



UNIREMINGTON®
CORPORACIÓN UNIVERSITARIA REMINGTON
RES. 2661 MEN JUNIO 21 DE 1996

DIAGNÓSTICO Y RIESGO FINANCIERO
ESPECIALIZACIÓN EN REVISORÍA FISCAL Y CONTRALORÍA
FACULTAD DE CIENCIAS CONTABLES

Vicerrectoría de Educación a Distancia y virtual

2016



El módulo de estudio de la asignatura Diagnóstico y Riesgo Financiero es propiedad de la Corporación Universitaria Remington. Las imágenes fueron tomadas de diferentes fuentes que se relacionan en los derechos de autor y las citas en la bibliografía. El contenido del módulo está protegido por las leyes de derechos de autor que rigen al país.

Este material tiene fines educativos y no puede usarse con propósitos económicos o comerciales.

AUTOR

Juvenal Coronado Ramirez

Especialista en Finanzas, Docente Áreas Financiera y Mercadeo.

Juvedim1959@gmail.com

Nota: el autor certificó (de manera verbal o escrita) No haber incurrido en fraude científico, plagio o vicios de autoría; en caso contrario eximió de toda responsabilidad a la Corporación Universitaria Remington, y se declaró como el único responsable.

RESPONSABLES

Jorge Alcides Quintero Quintero

Decano de la Facultad de Ciencias Contables

iquintero@uniremington.edu.co

Eduardo Alfredo Castillo Builes

Vicerrector modalidad distancia y virtual

ecastillo@uniremington.edu.co

Francisco Javier Álvarez Gómez

Coordinador CUR-Virtual

falvarez@uniremington.edu.co

GRUPO DE APOYO

Personal de la Unidad CUR-Virtual

EDICIÓN Y MONTAJE

Primera versión. Febrero de 2011.

Segunda versión. Marzo de 2012

Tercera versión. noviembre de 2015

Cuarta versión. 2016

Derechos Reservados

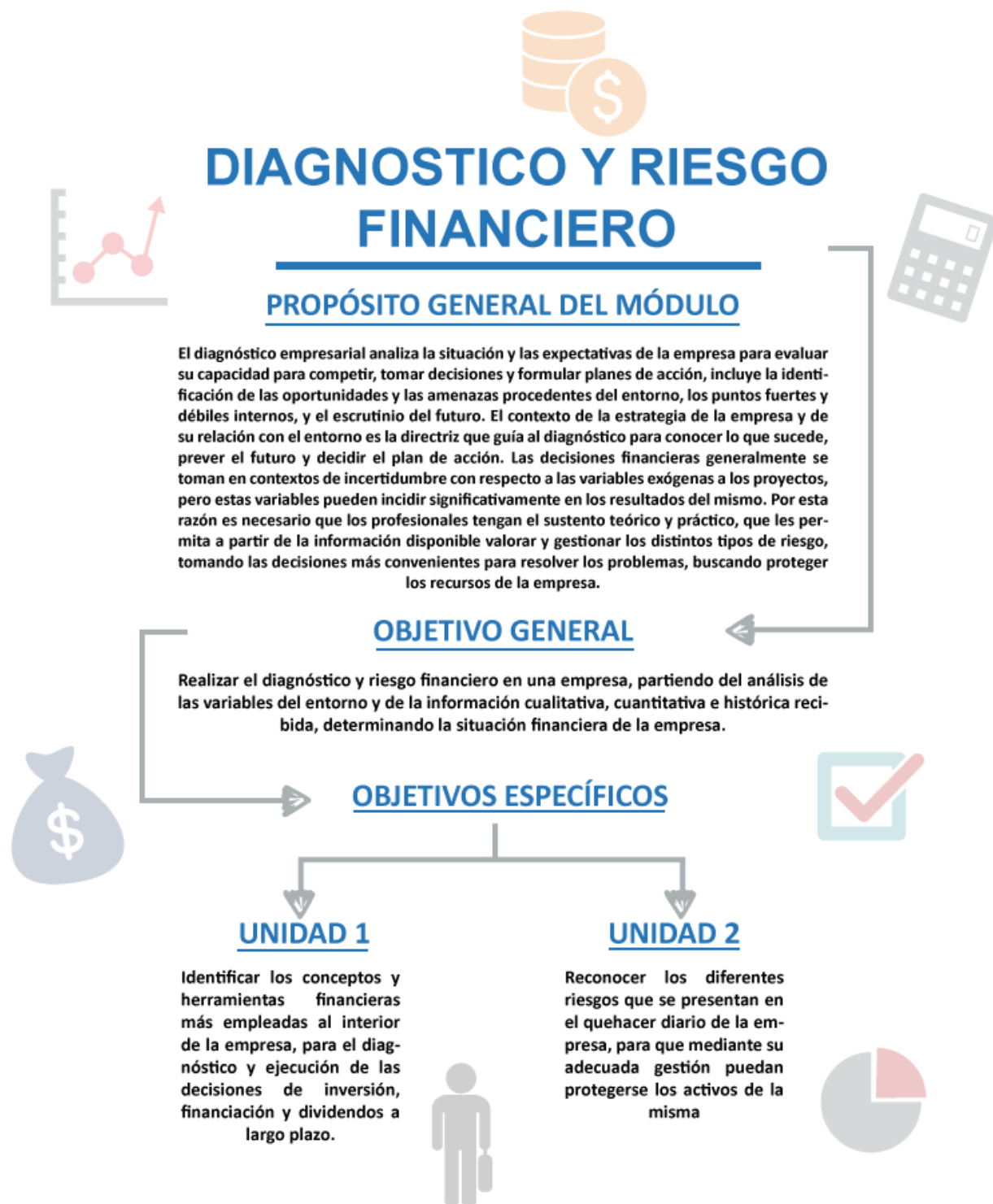


Esta obra es publicada bajo la licencia Creative Commons.
Reconocimiento-No Comercial-Compartir Igual 2.5 Colombia.

TABLA DE CONTENIDO

	Pág.
1 MAPA DE LA ASIGNATURA	4
2 UNIDAD 1 DIAGNÓSTICO FINANCIERO	5
2.1 TEMA 1 EL OBJETIVO BÁSICO FINANCIERO - OBF.....	6
2.2 TEMA 2 EL ADMINISTRADOR FINANCIERO	12
2.3 TEMA 3 LOS ESTADOS FINANCIEROS Y SU ANÁLISIS	20
2.4 TEMA 4 DIAGNOSTICO FINANCIERO.....	28
2.5 TEMA 5 ANÁLISIS DE LIQUIDEZ.....	32
2.6 TEMA 6 ANÁLISIS DE ENDEUDAMIENTO	42
2.7 TEMA 7 ANÁLISIS DE RENTABILIDAD	56
2.8 TEMA 8 DECISIONES DE DIVIDENDOS	62
2.9 TEMA 9 FLUJO DE CAJA Y FLUJO DE CAJA LIBRE.....	64
2.10 TEMA 10 EL EBITDA	69
2.11 TEMA 11 EVA	72
3 UNIDAD 2 INVERSIÓN Y RIESGO	78
4 PISTAS DE APRENDIZAJE	94
5 GLOSARIO	95
6 BIBLIOGRAFÍA	96

1 MAPA DE LA ASIGNATURA



2 UNIDAD 1 DIAGNÓSTICO FINANCIERO

ETAPAS	CARACTERÍSTICA
ETAPA PRELIMINAR	Antes de comenzar cualquier análisis debe determinarse cuál es <u>el objetivo</u> que <u>se persigue</u> con éste, lo cual depende en gran parte del <u>tipo de usuario</u> que <u>se es</u> frente a la información (acreedor, administrador, entre otros).
ETAPA DEL ANÁLISIS FORMAL	Una vez cumplida la primera etapa se entra en el proceso de <u>recolección de información</u> de acuerdo con los requerimientos del análisis y la disponibilidad de ésta. En esta segunda etapa, que se denomina del <u>análisis formal</u> , la información es agrupada en forma de <u>relaciones, cuadros estadísticos, gráficos e índices</u> ; es la <u>parte mecánica del análisis</u> .

RELACIÓN DE CONCEPTOS

- El diagnóstico de la empresa en el marco de su estrategia - OBF
- Los factores clave de éxito como expresión y guía de la estrategia
- Análisis de los estados contables
- Las ratios como instrumento para el diagnóstico
- La evaluación de la rentabilidad
- El análisis del margen sobre las ventas
- El análisis de la rotación de la inversión
- El diagnóstico de la liquidez
- La estructura de la financiación
- La evaluación del riesgo
- El análisis del crecimiento potencial
- El desglose de la rentabilidad financiera
- La pirámide de ratios
- Las ratios bursátiles
- Recomendaciones para el diagnóstico

2.1 TEMA 1 EL OBJETIVO BÁSICO FINANCIERO - OBF



OBJETIVO	CARACTERÍSTICA
El Objetivo Básico Financiero	Es el <u>incremento del patrimonio</u> de los accionistas en armonía con los objetivos asociados con clientes, trabajadores y demás grupos de interés.

