contra el cual los participantes hacen sus decisiones. Como consecuencia, nos corresponde esforzarnos por producir el mismo ambiente no inflacionario que existió hace un siglo, si pretendemos lograr un crecimiento máximo sostenido. En este aspecto, sin dudas, el desarrollo más importante que ha ocurrido en años recientes ha sido el cambio de un ambiente de expectativas inflacionarias incorporado tanto en la planificación de los negocios como en los contratos financieros a un ambiente de inflación más baja. Es importante que ese progreso continúe y que mantengamos un compromiso creíble de largo plazo hacia la estabilidad de precios.

Aun cuando puede haber pocas dudas en cuanto a que los cambios extraordinarios ocurridos en las finanzas globales en general han sido beneficiosos al facilitar mejoras significativas en las estructuras económicas y en el estándar de vida a lo largo del mundo, dichos cambios también tienen el potencial para ocasionar algunas consecuencias negativas. De hecho, mientras la velocidad de transmisión de eventos económicos positivos han sido un tanto más para la economía mundial en años recientes, cada vez es más obvio, como los recientes acontecimientos en Tailandia y sus vecinos y hace varios años antes en México ponen en evidencia, que errores significativos en las políticas macroeconómicas también impactan alrededor del mundo a una velocidad prodigiosa. En cualquier caso, el progreso tecnológico no es reversible. Debemos aprender a vivir con ello.

En el contexto de cambios rápidos que afectan a los mercados financieros, las hecatombes son inevitables. La agitación en los mecanismos del Sistema Monetario Europeo en 1992, la caída en el cambio del peso mexicano a finales de 1994 y comienzos de 1995, y los recientes ajustes de la tasa de cambio en numerosas economías asiáticas han mostrado como el nuevo mundo del comercio financiero puede castigar políticas de desalineamientos actuales o percibidos con sorprendente dureza. Esto es nuevo. Aun en épocas tan recientes como hace 15 o 20 años, el tamaño del sistema financiero internacional era una fracción de lo que es hoy en día. Los efectos contagiosos eran más limitados y, por lo tanto, las debacles financieras tenían menos consecuencias negativas.

Tanto en el nuevo como en el viejo ambiente, las consecuencias económicas de los disturbios se minimizan si ellas no están adicionalmente complicadas por inestabilidad financiera asociada con tendencias inflacionarias subyacentes.

Manteniendo la estabilidad financiera

El reciente torbellino financiero en algunos mercados financieros asiáticos, y similares eventos anteriores, confirman que en un mundo de creciente movilidad del capital hay un premio para los gobiernos que mantienen sólidas políticas macroeconómicas y permiten que las tasas de cambio provean señales apropiadas acerca de la estructura más amplia de precios de la economía.

Estos países llegan a ser vulnerables en la medida que los mercados llegan a estar más al tanto de los excesos acumulados, incluyendo tasas de cambio sobrevaloradas, abultados déficits de cuenta corriente y agudos incrementos en los valores de los activos. En muchos casos, los excesos fueron consecuencia de pobres juicios de inversión tratando de emplear inmensos aumentos en portafolios para la inversión. En algunos casos, estos excesos se alimentaron con inversiones sin sentido en bienes raíces y otras actividades de préstamo por varias instituciones financieras en estos países, las cuales a su vez erosionaron las bases de sus sistemas financieros. Como consecuencia, estos países perdieron la confianza tanto de los inversionistas locales como de los extranjeros, trayendo como resultado disturbios en sus mercados financieros.

El recurrir a controles de capital para enfrentar los problemas de los mercados financieros del tipo que han experimentado algunas economías emergentes sería un paso atrás en la tendencia hacia la liberalización de los mercados financieros, lo cual al final no sería efectivo. El mantenimiento de la estabilidad financiera en un ambiente de mercados de capitales globales, por lo tanto, requiere que los gobiernos presten mayor atención en mantener políticas públicas sanas.

Los gobiernos están comenzando a reconocer que la entrega oportuna de datos económicos y financieros correctos es un elemento crítico para el mantenimiento de la estabilidad financiera. No sabemos cuál es la cantidad apropiada de divulgación, pero la experiencia mexicana de 1994 y la reciente experiencia tailandesa deja claro que el nivel de divulgación fue muy pequeño. Una mayor información pública integrada acerca de las condiciones financieras de un país, incluyendo datos actualizados de los compromisos del gobierno de comprar o vender divisas en el futuro y de la cartera de préstamos en mora de las instituciones financieras del país, permitiría a los inversionistas (tanto locales como internacionales) hacer decisiones de inversión más racionales.

Tal divulgación ayudaría a evitar súbitos y abruptos cambios en las posiciones de los inversionistas una vez que se enteren del verdadero estado del país y de la salud de su sistema bancario. El aumento de la divulgación oportuna e integral de los datos financieros también ayudaría a sensibilizar a las principales autoridades económicas de un país sobre los peligros potenciales para su estabilidad financiera.

De manera que, a medida que los mercados financieros internacionales continúan expandiéndose, los bancos centrales tienen objetivos gemelos: alcanzar la estabilidad macroeconómica, y un seguro y sólido sistema financiero que pueda aprovecharse de la estabilidad al mismo tiempo que saca provecho de los inevitables avances tecnológicos.

La dinámica cambiante de un sistema financiero global moderno también requiere que los bancos centrales enfrenten el inevitable aumento del riesgo sistémico. Es probablemente justo decir que la misma eficiencia de los mercados financieros globales, engendrada por la rápida proliferación de los productos financieros, también tiene la capacidad de transmitir errores a un ritmo muy rápido a través del sistema financiero en formas que fueron desconocidas hace una generación, y no imaginadas ni remotamente en el siglo XIX.

La tecnología actual permite a un solo individuo iniciar transacciones masivas con una ejecución muy rápida. Claramente, no sólo se ha incrementado marcadamente la productividad de las finanzas globales, sino que también, obviamente, la habilidad de generar pérdidas ha crecido a una tasa previamente inconcebible.

Más aún, al incrementar la eficiencia financiera global, creando los mecanismos para rebotar a través del sistema financiero global, se ha aumentado claramente el potencial del riesgo sistémico. ¿Por qué no entonces, uno podría preguntarse, impedir o contener la expansión de las finanzas globales por medio de los controles de capital, los impuestos de transacción, u otras iniciativas inhibitoras del mercado? ¿Por qué no retornar a los mercados menos agitados y aparentemente menos amenazadores de, por decir algo, los años 50?

Intentar contener los avances tecnológicos y el nuevo conocimiento e innovación por medio del levantamiento de barreras a la diseminación del conocimiento traería, como la historia lo demuestra ampliamente, consecuencias grandes, adversas e inesperadas. Al suprimir los mercados en una localidad, estos serían rápidamente reemplazados por otros fuera del alcance del control del gobierno e impuestos.

Más importante aún, la toma de riesgos, tan indispensable para la creación de la riqueza, sería indudablemente suprimida en detrimento de los estándares de vida. No podemos retroceder el reloj de la tecnología, y no debemos intentar hacerlo.

Más bien, deberíamos reconocer que, si la tecnología ha ocasionado la presente tensión en los mercados, también sirve para contener dicha presión. Aumentar los sistemas de manejo interno del riesgo de las instituciones

financieras constituye la medida más efectiva de contrarrestar la inestabilidad potencial de los sistemas financieros globales. El mejoramiento de la eficiencia de los sistemas mundiales de pago es claramente otra manera.

La disponibilidad de nuevas tecnologías y de nuevos instrumentos derivados claramente ha facilitado nuevas maneras más rigurosas de acercarse a la conceptualización, medición, y manejo del riesgo para tales sistemas. Hay, sin embargo, limitaciones a los modelos estadísticos utilizados en tales sistemas debido a la necesidad de simplificar los supuestos. De ahí, el juicio humano basado en evaluaciones analíticamente menos rígidas pero mucho más realistas de lo que el futuro puede deparar, es de importancia crítica en el manejo del riesgo. Aunque una comprensión sofisticada de las técnicas de modelos estadísticos es importante para el manejo del riesgo, un conocimiento íntimo de los mercados en que comercian las instituciones financieras y de los clientes a los que sirven es aún más importante.

De esta y otras maneras, debemos asegurarnos que nuestro sistema financiero global cambiante retenga la capacidad de contener los shocks del mercado. Este es un proceso eterno que requiere una vigilancia también eterna.

** Alan Greenspan* es Presidente de la Reserva Federal de los Estados Unidos. Este artículo es una versión editada de su discurso de apertura de la XV Conferencia Monetaria Anual del Cato Institute.

3.- REFLEXIONES SOBRE FINANZAS INTERNACIONALES EN UN ENTORNO GLOBALIZADO

*Luis Eduardo Trujillo**

Resumen

Este artículo parte de un análisis de los efectos originados por los procesos de globalización y apertura, y sus consecuencias para los países del Tercer Mundo. El autor examina la necesidad de realizar esfuerzos desde la academia para capacitar al factor humano especializado en finanzas, en nuevas competencias y en la investigación de problemas actuales de las finanzas internacionales.

1. Introducción

En los últimos 15 años el comportamiento de las finanzas internacionales cambió extraordinariamente.

Se tiene una mejor comprensión de muchos problemas que antes parecían enigmáticos. Otros aspectos aún constituyen objeto de controversia.

El estudio de las finanzas internacionales es parte de la formación internacional de los ejecutivos y empresarios, en vista de la creciente globalización de la economía.

Este proceso de integración tiende a crear un solo mercado mundial en el que se comercien productos idénticos, producidos por empresas cuyo origen es difícil de determinar, ya que sus operaciones se encuentran distribuidas en varios países.

En este sentido, es de resaltar que las actividades financieras internacionales incorporan con prontitud los adelantos en computación y telecomunicaciones. El uso del Internet, de la telefonía móvil, por ejemplo, no solo facilita la forma de expedir los negocios, sino que ya no es necesario que las personas se desplacen a otro lugar. Algunos analistas se sienten preocupados, sin embargo, porque la actividad financiera crece fuera de proporción, si se compara con el crecimiento de la economía real. El volumen de las transacciones diarias en los mercados financieros internacionales pasó de .6 billones a fines de los ochenta a 1.0 billones de dólares en 1993 y 2.0 billones en 1996. Obviamente la mayor parte de estas transacciones tienen poco que ver con el comercio internacional y buscan fines especulativos o la cobertura de riesgo.

Entre los factores que conducen a la globalización de los mercados financieros se encuentran:

- La desregulación y liberalización de los mercados nacionales
- El progreso tecnológico: seguimiento o monitorización de los mercados mundiales, ejecución de órdenes, análisis de riesgos y oportunidades financieras
- Creciente institucionalización de los mercados financieros

2. Necesidad de nuevas competencias de los especialistas en finanzas

El comercio internacional de mercancías es la forma más antigua de negocios internacionales. Aunque su dinamismo es impresionante (8.5% anual), queda atrás comparado con las formas nuevas, tales como ventas de licencias y franquicias, *joint-ventures*, fusiones, adquisiciones, alianzas estratégicas, *outsourcing* e inversión directa. Estas actividades crecen a un ritmo mucho mayor que el intercambio de mercancías. El área de mayor crecimiento, sin embargo, son las finanzas internacionales.

Luego el conocimiento de las finanzas internacionales permite al ejecutivo financiero entender la forma en que los acontecimientos internacionales pueden afectar su empresa y qué medidas deben tomarse para evitar los peligros y aprovechar las oportunidades que ofrecen los cambios en el entorno internacional. La formación internacional permite a los ejecutivos y empresarios anticipar los eventos y tomar las decisiones apropiadas antes de que sea

demasiado tarde. El mundo de los negocios es un mundo de decisiones, y éstas se toman enfrentando riesgos manejables para el negocio.

Corresponde entonces a los líderes del Tercer Mundo forjar gente con capacidad de entender estas interrelaciones del comercio internacional. Este se circunscribió en el pasado, en este lado del hemisferio –aunque suene irreverente–, a las relaciones tradicionales entre un país exportador de materias primas y recursos vitales frente a aquél poseedor de los recursos financieros reservados para incrementar su reserva de capital. Hoy, nadie puede negar la enorme influencia que están ejerciendo las compañías transnacionales que desbordan las fronteras de un país y que llegan a ejercer más poder que los propios gobiernos donde se encuentran domiciliadas.

El viejo concepto de las finanzas internacionales está revaluado: adquiere más vigencia y vigor pero dentro del nuevo contexto internacional.

Un análisis del entorno empresarial, por ejemplo, implica la determinación de ciertos límites o áreas de influencia en los que ella se desenvuelve. Así, se podría sugerir que una estratificación apropiada del entorno sería aquella que lo descompone en tres categorías: entorno local, entorno nacional y entorno mundial.

Pertinente a un adecuado conocimiento de las finanzas internacionales es identificar hasta dónde los fenómenos que ocurren en el ámbito mundial pueden llegar a afectar el estrato más cercano a la realidad empresarial, sector real de la economía de una nación. También en sentido contrario, es decir, hasta qué punto un fenómeno local puede afectar los otros estratos. Por ejemplo, el proceso de apertura económica que enfrentan infinidad de países como respuesta a una tendencia de globalización de las economías afecta en el ámbito local a muchas empresas medianas y pequeñas –sobre todo de países en desarrollo – que no estaban suficientemente preparadas para enfrentar la competencia de productos extranjeros. Debido a que el entorno financiero es crecientemente integrado e interdependiente, los acontecimientos en países distantes pueden tener un efecto inmediato sobre el desempeño de la empresa.

Una caída del índice bursátil de Nueva York (Dow Jones) o un alza o disminución de los intereses hecha por la Reserva Federal, afectan los índices de precios y las cotizaciones de otros países y una consecuente fluctuación en las tasas de interés.

Una devaluación del tipo de cambio en Tailandia, Singapur, del yuan (China), del yen (Japonés), del rublo (Rusia), puede provocar pánico mundial entre los inversionistas y un retiro generalizado de los capitales en los mercados emergentes.

Aun las empresas que operan exclusivamente dentro de las fronteras nacionales no pueden escapar a los cambios en el entorno internacional. Una apreciación de la moneda nacional, aumenta la competencia extranjera en el

mercado interno. Una política monetaria restrictiva en Estados Unidos, aumenta las tasas de interés en dólares y consecuentemente los costos de financiamiento en otros países. Todas las variables macroeconómicas son influenciadas por el comportamiento de los mercados internacionales: tipos de cambio, tasas de interés, precios de los bonos, de las acciones, de las materias primas, presupuesto del Gobierno, balanza de pagos, deuda externa, reservas internacionales, etcétera.

La creciente globalización crea oportunidades sin precedentes para el crecimiento y el progreso. Sin embargo, aumenta también el riesgo. El principal, es el cambiario, relacionado con la volatilidad de los tipos de cambio, sobre todo en el de régimen flotante. Además se incorpora el riesgo económico, el riesgo político, el financiero, el operacional, el específico, en fin, el riesgo país, así denominado.

Los ejecutivos actuales, sean públicos o privados, deben tener capacidad para evaluar el impacto de los diferentes tipos de riesgo y saber manejarlos.

Se debe conocer, además, que la globalización tiene su lado oscuro:

- Excesiva volatilidad de precios, sobre todo los tipos de cambio, lo que dificulta la planificación económica de largo plazo.
- Efecto de contagio. Si un país en vía de desarrollo sufre una fuga de capitales, los especuladores internacionales retiran también sus capitales de otras economías emergentes, que no tienen nada que ver con el país afectado.
- Tendencia hacia la deflación. Para mejorar su capacidad de competir, las empresas construyen un exceso de capacidad. Sin embargo, el afán de reducir los costos reduce el poder adquisitivo de los consumidores, lo que genera crisis de sobreproducción (exceso de oferta) y una trampa de liquidez.
- Incremento de la desigualdad distributiva. La globalización produce tanto ganadores como perdedores. La brecha entre los dos grupos se ensancha constantemente, lo que puede provocar resentimiento por parte de los perdedores e incluso intentos de dar marcha atrás en la globalización.
- Exacerbación de conflictos en los entornos regional e internacional. Una lucha sin cuartel por los limitados mercados agudiza los conflictos y puede conducir a guerras comerciales sin precedentes. Resumiendo, el mundo globalizado crea oportunidades y amenazas.

El estudio de las finanzas internacionales no solo permite entender mejor el mundo en que vivimos, sino también contribuye a mejorar la calidad de las decisiones económicas y financieras que se toman.