El Objetivo Básico Financiero	Consiste en <u>incrementar</u> el valor de la empresa en mayor proporción que lo que se haya invertido para ello. (Valor Agregado).
Caso de la “Vaca Lechera”,	Además de dar leche (<u>utilidad</u>), puede tener terneras (<u>rentabilidad</u>).

LA FUNCIÓN FINANCIERA

El Objetivo Básico Financiero entendido como la maximización de las utilidades no garantiza la permanencia y crecimiento de la empresa. La maximización de utilidades es un concepto cortoplacista. La obtención de utilidades debe corresponder más a una estrategia de largo plazo que una explotación momentánea de las oportunidades del mercado.

El Objetivo Básico Financiero se debe visualizar desde una perspectiva de largo plazo en muchos casos es posible que sacrificios de utilidad de corto plazo contribuyan con los objetivos **de CRECIMIENTO Y PERMANENCIA**.

Las áreas funcionales de la empresa:

Mercadeo: Satisfacer las necesidades de los consumidores.

Producción: Obtener la mayor cantidad de producto a menor costo, mejor calidad y menor tiempo.

Personal: Alcanzar la satisfacción de las necesidades de los trabajadores.

Finanzas: La maximización de la riqueza del accionista; que en otros términos no es más que la maximización del valor de la empresa.



FUNCIONES ADMINISTRATIVAS	OBJETIVOS BÁSICOS	ENFOQUE
Mercado	Satisfacer necesidades del consumidor	Enfoque al Consumidor
Producción (Compras)	Mejorar la productividad (Costo, calidad, tiempo)	Enfoque al Consumidor
Personal	Satisfacer necesidades del empleado	Enfoque a los Empleados
Finanzas	Maximización del Valor de la Empresa	Enfoque hacia los Accionistas
	Valor de acción en el mercado / Valor Empresa	

FUNCIÓN FINANCIERA

FUNCIÓN ADMINISTRATIVA	OBJETIVO BÁSICO	ENFOQUE
Finanzas	Maximización del Valor de la Empresa	Enfoque hacia los accionistas

CRECIMIENTO Y PERMANENCIA

PRIORIDADES EMPRESARIALES	El OBF, Es el incremento del patrimonio de los accionistas en armonía con los objetivos
---------------------------	---

1. Generar ingresos
2. Eficiencia en el uso de los recursos
3. Reducción de costos

asociados con clientes, trabajadores y demás grupos de interés

VALOR AGREGADO

EVALUACIÓN RIESGO VS RENTABILIDAD

GENERACIÓN DE VALOR (BOLSA)

La Guía Principal para generar valor es:

Cuando una compañía es capaz de hacer crecer sus ingresos y sus utilidades y éstas son capaces de generar una rentabilidad superior a la que están esperando sus accionistas, en ese momento es cuando se genera **VALOR**.

¿Cuál debió ser el mínimo incremento de valor de la acción al final del periodo?

Para una empresa que tiene las siguientes cifras:

Utilidad Neta = \$700'

Utilidad Repartida = \$300'

Acciones = 1'000.000 a \$1.500

Considerando el número de acciones, la ganancia por acción fue de \$700, de los cuales \$400 se retuvieron.

Para que los accionistas aceptaran esta rentabilidad la administración debió prometer emprender proyectos que permitieran valorar las acciones al final del periodo al menos por \$400. Un valor superior a los \$1900 significa un incremento del valor de la empresa.

Por lo anterior se deduce que el inversionista no solo espera dividendos, sino también valorización; aspectos relacionados con el Flujo de Caja y la rentabilidad.

EL VALOR DE LA EMPRESA

¿Cómo puede un empresario determinar si su riqueza está aumentando? Mediante el:

- Valor Contable
- Valor Comercial
- Valor comercial + “Prima del Negocio”

¿Cómo se estima el valor de este factor?

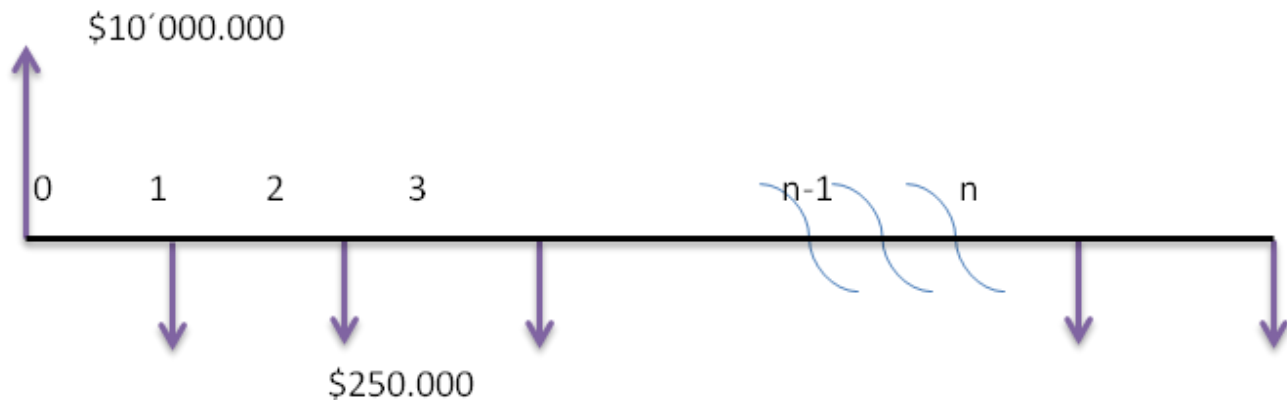
- Utilizando el potencial de utilidad del negocio

Ejemplo:

- Tendero que obtiene una utilidad de \$250.000
- Tasa de colocación 2,5%
- Valor mínimo del negocio $250.000/0,025 = \$10'000.000$

EL VALOR DE LA EMPRESA Y EL FLUJO DE CAJA

Caso del tendero. El problema que el tendero enfrenta es a renunciar a seguir recibiendo \$250.000 a cambio de recibir una suma única hoy de \$10'000.000; lo que se puede reflejar gráficamente como:



El grafico sugiere que 10'000.000 de hoy equivalen a \$250.000 anuales a perpetuidad. El valor de la empresa es igual al valor presente de los flujos de caja a perpetuidad.

La prima del negocio es la diferencia entre el valor de una empresa como negocio en marcha y el valor de la inversión en activos.

FACTORES QUE AFECTAN EL VALOR DE LA EMPRESA

¿Qué hace que el valor de la Empresa aumente?

- Utilidades como estrategia planificada de largo plazo
- Utilidades con rentabilidad atractiva que se traduzcan en flujos de caja con

O el fin de garantizar permanencia y crecimiento

- Política de reparto de utilidades
- El tipo de labor que desarrolla la empresa en relación con el riesgo
- Las perspectivas futuras del negocio
- La situación financiera de la empresa
- El interés comercial por la empresa
- Aspectos internos



2.2 TEMA 2 EL ADMINISTRADOR FINANCIERO



La Administración Financiera más que un cargo que representa alguien en la empresa, se debe entender como una mentalidad, una actitud, en el sentido de que todos aquellos que con sus decisiones afectan las finanzas del negocio, deberán tomarlas no solamente haciendo abstracción de los fenómenos concretos de su área, sino también teniendo en cuenta la repercusión financiera que dichas decisiones tendrán para la empresa.

FACTIBILIDAD ECONOMICA vs FACTIBILIDAD FINANCIERA

EL ENTORNO EMPRESARIAL

Las decisiones financieras están condicionadas por factores no financieros relacionados con todo lo que sucede en el medio en el que se desenvuelve la empresa. Por ello se hace necesario analizar el entorno y definir los

mercados que atiende la empresa (local, nacional o mundial), por el efecto que las diferentes variables del mismo tengan sobre ella, a saber: tipo de actividad, tecnología, tamaño, amplitud del mercado, etc.

EL ENTORNO ECONÓMICO

Estamos en un mundo globalizado, sin fronteras, donde los mercados reaccionan a los diferentes hechos que ocurren días tras día, entre otros:

- Cambios en las tasas de interés que dependiendo de si aumenta o disminuye, conllevan decisiones de ahorro, inversión o endeudamiento.
- El crecimiento del PIB que se refleja en el crecimiento de los mercados.
- La devaluación de la moneda nacional que encarece la materia prima importada y por ende aumenta el costo de los productos.
- La inflación, por el efecto que tiene sobre los ingresos y los costos.
- Las reformas tributarias.
- El desempleo que afecta el consumo y el ahorro.
- Los ciclos económicos (recesión y auge).

ENTORNO POLÍTICO

Su análisis da una idea del riesgo político en que puede incurrir una empresa afectando negativamente sus resultados financieros. Por ejemplo, hoy en día es imposible venderle a Venezuela, salvo que se exija el pago anticipado de la venta.

ENTORNO SOCIOCULTURAL

Los fenómenos sociales como: el desempleo, la pobreza, la inseguridad, la globalización de los estilos de vida, etc., afectan la conducta del consumidor y las finanzas de la empresa.

ENTORNO ECOLÓGICO

Hoy en día la normatividad lo exige y debe ser un compromiso de la empresa la protección del medio ambiente, “la producción limpia”.

ENTORNO TECNOLÓGICO

El rápido avance de las telecomunicaciones ha cambiado el estilo de hacer negocios y de administrar las empresas (Internet, telefax, telefonía celular, desarrollo del software).

FUNCIÓN FINANCIERA VS DEMÁS FUNCIONES

Cada división para el logro de los objetivos debe comprometer los fondos de la Empresa; por eso se puede decir que cada división es un ente demandador de fondos.

El administrador financiero debe al momento de generarse las demandas determinar cuáles de ellas son determinantes para la empresa; es decir, cuáles de ellas apuntan al logro del objetivo financiero.

Entonces, uno de los dilemas que debe sortear el Administrador Financiero es la de disponer de los “fondos escasos” sin atentar contra el logro de los objetivos generales de la Empresa.



ACTIVIDADES DEL ADMINISTRADOR FINANCIERO:

-  Liderazgo en el diseño de la estrategia empresarial.
-  Responsabilidad en el desarrollo, recomendación y ejecución de la estrategia financiera que soporte las demás estrategias de negocios.
-  Responsabilidad en el diseño e implementación de los procesos que aseguren que los funcionarios claves dispongan de la información correcta para establecer sus metas, tomar decisiones y evaluar desempeño.
-  Responsabilidad en el aseguramiento de la efectiva y eficiente administración de los recursos y las operaciones financieras.
-  Ejercer liderazgo en el desarrollo de la estrategia empresarial.

DILEMA LIQUIDEZ – RENTABILIDAD

Dos factores determinan el éxito financiero de una empresa: LIQUIDEZ Y RENTABILIDAD; ambas cosas a la vez. Una empresa puede ser rentable y quebrarse por falta de liquidez y viceversa.

El administrador financiero debe procurar estos dos objetivos simultáneamente y es por ello que se presenta el dilema ya que una decisión que se tome con miras a solucionar el problema de liquidez puede afectar negativamente la rentabilidad y si lo que se busca es solucionar el problema de rentabilidad, se puede afectar la liquidez.

Ejemplo: Ventas de contado versus ventas a crédito.

CORTO PLAZO VS LARGO PLAZO

Los problemas de LIQUIDEZ normalmente tienen relación con el corto plazo, en la medida que deben ser resueltos de manera inmediata; por su parte, los problemas de RENTABILIDAD tienen relación con el largo plazo.

Ejemplo de rentabilidad: Altos costos de producción

Ejemplo de liquidez: Pago de la nómina

DECISIONES FINANCIERAS

Se ha hablado que una de las principales funciones del Administrador Financiero es la toma de decisiones.

¿Cuáles son esas decisiones?

-  Decisiones de Inversión
-  Decisiones de Financiación
-  Decisiones de Dividendos

Todas las decisiones que toma el Administrador Financiero deben buscar lograr el Objetivo Básico Financiero, es decir, maximizar el valor de la Empresa.

DECISIONES DE INVERSIÓN

Se debe invertir en Activos que tengan un rendimiento superior a la tasa mínima esperada. Las inversiones son aquellas que afectan el lado izquierdo del Balance

General de la empresa, es decir, los ACTIVOS; de esta forma tiene que ver con:

■ El volumen de activos; ó sea el tamaño de la empresa. Ejemplo:

máquinas versus 1 maquina, produciendo lo mismo.

- Plazo que se concede en las ventas a crédito; a mayor plazo mayor cantidad de dinero comprometida en activos.
- Los volúmenes de inventarios para garantizar el funcionamiento.
- El crecimiento de la empresa. Por ejemplo: ensanches, creación de nuevos negocios.
- La combinación entre activos fijos y corrientes. Ejemplo: tercerización de la producción.
- La rentabilidad debe reflejar la magnitud y el tiempo de los flujos de caja.

DECISIONES DE FINANCIACIÓN

Se refieren a aquellas que tienen que ver con la consecución adecuada de fondos para la adquisición de los **ACTIVOS**; afectan el lado derecho del Balance –Pasivos y Patrimonio- y tocan los siguientes aspectos:

- Estructura financiera.
- Combinación entre deuda a corto plazo y largo plazo
- Fuentes a las cuales se recurrirá y garantías que se ofrecerán.
- Arrendar equipos en vez de adquirirlos. (Leasing).
- Ventas de cartera (Factoring).

La decisión de “Estructura Financiera” determina un elemento conceptual muy importante para la Toma de Decisiones Financieras: **EL COSTO DE CAPITAL**.

El Tipo de **DEUDA** debe estar de acuerdo con el tipo de **ACTIVOS** a financiar. Se debe encontrar el tipo de deuda apropiado y la mezcla optima de Deuda y Patrimonio para financiar las operaciones.

El costo de capital se debe calcular a tasas efectivas y después de impuestos haciendo uso de las matemáticas financieras para convertir las tasas de interés.

Ejemplo:

Hallar el costo de capital dada la siguiente información:

Costo préstamos corto plazo: 36% anual capitalizado mensualmente vencido.

Costo préstamos largo plazo: 30% anual pagadero bimestral anticipado.

Costo proveedores: 5% por pago de contado.

Tasa de impuestos: 33%

El costo del patrimonio es del 55% antes y después de imptos ya que los pagos que se hagan a los accionistas no son deducibles de imptos.

$lv = la / (1 - la)$	$le = (1 + i)^n - 1$	
COSTO DE PROVEEDORES		
Interés mensual después de imptos =	$(0.05) (1 - 0.33) =$	0.0335
Interés mensual equivalente vencido =	$0.0335 / (1 - 0.0335) =$	0.0347
Interés efectivo anual después de imptos	$(1 + 0.0347)^{12} - 1 =$	0.05051
COSTO PRESTAMO CORTO PLAZO		
Interés mensual antes de imptos =	Tasa de interés periódica = $36 / 12 =$	0.03
Interés mensual después de imptos =	$(0.03) (1 - 0.33) =$	0.0201
Interés efectivo anual después de imptos=	$(1 + 0.0201)^{12} - 1 =$	0.2697
COSTO PRESTAMO LARGO PLAZO		
Interés bimestral antes de imptos =	Tasa interés periódica = $0.30 / 6 =$	0.05
Interés bimestral después de imptos =	$(0.05) (1 - 0.33) =$	0.0335
Interés bimestral equivalente vencido =	$0.0335 / (1 - 0.0335) =$	0.0347
Interés efectivo anual después de imptos =	$(1 + 0.032)^6 - 1 =$	0.2268

FUENTE	MONTO	COSTO EFECTIVO ANUAL	% DE PARTICIPACIÓN	PONDERACIÓN
Proveedores	150	50.51 %	15.00 %	7.58 %
Préstamo de corto plazo	200	26.97 %	20.00 %	5.39 %
Préstamo de largo plazo	300	22.68 %	30.00 %	6.80 %
Patrimonio	350	55.00 %	35.00 %	19.25 %
TOTAL	1.000	COSTO PONDERADO		39.02 %

DECISIONES DE DIVIDENDOS

La forma de devolver el dinero a los accionistas depende como los accionistas lo prefieran si a través de dividendos o de acciones.

La cantidad de dinero que se puede repartir depende de las oportunidades y el potencial de las inversiones.

Si no puedes realizar inversiones que satisfagan la tasa mínima esperada se debe devolver el efectivo a los dueños del negocio.

HERRAMIENTAS FINANCIERAS

Para alcanzar el objetivo financiero principal, y los objetivos de liquidez y rentabilidad, el administrador utiliza diferentes herramientas:

Análisis financiero a través de índices: Esta herramienta proporciona parámetros de comparación con las medidas ideales del comportamiento financiero de la empresa; estos índices permiten:

- Evaluar las fortalezas y debilidades financieras.
- Tomar decisiones correctivas para ajustar el funcionamiento financiero a los estándares deseados.

Los presupuestos: Su utilización permite determinar por anticipado el efecto que los planes propuestos tendrán sobre la liquidez y la rentabilidad de la empresa. La planeación y control de la liquidez a corto plazo se hace mediante el presupuesto de efectivo.

La proyección de los estados financieros es un método simplificado de presupuestar que ayuda al gerente a evaluar y tomar decisiones en forma ágil.

Las matemáticas financieras: Facilitan el manejo del concepto Interés, el cual se encuentra en la mayoría de las decisiones del administrador financiero:

- Evaluación de proyectos de inversión.
- Cálculo de rendimientos (o costos) efectivos.
- Amortización de deudas.
- Compra o arrendamiento financiero.
- Evaluar fusiones y adquisiciones.