Un recorrido académico-práctico de las finanzas internacionales aplicable al medio latinoamericano debe incluir temas como el conocimiento del sistema monetario internacional; una reseña histórica del sistema monetario y financiero, en particular el de los EE.UU.; el mercado de capitales de las otras naciones más industrializadas, en particular el euromercado y el de la Cuenca del Pacífico; las consecuencias de la deuda externa latinoamericana y su manejo; la formación de las cotizaciones de monedas; cómo intercambiar con

instrumentos financieros como los SWAPS; operaciones forward; operaciones con endeudamiento externo; cómo intervienen los bancos en la bolsa de negocios del comercio exterior; qué es una inversión en eurodólares y en eurodólares, etc. Todo esto es provisto por el estudio de las finanzas internacionales.

Por ejemplo, las metas de administración del efectivo de una compañía transnacional son semejantes a las de compañías puramente nacionales. Esto es, las primeras intentan acelerar sus cobros, retardar sus gastos y hacer el uso más eficiente posible de sus recursos de efectivo mediante la minimización de sus saldos excedentes, a fin de invertirlos para obtener el mayor rendimiento posible, en congruencia con las restricciones de liquidez y seguridad.

Desde el punto de vista de las nuevas necesidades en la formación de los analistas se requiere el apoyo de los cursos de finanzas internacionales que en general deben abarcar aspectos como: análisis de la balanza de pagos, sus flujos de corto y largo plazo y los movimientos de capital; análisis teórico y empírico de los factores que determinan el valor del tipo de cambio de una moneda; factores que determinan la inversión extranjera y fuentes de financiamiento del comercio internacional; análisis de la determinación de tasas de cambio spot, forward y tasas de interés; relación existente entre inflación, tipo de cambio y tasas de interés; introducción al riesgo financiero y riesgo de tipo de cambio a que se expone una empresa internacional. Aspectos internacionales de las finanzas se tendrían que abordar en temas relacionados con la eficiencia del mercado financiero nacional e internacional, la eficiencia de las empresas transnacionales, el riesgo, rendimiento y diversificación de las empresas transnacionales, el mercado internacional de bonos, la estructura óptima para las decisiones internacionales de proyectos de inversión, el costo de capital para empresas transnacionales, la estructura de capital, el equilibrio de los riesgos operativos y financieros, la política de dividendos, la administración del efectivo, el financiamiento de cuentas por cobrar en el extranjero y la influencia e importancia de la tecnología a través de Internet.

Lo anterior redefine las finanzas internacionales como un área del conocimiento que combina los elementos de finanzas corporativas y economía internacional. Las finanzas son básicamente el estudio de los flujos de efectivo. En finanzas internacionales se estudian los flujos de efectivo a través de las fronteras nacionales.

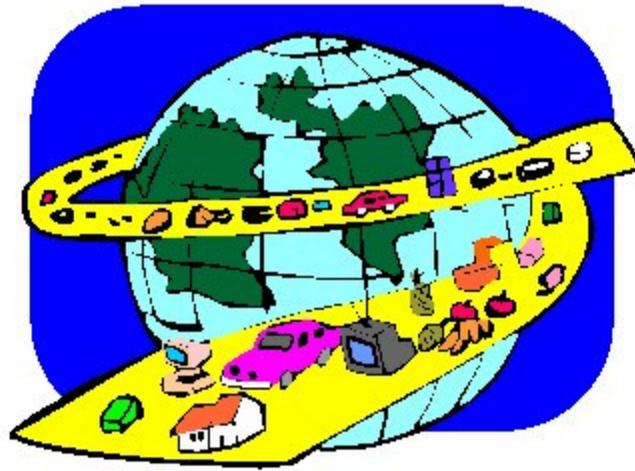
El nuevo escenario de globalización plantea nuevos problemas en el campo de las finanzas internacionales con respecto a temas como: economía internacional, investigación de mercados internacionales y sus mecanismos de penetración, aplicación de técnicas novedosas de mercadeo, y toma de decisiones de financiación en situaciones de riesgo y volatilidad, nuevas tecnologías de información y comunicación.

3. Conclusiones

Las necesidades del proceso de globalización y apertura han debilitado la balanza de pagos de los países del Tercer Mundo. En este sentido, las finanzas internacionales cobran gran importancia como tema de formación, pues permite a los ejecutivos y empresarios entender la forma en que los acontecimientos internacionales pueden afectarlos y qué medidas se deben tener en cuenta para manejar los riesgos y aprovechar las oportunidades que ofrecen los cambios en el entorno internacional.

Por tal motivo se deben realizar esfuerzos desde la academia para capacitar al talento humano en nuevas competencias y análisis de problemas actuales de las finanzas internacionales. Se deben incluir temas como el conocimiento del sistema monetario internacional, el mercado de capitales de otras naciones más industrializadas, las consecuencias de la deuda externa latinoamericana y su manejo, la formación de las cotizaciones de monedas, el intercambio de instrumentos financieros, entre otros. Un curso de finanzas internacionales debe abarcar análisis de la balanza de pagos; análisis de los factores que determinan el valor del tipo de cambio de una moneda; análisis de la determinación de tasas de cambio spot, forward y tasas de interés; relación existente entre inflación, tipo de cambio y tasas de interés; factores que determinan la inversión extranjera y fuentes de financiamiento del comercio internacional; riesgo financiero y riesgo de tipo de cambio a que se expone una empresa internacional. Además deberá tener en cuenta temas como eficiencia del mercado financiero nacional e internacional y de empresas transnacionales, mercado internacional de bonos, la estructura óptima para las decisiones internacionales de proyectos de inversión, el costo de capital para empresas transnacionales, la estructura de capital, el equilibrio de los riesgos operativos y financieros, la política de dividendos, la administración del efectivo, el financiamiento de cuentas por cobrar en el extranjero y la influencia e importancia de la tecnología a través de Internet.

* **Luis Eduardo Trujillo**. Profesor asistente de la Universidad Nacional de Colombia en el área de Finanzas. E-mail:letrujillo02@yahoo.com.mx



CAPÍTULO DOS

DIAGNÓSTICO FINANCIERO

La contabilidad es una disciplina del conocimiento humano que permite preparar información de carácter general sobre la entidad económica. Esta información es mostrada por los estados financieros. La expresión "estados financieros" comprende: Balance general, estado de ganancias y pérdidas, estado de cambios en el patrimonio neto, estado de flujos de efectivo (EFE), notas, otros estados y material explicativo, que se identifica como parte de los estados financieros.

Las características fundamentales que debe tener la información financiera son utilidad y confiabilidad. La confiabilidad de los estados financieros refleja la veracidad de lo que sucede en la empresa.

La utilidad, como característica de la información financiera, es la cualidad de adecuar ésta al propósito de los usuarios, entre los que se encuentran los accionistas, los inversionistas, los trabajadores, los proveedores, los acreedores, el gobierno y, en general, la sociedad.

Para iniciar con las diferentes funciones financieras necesarias para cualquier empresa, en primera instancia esta la actividad contable de registrar y relacionar las transacciones, activos, pasivos y capital en los estados financieros que servirán de base del diagnóstico financiero.

I.- ESTADOS FINANCIEROS

Estados financieros que presenta a **unidad monetaria constante** los recursos generados o utilidades en la operación, los principales cambios ocurridos en la estructura financiera de la entidad y su reflejo final en el efectivo e inversiones temporales a través de un periodo determinado.

La expresión "unidad monetaria constante", representa la moneda de curso legal a la fecha del balance general (último ejercicio reportado tratándose de estados financieros comparativos).

Algunos estados financieros:

i.- Estado Financiero Proyectado

Estado financiero a una fecha o periodo futuro, basado en cálculos estimativos de transacciones que aún no se han realizado; es un estado estimado que acompaña frecuentemente a un presupuesto; un estado pro forma.

ii.- Estados financieros auditados

Son aquellos que han pasado por un proceso de revisión y verificación de la información; este examen es ejecutado por contadores públicos independientes quienes finalmente expresan una opinión acerca de la razonabilidad de la situación financiera, resultados de operación y flujo de fondos que la empresa presenta en sus estados financieros de un ejercicio en particular.

iii.- Estados financieros consolidados

Aquellos que son publicados por compañías legalmente independientes que muestran la posición financiera y la utilidad, tal como si las operaciones de las compañías fueran una sola entidad legal.

II.- EJEMPLO PRÁCTICO DE ANALISIS

EMPRESA MANUFACTURERA DE LOS ANDES S. A.
 31 de diciembre de 200X y 31 de diciembre de 200Y
 Balance General o Estado de Situación (en dólares)

Activos	<u>200X</u>	<u>200Y</u>
Activos circulantes:		
Efectivo	\$ 500.000	\$ 500.000
Títulos Negociables	500000	450000
Cuentas por cobrar menos provisión para incobrables	2000000	1600000
Inventarios o existencias	3000000	2000000
<i>Total Activos Circulantes</i>	<u>\$ 6.000.000</u>	<u>\$ 4.550.000</u>
Activos Fijos (propiedades, planta y equipo)		
Terrenos	450000	450000
Construcciones	4000000	4000000
Maquinaria	1500000	800000
Equipo de Oficina	50000	50000
Depreciación Acumulada	-2000000	-1700000
<i>Total activos fijos netos</i>	<u>4000000</u>	<u>3600000</u>
Pagos anticipados cargos diferidos	400000	300000
Intangibles	100000	100000
<i>Total de Activos</i>	<u><u>\$ 10.500.000</u></u>	<u><u>\$ 8.550.000</u></u>
Pasivos		
Pasivos Circulantes:		
Cuentas por pagar	\$ 1.000.000	\$ 750.000
Letras por pagar	1500000	500000
Incrementos de los gastos por cubrir	250000	225000
Impuestos por pagar	250000	225000
<i>Total Pasivos Circulantes</i>	<u>\$ 3.000.000</u>	<u>\$ 1.700.000</u>
Pasivos a Largo Plazo:		
Primeras Obligaciones Hipotecarias, al 5% de interés pagaderas en 2025	3000000	3000000
Impuestos Diferidos	600000	600000
<i>Total Pasivos</i>	<u>\$ 6.600.000</u>	<u>\$ 5.300.000</u>
Capital de los Accionistas		
Acciones ordinarias, cada una con valor nominal de \$5; 3000 acciones autorizadas, emitidas y en circulación	\$ 1.500.000	\$ 1.500.000
Superávit de Capital	500000	500000
Beneficios Retenidos Acumulados	1900000	1250000
<i>Total Capital de Accionistas</i>	<u>\$ 3.900.000</u>	<u>\$ 3.250.000</u>
<i>Total de Pasivos y Capital de accionistas</i>	<u><u>\$ 10.500.000</u></u>	<u><u>\$ 8.550.000</u></u>

EMPRESA MANUFACTURERA DE LOS ANDES S. A.
31 de diciembre de 200X y 31 de diciembre de 200Y
Estado de Ganancias consolidado (en dólares)

	<u>200X</u>	<u>200Y</u>
Ventas Netas	\$ 11.500.000	\$ 10.700.000
Costo de las ventas y gastos operativos:		
Costo de mercancías vendidas	-8200000	-7684000
Depreciación	-300000	-275000
Gastos de Venta y Administración	-1400000	-1325000
<i>Beneficio Operativo</i>	\$ 1.600.000	\$ 1.416.000
 Otros Ingresos:		
Dividendos e Intereses	50000	50000
<i>Total de Ingresos de las operaciones</i>	\$ 1.650.000	\$ 1.466.000
Menos: interés de las obligaciones y otros pasivos	-300000	-150000
<i>Beneficios antes de Impuestos</i>	\$ 1.350.000	\$ 1.316.000
Impuestos sobre el beneficio	-610000	-600000
<i>Beneficio Neto</i>	\$ 740.000	\$ 716.000
 <i>Dividendos Pagados</i>	 \$ 90.000	 \$ 132.000
<i>Beneficios Retenidos</i>	\$ 650.000	\$ 584.000

CAPÍTULO TRES

ADMINISTRACIÓN DEL EFECTIVO

De los diferentes componentes del capital de trabajo, el efectivo es tal vez la partida que requiere el mayor cuidado por parte del administrador financiero, en razón a que, en último término, todas las decisiones que se tomen en la empresa repercuten sobre éste.

I.- CICLO OPERATIVO Y PRESUPUESTO DE EFECTIVO

i.- Ciclo Operativo y ciclo de Caja

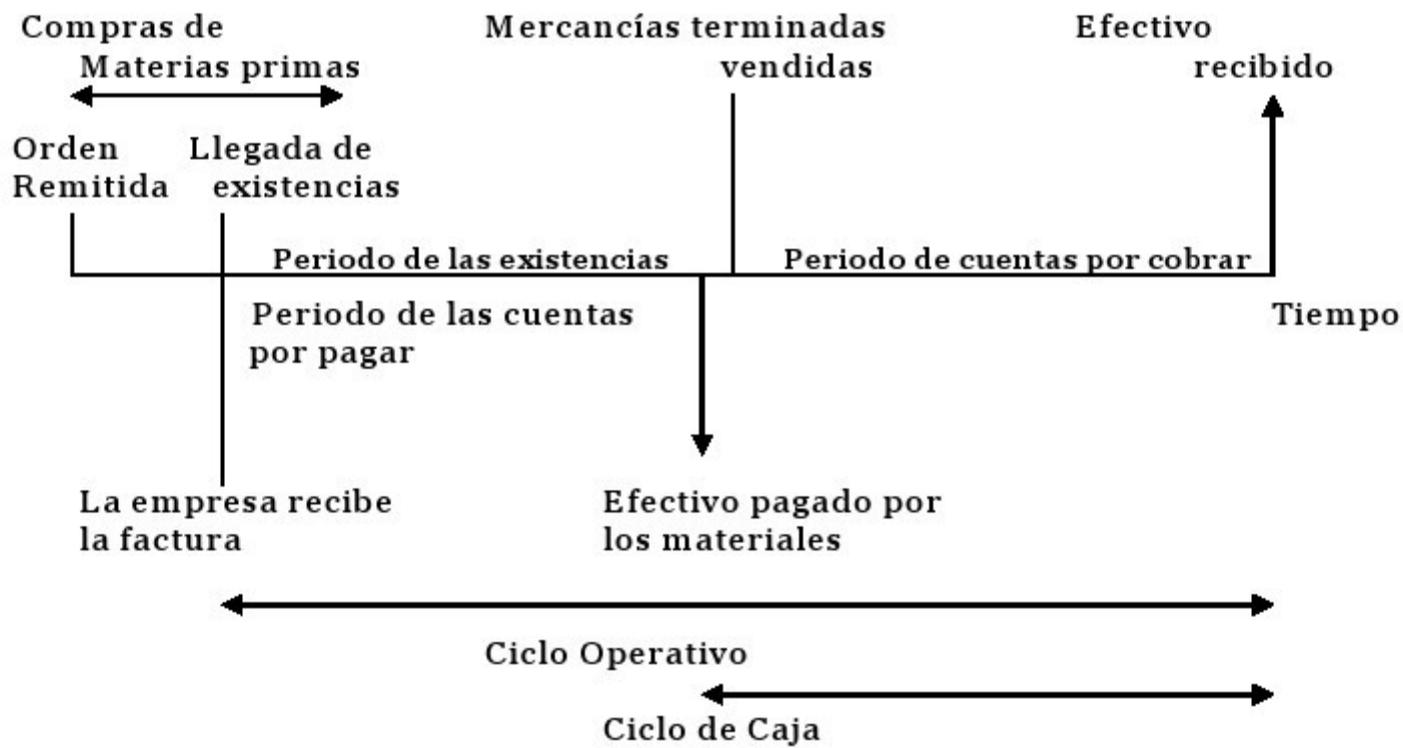
La financiación a corto plazo se refiere a las actividades operativas a corto plazo de la empresa. Vamos a mirar el caso de una empresa XXX cuya secuencia de sucesos y decisiones son las siguientes:

Sucesos	Decisiones
1) Compra de materias primas	1) ¿Cuántas existencias se deben ordenar?
2) Pago de las compras en efectivo	2) Se debe solicitar préstamo o usar el saldo de efectivo?
3) Transformación y terminación del producto	3) Otras alternativas de producción?
4) Venta del producto	4) Cobrar al contado o a crédito?
5) Cobro de efectivo	5) Como se debe cobrar al contado?