El estado de fuente y aplicación de fondos: Este estado financiero se complementa con el estado de flujo de efectivo, con el fin de permitir evaluar la calidad de las decisiones financieras (gerenciales), en la medida en que ambos confrontan la utilización que se le ha dado a los recursos de la empresa, con la forma en que estos han sido provistos.

El estado de flujo efectivo: Es un Estado Financiero que sirve para mirar los movimientos de efectivo. En análisis financiero nos sirve para:

- Identificar Depreciaciones y Amortizaciones en el cálculo del EBITDA y del EBITD.
- Inversiones en Activos Fijos para el cálculo del Flujo de Caja Libre.
- Pago y adquisiciones de Obligaciones Financieras para el cálculo del Flujo de Caja del Accionista.
- Repartición de Dividendos.

La contabilidad administrativa: A través de estos conceptos se hace una utilización más racional de la información contable con el propósito de la evaluación de gestión y la toma de decisiones.

LA GERENCIA FINANCIERA

La Gerencia Financiera es Sentido Común

No hay nada transcendental acerca de cualquiera de los principios que rigen la Dirección Financiera:

- Inversiones que renten un 9% con recursos que cuesten el 10%, no son buenos negocios.
- Es mejor conseguir recursos que cuesten el 10% que los que cuestan el 11%.
- Si las inversiones no rentan lo indicado devolver el dinero a los dueños o reducir el tamaño de la empresa.

Maximizar el Valor de la Firma con: Responsabilidad Social Verdadera

PRINCIPIOS FUNDAMENTALES

- Invertir en Proyectos que tengan una rentabilidad superior a la tasa mínima esperada.
- Buscar una mezcla financiera óptima donde los activos sean capaces de lograr la tasa mínima esperada.
- Si no hay inversiones que renten la tasa mínima esperada regrese el dinero a los accionistas.

**VIOLELOS BAJO SU PROPIO RIESGO
TARDE QUE TEMPRANO SUFRIRÁ LAS CONSECUENCIAS**

2.3 TEMA 3 LOS ESTADOS FINANCIEROS Y SU ANÁLISIS

EL BALANCE GENERAL

El Balance General da una idea de la posición financiera de la empresa, los activos que posee y la forma como se financian partiendo de la fecha del estado financiero. Los grandes totales y los subtotales, los cuales reflejan el tamaño de la empresa, los activos más importantes y la forma como esos activos se financian con los pasivos y el patrimonio. Como en la mayoría de los informes financieros se presentan datos corporativos para varios periodos.

Se deben observar los cambios que se reflejan en los distintos balances durante el periodo del informe. Por ejemplo, si ha habido un cambio en el total de los activos averiguar si esa tendencia se ha debido a un aumento importante en los activos corrientes, los activos fijos u otros activos. Después comparar esas tendencias con los cambios en el total de los pasivos y el patrimonio; por último, comparar el nivel de los pasivos y el patrimonio y por último, comparar el nivel de los pasivos corrientes con la deuda a largo plazo.

Identificar las tendencias y las relaciones lógicas entre las cuentas con base en su conocimiento de la compañía. Por ejemplo, si sabe que las ventas han aumentado, lo más probable es que vea un aumento proporcional en las cuentas por cobrar, el inventario y los activos fijos, el cual es el reflejo de ese crecimiento. Los pasivos corrientes deben cambiar de manera similar a los activos corrientes a los cuales financian, mientras que las deudas a largo plazo suelen compararse de igual manera que los activos fijos. Cualquier discrepancia, como la disminución del inventario acompañada de un aumento en las cuentas por pagar, amerita una investigación más detallada.

Al analizar los activos, tener presente que estos se contabilizan según su costo, pero se actualiza su valor a precios de mercado.

Una vez analizado el balance para determinar si las operaciones de la compañía concuerdan, revisar las mismas cuentas, pero desde el punto de vista de la liquidez. Al hacerlo tenga presentes las pautas siguientes:

1. Hay consumo de flujo de fondos cuando aumentan las cuentas de los activos, mientras que hay generación cuando se reducen.
2. Hay generación de flujo de fondos cuando aumentan las cuentas de los pasivos y el patrimonio, mientras que hay consumo cuando se reducen.

Determinar si los cambios en los activos han creado o consumido efectivo. Haga lo mismo con los pasivos y el patrimonio. Después tome nota de los cambios en el balance de la cuenta de efectivo durante los períodos cubiertos. Este análisis le dará por lo menos una base acerca del estado de liquidez de la empresa.

En este momento debe tener una idea general sobre lo siguiente:

- El tamaño de la compañía.
- Los cambios más recientes en los activos.
- La forma como los pasivos y el patrimonio financian los activos.
- Los cambios importantes que hayan ocurrido recientemente con respecto a las deudas y el patrimonio.

EL ESTADO DE RESULTADOS

El estado de resultados o llamado por otros "estado de pérdidas y ganancias" o "estado de ingresos y egresos", con él se estudian los resultados o desempeño de las operaciones de un período.

El análisis horizontal y vertical del estado de resultados permite estudiar las causas que originan problemas en el margen de utilidad. La comparación de porcentajes del período actual con el anterior puede no ser relevante para el caso de rubros fijos. La comparación con el presupuesto es la mejor alternativa para realizar el análisis horizontal. Las variaciones en las ventas y los costos deben descomponerse en las ocasionadas por el volumen y las ocasionadas por el precio. Se deben analizar por separado las variaciones en los costos variables y los fijos.

Este estado muestra los ingresos operacionales (los generan la prestación de servicios, ventas de productos, según sea su objeto social principal) y los no operacionales (venta de desperdicios, ingresos financieros y otros extraordinarios), así como los costos de los servicios o ventas y los gastos de administración y de ventas (denominados egresos operacionales), como complementariamente los gastos no operacionales, que resultan de arrendamientos, intereses, comisiones, gastos bancarios, pérdidas súbitas, etc.

Para su interpretación y análisis se comienza con el panorama general de los ingresos por concepto de prestación de servicios o ventas, observando las tendencias ocurridas durante los períodos cubiertos. Después se deben observar los totales más importantes - utilidad bruta, utilidad operativa, otros ingresos y egresos no operacionales y la utilidad o pérdida neta final.

Con este conocimiento básico de las tendencias de la compañía en lo que se refiere a las ventas, los gastos principales y el efecto resultante sobre las utilidades para los períodos contemplados, pasar a analizar el informe con más detalle. Estudiar una línea de productos o un segmento de ventas, junto con la información de costos correspondiente.

Si cuenta con datos detallados del costo de las ventas, concentrarse en las cuentas principales - materiales, mano de obra y gastos generales. Tener presente que el costo de los bienes no vendidos aparece como el inventario en el balance. Seguir estudiando el estado de resultados y comparar las distintas cuentas de gastos de operación con el desempeño reciente de la empresa en materia de ventas y utilidades, tomando nota de cualquier discrepancia que amerite un examen de fondo.

Los ingresos se reconocen en el momento en que ocurre la venta o la prestación del servicio, independientemente de la fecha en la cual se recibe el dinero del cliente, mientras que los gastos se reconocen en el momento en que se producen, independientemente de la fecha en la cual se efectúa el pago. Esta es la base contable por causación o acumulada, la cual se ajusta a los principios contables aceptados, pero no refleja claramente el flujo de caja. Para revisar el estado de pérdidas y ganancias desde la perspectiva del flujo de fondos, súmele la depreciación, las provisiones de cartera, los ajustes por inflación y las amortizaciones a la utilidad o pérdida neta. Así obtendrá una versión aproximada del "ingreso efectivo", ya que esas partidas no generaron salida de fondos o efectivo, pero si afectaron la utilidad o pérdida.

Este análisis breve del estado de resultados debe darle una idea general sobre lo siguiente:

-  El volumen y la tendencia de las ventas.
-  Los totales y las tendencias de los gastos principales.
-  El ingreso neto o la pérdida resultante.
-  El ingreso efectivo generado por la actividad de la empresa.

EL ESTADO DE CAMBIOS EN EL PATRIMONIO

Este estado incluye las variaciones de las cuentas del patrimonio, que son:

-  El Capital Social en aportes o en acciones.
-  Las Reservas que se van sacando de las utilidades de los años anteriores con el propósito de utilizarla cuando haya pérdidas.
-  La Revalorización del Patrimonio (corresponde al valor adicional que se computa al capital como compensación a la inflación de un país).
-  Las donaciones recibidas en efectivo o en especie (solo es patrimonio cuando es una empresa comercial, cooperativa o que no tenga dedicación especial).

- Las utilidades o excedentes de años anteriores no repartidos a sus dueños.
- La utilidad o pérdida del ejercicio.
- Las valorizaciones que se aplican a las inversiones (por valor de mercado o valores intrínsecos) y a los activos fijos (por avalúos técnicos).

Si el estado de resultados refleja el desempeño de la empresa durante el período y el balance refleja el cuadro general de la compañía al cierre de dicho período, ¿no debería ese cuadro reflejar el desempeño? Claro que sí; la utilidad o (pérdida) final se suma (o resta) a la cuenta del patrimonio denominada utilidades retenidas para mostrar que las utilidades ganadas durante el período se reinvierten en la compañía.

Las utilidades pagadas a los propietarios en forma de dividendos se reflejan en una cifra menor de utilidades retenidas o no distribuidas. Aunque esta cuenta refleja las ganancias reinvertidas, no representa efectivo.

¿Es posible que una empresa cuyas ventas y utilidades van en aumento pueda tener problemas financieros y llegue incluso a la quiebra? Muchas empresas en esas circunstancias han fracasado o se han visto seriamente amenazadas por desconocimiento de la mecánica del flujo de fondos.

ESTADO DE FUENTES Y USOS DE FONDOS

Son estados financieros auxiliares o complementarios que resultan de la comparación del Balance General entre dos fechas determinadas. Donde se establece cómo obtuvo la empresa los recursos financieros y que destinación le dio a tales recursos.

FUENTES Y USOS DE FONDOS

- C x C Compañías Vinculadas.
- Gastos Pagados por Anticipado.
- Anticipos y Retenciones.
- Cargos Diferidos.
- Otros Activos.
- Generación interna de fondos.
- Recursos de capital.
- Financiación externa.
- Usos operacionales.
- Usos no operacionales Préstamos a los Socios.

GENERACIÓN INTERNA DE FONDOS (GIF)

También llamados Recursos Propios Fondos Propios, representa los fondos que directamente se producen en la operación del negocio y da la pauta para evaluar las posibilidades a largo plazo de la empresa (posibilidades de crecimiento, de reparto de utilidades, de recuperación económica, etc.). Las cuentas que se totalizan, son:

-  Utilidad Antes de Impuestos del último Período.
-  Depreciación.
-  Reserva Protección Cartera.
-  Reserva Protección Inventarios.
-  Prestaciones Sociales, Cesantías y Jubilaciones.
-  Impuestos Pagados.
-  Reparto de Utilidades.

RECURSOS DE CAPITAL:

Se obtiene de la diferencia entre el Balance General del último período y el del anterior período. Las cuentas que se totalizan son:

-  Prima Colocación Acciones y Revalorización Patrimonio (Créditos o Cargos de Capital).
-  Capital Pagado.
-  Reserva Legal.

FINANCIACIÓN EXTERNA:

Se obtiene de la diferencia entre el Balance General del último período y el del anterior período. Las cuentas que se totalizan, son:

FINANCIACIÓN A CORTO PLAZO:

-  Sobregiros Bancarios.
-  Obligaciones Financieras en moneda legal (nacional) y moneda extranjera.
-  Préstamos particulares.
-  Honorarios.
-  Impuestos de Venta.
-  Proveedores Nacionales.
-  Acreedores Varios.
-  Gastos Acumulados.
-  Dividendos por Pagar.

FINANCIACIÓN A LARGO PLAZO:

-  Obligaciones Financieras a largo plazo.
-  Préstamos de particulares.
-  Provisión impuestos de renta.

Usos Operacionales: Se obtiene de la diferencia entre el Balance General del último período y el del anterior período. Las cuentas que se totalizan, son:

-  Cartera.
-  Inventarios.
-  Activos fijos.

Usos No Operacionales: Se obtiene de la diferencia entre el Balance General del último período y el del anterior período. Las cuentas que se totalizan, son:

-  Inversiones permanentes.
-  Deudores no comerciales.
-  Deudores oficiales.
-  Préstamos a empleados.

ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO

El estado de flujo de fondos o de efectivo revela no sólo el aumento o la disminución del efectivo durante el período, sino también aquellas cuentas, por categoría, a las cuales se debieron los cambios, clasificadas por las actividades operativas, de inversión y financieras.

El objetivo de este estado es presentar información pertinente y concisa relativa a los recursos y desembolsos de efectivo de un ente económico, durante un período para que los usuarios de los estados financieros tengan elementos adicionales para:

1. Examinar la capacidad del ente económico para generar flujos futuros de efectivo.
2. Evaluar la capacidad del ente económico para cumplir con sus obligaciones y pagar dividendos y determinar el financiamiento interno y externo necesario.
3. Analizar los cambios experimentados en el efectivo derivados de las actividades de operación, inversión y financiamiento.
4. Establecer las diferencias entre la utilidad neta y los recursos y desembolsos de efectivo asociados.

Mostrar el efecto de las variaciones en el efectivo durante un período, vinculadas a las actividades de operación, inversión y financiación.

Los efectos de actividades de inversión y financiación que modifiquen la situación financiera del ente económico, pero que no afecten los flujos de efectivo durante el período, deben revelarse. Además, debe presentarse la conciliación de la utilidad neta y el flujo de efectivo de operación.

EL TÉRMINO DE EFECTIVO

Incluye tanto el dinero disponible en caja, en bancos y en otras instituciones financieras, así como los equivalentes de efectivo correspondientes a inversiones de alta liquidez y aquellas partidas que tengan las características generales de depósitos a la vista.

Por lo general, sólo las inversiones y depósitos con vencimiento igual o inferior a tres meses se incluyen como efectivo.

ACTIVIDADES DEL ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO

Efectivo recibido y pagado por las actividades de:

OPERACIÓN (Las que afectan el estado de resultados). Están relacionadas generalmente con la producción y distribución de bienes y con la prestación de servicios. Los flujos de efectivo de operaciones son generalmente consecuencia de transacciones en efectivo y otros eventos que entran en la determinación de la utilidad neta.

La actividad operativa muestra la gestión de la administración en la generación de efectivo por el ciclo de operación (compras, producción, despachos, ventas y cobranzas), es decir si los resultados son positivos o superávit, se puede considerar que es una empresa en marcha óptima y su dependencia financiera principal es la operación y no depende totalmente de deudas. Un ejemplo de la importancia de esta actividad, lo tendríamos en las ventas (\$125millones) de una empresa que se muestran en el estado de resultados y en cambio en el de Flujos de Efectivo (recibidos de clientes \$45millones) se mostraría lo efectivamente recibido por esas ventas de ese período como los recaudos de los anteriores. En otras palabras, el estado de resultados es muy peligroso porque se repartirían dividendos o participaciones sobre ingresos no recibidos realmente.

INVERSIÓN (Cambios en los activos no operacionales). Las actividades de inversión se relacionan principalmente con la adquisición o eliminación de los activos fijos u otros activos. Puesto que la mayoría de las compañías adquieren más activos fijos de reposición o expansión de los que venden, el efecto de las actividades de inversión sobre el flujo de fondos suele ser negativo. Incluyen el otorgamiento y cobro de préstamos a empleados, anticipos a contratistas, la adquisición y venta de inversiones, de propiedades, planta y equipo, de intangibles, cargos diferidos de largo plazo y de otros activos, distintos de aquellos considerados como inventarios.

FINANCIACIÓN (Cambios en los pasivos y en el patrimonio no operacionales). El flujo de fondos generado por las actividades de financiamiento incluye el efecto de las transacciones con los acreedores e inversionistas. Los réditos de los préstamos y las inversiones de los accionistas se reflejan en un flujo de fondos positivo, mientras que la amortización de los préstamos y el pago de dividendos se traducen en un flujo de fondos negativo. Incluyen la obtención de recursos de los propietarios y el reembolso o pago de los rendimientos derivados de su inversión (dividendos o participaciones), así como los préstamos recibidos y su cancelación. Dentro de esta actividad aparecerán los préstamos a favor o en contra de accionistas.

El análisis del estado de flujo de fondos debe darle una idea general sobre lo siguiente:

- La cantidad de efectivo creado o consumido por las operaciones diarias, incluyendo el efecto que tienen sobre la liquidez los cambios en las cuentas capital de trabajo.
- La cantidad de efectivo invertido en activos fijos o en otros activos.
- La cuantía de la deuda tomada en préstamos o amortización.
- Los réditos de la venta de acciones o los pagos de dividendos.
- El incremento o la disminución del efectivo durante el periodo en cuestión.

FORMAS DE PRESENTACIÓN

MÉTODO DIRECTO: El método directo se presenta como si fuera un estado de resultados por el sistema de caja, mostrando por separado los movimientos separados relacionados con la actividad de operación por:

- Efectivo cobrado a clientes.
- Efectivo pagado a proveedores, empleados y otros gastos.
- Lo relacionado con el “Costo integral de Financiamiento” de financieros recibidos y pagados e impuestos pagados en efectivo.

MÉTODO INDIRECTO (actividad de operación): Se prepara una conciliación entre la utilidad neta y el flujo de efectivo neto de las actividades de operación, la cual debe informar por separado las partidas conciliatorias.