Estas actividades crean patrones de entradas y salidas de efectivo que no están sincronizados ni son seguros. Esto se debe a que el pago en efectivo por las materias primas en este caso, no ocurre al mismo tiempo que la recepción de la venta del producto.

El **ciclo operativo** es el intervalo de tiempo entre la llegada de las existencias y la fecha en que se hacen efectivas las cuentas por cobrar.

El **ciclo de caja** empieza cuando se pagan en efectivo los materiales y termina cuando se hacen efectivas las cuentas por cobrar. El ciclo operativo y el de caja forman la **línea temporal del flujo de caja** y las brechas entre las entradas y salidas de efectivo indican la necesidad de tomar decisiones a corto plazo. Miremos el gráfico para entender mejor.



Entonces podemos concluir que:

Ciclo de Caja = Ciclo operativo – Periodo de las cuentas por cobrar

Ciclo operativo = Periodo de las existencias + periodo de c x c

ii.- Presupuesto de efectivo o Presupuesto de caja

Es la planeación del movimiento de efectivo de la empresa, o dicho de otra forma, es el proceso de estimar todas las entradas y salidas de efectivo para un periodo futuro determinado. Es a su vez una técnica de manejo financiero que además de predecir los flujos de efectivo, es especialmente útil en la planeación y control de las operaciones de la empresa y como apoyo a la toma de decisiones de inversión, financiación y dividendos.

Miremos claramente como realizar un ejemplo de presupuesto de efectivo:

Plantilla Inicial:**ELECTRÓNICA ALFA S. A., julio 1 de 201x**

Presupuesto de Efectivo (miles de USD)							
	julio	Agosto	Septiembre	Octubre	Noviembre	Diciembre	Total
Ingresos							
Recaudos de cartera	70,6	127,6	194,8	252	154,7	129,3	929,0
Total Ingresos	70,6	127,6	194,8	252	154,7	129,3	929,0
Egresos							
Materias Primas	11,2	24,6	306,9	103	65	38,1	548,8
Salarios	20	20	20	20	20	20	120
Gastos Adm. y ventas	9	9	9	9	9	9	54
Arrendamiento	3	3	3	3	3	3	18
Financieros	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	5,4
Imp. Renta			21			21	42
Imp. Ventas	12		0,5		25,2		37,7
Laboratorio				60			60
Total Egresos	56,1	57,5	361,3	195,9	123,1	92	885,9
Balance	14,5	70,1	-166,5	56,1	31,6	37,3	43,1
(+) efectivo inicial	10	-5,5	64,6	-101,9	-45,8	-14,2	10
(-) efectivo mínimo	30						30
DISPONIBLE	-5,5	64,6	-101,9	-45,8	-14,2	23,1	23,1

Una vez que se ha utilizado la primera plantilla obtenida y se decida que acciones se deben realizar por anticipado, así como los ajustes pertinentes, se procede a la elaboración del presupuesto definitivo. Por lo tanto lo más importante a considerar en la elaboración del presupuesto de efectivo es lo relacionado con las decisiones, que por anticipado, deberán tomarse con el fin de remediar el déficit obtenido y utilizar los superávits que se produzcan, y así, obtener como resultado final un presupuesto que arroje saldos aproximados a cero.

II.- RAZONES FINANCIERAS DE ANÁLISIS DE LIQUIDEZ

Liquidez es la capacidad que tiene una empresa de generar fondos suficientes para el pago de sus obligaciones a corto plazo, el poder de pago a corto plazo. En la administración financiera su análisis es fundamental porque esta ocupa la mayor parte del tiempo disponible por los administradores en el manejo de los negocios y mucho más cuando se viven situaciones de crisis en la economía.

Tomemos ahora en cuenta las siguientes razones financieras:

i.- Razón Corriente

activos corrientes/pasivos corrientes

También conocida como Índice de liquidez, Razón de capital de trabajo y prueba de solvencia. Esta muestra de cierta manera la capacidad de pago a corto plazo, el respaldo que hay sobre los pasivos corrientes y la efectividad en el manejo de trabajo del negocio, entendido esto como el monto de la inversión total en activos corrientes.

Ejemplo:

Activo Corriente		Pasivo Corriente	
Efectivo	\$12	Proveedores	\$13
Cartera	10	Préstamos bancarios	7
Inventarios	8		
TOTAL	30	TOTAL	20

Entonces tenemos que $30/20 = 1,5$

Es una razón muy estática y por esto no es la mejor ni la más adecuada forma de medir la liquidez de una empresa, de hecho no concuerda con el principio de continuidad y permanencia de la empresa.

ii.- La Prueba ácida

(Activos corrientes – inventarios)/pasivos corrientes

También se le conoce como índice de liquidez inmediata, aunque su vigencia es muy discutida por su rigidez y estática, como también que presupone prácticamente que la empresa se liquidará de inmediato.

iii.- Importancia del Activo Corriente

Activos corrientes/activos totales

Aunque este índice no confiere mucha claridad sobre la capacidad de pago de una empresa, si puede ser útil cuando se le compara con el promedio de la actividad o el comportamiento de periodos anteriores.

iv.- Rotación de Activos Totales

Ventas/activo corriente promedio = n (veces)

Este índice también llamado rotación del capital de trabajo, nos puede ilustrar la forma como se mueve el capital de trabajo del negocio y, por ende, nos da una idea sobre el buen manejo de este, porque si la velocidad con que se convierten en efectivo los activos corrientes es superior a la velocidad con la que deben pagarse los pasivos corrientes, puede suponerse que la empresa tiene asegurada en gran parte su liquidez. Miremos el siguiente ejemplo:

La razón de rotación de activos de la compañía XXX para 1992 es:

Total ingresos operativos = 2.262

Promedio del total de los activos = $(1879 + 1742)/2 = 1810,5$

Razón de rotación de activos = $2262/1810,5 = 1,25$

El objetivo de esta razón es indicar la eficiencia con que una empresa utiliza sus activos. Si esta es alta, se presume que la empresa esta usando sus activos de modo eficiente para generar ventas. Si la razón es baja, la empresa no esta usando sus activos al máximo de su capacidad y debe incrementar las ventas o vender algunos activos.

v.- Razón de rotación de las Cuentas por cobrar

Total ventas a crédito/promedio de cuentas por cobrar

Periodo promedio de cobro = Días en periodo/R. CxC

Esta razón y periodo promedio de cobro proporcionan información acerca del éxito de la empresa en el manejo de su inversión en cuentas por cobrar. El valor real de estas razones refleja la política de crédito de una empresa. Una regla practica que los analistas financieros usan es que el periodo promedio de cobro de una empresa no debe pasar de mas de diez días del tiempo permitido para su pago en los términos del crédito.

Analicemos la situación para la compañía XXX en 1992

Ventas a crédito = 2262

Promedio de las cuentas por cobrar = $(294+270)/2 = 282$

Rotación de las CxC = $2262/282 = 8,02$

Periodo promedio de cobro = $365/8,02 = 45,5$ días

vi.- Razón de rotación de Existencias o Inventarios

Costo de las mercancías vendidas/inventario promedio

Días de permanencia media del stock =

Días por periodo/rotación de inventarios

Esta razón pondera la rapidez de producción y ventas de las existencias o inventarios. Estas varían significativamente de acuerdo con la tecnología de producción de las mercancías que se fabrican. Requiere mas tiempo producir una turbina que un pan. La caducidad de los productos terminados también afecta estas razones. Un gran incremento de la razón de los días de permanencia media del stock de inventarios podría indicar existencias de productos terminados no vendidos o un cambio de producción en la empresa por mercancías de periodos de producción más extensos.

La compañía XXX presenta la siguiente situación:

Costo de mercancías vendidas = 1655

Inventario promedio = 274,5

Rotación de inventarios = $1655/274,5 = 6,03$

Días de permanencia media del stock = $365/6,03 = 60,5$ días



III.- OTROS ESTADOS FINANCIEROS

Además de los estados y balances que conocemos comúnmente en la actividad contable de la empresa y la presentación de información financiera, nos encontramos con dos de extrema importancia para la relevancia de la gestión corporativa:

i.- Estado de Flujos de efectivo EFE.

Movimiento o circulación de cierta variable en el interior del sistema económico. Las variables de flujo, suponen la existencia de una corriente económica y se caracterizan por una dimensión temporal; se expresan de manera necesaria en cantidades medidas durante un periodo, como por ejemplo, el consumo, la inversión, la producción, las exportaciones, las importaciones, el ingreso nacional, etc. Los flujos se relacionan en forma íntima con los fondos, pues unos proceden de los otros. De esta manera, la variable fondo "inmovilizado en inmuebles" da lugar a la variable flujo "alquileres", en tanto que la variable flujo "producción de trigo en el periodo X" da lugar a la variable fondo "trigo almacenado".

Ya con esta base se puede decir que el EFE es aquél que en forma anticipada, muestra las salidas y entradas en efectivo que se darán en una empresa durante un periodo determinado. Tal periodo normalmente se divide en trimestres, meses o semanas, para detectar el monto y duración de los faltantes o sobrantes de efectivo.

Contablemente se entiende por EFE al estado financiero básico que muestra los cambios en la situación financiera a través del efectivo y equivalente de efectivo de la empresa de acuerdo con los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados, es decir, de conformidad con las Normas Internacionales de Contabilidad (NICs).

El EFE ofrece al empresario la posibilidad de conocer y resumir los resultados de las actividades financieras de la empresa en un período determinado y poder inferir las razones de los cambios en su situación financiera, constituyendo una importante ayuda en la administración del efectivo, el control del capital y en la utilización eficiente de los recursos en el futuro.

Observemos el siguiente ejemplo:

Flujo de Caja financiero de la compañía NÉMESIS

COMPAÑÍA NÉMESIS
Flujo de caja financiero
20XX
(Millones de dólares)

Cuadro III.2

<i>Flujo de efectivo de la empresa</i>	
Efectivo generado por las operaciones	\$520
Menos:	_____
Efectivo utilizado por las actividades de inversión	
ϕ Compra de maquinaria	(101)
ϕ Inversiones a largo plazo	(17)
Total Efectivo utilizado	(118)
Efectivo proporcionado a las actividades de financiación	
ϕ Obligaciones bancarias	9
ϕ Obligaciones a corto plazo	10
ϕ Aportes a capital	7
ϕ Venta de activo fijo	12
ϕ Intereses pagados	(9)
Total efectivo proporcionado	29
Efectivo utilizado para las decisiones de dividendos	
ϕ Pago de dividendos	(24)
AUMENTO DEL EFECTIVO	10

Se detecta entre los profesionales contables dificultades en el momento de la preparación y presentación del EFE, debido generalmente a una inadecuada aplicación y muchas veces a la omisión de la normativa técnica y legal sobre este estado financiero. No solamente existen dificultades al preparar y presentar este estado financiero, sino que además no existe una uniformidad de criterios sobre la metodología o formas de proceder en el análisis del EFE, lo que hace más difícil su adecuada y oportuna interpretación.

Algunas de las utilidades del EFE es presentar información no contenida en otros estados financieros y clasificar los flujos por actividad o tipos de transacción en las circunstancias del entorno económico actual (inestabilidad económica), momento en el cual los usuarios de este y otros estados financieros demandan una información más amplia y clara sobre la generación y aplicación de recursos (efectivo y equivalente) por área y por sectores, constituye el EFE una oportuna herramienta para poder evaluar con mayor objetividad la liquidez o solvencia de las empresas bancarias. Por estas razones se considera que el EFE debería satisfacer adecuadamente las necesidades de información de los usuarios y constituirse en una herramienta que cumpla con los propósitos antes mencionados. Es más, el EFE constituye un instrumento válido en la toma de decisiones y en la evaluación de nuevos proyectos de inversión y financiamiento, pues al ser flujos temporales de naturaleza financiera, toma un papel relevante el estado de fuente y uso de efectivo y equivalente de efectivo sobre todo en estos días, caracterizados por el proceso de globalización.

ii.- Estado de cambio en la posición financiera

Presenta el cambio en la posición de capital de trabajo de la compañía en el transcurso de un año.

Se enfoca en dos propósitos fundamentales donde radica su dictamen:

- ϕ Aumento de Capital Neto de Trabajo: Indica el aumento del activo circulante o una disminución del pasivo circulante.
- ϕ Reducción del Capital Neto de Trabajo: Indica una disminución del activo circulante o aumento del pasivo circulante.

El Estado de Fuentes y aplicación de fondos proporciona información relativa al total de recursos financieros de que dispuso la empresa durante el año anterior y la distribución de esos recursos.

En consecuencia este estado aporta información que no se puede obtener con facilidad del estado de situación ni el estado de ganancias y pérdidas. Preguntas tales como ¿dónde fueron las utilidades?, ¿por qué los dividendos no fueron mas sustanciales?, se pueden contestar por el estado que nos ocupa.

COMPAÑÍA NÉMESIS
ESTADO CONSOLIDADO DE CAMBIOS EN LA SITUACIÓN FINANCIERA
AL 31 DE DICIEMBRE DE LOS AÑOS 201X Y 201Y

Cuadro III.3

LOS RECURSOS FINANCIEROS FUERON PROVISTOS POR:

Operaciones	<u>201X</u>	<u>201Y</u>
Beneficios netos	\$508000	\$504000
Depreciación	300000	215000
Capital de trabajo de las operaciones	808000	719000
Incremento en obligaciones a largo plazo	1350000	500000
Total Suministrado	2158000	1219000

LOS RECURSOS FINANCIEROS SE UTILIZARON PARA:

Adiciones a la planta y equipo	\$1750000	300000
Reducción de obligaciones a L.P.	150000	0
Dividendos en efectivo (Acciones comunes y preferentes)	150000	150000
Total Usado	\$2050000	\$450000
AUMENTO (DISMINUCIÓN) EN EL CAPITAL DE TRABAJO	\$108000	\$769000

CAMBIOS EN LOS COMPONENTES DE CAPITAL DE TRABAJO

Aumento (disminución) en activos corrientes:

Efectivo en caja	\$(100000)	\$88000
Seguridades comercializables	420000	290000
Cuentas por cobrar netas	(350000)	385000
Inventarios	370000	235000
Total	\$340000	\$998000

Disminución (incremento) en pasivos circulantes:

Cuentas por pagar	\$(196000)	\$(130000)
Notas por pagar	(5000)	(50000)
Gastos acumulados por pagar	(30000)	(32000)
Impuestos por pagar	(1000)	(17000)
Total	\$(232000)	\$(22900)

AUMENTO (DISMINUCIÓN) EN EL
CAPITAL DE TRABAJO**\$108000** **\$769000**

EJERCICIOS PRÁCTICOS

1.- Utilice los Estados financieros de Némesis Cía. Ltda., cuadros III.1 - III.2 y calcule las razones abajo expresadas para determinar el ciclo de caja y el ciclo operativo de esta compañía.

Razón de rotación de existencias=

Costo mercancía vendida/existencias promedio

Días en existencia=

365 días/Rotación de existencias

Rotación de cuentas por cobrar promedio=

Ventas a crédito/cxc promedio

Periodo diferido de cuentas por pagar =

Costo mercancías vendidas/cxp promedio

Días en cxp=

365/periodo diferido de cxp

2.- Calcule las Razones financieras o de Análisis de Liquidez para la compañía Némesis Cía. Ltda. utilizando los Estados financieros cuadros III.1 y III.2. Discuta los resultados.

3.- Completar el siguiente Presupuesto de efectivo para la Compañía Nacional de Energía y analice los déficits como también los superávits.

Compañía Nacional de Energía							
Presupuesto de Efectivo (miles de dólares)							
	julio	Agosto	Septiembre	Octubre	Noviembre	Diciembre	Total
Ingresos							
Recaudos cartera	353	638	974	1260	773,5	646,5	
Total Ingresos	353	638	974	1260	773,5	646,5	
Egresos							
Materias Primas	56	123	1534,5	515	325	190,5	
Salarios	100	100	100	100	100	100	
Gts. Adm y ventas	45	45	45	45	45	45	
Arrendamiento	15	15	15	15	15	15	
Financieros	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	
Impuesto a la renta			105			105	
Imp. ventas	60		2,5		126		
Laboratorio				300			
Total Egresos							
Balance							
(+) efectivo inicial	10						10
(-) efectivo mínimo	75						75
DISPONIBLE							

CAPÍTULO CUATRO

ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD

Casi todos los proyectos de inversión envuelven riesgos, para poder predecir el futuro de una inversión existen varias herramientas entre las cuales tenemos:

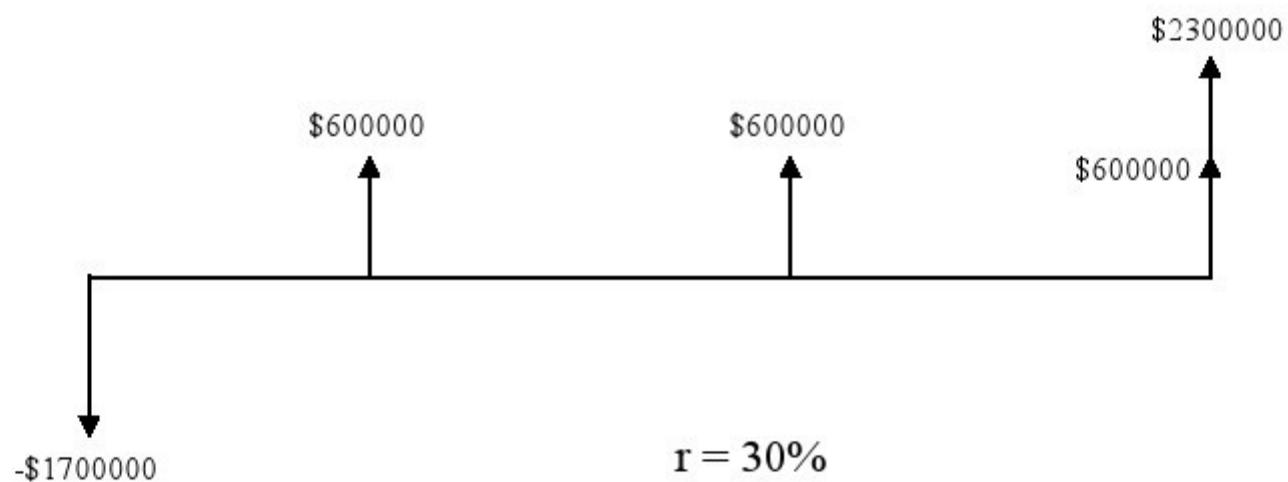
I.- VALOR ACTUAL NETO (VAN)

$$\text{VAN} = C_0 + C_1/(1+r) + \dots + C_n/(1+r)^n$$

C_0 = inversión inicial

r = tasa de descuento

Este Índice descuenta el flujo de egresos e ingresos al presente, es decir al punto de inicio del proyecto. El VAN se obtiene calculando el valor equivalente del flujograma a pagos en el punto 0. Para poder realizar este computo es necesaria la tasa de descuento u oportunidad de capital, la cual representa el mínimo rendimiento que deseamos obtener.



Procedimiento de desarrollo:

$$\text{VPN} = \$436.620$$

- Escoger una tasa de interés de acuerdo con la naturaleza de la empresa o inversión
- Computar el valor presente de todos los recibos en efectivos esperados durante la vida útil de la inversión.
- Aceptar la inversión si el VAN de los ingresos excede el VAN de los egresos.

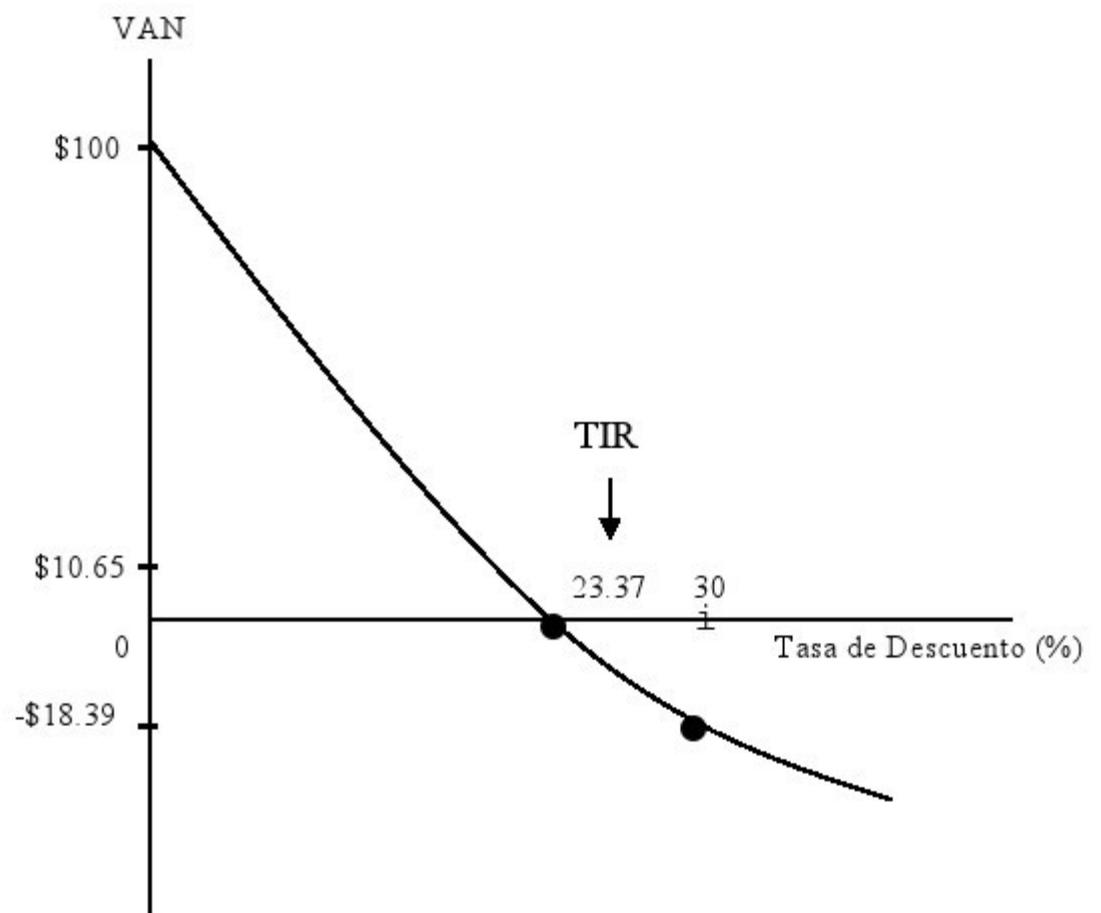
II.- TASA INTERNA DE RETORNO (TIR)

$$VAN = Co + C1/(1+r) + \dots + Ca/(1+r)^a = 0$$

Ahora abordamos la alternativa más importante al planteamiento del VAN, la tasa interna de retorno o rentabilidad, universalmente conocida como la TIR (IRR, *internal rate of return*). La TIR es lo más cercano al VAN, sin ser en realidad el método del VAN. La razón fundamental de la TIR es que trata de encontrar un número particular que resuma los méritos de un proyecto. Dicho número no depende de la tasa de interés que rige en el mercado de capitales sino de los flujos de caja del proyecto.

Entonces la TIR es la tasa de descuento que hace que el VAN de un proyecto sea igual a 0 (cero). El VAN es positivo para las tasas de descuento menores que la TIR y negativo para las tasas de descuento mayores que la TIR.

VAN
TIR



Este índice evalúa el rendimiento de un proyecto en términos de la rentabilidad por periodo generada por la inversión no amortizada a lo largo de la vida del proyecto. La TIR se puede calcular a partir de cualquiera de los índices VP, VAN y VF.

Es importante recalcar que la TIR no mide el rendimiento sobre la inversión inicial sino con el capital que aun permanece comprometido en el proyecto. Una implicación de lo anterior es que la TIR no toma en cuenta la utilización que se le de a los dineros que han sido liberados del proyecto, aun cuando estos se reinviertan con mayor o menor rentabilidad en otras alternativas.

DEFECTOS DE LA TASA INTERNA DE RETORNO (TIR)

i.- ¿Prestar o endeudarse?

No todas las corrientes de flujos de tesorería tienen la propiedad de que el VAN disminuya a medida que el tipo de descuento aumenta. Si la cuestión es necesidad de inversión la tasa de mercado debe ser mayor que la TIR, pero si la necesidad es de financiación entonces la tasa de mercado debe ser menor que la TIR. Esto quiere decir que si existen dos proyectos, uno con flujos -100, 130 y el otro 100, -130, que se puede dar en pagos por anticipado, la TIR puede ser igual pero su VAN para cada proyecto a una tasa de descuento cualquiera será diferente.

ii.- Tasas Internas de Rentabilidad Múltiple

Supongamos que los flujos de caja de un proyecto son: (-100, 230,-132)

Se ve claramente dos cambios de signo o "volteretas", lo que quiere decir que existen dos TIR para este proyecto 10 y 20, generando una dualidad difícil de confrontar. De todos modos para este tipo de inconvenientes siempre es bueno recurrir al VAN como complemento perfecto.

iii.- Proyectos mutuamente excluyentes

Con frecuencia, las empresas tienen que elegir entre varias alternativas solamente una y no más, generando problemas a la hora de aplicar la TIR. Si dos proyectos el primero con una tir mayor y un van menor del segundo, el dilema de saber cual es el mejor radica en el análisis de la tasa interna de los flujos incrementales.

iv.- Estructura Temporal de los tipos de interés

Cuando los tipos de interés a corto plazo son distintos tipos de largo plazo, se encontrarán con ciertos problemas al aplicar la formulación de la TIR. Al existir varios costes de oportunidad de capital se debería calcular una complicada media ponderada de estos costes para obtener un número comparable con la TIR.

EJERCICIOS PRÁCTICOS

1.- Una empresa que especula con piezas de arte quiere adquirir un Miro original por US\$400.000 con la intención de venderlo un año después. El gerente financiero de esta empresa espera que la pintura valga al cabo de un año US\$480.000 y la tasa de descuento promedio de los bancos comerciales es el 10% anual efectivo. Considerando que el retener la pintura por un año implica riesgo y los costos de almacenamiento de la misma, el gerente elige una nueva tasa de descuento del 25% ea. Se debe comprar la pintura? Dibuje los posibles flujos de efectivo.

2.- Calcule la TIR y el VAN para los siguientes proyectos y dibuje sus flujos.

	Co	C ₁	C ₂
Proyecto A	-\$4,000	\$2,500	\$3,000
Proyecto B	-\$2,000	\$1200	\$1500

- Como clasificaría la regla del VAN estos proyectos si la tasa de descuento adecuada es del 10%?
- Grafique sus respuestas para analizar en grupo.

CAPÍTULO CINCO

ANÁLISIS DE LA RENTABILIDAD

I.- RENTABILIDAD

Un buen concepto o mejor dicho, una buena idea de lo que es la rentabilidad hoy en una empresa podría ser el siguiente; Una empresa es rentable si su beneficio es mayor que el que los inversionistas pueden lograr por si mismos en los mercados de capital.

Los *Márgenes de Beneficio* se calculan se calculan dividiendo los beneficios entre el total de los ingresos operativos.

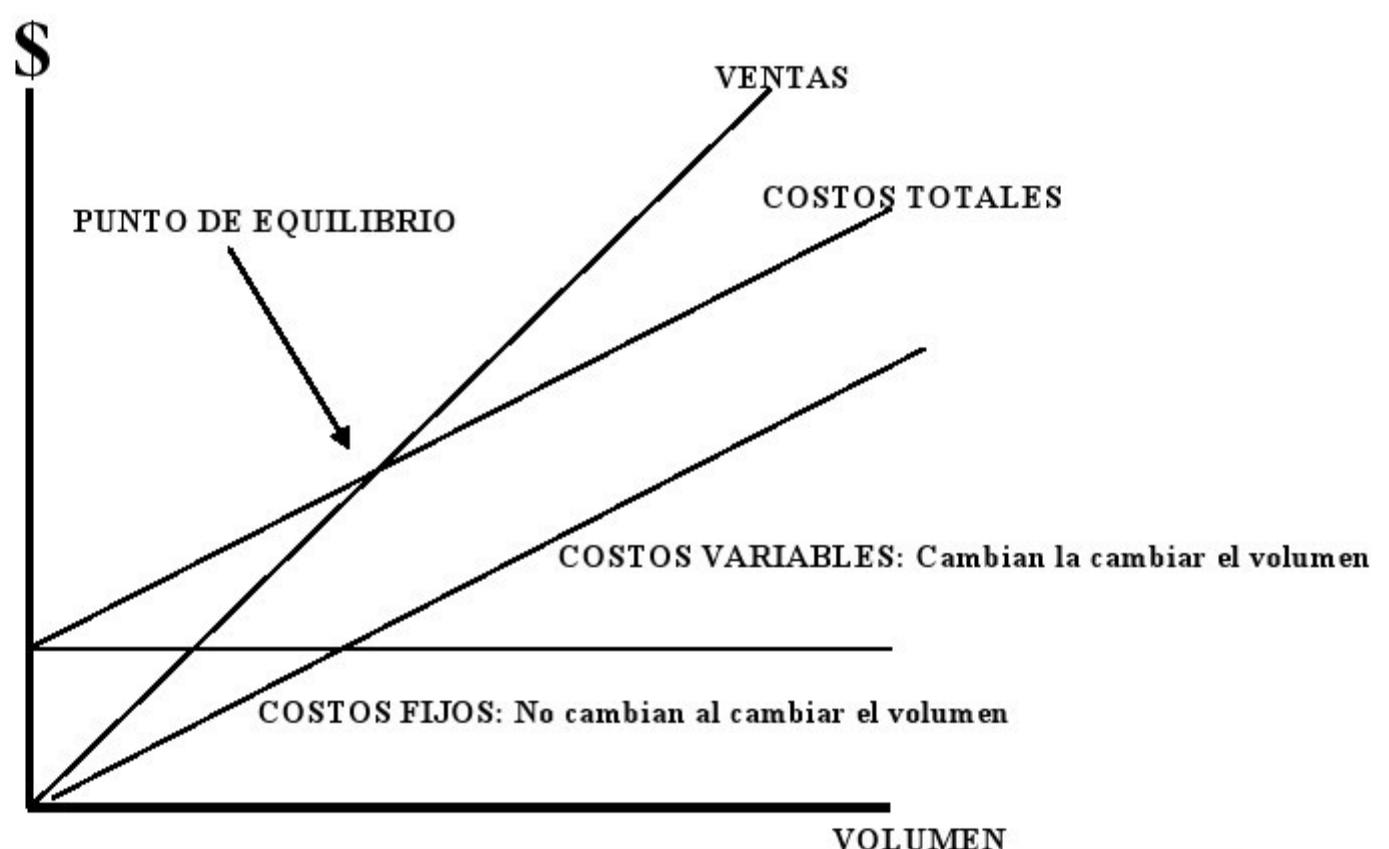
Margen de Beneficio Neto = Beneficio Neto / Total Ingresos Operativos

Margen de Beneficio Bruto = $\frac{\text{Beneficios antes de impuestos e intereses}}{\text{Total Ingresos Operativos}}$

II.- PUNTO DE EQUILIBRIO

Una de las aplicaciones del sistema de costeo variable y tal vez la mas conocida, es la del calculo del PUNTO DE EQUILIBRIO de la empresa, que se define como aquel punto o nivel de actividad en el cual los ingresos igualan a los costos y gastos totales, es decir, aquel punto en el que la utilidad es igual a cero.

ANÁLISIS DE COSTO – VOLUMEN - BENEFICIO



Este enfoque es un planteamiento útil para el análisis de sensibilidad debido a que también sirve para esclarecer los rigores de las proyecciones incorrectas, se calcula el punto de equilibrio en términos de beneficio contable y valor actual.

Las curvas del Ingreso y el costo se interceptan en el punto de equilibrio, el punto en el que el proyecto no genera ni pérdidas ni beneficios, en tanto se vendan más unidades por encima del punto de equilibrio el proyecto generará un beneficio. $(\text{Precio de venta} - \text{Costo Variable}) \times Tx$, donde Tx es la tasa impositiva y esta diferencia después de impuestos se conoce como *Margen de Contribución* por que es la cantidad de dinero con que cada unidad adicional contribuye al beneficio después de impuesto.

II.- PUNTO DE EQUILIBRIO Y MEZCLA DE PRODUCTOS

Al entender el análisis del punto de equilibrio se expone la idea de que se trata de un solo producto el que se está comercializando, pero la realidad es otra y las empresas por lo general venden más de un producto.