Para el efecto, se toma como partida inicial la utilidad neta y se le suma aquellas partidas que las afectaron y que no representaron entrada, ni salida de efectivo como la depreciación, amortización, agotamiento, provisiones de protección de activos, diferencias por fluctuaciones cambiarias, utilidades o pérdidas de venta de activos y cambios de las partidas de operación como las C x C, inventarios, C x P, proveedores y otros pasivos operacionales.

ACTIVIDADES DE INVERSIÓN Y FINANCIACIÓN (MÉTODOS DIRECTO E INDIRECTO)

Su presentación es igual en los dos métodos, señalando por separado las entradas y las salidas de efectivo por cada uno de los conceptos incluidos en el estado, así: los desembolsos por adquisición de inversiones se deben separar por la venta como por la compra; el efectivo recibido y pagado por obligaciones financieras (préstamos y pagos), así como los aportes de capital y el retiro (Cooperativas) independientemente.

2.4 TEMA 4 DIAGNOSTICO FINANCIERO

Al realizar un Diagnostico Financiero se debe tener en cuenta, información cualitativa, cuantitativa e histórica. Qué tipo de Diagnóstico voy a realizar:

-  Para propietarios actuales o futuros.
-  Para evaluar riesgo de la inversión con rentabilidad.
-  Para los administradores en la toma de decisiones.
-  Para evaluar y controlar.
-  Para los acreedores para evaluar el riesgo crediticio que asumen.

Entonces:

-  Al realizar el Diagnostico o un Análisis Financiero debe tener claro que tipo de objetivo estoy buscando.
-  Si tengo claro que tipo de objetivo estoy buscando puedo centrarme en la información que necesito para realizar el análisis.

MITOS A DERRUMBAR

-  No Necesariamente una Compañía que genere Utilidad Neta o Utilidad Operacional es una compañía RENTABLE y GENERADORA DE VALOR.
-  No se pueden tomar decisiones con las Utilidades Contables.

EL ANÁLISIS FINANCIERO

El análisis financiero busca emitir un diagnóstico actualizado de la situación financiera de la Empresa para detectar sus fortalezas y debilidades.

Las herramientas principales que nos ofrece el análisis financiero son:

-  Interpretación de los estados financieros.
-  Análisis de razones contables.
-  El estado de fuentes y aplicación de fondos (EFAF).

El análisis financiero es el proceso que comprende la: Recopilación, comparación e interpretación de los estados financieros de una organización con el fin de analizar los resultados de una organización e interpretar su situación económica, los usuarios de la información contable cuentan con algunas herramientas financieras que les permiten llevar a cabo esta labor.

OBJETIVOS DEL ANÁLISIS FINANCIERO.

- I) Analizar las tendencias de las diferentes cuentas que constituyen el Balance General y el Estado de Resultados.
- II) Mostrar la participación de cada cuenta o subgrupo de cuentas con relación al total, de partidas que conforman los estados financieros.
- III) Calcular y utilizar los diferentes índices financieros para el análisis de la información contable.
- IV) Explicar la importancia del concepto de capital de trabajo de una empresa.
- V) Preparar y analizar el estado de movimientos de fondos de una organización, resaltando su importancia en el análisis financiero.

El Analista Financiero: Interpreta, analiza, obtiene conclusiones y presenta recomendaciones, una vez haya determinado la situación financiera y los resultados operacionales de la empresa.

Examina la situación y el comportamiento histórico de una empresa, estableciendo las causas y determinando las posibles consecuencias, proyectadas en el tiempo. Por ello enfatiza en Los signos vitales de la empresa:

1. Liquidez
2. Rentabilidad
3. Endeudamiento
4. Actividad o Rotación

El propósito fundamental de los estados financieros es ayudar a tomar decisiones en la evaluación de la situación financiera, el cálculo de la rentabilidad y la determinación de las perspectivas futuras del negocio.

ANÁLISIS HORIZONTAL Y VERTICAL

El análisis horizontal compara cifras de un período con otro, o reales contra esperadas. El análisis vertical observa los estados financieros en forma estructural.

El análisis Vertical: Consiste en tomar un solo estado financiero (puede ser un balance general o el Estado de Resultados) y relacionar cada una de sus partes con un total determinado, dentro el mismo estado, el cual se denomina cifra base.

El análisis horizontal: se ocupa de los cambios en las cuentas individuales de un período a otro, por lo tanto, requiere de 2 o más estados financieros de la misma clase, presentados para varios períodos diferentes. Es un análisis dinámico, porque se ocupa del cambio o movimiento de cada cuenta de un período a otro.

Indicador financiero: Es una relación de cifras extractadas de los estados financieros y demás informes de la empresa con el propósito de formarse una idea acerca del comportamiento de algún aspecto específico de ésta.

ETAPAS DE UN ANÁLISIS FINANCIERO

Etapas preliminar: Antes de comenzar un análisis debe establecerse muy claramente el objetivo que se persigue con éste.

1. Se palpa un problema en la empresa y se hace un análisis con el fin de determinar sus causas y solucionarlo.
2. Se hace el análisis con la finalidad de sondear la existencia de alguno.
3. Planteamiento de un estudio específico, por ejemplo, hacer un estudio de la información financiera con la finalidad de determinar si la empresa está en capacidad de absorber un mayor endeudamiento.

Etapas de análisis real: Es la parte culminante del análisis y en ella se procede a estudiar toda la información organizada en la etapa anterior.

LIMITACIONES DEL ANÁLISIS DE ÍNDICES

1. La poca información que las empresas están dispuestas a dar sobre su situación.
2. Los diferentes valores monetarios representados en las cifras de los Estados Financieros, como consecuencia de la inflación pueden distorsionar un análisis.

INDICADORES FINANCIEROS

Los indicadores financieros muestran los puntos débiles o fuertes de una empresa e indican también las probabilidades y tendencias en sus cuentas. Los indicadores se clasifican de la siguiente forma:

Indicadores de liquidez:

1. Razón Corriente.
2. Prueba Ácida (inmediata).
3. Capital Neto de Trabajo.

Capital Neto de Trabajo = Activo Corriente- Pasivo Corriente.

Prueba Ácida = Activo Corriente – Inventarios- Gastos Anticipados

Pasivo Corriente

Razón Corriente = Activo Corriente /Pasivo Corriente

Indicadores de actividad:

1. Rotación de cartera.
2. Rotación de inventarios.
3. Ciclo de caja.
4. Rotación de los proveedores.
5. Rotaciones de los activos fijos.

Rotación de Cartera =: (Cuentas por Cobrar Promedio x360)

Ventas a Crédito

Rotación de Inventarios = (Inventario Promedio x360) /C.M.V.

Ciclo Efectivo = (Rotación Cartera + Rotación Inventarios - Rotación Proveedores)

Rotación de Activos Fijos = (Ventas/ Activos Fijos Brutos)

Rotación de Proveedores = (Cuentas por Pagar x360)

Compras a crédito

Nivel de endeudamiento

1. Razón de endeudamiento.
2. Cobertura de intereses.
3. Endeudamiento sin cuenta de socios.
4. Endeudamiento sin valorizaciones.
5. Endeudamiento sin cuenta de socios y sin valorizaciones.

Razón de Endeudamiento = Total Pasivo / Total Activo

Endeudamiento Sin C x P Socios = Total Pasivos – C x P Socios) /Total Activo

Endeudamiento Sin Valorizaciones = Total Pasivo / (Total Activo - Valorizaciones)

Endeudamiento Sin C x P a Socios y Sin Valorizaciones =

Total, Pasivo – C x P a Socios – C x P Cias Vinculadas)

(Total Activo – C x C Socios – C x C Cias Vinculadas – Valorizaciones)

Indicadores de Rendimiento

1. Margen bruto.
2. Margen operacional.
3. Margen neto.
4. Rendimiento sobre el patrimonio.
5. Rendimiento del activo.

Margen Bruto = Utilidad Bruta / Ventas Netas

Margen Operacional = Utilidad Operacional / Ventas netas

Margen Neto = Utilidad Neta / Ventas Netas

Rendimiento Patrimonio = Utilidad Neta / Patrimonio

Rendimiento Activo = Utilidad Neta / Total Activos

2.5 TEMA 5 ANÁLISIS DE LIQUIDEZ

Se relaciona con la evaluación de la capacidad de la empresa para atender sus compromisos corrientes o de corto plazo, lo cual permite formarse una idea del eventual riesgo de iliquidez que ésta corre.

Las relaciones corrientes, de prueba rápida y de flujo de fondos de operación, miden la capacidad de la firma para pagar su deuda corriente. Las primeras relaciones comparan la deuda corriente con los activos corrientes disponibles para pagarla. La relación de flujo de fondos de operación compara la deuda corriente con la capacidad de la compañía para obtener efectivo.

Liquidez: Capacidad de la empresa de generar recursos para atender sus compromisos corrientes o de corto plazo.

¿Tener o no tener inventarios?