El hecho de que haya muchos costos fijos que no pueden relacionarse directamente con los diferentes productos dificulta la obtención de un punto de equilibrio para la mezcla de productos y por lo tanto, para calcularlo se pueden tomar los siguientes métodos alternativos.

i.- Margen de Contribución Ponderado

Para entender mejor este método usaremos la información siguiente:

LÍNEA	UNIDADES PRESUPUESTADAS	PRECIO	COSTO	BENEFICIO
A	12,000	40	20	20
B	18,000	30	18	12
C	30,000	25	13	12
Costos fijos	\$250,000			

Calculando la participación en cada línea en la mezcla y aplicando el porcentaje obtenido al margen de la contribución de cada una de ellas, obtenemos la participación individual en el ponderado total. La suma de las participaciones individuales es el margen de Contribución Ponderado.

LINEA	UNIDADES PRESUPUESTADAS	BENEFICIOS	%PARTIC.	PONDERADO
A	12000	20	20%	4.00
B	18000	12	30	3.60
C	30000	12	50	6.00
Total	60,000			13.6

El punto de equilibrio será igual a: $\$250000/13,60 = 18382$ unidades.

Esta cantidad es distribuida en las líneas de acuerdo con el porcentaje de participación.

- φ Nivel A: $18382 * 20\% = 3676$ unidades
- φ Nivel B: $18382 * 30\% = 5515$
- φ Nivel C: $18382 * 50\% = 9191$

ii.- Asignación de Costos

Cuando las características de producción y comercialización de la empresa permiten relacionar los costos fijos con las diferentes líneas de producto, es posible calcular un punto de equilibrio para cada una de ellas. Para proceder con este método es necesario que se mencione una nueva clasificación de costos; COSTOS DIRECTAMENTE IMPUTABLES O COSTOS FIJOS DIRECTOS, costos fijos que se conocen para cada línea de producto y COSTOS ASIGNADOS FIJOS, que son costos fijos que se distribuyen entre las diferentes líneas de acuerdo con criterios de contabilidad de costos diseñados para este fin. Por ejemplo cuando toda la producción se elabora en una misma planta, el salario del personal indirecto, depreciación, gastos administrativos, etc. Deben ser asignados a las diferentes líneas utilizando los criterios mencionados.

Miremos el siguiente ejemplo:

Compañía ACET		
Estado de resultados Presupuestado		
Líneas	A	B
Ventas	\$3680	\$2370
Costos variables	2098	1596
Margen de		
Contribución	1582	774
Costos fijos directos	379	173
Utilidad antes de		
Distribuir los costos fijos	1203	601
Costos fijos asignados	463	405
Utilidad Operativa	\$740	\$196

El índice de contribución para cada línea será:

A: Margen de contribución/Ventas = 43% aprox.

B: Margen de contribución/Ventas = 33% aprox.

Así que los puntos de equilibrio serán.

A: $(CFD+CFA) / 0,43 = \$1958$

B: $(CFD+CFA) / 0,33 = \$1752$

III.- ANÁLISIS DEL ESTADO DE RESULTADOS POR LINEA

Con este análisis se obtiene conclusiones que permiten tomar decisiones trascendentes con respecto a dichas líneas. Es importante decir que el Estado de resultados por línea no solo es susceptible de desglosarse por línea, sino también por sucursales, áreas de venta, plantas, divisiones o cualquier otro sector específico según los requerimientos de la información y decisión que tenga la dirección de la empresa.

Miremos ahora el siguiente Estado de Resultados con alguna información extra, en la primera línea representa el porcentaje de la capacidad máxima de producción y venta que para cada línea de producto la empresa espera utilizar en el periodo en cuestión.

COMPAÑÍA ACET					
Estado de Resultados presupuestado					
Línea	A	B	C	D	Total
Capacidad	80%	65%	90%	90%	82%
Ventas	\$ 3.680	2370	4730	6310	17090
Costos Variables	2098	1596	2270	4291	10255
Margen de Contribución	1582	774	2460	2019	6835
Costos Fijos Directos	379	173	996	1272	2820
Utilidad antes de distribuir costos fijos	1203	601	1464	747	4015
Costos fijos asignados	463	405	534	1036	2438
Utilidad Operativa	740	196	930	-289	1577
Inversión directa en activos	715	431	1173	1420	3739
Inversión asignada en activos	678	889	1998	2156	5721
Activos totales	1393	1320	3171	3576	9460
Rentabilidad línea	53,10%	14,90%	29,30%	-8,10%	16,70%
Índice de contribución	43%	33%	52%	32%	40%

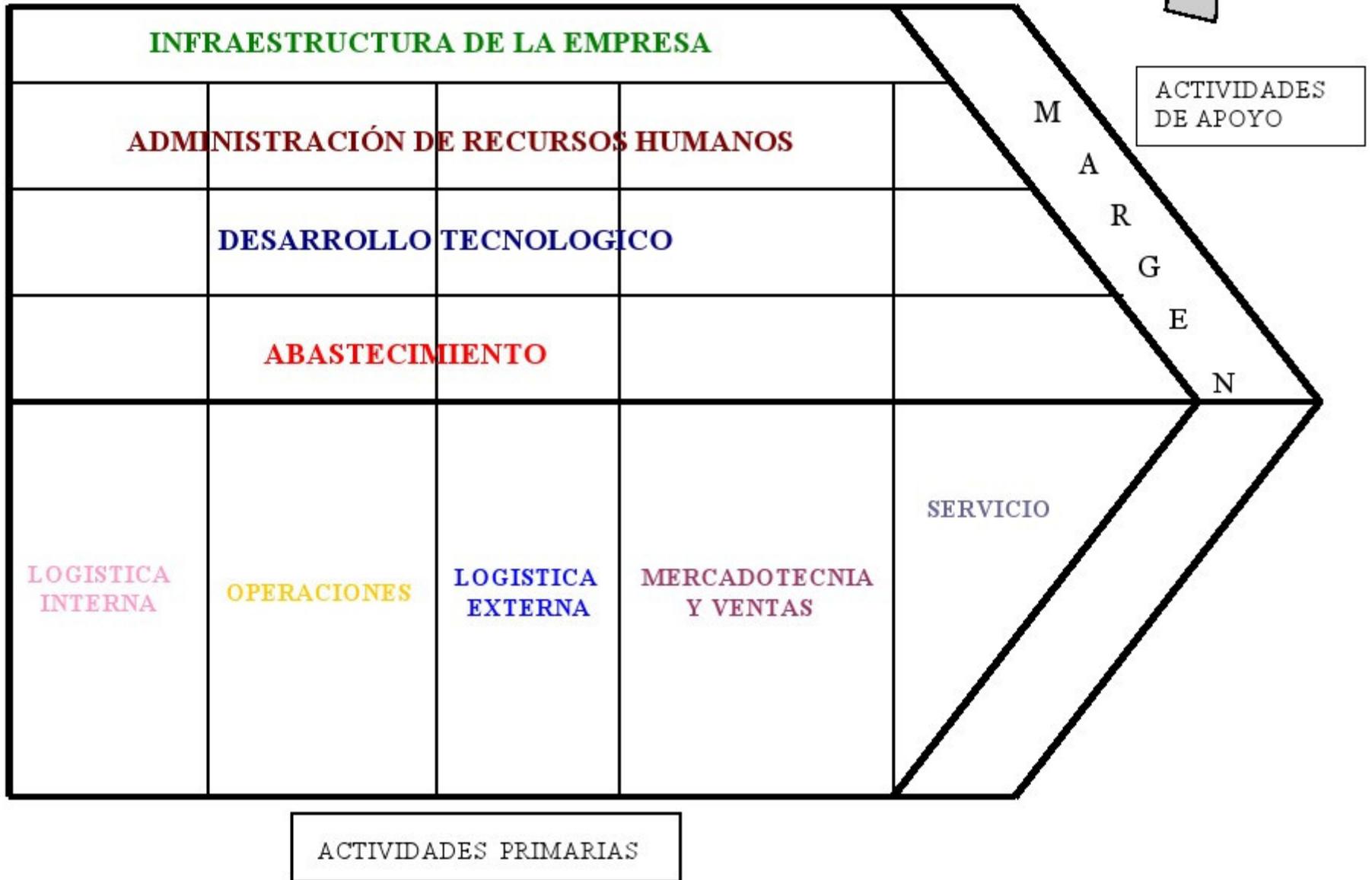
Vemos que para cada línea se ha definido la cantidad de activos comprometidos en ella, lo que permite establecer una excelente medida de ayuda de análisis de rentabilidad de la empresa: La rentabilidad de las diferentes líneas de producción, sucursales, divisiones, etc. *Para finalizar esta sección ,calcular el punto de equilibrio para los productos C y D según la información que muestra el cuadro V.2 arriba.*

IV.- VENTAJA COMPETITIVA

La ventaja competitiva no puede ser comprendida viendo a una empresa como un todo. Radica en las muchas actividades discretas que desempeña una empresa en el diseño, producción, mercadotecnia, entrega y apoyo de sus productos o servicios. Cada una de estas actividades puede contribuir a la posición de costo relativo de las empresas y crear una base para la diferenciación. Pero de igual manera tampoco se puede ver como divisiones no interrelacionadas que no tienen nada en común, ni tienen repercusiones con las otras.

Una forma sistemática para examinar todas las actividades que una empresa desempeña y como interactúan entre sí es la *CADENA DEL VALOR*, la cual disgrega a la empresa en sus actividades estratégicas relevantes para comprender el comportamiento de los costos y las fuentes de diferenciación existentes y potenciales.

Cadena del Valor genérica



La Cadena del Valor de una empresa y la forma en que desempeña sus actividades individuales son un reflejo de su historia, de su estrategia, de su enfoque para implementar la estrategia y las economías fundamentales para las actividades mismas.

EJERCICIOS PRACTICOS

1.- Utilice la siguiente información para hallar el punto de equilibrio por línea para cada producto, basándose en el método del margen ponderado.

LÍNEA	%	UNIDADES PRESUPUESTADAS	PRECIO	COSTO	BENEFICIO
A	35%	24,000	\$55	40	
B	25%	32,000	37	21	
C	40%	45,000	29	16	
Costos fijos		\$480,000			

2.- Calcule ahora el punto de equilibrio para una compañía que tiene dos líneas de producto con la información siguiente y tomando como base el método de asignación de costos analizando el estado de resultados por línea.

Compañía BETAS		
Estado de resultados Presupuestado		
Líneas	A	B
Ventas	\$7360	\$4740
Costos variables	4196	3192
Margen de Contribución		
Costos fijos directos	379	173
Utilidad antes de Distribuir los costos fijos		
Costos fijos asignados	463	405
Utilidad Operativa		

CAPÍTULO SEIS

GERENCIA DE CAPITAL

Gerencia del capital social de la empresa, de las inversiones que respaldan el valor de la empresa en el mercado. La administración del Costo de capital.

I.- COSTO DE CAPITAL

Para empezar esta sección tomemos en cuenta el COSTO DE CAPITAL que se define como la tasa de rendimiento que una empresa debe tener sobre sus inversiones para que su valor de mercado permanezca sin alteración. O también se conoce como la tasa de rendimiento requerida por los proveedores de capital en el mercado a fin de atraer el financiamiento necesario a un precio conveniente.

La importancia del costo de capital es que se convierte en una medida básica del desarrollo financiero y determina la aceptabilidad de todas las oportunidades de inversión.

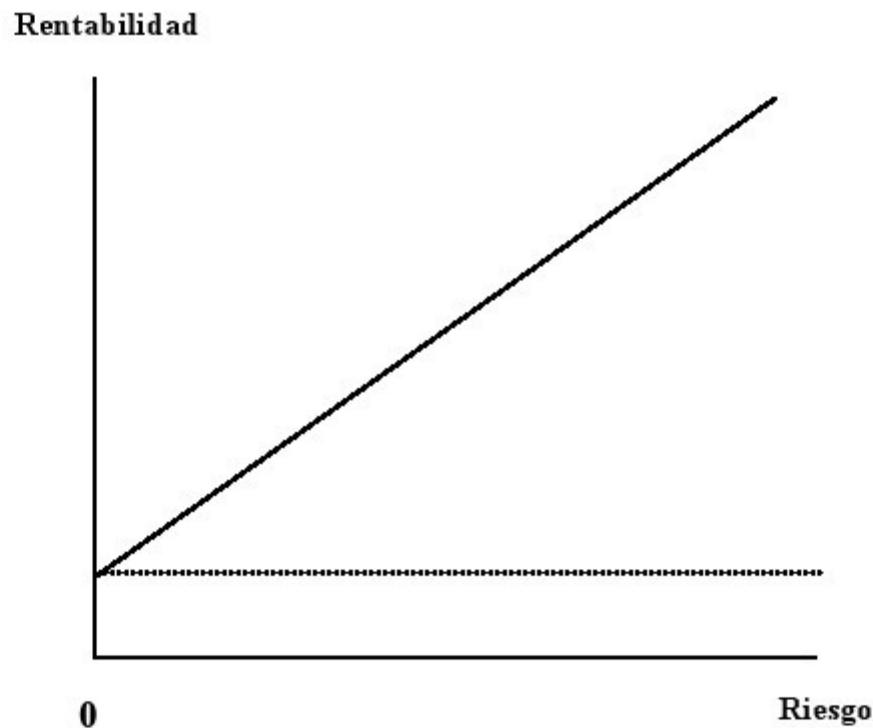
El Costo de Capital se le conoce también como COSTO DE OPORTUNIDAD DE CAPITAL pues representa la rentabilidad esperada de la inversión financiera a la que se renuncia por invertir en un proyecto económico de riesgo similar. El costo de oportunidad del capital depende del riesgo que afecta el proyecto y es por esto que es de suma importancia saber como se define el riesgo, que relación hay entre riesgo y oportunidad y como directivo financiero como poder enfrentarse ante situaciones reales de riesgo.

El propietario del capital tiene varias oportunidades para invertir su dinero. Si acepta o decide invertir en una alternativa sacrificando los beneficios económicos de una mejor oportunidad, dejando de ganar dinero, incurre en un costo de oportunidad.

II.- EL RIESGO Y RENTABILIDAD

De manera introductoria detallemos el concepto de rentabilidad a través del ojo de un inversionista. La rentabilidad es la ganancia sobre la inversión. Consta de ingresos periódicos por concepto de intereses o dividendos, llamados ingresos corrientes, y por la variación en el precio del activo, llamado ganancia de capital. La rentabilidad de la inversión es un aspecto fundamental para el inversor. Todo lo demás siendo igual, el inversor busca aquellos instrumentos que le proporcionen la mayor rentabilidad.

RENTABILIDAD VS RIESGO



Ahora bien, desde el punto de vista corporativo la rentabilidad es la medida de la productividad de los fondos comprometidos en un negocio y desde el punto de vista del análisis a largo plazo de la empresa, donde lo importante es garantizar su continuidad en el mercado y, por ende, el aumento de su valor, es el aspecto más importante para tener en cuenta. Lo cual no quiere decir que la rentabilidad siempre sea mas importante que la liquidez.

Vemos que en los problemas de corto plazo puede llegar a ser mas importante la liquidez que la rentabilidad y así esta se sacrificara en aras de buscar una solución que garantice la supervivencia de la empresa. Cuando se enfrenta con situaciones al largo plazo, siempre se dará más importancia a la rentabilidad para garantizar liquidez futura del negocio.

Es de recalcar que el riesgo tiende a ser de carácter subjetivo, pues los individuos ponderan sus aspectos de riesgo según sus situaciones propias y por así decirlo sus "aberraciones" al riesgo. De todos modos existen varios factores que se deben tomar en cuenta en el momento de la recolección de la información necesaria para cuantificar el riesgo:

i.- Aspectos Claves para cuantificar el Riesgo

1.- Características del Negocio

- Tipo de producto o servicio
- Mercados que cubre
- Insumos que utiliza
- Tecnología utilizada
- Efectos ambientales
- Estructura de organización
- Volumen de activos requeridos para operar
- Facilidad de acceso a las fuentes de financiación
- Posibilidad de controlar el negocio
- Proveedores
- Perspectivas de crecimiento
- Otros

2.- Aspectos Económicos y Legales

- Expectativas de inflación y devaluación
- Situación económica general del país
- Régimen de importaciones y exportaciones
- Controles de precios
- Medidas tributarias
- Planes de desarrollo del gobierno
- Otros

3.- Aspectos políticos y sociales

- Sensibilidad del negocio a los cambios políticos
- Situación laboral del país
- Tendencias sociales y culturales del entorno

De esta lista de factores y otros no incluidos, al momento que tener que evaluar las alternativas, cada inversionista considerara los que a su juicio sean los mas relevantes, concluyendo que todas las actividades tienen riesgos diferentes y que todos los inversionistas siempre estarán buscando un nivel de rentabilidad en las inversiones que se ajuste al riesgo que según su propio juicio estas implican.

ii.- Tipos de Riesgo

Los inversionistas que son de riesgo nulo como lo son de depósitos en cuentas de ahorro y los certificados de depósito a término, fijan el mínimo de aspiraciones. El riesgo lo podemos definir entonces como la posibilidad de sufrir pérdidas.

Para esto encontramos dos tipos de riesgo generales:

- ☑ *Riesgo comercial u Operativo*: Se relacionan con la sensibilidad o variabilidad de las utilidades antes de impuestos e intereses, y consiste en el riesgo de no poder cubrir los costos de la operación del negocio. Este riesgo se deriva de los factores que afectan la productividad básica de la empresa; entre estos factores se puede citar los cambios en la economía nacional o regional, los costos y oferta de los factores de producción.
- ☑ *Riesgo Financiero*: Consiste en una eventual incapacidad para absorber los costos financieros. Dicho riesgo se ve afectado por la combinación de financiamiento a largo plazo o sea la estructura de capital de la empresa. Cuando una empresa admite deudas en su capitalización, transfiere a los acreedores la prioridad de los propietarios sobre los ingresos y activos del firma.

iii.- Clases de Riesgo

- ☑ *Riesgo Diversificable*: Aquel que afecta específicamente un activo determinado o un pequeño grupo de activos. También se la llama riesgo único o no sistemático.
- ☑ *Riesgo Sistemático*: Cualquier riesgo que afecta en mayor o menor medida un gran número de activos. También se le conoce como riesgo común o de mercado.

Si la empresa quiere o desea incrementar su rentabilidad, debe entonces aumentar también sus riesgos. Si desea disminuir el riesgo debe disminuir su rentabilidad también, la relación que existe entre estas variables es tal, que independientemente de la forma como la empresa aumente su rentabilidad mediante la administración del capital de trabajo, resultan en un incremento correspondiente el riesgo, indicado este último por el nivel de Capital Neto de Trabajo.

III.- FUENTES DE FINANCIACIÓN Y SUS COSTOS

Existen en teoría dos costos de capital, el *costo explícito de capital* y el *costo implícito de capital*. El primero no es más que el costo por la utilización de cualquier fuente de fondos, que es la tasa de descuento que iguala los valores presentes de los flujos de entrada y salida de incrementales. En otras palabras es la tasa de rendimiento de los flujos de efectivo generados por la oportunidad de financiamiento específica.

El segundo, el costo implícito de capital es la tasa asociada con la mejor oportunidad de inversión para la empresa y sus accionistas, que se abandonará si se acepta una proposición bajo estudio.

Miremos ahora los distintos fondos que sirven como fuentes de financiación y sus costos:

i.- Fondos Externos

- ◇ *Sobregiro bancario*: Al tener el derecho de una cuenta corriente bancaria, para la mayoría de los clientes que por exceso de cheques se quedan sin fondos, el banco les respalda esos cheques sin fondos pero a un costo muy alto, esta tasa por lo común esta a la par de la tasa de usura.
- ◇ *Créditos convencionales*: El costo del crédito tanto a corto plazo como a largo plazo es el interés efectivo que se debe pagar por el, todo crédito también implica costo de transacciones. Los créditos implican compromisos fijos y exigibles, lo cual constituye para la empresa un gran riesgo, que aumenta a medida que aumente la relación deuda – capital.
- ◇ *Crédito revolvente*: Es muy similar al convencional, sin embargo tiene una importante característica: el banco tiene la obligación legal de cumplir con un contrato de crédito revolvente (por disposición de fondos) y a cambio recibirá un honorario pactado por compromiso. El costo será la tasa de interés por la porción de crédito y los honorarios anuales.
- ◇ *Papeles Comerciales*: Consiste en letras a corto plazo emitidas por grandes empresas y bien cotizadas. Típicamente estas letras tienen un vencimiento corto que varia alrededor de los 270 días. Estas letras son respaldadas con un crédito comercial con una

tasa preferencial en el caso específico. El costo es la tasa efectiva del banco comercial.

- ◇ *Acciones:* Al emitir acciones en una empresa, se producen costos monetarios y no monetarios; el costo monetario es el compromiso de pagar dividendos por tiempo indefinido. El costo de las transacciones proviene de la colocación de nuevas acciones. Son honorarios o comisiones de los corredores de bolsa. Un costo no monetario en contra de la emisión de acciones es el deseo de los actuales accionistas de no diluir el control de la empresa, ya que tendrían que compartir la dirección de la empresa con más personas.
- ◇ *Aceptación Bancaria:* Es un acuerdo por el que un banco se compromete a pagar una suma de dinero. Estos acuerdo surgen cuando un vendedor envía una letra de cambio o un pagaré a un cliente. El banco del cliente acepta este pagare y hace constar en el su aceptación, lo cual lo convierte en una obligación del banco. Su costo también es una comisión que varía de acuerdo al banco y el país.
- ◇ *Emisión de Bonos:* Un bono certifica que usted ha prestado dinero a una compañía o al gobierno e indica los términos del préstamo, es decir el valor nominal, el plazo y la tasa de interés que le será pagada. Puede decirse también que es "un título valor representativo de una deuda contraída por la entidad emisora con su poseedor". El valor nominal es la suma que usted presta al emisor y la cual le será devuelta al vencimiento del bono. El plazo indica la fecha en la cual el préstamo le será cancelado y el interés es el porcentaje del valor nominal que le será pagado periódicamente. Este interés es el costo más las intermediaciones con los agentes de emisión dadas en comisiones u honorarios.
- ◇ *Financiación de las Cuentas por Cobrar:* Llamado FACTORING DE CARTERA, donde se asignan o cambian de propiedad las cuentas por cobrar en una operación de factoring. El costo es una comisión.

- ◊ *Titularización de activos y cartera:* Emitir títulos respaldados por activos fijos, proyectos en curso y cartera, los costos provienen de la emisión, por tanto se generan honorarios y comisiones.
- ◊ *Fiducia en Garantía:* Entregar activos fijos como respaldo o garantía para créditos comerciales. Su Costo es una comisión.
- ◊ *Recibos de almacenamiento:* Un almacén público da origen a una operación independiente realizada por terceras partes y es muy común en la industria de almacenamiento de bienes como el licor o el tabaco que deben añejarse, frecuentemente son almacenados y financiados en Almacenes Públicos.

ii.- Fondos Internos

- ◊ *Utilidades Retenidas:* La empresa al no repartir esas utilidades, los accionistas se han privado de estos recursos para invertirlos en otros negocios, ellos se están privando del rendimiento que podrían haber logrado al invertir en otras actividades. Para la empresa el contar con esas utilidades retenidas le implica un costo de oportunidad.
- ◊ *Fondos de Depreciación:* Solo se aplica el costo de oportunidad de invertir externamente. No se aplican otros criterios ya que estos fondos no son legalmente repartibles.

NOTA: Existen más formas de financiación que han venido naciendo con la globalización financiera, la innovación en la banca y en los mercados bursátiles, que marcan el cambio en este desarrollo general de la economía mundial.

IV.- ACCIONES

El Mercado público de valores es el conjunto de operaciones realizadas por inversionistas con el fin de negociar títulos valores permitiendo, entre otras cosas, canalizar eficientemente el ahorro del público al sector productivo.

i.- Concepto de acción

Acción título que representa fracciones iguales del capital social de las empresas y que se cotiza y se y transfiere a los mercados bursátiles; puede ser nominal o al portador, según quede registrada como propiedad de determinada persona o sea transferible sin requisito alguno, como lo son los billetes de banco. La acción nominal es transferible por endoso . una u otra da derecho a su propietario a la percepción de dividendos, o sea un porcentaje variable según las utilidades obtenidas por la empresa en cuestión. El valor de una acción puede variar según su cotización en el mercado.

Básicamente una acción es un título que representa la participación en el capital de una sociedad. Las acciones representan el dinero que los socios fundadores dispusieron para crear una empresa. , Cuando usted compra una acción se convierte en accionista o propietario de una parte de la empresa. Los accionistas en general tienen el derecho de participar en asambleas, votar por las políticas de la compañía, elegir directores y recibir parte de las utilidades generadas.

Las acciones son títulos nominativos, lo que significa que para su negociación se hacen necesarias estas condiciones:

- La entrega del documento con el ánimo de ser negociada.
- El endoso del título por parte del vendedor y
- El registro de la transacción en el libro del emisor.

ii.- Clases de acciones

Acciones comunes y acciones preferenciales. Las acciones preferenciales, como su nombre lo indica, garantizan al propietario ciertos derechos como garantizar

la suma de dividendos a pagar, y el pago de dichos dividendos primero que los de las acciones comunes.

iii.- Donde comprar acciones

Las acciones se compran en las Bolsas de Valores a través de los comisionistas de Bolsa.

iv.- El precio de las acciones

La compañía que emite las acciones fija el precio al momento de la emisión (valor nominal), luego en el mercado secundario la oferta y la demanda fijan el precio. Acá juega un papel importante las condiciones económicas y políticas y la percepción de los inversores.

vi.- La rentabilidad de las acciones

En el cálculo de la rentabilidad de una acción debemos tener en cuenta la rentabilidad por valorización y la rentabilidad por dividendos

$$\text{RENTABILIDAD} = \frac{\text{PV} - \text{PC} + \text{D}}{\text{PC}}$$

PC = Precio de compra

PV = Precio de venta

D = Dividendos recibidos

INDICADORES ACCIONARIOS

$\text{VALOR INTRINSECO} = \frac{\text{PATRIMONIO NETO}}{\text{No ACCIONES EN CIRCULACION}}$
--

$\text{RELACION PRECIO VALOR INTRINSECO} = \frac{\text{PRECIO EN BOLSA}}{\text{VALOR INTRINSECO}}$
--

Este indicador también es llamado Q Tobin.

Qtobin > 1 Acción sobrevaluada
Qtobin < 1 Acción subvaluada

$$\text{UPA} = \frac{\text{UTILIDAD NETA ÚLTIMO AÑO}}{\text{No ACCIONES EN CIRCULACIÓN}}$$

$$\text{RELACION PRECIO GANANCIA} = \frac{\text{PRECIO EN BOLSA}}{\text{UTILIDAD POR ACCIÓN}}$$

vii.- Tipos de acciones

- *Acción al portador:* Valores no registrados a nombre de un propietario específico. Esta es la forma que asume un gran número de valores que se venden en el mercado de euro valores.
- *Acción con prima:* el concepto es aplicable a la emisión de acciones en los aumentos de capital, en los que se exige los suscriptores un desembolsos superior al valor nominal de los títulos representativos.
- *Accionista:* **Poseedor** de acciones de una empresa comercial, industrial o financiera que si es dueño de un mínimo determinado de acciones, puede asistir a las reuniones o hacerse representar en ellas en que se examina la situación de la empresa, se señalan los dividendos que han de distribuirse y se nombra o ratifica a los funcionarios encargados de la administración de la empresa.
- *Acción preferente:* Son aquellas que gozan de prioridad en el pago de dividendos y en el reintegro de capital, si la compañía es liquidada generalmente el tenedor de acciones preferidas solamente tiene derecho a una tasa fijada de dividendos, pero las acciones preferentes participantes también dan derecho al tenedor de una parte

de las utilidades residuales. Las acciones preferentes tienen derechos limitados de voto y pueden ser redimibles. Desde el punto de vista del inversionista las acciones preferidas están entre los bonos y las acciones ordinarias en lo que respecta a riesgo y ganancia, aun cuando permiten a la compañía emisora alguna flexibilidad en política distributiva a más bajo costo que los bonos. Las acciones preferentes constituyen una parte pequeña de las emisiones y tienden a disminuir en importancia.

Los recursos percibidos por las empresas al colocar en el mercado las acciones preferentes representan una fuente de financiamiento permanente que algunos ubican como deuda y otros como parte del capital contable. En efecto, como la tendencia de las acciones motiva el reconocimiento de dividendos en un porcentaje estipulado sobre el valor par del título, la inversión realizado por los accionistas tiene la contrapartida del pago progresivo del capital aportado por la empresa emisora.

Además como los individuos no pueden ubicarse financieramente en el grupo de los cargos fijos, por cuanto el postergamiento del pago no representa el incumplimiento de una obligación y la consecuente acción legal, las acciones preferentes constituyen un **colchón de seguridad** que interviene en la conformación del capital contable.

En cuanto a las prioridades de pago, las acciones preferentes priman sobre las comunes y ocupan un lugar secundario frente al que tienen los poseedores de los bonos. Las acciones preferentes garantizan al propietario ciertos derechos como garantizar la suma de dividendos a pagar, y el pago de dichos dividendos primero que los de las acciones comunes.

V.- FONDOS DE INVERSIÓN

Un fondo de inversión es simplemente la suma de dinero aportada por un grupo de personas con el fin de invertirla en los diferentes instrumentos de inversión que ofrece el mercado de dinero y/o el mercado de capitales.

En Estados Unidos han existido por mas de 60 años. Se comenzaron a desarrollar en 1924 con un crecimiento lento al comienzo. Sin embargo en los 80's, el mundo de las acciones y de los bonos se volvió bastante complejo y fue cuando los fondos de

inversión comenzaron a crecer rápidamente. Hasta 1930 los pequeños ahorradores estuvieron a merced de los grandes inversionistas. Muchos de los grandes inversionistas se unieron para comprar grandes cantidades de determinada acción en particular, elevando el precio de dicha acción en una forma descomunal, luego vendían todo dejando las acciones sobrevaloradas en manos de los inversores desprevenidos. Hoy, cada aspecto de la negociación en un fondo de inversión es minuciosamente regulado.

i.- Quién maneja los fondos?

Compañías de inversiones, corredores de bolsa y algunas instituciones financieras; y aunque a los bancos les está prohibido manejar fondos de inversión, muchos de ellos ofrecen a sus clientes la oportunidad de invertir a través de compañías filiales, tales como las compañías fiduciarias.

ii.- Cómo funcionan los fondos de inversión?

El dinero que usted coloca en un fondo de inversión se une al dinero de otros inversores y el total de ese dinero es luego invertido bien sea en certificados de depósito a término, papeles comerciales, bonos, acciones u otros instrumentos, o una combinación de ellos, de acuerdo al objetivo específico del fondo de inversión.

iii.- Cómo obtengo el rendimiento cuando invierto en un fondo?

Los Fondos son instrumentos de inversión de renta variable, por consiguiente su rentabilidad se determina de la misma forma como se determina la rentabilidad de una acción.

El valor de los Fondos se calcula diariamente y se expresa en unidades. Al establecerse el Fondo de inversión, se determina el valor inicial de la cuota parte por unidad. Luego, al invertir en el fondo, usted está comprando "acciones" de dicho fondo. *Por ejemplo* si invierte \$ 15.000.000.00 en un Fondo que acaba de establecerse y fija el valor inicial de la unidad en \$1.500.00 usted pasa a ser propietario de 10,000.00 unidades $(15,000,000.00/1,500.00)$

Diariamente el Fondo debe presentar una valoración total de acuerdo al rendimiento obtenido de los instrumentos de inversión utilizados. Supongamos que en su inicio el Fondo reunió \$500, 000,000.00 (equivalentes a 333,333.33

partes) los cuales invirtió inmediatamente en papeles comerciales. Al realizar su valoración al mes de haber iniciado, el valor neto del Fondo asciende a \$522, 500,000.00 una vez descontados los gastos administrativos. Con esta valoración se determina el nuevo precio de la unidad simplemente dividiendo el valor neto por el número de unidades ($522, 500, 000/333,333.33$) lo cual nos da un valor de \$1,567.50 por unidad.

Como el valor inicial de la unidad fue de \$1,500.00 el rendimiento de su inversión es del 4.50% durante el mes.

$$((1,567.50 - 1,500.00)/1,500) \times 100$$

Como puede darse cuenta la rentabilidad en un fondo de inversión no se puede conocer por adelantado, constituyéndose esto en un factor de riesgo.

iv.- Cómo invierto en un fondo?