Razones para tener inventarios:

1. Mejoramiento del servicio al cliente.
2. Reducción indirecta de costos de producción, compra y transporte.

3. Mecanismos de respuesta a factores inesperados.

Razones para NO tener inventarios:

1. Absorción excesiva de capital.
2. Enmascaramiento de problemas de calidad.
3. Suboptimización de cadenas de abastecimiento.

Indicadores de actividad. Estas relaciones miden el desempeño de la gerencia con respecto a determinadas funciones como son la rotación de inventarios o el recaudo de las cuentas por cobrar. Por ejemplo ¿cuento inventario se necesita para generar \$1 millón de ventas? Es lógico que sería mejor comprometer \$200.000 en lugar de \$300.000 para conseguir ese volumen de ventas. Asimismo, cobrar las cuentas pendientes en un promedio de 30 días genera mejor flujo de fondos que hacerlo en 40 días. Por último, recuerde que las relaciones de actividad varían considerablemente según el tipo de industria.

La razón corriente. Es un indicador estático de la liquidez, debido a que considera los valores del activo y pasivo corriente al final del período contable, cifras que muchas veces están afectadas por aspectos circunstanciales que no reflejan la verdadera dinámica de operación de la empresa. La razón corriente puede distorsionarse como consecuencia de movimientos no operativos o manipulación de las cifras. La razón corriente, además de dar una idea del respaldo sobre los pasivos corrientes, también ilustra sobre el eventual riesgo de iliquidez de la empresa y la efectividad en el manejo del capital de trabajo. El cálculo de la razón corriente debe considerar los factores estacionales.

La razón corriente como medida de riesgo. Cuando la relación es muy baja con respecto al objetivo no significa iliquidez misma sino más bien un mayor riesgo de que la empresa enfrente una situación de iliquidez si se dan cambios inesperados en el entorno.

ACTIVOS		PASIVOS Y PATRIMONIO	
Efectivo	5	Proveedores	10
Cuentas por Cobrar	25	Préstamo Bancario	10
Inventarios	30	PASIVO CORRIENTE	20
ACTIVO CORRIENTE	60	Pasivo a Largo Plazo	30

Activos Fijos	40	Patrimonio	50
TOTAL	100	TOTAL	100

Puede verse cómo la razón corriente es de 3 a 1 (60/20), o sea que si el estándar es de 2 a 1 la empresa podría disminuir sus activos hasta \$40 y aún continuar operando en condiciones normales ya que mantendría una relación de 2 a 1 (40/20).

EL CONCEPTO DE ROTACIÓN

Los índices de rotación son medidas más dinámicas para evaluar la liquidez. Mientras mayor sea la rotación, mayor será la rentabilidad de la empresa.

El ciclo de liquidez:

Es la secuencia que sigue una unidad de capital de trabajo en su proceso de generación de utilidades.

Ciclo de caja:

Lapso que transcurre entre el momento del desembolso de los costos hasta el momento del recaudo de la cartera.

El efecto de la inflación debe ser permanentemente financiado con los propios recursos de la empresa.

Fondos ociosos:

Representan recursos improductivos que la empresa mantiene como consecuencia de ineficiencias en la administración de los activos. El mantenimiento de fondos ociosos es uno de los pecados financieros más graves.

Efecto de los fondos ociosos:

Los fondos ociosos, además de que implican un altísimo costo para la empresa, disminuyen la velocidad de rotación del sistema de circulación de fondos. Rotación baja = fondos ociosos.

La rotación de activos corrientes:

Refleja la capacidad de la empresa para generar ventas con respecto a un volumen determinado de activos corrientes. Una rotación de activos corrientes demasiado alta puede ser el reflejo de una insuficiencia de capital de trabajo. Es un indicador de eficiencia.

CONSIDERACIÓN DEL FLUJO DE EFECTIVO

Los índices de rotación sólo describen una parte del comportamiento del sistema de circulación de fondos. Una empresa puede rotar muy bien su cartera e inventarios y aun así estar ilíquida. Reparto de utilidades por encima de las posibilidades de la empresa, inadecuada financiación de las inversiones y alto servicio a la deuda por errada política de endeudamiento, puede ocasionar situaciones de iliquidez en la empresa.



El estado de flujo de efectivo y el presupuesto de efectivo son las herramientas que complementan el análisis de la liquidez, de la empresa. El estado de flujo de efectivo nos dice qué se hizo con el efectivo, en el período estudiado. El presupuesto de efectivo nos da una idea de la situación de liquidez, que se enfrentará en el futuro inmediato.

CAPITAL DE TRABAJO OPERATIVO (KTO)

Definición: Son los recursos que una empresa requiere para llevar a cabo sus operaciones sin contratiempo alguno.

$$\text{Inversión en Capital de Trabajo} = \text{Activos Corrientes} - \text{Pasivos Corrientes}$$

Capital de Trabajo Operativo (KTO): Está representado por la suma de las cuentas por cobrar y los inventarios ya que se supone que la empresa debe mantener un saldo de efectivo aproximadamente igual a cero, como consecuencia de la plena utilización que debe hacerse de este recurso.

Lo ideal es que las cuentas de clientes, los inventarios y los proveedores no crezcan en mayor proporción que las ventas.

Hay que tener en cuenta que, si se tienen crecimientos anormales, se requerirá de recursos extras por parte de los socios o sistema bancario para poder financiar el crecimiento del capital de trabajo neto operativo.

CAPITAL DE TRABAJO NETO OPERATIVO (KTNO)

Capital de Trabajo Neto Operativo (KTNO): está representado por el neto entre las cuentas por cobrar más los inventarios, menos las cuentas por pagar a proveedores de bienes y servicios.

Como concepto sirve para determinar la porción del Flujo de Caja del que la empresa se apropia con el fin de reponer el capital de trabajo.

La reposición del capital de trabajo corresponde al incremento del capital de trabajo neto operativo que se requiere para mantener a la empresa en actividad. Si una empresa no genera internamente el efectivo necesario para financiar el incremento de su capital de trabajo neto operativo, es una empresa que los inversionistas denominan "Barril sin Fondo".

CALCULO DEL CAPITAL DE TRABAJO NETO OPERATIVO			
	AÑO 1	AÑO 2	AÑO 3
Cuentas por Cobrar	100	125	25
Mas Inventarios	200	270	70
Capital de Trabajo Operativo	300	395	95

Menos Cuentas por pagar a proveedores de Bienes y Servicios	(140)	(155)	(15)
CAPITAL DE TRABAJO NETO OPERATIVO	160	240	80

Productividad del capital de trabajo: Da una idea de la capacidad de generar ventas con respecto a un volumen determinado de KTNO. Es un indicador de eficiencia.

El indicador de productividad del KT sirve para monitorear los resultados de la implementación de programas de mejoramiento de procesos. También sirve para compararse con los competidores. Expresado como un porcentaje, el indicador de productividad del KT muestra los centavos que deben mantenerse en KTNO por cada peso de ventas.

Para evitar la eventual distorsión que pueden causar las cuentas por pagar, éstas pueden dejar de considerarse en el cálculo del indicador de productividad del KT. Otra alternativa es sumarlas en vez de restarlas.

ANÁLISIS DEL CAPITAL DE TRABAJO

	AÑO 1	AÑO 2	% VARIACIÓN
Ventas	550	659	20 %
Cuentas por Cobrar	56	68	21 %
Inventario	89	97	9 %
KTO	145	165	14 %

Proveedores	61	68	11 %
Gastos por pagar	5	15	
Imptos por pagar	14	10	
C x P Proveedores B y S	80	93	16 %
KTNO	65	72	

Días C x C	37	37
Días Intentario	91	80
Días C x P Proveedores	62	55
Días C x P Totales	60	58

	AÑO 1	AÑO 2
Utilidad Operativa (UAAAI)	53	65
Depreciaciones	14	19

EBITDA	67	84
Ventas	550	659
Margen EBITDA	12,18 %	12,75 %

	AÑO 1	AÑO 2
CMV	351	439
Menos Inv. Inicial	-84	-89
Más Inv. Final	89	97
Compras	356	447

	AÑO 1	AÑO 2
Ventas	550	659
EBITDA	67	84
Costos y Gastos efectivos	483	575

Sí el KTNO varía en el año 2 así:

	AÑO 1	AÑO 2	% VARIACIÓN
VENTAS	550	659	20 %
CUENTAS POR COBRAR	56	63	13 %
INVENTARIO	89	97	9 %
KTO	145	160	10 %
PROVEEDORES	61	84	38 %
GASTOS POR PAGAR	5	15	
IMPTOS POR PAGAR	14	10	
C x P Proveedores de B y S	80	109	36 %
KTNO	65	51	
PKT (KTNO / Ventas)	11,82 %	7,74 5	

¿Para dónde se están yendo los recursos?

Hubo liberación de caja de las C x C e Inventarios (porque los días disminuyeron al crecer estas cuentas menos que las ventas), que a su vez coincidió con que se tomaron recursos de Proveedores (Porque los días aumentaron al crecer estas cuentas más que las ventas). Esta es la peor situación que podría encontrarse en una empresa pues implica que se están desviando los recursos poniendo en riesgo, por ende, la liquidez de la empresa.