Usted puede consultar en cualquier entidad financiera, con un Corredor de Bolsa, una revista especializada o un periódico especializado. Después de fijar su objetivo de inversión puede solicitar información directamente a la compañía administradora.

Todo fondo debe suministrarle una copia del prospecto antes de aceptar su inversión inicial. En el prospecto se informa acerca de: inversión inicial mínima, objetivo del fondo, resultados, nivel de riesgo que se corre en las inversiones y comisiones que se cobran.

v.- Cuáles son las ventajas de colocar mis ahorros en un fondo de inversiones?

a) Diversificación: Al usted invertir en un fondo esta invirtiendo en un portafolio de valores, por consiguiente su dinero no está vinculado a un solo instrumento sino a varios, lo cual reduce el riesgo de la inversión.

b) Flexibilidad en la inversión: El mínimo para la inversión inicial es relativamente bajo y con esta inversión mínima usted tiene acceso a inversiones que exigen un mínimo superior.

c) *Administración profesional:* Usted comparte los gastos para utilizar los servicios de un experto y a la vez evita pagar comisiones en cada negociación.

d) *Liquidez:* Usted puede liquidar su posición diariamente. La venta se realiza al final del día y su dinero está disponible a la mañana siguiente. Muchos fondos en Estados Unidos le permiten girar cheques contra su dinero invertido en el fondo, aún cuando generalmente existe un mínimo por cheque.

vi.- Fondo de Renta Fija

Son los que invierten en compañías de alta seguridad y en bonos, invierten a corto plazo y largo plazo. Fondo de inversión mobiliaria en los que toda su cartera esta formada por títulos de deuda con intereses fijos o variables.

vii.- Fondos de Renta Variable

Fondos de inversión mobiliaria, cuya cartera esta formada por títulos que representan participaciones en capital de riesgo.

VI.- CASOS REALES DE CAPITALIZACIÓN Y FINANCIAMIENTO

Para dar un mejor entendimiento se nombrará a continuación casos en donde Multinacionales de varios países han tenido que recurrir a las fuentes internas o externas para capitalización o financiamiento en general.

Primer caso

En 2008 la Texas Petroleum Company negoció un contrato de crédito revolvente por \$US 100 millones con un grupo de Bancos por un periodo de 4 años, los bancos se comprometieron formalmente a prestarle a la petrolera hasta \$US 100 millones si los fondos se llegasen a necesitar. La Texas Petroleum a su vez pagaría unos honorarios anuales por disposición de fondos de un cuarto del uno por ciento del saldo no utilizado del préstamo. Si al primer año la petrolera no requiere nada del préstamo de todos modos pagaría un honorario anual de \$US 250.000, mediante bonos mensuales de \$US 20.833,33. Si solicitara un préstamo por \$US 50 millones, la porción de la línea de crédito quedaría en \$US 50 millones y por lo tanto el honorario anual disminuiría a \$US 125.000.

Como es natural también se pagan intereses sobre la suma que se tomase bajo préstamo, que en muchos casos es la tasa preferente. En este caso el costo del préstamo quedo en la tasa preferente de los bancos más 0.5 puntos porcentuales.

Segundo Caso

Una compañía Californiana productora y procesadora de tomates enlatados, opto por financiar una porción del 25% de su mano de obra y de la materia prima durante la estación de enlatado, mediante el almacenaje público. El Almacén Público se estableció mediante una notificación pública, y el custodio notificaba al banco la descripción por número de las cajas de tomates enlatados del inventario que estaban bajo control del almacén. Manteniendo este inventario como garantía colateral, la institución de préstamo estableció un depósito para la compañía de enlatados a partir del cual podría hacer retiros.

Tercer Caso

La Western Redwood Corporation se fundo en 1906 con 10.000 acciones emitidas que se vendieron a su valor de paridad de un dólar, con un superávit de capital de cero (0). En 2009 la compañía se había vuelto muy estable y rentable, y había retenido beneficios por \$US100.000. El capital de los accionistas en 2010 se conforma de la siguiente manera:

WESTERN REDWOOD CORPORATION	
Cuentas de Capital, enero 1 de 2010	
Acciones ordinarias, valor paridad \$US1.00, 10000 acciones	US\$10,000
Superávit de capital	0
Beneficios Retenidos	US\$100,000
Patrimonio Total de los accionistas	<u>\$US110,000</u>
Valor contable por acción = $110,000/10,000 = \$US11.00$	

Suponga que la compañía tiene planes de desarrollo y decide vender 10,000 acciones de capital nuevo. El precio del mercado es de \$US20.00, miremos su efecto:

WESTERN REDWOOD CORPORATION	
Cuentas de Capital, enero 1 de 2010	
Acciones ordinarias, valor paridad \$US1.00, 20000 acciones	US\$20,000
Superávit de capital	190,000
Beneficios Retenidos	100,000
Patrimonio Total de los accionistas	<u>\$US310,000</u>
Valor contable por acción = $310,000/20,000 = \$US15.5$	

PARTE SIETE

OPERACIONES FINANCIERAS TIPO LEASING

En sentido amplio, el leasing es un contrato mediante el cual una parte entrega a la otra un activo productivo para su uso y goce, a cambio de un canon periódico, durante un plazo convenido, a cuyo vencimiento, el bien se restituye a su propietario o se transfiere al locatario, si éste último decide ejercer una opción de adquisición que, generalmente, se pacta a su favor.

i.- Características del contrato de Leasing

- 1º- Es un contrato Bilateral; vale decir, hay obligaciones recíprocas entre las partes contratantes.
- 2º- Es un contrato Consensual; para su perfeccionamiento basta la voluntad de las partes, y no se requiere solemnidad alguna. No obstante lo anterior, para fines probatorios y por tratarse de operaciones que se financian con el ahorro del público, la mayoría de los contratos se hacen constar por escrito y en el caso de leasing inmobiliario, no es extraño que, además, se eleve a escritura pública.
- 3º- Es Oneroso; ambos contratantes persiguen con su celebración un beneficio económico.
- 4º- Es Conmutativo, puesto que existe un equilibrio entre las prestaciones de las partes.
- 5º- Es de tracto sucesivo, porque las obligaciones de las partes se van cumpliendo periódicamente durante la vigencia del contrato.
- 6º- Es un contrato de naturaleza mercantil, dado que se celebra entre comerciantes y sobre bienes susceptibles de producir renta.

ii.- Clases de Leasing

Existen diversas modalidades de Leasing, las cuales se enmarcan en dos tipos fundamentales que son el Leasing Financiero y el Leasing Operativo.

* ELEMENTOS ESENCIALES DEL LEASING FINANCIERO

- 1º- La entrega de un bien para su uso y goce.
- 2º- El establecimiento de un canon periódico, que lleva implícito el precio del derecho a ejercer una opción de adquisición.
- 3º- La existencia, en favor del locatario, de una opción de adquisición al terminarse el plazo pactado en el contrato, que podrá ejercer siempre y cuando cumpla con la totalidad de las prestaciones a su cargo.
- 4º- Que el bien objeto del Leasing sea susceptible de producir renta.

* ELEMENTOS ESENCIALES DEL LEASING OPERATIVO

- 1º La entrega del bien
- 2º El pago de un canon o precio del arrendamiento.
- 3º La vocación del bien para producir renta.

La diferencia fundamental consiste en que en el leasing financiero siempre existe una opción de adquisición, pactada desde el inicio del contrato a favor del locatario, mientras que en el operativo sólo se presenta esta opción excepcionalmente, y de existir, es por el valor comercial del bien (OPCIÓN DE COMPRA).

Como consecuencia de este hecho, los cánones en el leasing financiero incluyen una parte del precio del derecho para ejercer la opción de adquisición; al paso que el canon en el leasing operativo, se pacta libremente entre el arrendador y arrendatario, con base en el tipo de bien de que se trate, en el plazo del contrato, en las obligaciones que asuman las partes contratantes y en las condiciones del mercado.

En el leasing financiero, la vocación del bien es pasar al patrimonio del locatario, al paso que en el operativo es permanecer en poder del arrendador.

iii.- Partes que intervienen en un contrato de leasing

En todo contrato de leasing financiero tienen que intervenir por lo menos dos partes, una Compañía de Financiamiento Comercial, propietaria del bien objeto del leasing, y un locatario, persona natural o jurídica que recibe la tenencia del mismo para su uso y goce. Adicionalmente, suelen intervenir en el contrato, sin que sean partes necesarias en el mismo, el proveedor de los bienes objeto del leasing y los co-locatarios y garantes.

Las partes que participan en leasing operativo son las mismas que en el Leasing Financiero, con la diferencia de que el propietario del bien objeto del contrato no tiene que ser necesariamente una Compañía de Financiamiento Comercial.

CAPÍTULO OCHO

FUSIONES Y ADQUISICIONES DE EMPRESAS

La adquisición de una empresa por otra, es una inversión que se realiza con incertidumbre. Se aplica el principio básico de la valoración: se debe comprar una empresa si esta genera Valor Actual Neto positivo para los accionistas de la empresa que compra. No obstante, ya que es muy difícil determinar el VAN de un candidato a adquisición las fusiones y adquisiciones son temas interesantes con suficientes razones. Las principales características de esta área de las finanzas son las siguientes:

1. Los beneficios de las adquisiciones se conocen como *sinergia*.
2. Cuando una empresa es adquirida por otra, hay implicaciones contables, fiscales y legales.
3. Las adquisiciones son un importante mecanismo de control de los accionistas, ya que son utilizadas para destituir a los gerentes con quienes están inconformes.
4. En algunas ocasiones, las fusiones y adquisiciones implican transacciones hostiles, ya que no siempre se realizan negociaciones cordiales y pacíficas, la empresa deseada puede utilizar tácticas defensivas.

I.- FORMAS BÁSICAS DE ADQUISICIONES

i.- Fusión o Consolidación

- **Fusión** es la absorción de una empresa por otra, la empresa compradora conserva su nombre e identifica a su vez que absorbe todos los activos y pasivos de la empresa adquirida. La fusión es irreversible ya la empresa adquirida deja de existir.

- **La consolidación** se diferencia de la fusión porque se crea una empresa por completo nueva. Las dos empresas desaparecen y entran a formar parte de la nueva compañía.

En la fusión, su principal ventaja es que legalmente viables y son menos costosas que otras formas de adquisición, evitando la transferencia individual de los activos de la empresa vendedora a la empresa compradora. De otra parte su principal desventaja es que la fusión debe ser aprobada por votación de los accionistas de cada empresa, se requiere que dos tercios de ellos voten a favor, los accionistas de la empresa adquirida están inconformes con el precio se generan procesos legales costosos.

ii.- Adquisiciones de acciones

Se realiza mediante una **oferta de compra** que es una oferta pública para comprar acciones de una empresa objetivo. En este tipo de adquisición no se necesita votación de los accionistas y se puede tratar directamente con los accionistas sin tener en cuenta a la gerencia de la empresa objetivo. Con frecuencia la adquisición de acciones se lleva a cabo en forma hostil, lo cual implica la oposición de la gerencia de la empresa objetivo, esta resistencia eleva los costos. Generalmente una minoría de accionista no aceptarán la oferta, por lo cual la empresa objetivo no puede ser absorbida por completo.

iii.- Adquisición de activos

Se refiere a la compra de los activos de la empresa objetivo. El costo de dicha compra es elevado

II.- CLASIFICACION

Las adquisiciones pueden ser clasificadas en tres tipos:

- **Adquisición horizontal:** La empresa compradora adquiere otra que compite con ella en su mismo mercado
- **Adquisición Vertical:** Implica empresas que operan en diferentes pasos del proceso productivo.
- **Adquisición de conglomerado:** La empresa compradora y la empresa objetivo no se relacionan entre si.

III.- SINERGIA DE UNA ADQUISICION

La sinergia de una adquisición se define como el valor de la empresa combinada, menos el valor de las dos empresas como entidades independientes. Generalmente la empresa compradora debe pagar una prima por la empresa adquirida. Los accionistas de la empresa compradora ganarán si la sinergia es mayor que la prima pagada. La sinergia de una adquisición también puede ser determinada usando el modelo de descuento del flujo de caja:

Donde ΔCF_t es el flujo de Sinergia $\frac{\sum_{T=1}^T \Delta CF_t}{(1+r)^t}$ caja incremental de la fusión en la fecha t, r es la tasa de rentabilidad requerida del capital objetivo

IV.- FUENTES DE SINERGIA DE LAS ADQUISICIONES PARA EL INCREMENTO DE LOS INGRESOS

Las fusiones pueden tener ingresos más altos que dos empresas separadas, dichos beneficios provienen de tres fuentes:

- i.- Ganancia de Marketing: Pueden cambiarse la programación inefectiva de la publicidad, mejorar los canales de distribución deficientes y combinaciones desequilibradas de productos.
- ii.- Beneficios estratégicos: Algunas adquisiciones prometen una ventaja estratégica. Esta es una oportunidad para aprovechar el medio competitivo si se presentan ciertas situaciones. Michael Porte ha utilizado la expresión "cabeza de playa" para describir el proceso de entrada de una industria para explotar las oportunidades percibidas.
- iii.- Poder de mercado o monopolio: Una empresa puede adquirir a otra para reducir su competencia, al hacerlo se pueden aumentar los precios y obtener los beneficios del monopolio

V.- REDUCCION DE COSTOS

Una de las mayores razones para llevar a cabo una fusión es que una empresa combinada puede operar con mayor eficiencia que dos empresas independientes. Una empresa puede alcanzar una mayor eficiencia operativa por medio de una fusión o una adquisición.

- **Economías de escala:** se presenta si el costo promedio de producción decrece mientras que el nivel de producción aumenta, este es un beneficio obvio de las fusiones horizontales.
- **Economías de integración vertical:** El principal objetivo de este tipo de integración es facilitar la coordinación de las actividades operativas que se asocian en forma estrecha, al igual que la transferencia de tecnología.
- **Recursos complementarios:** Algunas empresas adquieren otras para hacer una mejor uso de los recursos existentes o para contar con el componente que les faltaba para tener éxito.
- **Eliminación de la gerencia ineficiente:** En algunos casos la gerencia existente no comprende las condiciones cambiantes del mercado, y les es difícil abandonar estrategias y estilos a cuyo desarrollo han dedicado años.

VI.- GANANCIAS TRIBUTARIAS

Las posibles ganancias tributarias al llevarse a cabo una fusión provienen de las siguientes fuentes:

- **Pérdidas operativas netas:** Una fusión permite aprovechar las pérdidas tributarias potenciales, esta situación se produce solo si la explotación de los ahorros fiscales no utilizados ofrecer ahorros fiscales superiores de los que las empresas pueden lograr por medio de las reservas.
- **Capacidad de endeudamiento sin utilizar:** La razón deuda-capital óptima, es aquella en la que el beneficio tributario marginal de la deuda adicional equivale al incremento marginal de los costos de las dificultades financieras de la deuda adicional. Ya que cierta diversificación ocurre cuando las empresas se fusionan, es probable que el costo de las dificultades financieras sea menor para las empresas combinadas que la suma de estos valores actuales para las empresas independientes. Así la empresa compradora podrá incrementar su razón deuda-capital después de la fusión generando beneficios tributarios adicionales y valor adicional.
- **Superávit de fondos:** Cuando una empresa cuenta con un flujo de caja libre, puede utilizar esos fondos pagando más dividendos, recomprando sus propias acciones o adquiriendo acciones de otras empresas, las dos primeras opciones generan pago de impuestos mientras que la última esta exenta de impuestos.

VII.- COSTO DE CAPITAL

Con frecuencia el costo del capital se pueden reducir cuando dos empresa se fusionan porque los costos de la emisión de títulos están sujetos a las economías de escala.



En la fusión por adquisición de AMBAR Inc. por REXON Inc., se cuantificaron los siguientes resultados:

Cuadro VIII.1

	Flujo de Caja neto anual a perpetuidad	Tasa de descuento	Valor
REXON Inc.	\$ 10.00 Millones	0.10	\$ 100.00 Millones
AMBAR Inc.	4.50 Millones	0.15	30.00 Millones
Beneficios de la adquisición	5.50 Millones	0.12	45.00 Millones
Ajuste estratégico	30.00 Millones	0.20	15.00 Millones
Ahorros fiscales	10.00 Millones	0.05	20.00 Millones
Mecanismos eficientes de operación	1.50 Millones	0.15	10.00 Millones
REXON - AMBAR	20.00 Millones	0.11	175.00 Millones

VIII.- PRIVATIZACION Y COMPRAS APALANCADAS

La privatización se refiere a lo que sucede cuando una empresa es comprada por un grupo que por lo general esta compuesto por la gerencia existente, como consecuencia se retiran las acciones del mercado. Así los accionistas de la empresa se ven forzados a aceptar un pago en efectivo por sus acciones, con frecuencia este tipo de transacciones se conocen como compras apalancadas (LBO, *leveraged buyouts*), en cuyo caso el costo de la oferta se financia con una elevada participación de deuda. Los accionistas vendedores reciben una prima superior al precio de mercado. Al igual que en las fusiones una compra apalancada será beneficiosa para el comprador cuando la sinergia producida sea mayor a la prima pagada. Existen dos razones para que una LBO cree valor, primera, la deuda adicional genera deducciones fiscales; se lleva a cabo en empresas con niveles de ganancias estables y de deuda moderado o bajo para

llevarla a su punto óptimo; en segundo lugar, disminuye el costo de agencia debido a que convierte a los antiguos gerente son propietarios



CAPÍTULO NUEVE

VALORACION DE EMPRESAS

La valoración de empresas es un mecanismo utilizado para determinar el posible precio de venta de una empresa en un momento determinado, teniendo en cuenta supuestos internos y externos que afectan el valor de la empresa. No existe un sistema que logre cuantificar de manera absoluta el precio a pagar por una compañía, ya que se trata de la suma de variables que en ocasiones no son sujetas de medición cuantitativa. A pesar de ello, la valoración es un instrumento que sirve de guía a los inversionistas.

I.- METODOS DE VALORACION

Se encuentran dos tendencias para realizar la valoración, la encaminada a hallar el valor económico y la que se basa en el valor de mercado.

El valor económico se refiere a la capacidad de una activo para aportar una corriente de flujo de caja después de impuestos para los accionistas, dentro de éste hallamos el **FLUJO DE CAJA LIBRE (FCL)**. El flujo de caja libre, es aquel que queda disponible para atender los compromisos con los beneficiarios de la empresa: Los acreedores que se atienden con servicio a la deuda (capital e intereses) y los propietarios con la suma restante, con la cual se toman decisiones como la determinación de los dividendos a repartir. La metodología para la valoración por FCL es sencilla, en primer lugar se debe determinar el valor presente de los FCL, luego calcular el valor actual de los activos no operacionales, al sumar estos dos valores obtendremos el valor total del negocio, posteriormente deducimos el valor presente de la deuda para llegar al valor patrimonial.

En la práctica, en vez de intentar encontrar el valor presente de los FCL hasta el infinito, dado que es una empresa en desarrollo, se separa la corriente de FCL en dos partes, la primera llamada periodo de relevancia que es aquel en que la empresa sufrirá variaciones debido a procesos de reconversión o mejoramiento de eficiencia operativa o financiera; y otro que es el periodo de perpetuidad.

$$VALo = \sum_{f=1}^n \frac{FCL_n}{(1+k)^n} + \frac{JVF}{(1+k)^n}$$

Donde:

FCLn = Flujo de caja Libre en el periodo n (relevancia)

JVF = Flujo de caja en el periodo de perpetuidad

k = Tasa de descuento

Para un correcto pronóstico de los FCL se requieren los siguientes análisis:

- ④ **Análisis Económico:** Se analizan variables macroeconómicas como el crecimiento del PIB, la inflación, las tasas de interés y su posible impacto sobre la empresa objeto de valoración.
- ④ **Análisis de la Industria:** Debe analizarse la estructura de la industria a la cual pertenece la empresa en análisis, para visualizar las tendencias de desarrollo y los ciclos de vida del sector.
- ④ **Análisis de la empresa:** Los análisis anteriores o con la ayuda de un modelo matemático-estadísticos (series de tiempo, regresiones) nos ayudará a pronosticar las ventas para el periodo de relevancia, adicionalmente debe hacerse:
 - √ Análisis de las razones financieras que dará un informativo de la estructura de capital.
 - √ Proyectar la reposición de activos fijos.
 - √ Pronosticar el incremento del capital de trabajo neto operativo de un periodo a otro.
 - √ Determinación de la forma en la que la empresa financiará su crecimiento.

Las anteriores estimaciones proporcionan una estructura para pronosticar el estado de resultados y el balance que son base de la elaboración del FCL

El periodo de relevancia debe reflejar las tasas de crecimiento de la empresa, deberá realizarse a precios corriente y la tasa de descuento deberá contemplar inflación.

Para el periodo de perpetuidad se supone que los FCL tendrán un crecimiento constante, por lo tanto la tasa de descuento debe ser en términos constantes.

Los costos de los distintos componentes de la valoración están sujetos a error, resulta conveniente practicar análisis de sensibilidad por escenarios que refinarán el pronóstico y darán una idea del riesgo global de las proyecciones.

II.- DIFICULTADES FINANCIERAS

Las dificultades financieras se relacionan con la insolvencia, ya que ésta se define como: La incapacidad de pago de las deudas propias, la falta de medios para pagar las deudas, o el estado en que la disposición inmediata de los activos no basta para cubrir los pasivos.

La insolvencia comprende dos temas generales:

- ④ **Insolvencia con base en las acciones:** ocurre cuando una empresa tiene un capital contable neto negativo y así el valor de sus activos es menor que el valor de sus deudas
- ④ **Insolvencia con base en los flujos:** Ocurre cuando el flujo de caja operativo es insuficiente para cubrir las obligaciones corrientes

Las empresas que presentan dificultades financieras se ven forzadas a llevar a cabo acciones correctivas y a someterse a una reestructuración financiera. Las empresas afrontan las dificultades financieras de varias formas: Venta de activos principales; Fusiones con otras empresas; reducción de inversión, investigación y desarrollo; emisión de títulos nuevos, Negociación con bancos y acreedores, intercambio de capital por deuda y por último la declaración de bancarrota. Las tres primeras acciones se asocian con los activos y los cuatro últimos se refieren a la reestructuración financiera. Las empresas con mayor deuda afrontan más rápido las dificultades financieras, lo que les permite hacer reestructuraciones y reorganización mientras que las empresas con menos deuda afrontan más tarde las dificultades financieras, lo que les da menor tiempo para actuar y generalmente se ven forzadas a la liquidación.

La liquidación se refiere a la terminación de la empresa como negocio en funcionamiento, implica la venta de activos por el valor de recuperación, los ingresos netos provenientes de la venta se distribuyen entre los acreedores en orden de prioridad establecida.

La reorganización es la alternativa de conservar la empresa como un negocio en funcionamiento, algunas veces implica la emisión de nuevos títulos de deuda.

Los costos directos de la reestructuración son menores aproximadamente en un 10% que los costos de la liquidación, pero la liquidación es mejor para los accionistas que para los acreedores, además la empresas con una compleja estructura financiera les será difícil una reestructuración.

III.- CASO PRÁCTICO

Según estudios realizados por un grupo de evaluadores para La compañía FOREX INC. Se dieron unos resultados de valoración los cuales se encuentran en el cuadro No 1, el flujo de caja libre se ve calculado en detalle en el cuadro No 2. En los siguientes cuadros encontraremos los cálculos por separado y el *costo de capital*.

Cuadro No 1

VP PERIODO RELEVANCIA	\$	1,928,956,824
VP PERIODO PERPETUIDAD	\$	5,880,528,644
VLR OPERATIVO EMPRESA	\$	7,809,485,468
VLR CIAL ACTIVOS IMPROD.	\$	60,000,000
VLR EMPRESA	\$	7,869,485,468
VP DEUDA	\$	(207,126,861)
VLR PATRIMONIO	\$	7,662,358,608

Cuadro No 2

CUENTA	2006	2007	2008	2009	2010
VENTAS	\$1.927.800.000	\$ 2.127.828.528	\$2.346.313.961	\$ 2.584.699.460	\$ 2.850.096.400
CMV	(771.120.000)	(744.739.985)	(703.894.188)	(646.174.865)	(712.524.100)
U.B	\$1.156.680.000	\$ 1.383.088.543	\$1.642.419.773	\$ 1.938.524.595	\$ 2.137.572.300
Gas	(231.336.000)	(207.463.281)	(164.241.977)	(96.926.230)	(106.878.615)
U.A.I.I	\$ 925.344.000	\$ 1.175.625.262	\$1.478.177.796	\$ 1.841.598.365	\$ 2.030.693.685
INTERESES	(17.765.000)	(13.366.412)	(8.784.000)	(5.856.000)	(2.928.000)

U.A.I.	\$ 907.579.000	\$ 1.162.258.850	\$ 1.469.393.796	\$ 1.835.742.365	\$ 2.027.765.685
TX	(317.652.650)	(406.790.597)	(514.287.828)	(642.509.828)	(709.717.990)
U.N	\$ 589.926.350	\$ 755.468.252	\$ 955.105.967	\$ 1.193.232.537	\$ 1.318.047.695
DEPRECIACION	5.400.000	5.400.000	5.400.000	5.400.000	5.400.000
INTERESES	17.765.000	13.366.412	8.784.000	5.856.000	2.928.000
FCB	\$ 613.091.350	\$ 774.234.664	\$ 969.289.967	\$ 1.204.488.537	\$ 1.326.375.695
INCRE K DE W	112.219.005	139.054.038	168.852.484	(54.185.209)	(60.377.392)
INCRE AF	(289.170.000)	(319.174.279)	(351.947.094)	(387.704.919)	(427.514.460)
FCL	\$ 436.140.355	\$ 594.114.423	\$ 786.195.357	\$ 762.598.410	\$ 838.483.843

CAPÍTULO DIEZ EVALUACION DE PROYECTOS DE INVERSION

La elaboración y evaluación de un proyecto es un instrumento de decisión que ayuda a determinar si es rentable y por ende puede ejecutarse. La simulación de cómo operaría el proyecto una vez puesto en marcha permitirá determinar las consecuencias económicas que de ella se deriven. El proceso de un proyecto comprende cuatro etapas: idea, preinversión, inversión, operación.

El estudio de prefactibilidad profundiza la investigación de la idea y sus implicaciones, se basa en la información de fuentes secundarias para definir con cierta aproximación las variables de mercado, alternativas técnicas de producción y la capacidad financiera de los inversores, se estiman las inversiones probables al igual que ingresos y egresos que demandará el proyecto. El estudio de proyectos, distingue dos fases: la formulación y preparación y la etapa de evaluación.

- ④ **Formulación y preparación de proyectos:** Se definen todas las variables que pueden afectar la corriente de ingresos y egresos monetarios del proyecto. Los principales estudios a realizar es esta etapa de un proyecto de inversión son: Análisis técnico, análisis de mercado, estudio administrativo y financiero. El objetivo de cada uno es aportar información para determinar la viabilidad financiera de la inversión.
- ④ **Evaluación de proyectos de inversión:** busca determinar la rentabilidad de la inversión en el proyecto. Para la evaluación se distinguen tres tipos de flujos de caja, uno para medir la rentabilidad de toda la inversión, independiente de sus fuentes de financiación, otro para medir la rentabilidad de los aportes de los

accionistas y otro para medir la capacidad de pago (servicio a la deuda). Dentro de la etapa de evaluación se distinguen tres subetapas:

- Medición de la rentabilidad del proyecto: La rentabilidad se calcula sobre la base del flujo de caja que se calcula sobre una serie de supuesto.
- Análisis cualitativo: Complementa la información .
- Análisis de sensibilidad. La rentabilidad se calcula sobre la base del flujo de caja.

Los principales estudios a realizar en la evaluación de un proyecto de inversión son: Análisis técnico, análisis de mercado, estudio administrativo y financiero. El objetivo de cada uno es aportar información para determinar la viabilidad financiera de la inversión.

CAPÍTULO ONCE

VALOR ECONÓMICO AGREGADO (EVA)

Esta herramienta esencial nos permite calcular y evaluar la riqueza generada por la empresa, teniendo en cuenta el nivel de riesgo con el que opera. Por consiguiente podemos definir el EVA como el importe que queda una vez que se han deducido de los ingresos la totalidad de los gastos, incluidos el costo de oportunidad del capital y los impuestos, en síntesis es lo que queda una vez atendidos todos los gastos y satisfecho una rentabilidad mínima esperada por parte de los accionistas.

Para calcular el EVA se opera así:

UTILIDAD DE LAS ACTIVIDADES ORDINARIAS ANTES DE INTERESES Y DESPUÉS DE IMPUESTOS (UAIDI) – (VALOR CONTABLE DEL ACTIVO * COSTO PROMEDIO DE CAPITAL) = EVA

Donde,

UAIDI: Se obtiene sumando a la utilidad neta los intereses y eliminando las utilidades extraordinarias.

VALOR CONTABLE DEL ACTIVO: Es el valor promedio del activo de la empresa, de acuerdo con su balance de situación .

COSTO PROMEDIO DE K : Es el costo promedio de toda la financiación que ha obtenido la empresa.

I.- OTRA FORMA DE CALCULARLO

También puede calcularse mediante la rentabilidad antes de intereses y después de impuestos de los activos. Si una empresa obtiene una rentabilidad sobre sus activos mayor que el costo de capital (CK), sobre el valor de dichos activos se genera un remanente llamada EVA o ganancia económica.

$$\text{EVA} = \text{VALOR CONTABLE DEL ACTIVO} * (\text{RENTABILIDAD ACTIVO} - \text{COSTO PROMEDIO DE CAPITAL})$$

Donde,

COSTO DE CAPITAL: Lo que le cuesta a la empresa tener dichos activos.

II.- ACTIVOS A CONSIDERAR EN EL CÁLCULO DEL EVA:

Para un cálculo adecuado se requiere la presentación mas clara de los balances en la que se pueda establecer la verdadera cantidad de recursos empleados (*Activos Netos de Operación*) por cada unidad de negocios en su proceso de generación de utilidades y flujo de caja. En la cual estos activos netos de operación son iguales al KTNO mas el valor de mercado de los activos fijos y demás inversiones operativas a largo plazo.

En la mayoría de los casos, la utilidad operativa de las empresas ya ha sido afectada por el costo financiero que implica utilizar el crédito de los proveedores de bienes y servicios, osea que estos no deben considerarse en el cálculo del costo de capital como podemos apreciar a continuación:



IV.- ESTRATEGIAS PARA AUMENTAR EL EVA

- ⌘ Mejorar la eficiencia de los activos actuales. Se trata de aumentar el rendimiento de los activos sin invertir mas. Para ello, hay que aumentar el margen con el que se vende; o bien se debe aumentar la rotación de los activos para generar mas ingresos sin necesidad de aumentar inversiones.
- ⌘ Reducir carga fiscal mediante la planificación fiscal y tomando decisiones que maximicen las desgravaciones y deducciones fiscales.
- ⌘ Aumentar las inversiones en activos que rindan por encima del costo del pasivo. De esta forma, el incremento de la utilidad superara el aumento en el costo de su financiación con lo que el EVA será mayor.
- ⌘ Reducir los activos, manteniendo el UAIDI para que se pueda disminuir la financiación total. Así al reducir el pasivo será menor el costo del mismo, que es lo que se deduce de la utilidad. Por tanto aunque la utilidad (UAIDI) siga siendo la misma el EVA aumentara al reducirse el costo financiero así como los activos.
- ⌘ Reducir el costo promedio de capital para que sea menor la deducción que se hace al UAIDI por concepto de costo financiero. Esta estrategia depende de los tipos de interés del mercado como también la capacidad de negociación de la empresa y el riesgo financiero que represente para sus financiadores.



EJERCICIO PRÁCTICO

.- La Telefónica TAMBORTEL S.A. desea que usted calcule el EVA de esta compañía utilizando los datos siguientes:

	2008	2009	2010
+ Utilidad Neta	106,183	120,414	133,774
+ Gastos financieros	171,540	149,295	136,491
- Utilidades Extraordinarias	16,262	16,007	38,286
+ Pérdidas extraordinarias	115,229	148,232	168,189
= UAIDI			

- ⌘ El valor del activo asciende a \$US3, 834,645; 4, 065,665; y 4, 236,416 para cada uno de los tres años.
- ⌘ El costo promedio de capital, que es costo promedio de patrimonio y del costo de la financiación es de 7.5%; 6.5%; y 4.5% para cada año respectivamente.