La desviación de recursos es la peor situación que puede encontrarse al analizar el capital de trabajo (KT). La desviación de recursos puede producirse por inadecuada financiación de las inversiones, imposibilidad de cumplir deudas, excesivo reparto de utilidades o pérdidas de caja. Repartir utilidades basándose exclusivamente en la UN puede llevar a que se desvíen los recursos del KT.

Las pérdidas de caja se producen cuando la utilidad EBITDA es negativa o inferior al monto de los gastos financieros.

Sí el KTNO varía en el año 2 así:

	AÑO 1	AÑO 2	% VARIACIÓN
Ventas	12	659	20 %
Cuentas por Cobrar	56	76	36%
Inventario	89	117	31 %
KTO	145	193	33 %
Proveedores	61	73	20 %
Gastos por Pagar	5	12	
Imptos por Pagar	14	11	
C x P Proveedores de B y S	80	96	20 %

KTNO	65	97	
PKT (KTNO / Ventas)	11, 82 %	14, 72 %	

¿De dónde está saliendo el dinero para cubrir el déficit?

El aumento de C x C y los inventarios es muy superior al crecimiento de las ventas lo que significa que se están acumulando fondos ociosos. Los proveedores no financiaron esos fondos ociosos porque crecieron igual a las ventas (20%). Se pudieron financiar: La empresa liquidó o vendió activos no operativos, los accionistas restringieron el reparto de utilidades o aportaron capital, la empresa incremento su deuda financiera.

2.6 TEMA 6 ANÁLISIS DE ENDEUDAMIENTO

- ¿Qué tipo de Endeudamiento tengo, de corto plazo o largo plazo?
- ¿Qué porcentaje del total de mi deuda es con obligaciones financieras?
- ¿El problema del leasing en los estados financieros y sus implicaciones en el Pasivo?
- ¿Cuál podría ser la tasa de la deuda financiera?

Conduce a la determinación de dos aspectos:

1. El riesgo que asume la empresa tomando deuda y su efecto sobre la rentabilidad del patrimonio
2. La capacidad de endeudarse en un determinado nivel, es decir, la determinación de la capacidad de endeudamiento.

PASIVO FINANCIERO

El Pasivo Financiero debe tener las siguientes características:

1. Debe haber un compromiso de pagos fijos en el futuro.
2. Los pagos fijos deben ser deducibles de impuestos.
3. El no pago de los pagos fijos puede llevar a un cierre de la empresa o a una pérdida de control de la misma.

Se deberían entonces incluir en la deuda:

1. Cualquier deuda que genere intereses en el futuro sean de corto o largo plazo.

2. Cualquier deuda de leasing sea de capital o de operaciones.

La gran incógnita que plantea el endeudamiento es la del nivel adecuado que debería tener la empresa. La deuda es menos costosa que el patrimonio, pero implica mayor riesgo que éste.

PREFERENCIA POR DEUDA

Cuando a nivel de expectativa de largo plazo, la rentabilidad del activo antes de intereses e impuestos promete ser superior al costo de la deuda, puede haber preferencia por esta fuente de financiación.

Si la rentabilidad del activo es superior al costo de la deuda a mayor endeudamiento, mayor rentabilidad para el propietario.

Apalancamiento Financiero: Fenómeno que surge del hecho de tomar deuda. Cuando la rentabilidad del activo es mayor que el costo de la deuda, se dice que hay apalancamiento financiero favorable.

Precaución antes de tomar deuda: antes de tomar la decisión de contratar deuda debe verificarse si los fondos serán invertidos en activos que generen una rentabilidad superior a su costo.

La cada vez, mayor rentabilidad que el propietario obtiene por tomar más deuda, se convierte en un irrelevante, dado que lo que se vuelve trascendente es la capacidad de pago. La política de reparto de utilidades afecta la capacidad de endeudamiento.

Variables que inciden en la decisión de endeudamiento

Asumiendo que puede obtenerse una rentabilidad del activo superior al costo de la deuda, tres variables son críticas en la toma de esta decisión:

1. Capacidad de generar flujo de caja libre
2. Plazo concedido por el acreedor
3. Política de dividendos

CAPACIDAD DE ENDEUDAMIENTO

está determinada por la capacidad de pago, que a su vez es determinada por la capacidad de generar flujo de caja libre. La incertidumbre con respecto a los ingresos es lo que hace riesgosa la decisión de endeudamiento.

El riesgo de la deuda se puede analizar realizando un análisis de sensibilidad de los flujos de caja libre futuros.

La decisión de endeudamiento involucra un alto contenido de subjetividad.

La cobertura de intereses: muestra las veces que los intereses son cubiertos por las utilidades operativas. La cobertura de interés da una idea del riesgo que implica tomar deuda.

La cobertura del servicio de la deuda: muestra las veces que el flujo de caja libre cubre el servicio a la deuda. Puede utilizarse como medida de la capacidad de endeudamiento de la empresa.

La cobertura del activo fijo es un indicador que ayuda al acreedor a evaluar su riesgo.

ESTRUCTURA FINANCIERA Y ESTRUCTURA DE CAPITAL

La estructura Financiera se define como la financiación a corto, a largo plazo y el patrimonio que tiene la empresa.

La estructura de capital se define como la financiación permanente o a largo plazo que tiene la empresa y está representada por los pasivos a largo plazo y el patrimonio. También se le denomina “capitalización total” en razón a que los pasivos a largo plazo constituyen una financiación de tipo permanente para la empresa, en forma similar a como lo hace el patrimonio.

La relación permanente a capitalización total refleja la participación de los propietarios en la financiación de largo plazo de la empresa.

La limitación de información disponible para los acreedores hace que éstos utilicen índices como el de endeudamiento, razón corriente y deuda a capitalización total.

EL COSTO DEL ENDEUDAMIENTO

La presencia de pasivos costosos es síntoma de problemas en la empresa. Los intereses que se pagan sobre la deuda son deducibles de impuestos. Los dividendos no.

El apalancamiento favorable no garantiza que los propietarios obtendrán una rentabilidad superior a la mínima esperada.

IMPLICACIONES DE LA DEUDA EN EL RIESGO DE LA EMPRESA

En la empresa se pueden distinguir dos tipos de riesgo:

El riesgo operativo: se puede definir como la variación en la utilidad operativa ante variaciones en las ventas.

El riesgo financiero: se puede definir como la variación en la utilidad neta ante variaciones en la utilidad operativa.

Para una rentabilidad y un riesgo operativo dados, todo incremento de la rentabilidad financiera derivado de un incremento en el grado de endeudamiento va siempre unido a un incremento del riesgo de dicha rentabilidad. Esto es, desde el punto de vista estrictamente financiero no se puede aumentar la rentabilidad de los accionistas sin aumentar el riesgo que soportan.

COMPARACIÓN DE EFECTOS CON DISTINTAS FINANCIACIONES

	ANTES	DESPUES CON ACCIONES	DESPUES CON DEUDA
DEUDA	0	0	30.000
RECURSOS PROPIOS	30.000	60.000	30.000
NUMERO DE ACCIONES	500	1.000	500
UAI	10.000	10.000	10.000
INTERESES DE LA DEUDA (8%)	0	0	-2.400
UAI	10.000	10.000	7.600
IMPTOS (35%)	-30500	-3.500	-2.660
UN	6.500	6.500	4.940

BENEFICIO POR ACCIÓN (BPA)	13,0	6,5	9,9
---------------------------------------	------	-----	-----

Duplicar el número de acciones, sin cambios en la utilidad operativa, hace que los beneficios por acción se reduzcan a la mitad.

Tomar deuda por un monto igual a los recursos propios, sin cambios en la utilidad operativa, hace que los beneficios por acción se reduzcan (de 13 a 9,9).

SIN ENDEUDAMIENTO

Recursos Propios	40.000	40.000	40.000	40.000
Números de Acciones	1.000	1.000	1.000	1.000

ESCANARIOS DE UAII PROBABLES

UAII	2.500	5.000	10.000	20.000
IMPTOS (35%)	-875	-1750	-3.500	-7.000
UN	1.625	3250	6.500	13.000
BENEFICIO POR ACCIÓN (BPA)	1.63	3.25	6.5	13.0
RENTABILIDAD RECURSOS PROPIOS (ROE)	40.06 %	8.13 %	16.25 %	32.50 %

Si la utilidad operativa se duplica año tras año, igual sucederá con la utilidad neta, el beneficio por acción y el ROE.

CON ENDEUDAMIENTO

Recursos Propios	20.000	20.000	20.000	20.000
Números de acciones	500	500	500	500
Deuda	20.000	20.000	20.000	20.000

ESCENARIOS DE UAI PROBABLES

UAI	2.500	5.000	10.000	20.000
INTERESES (12%)	-2.400	-2.400	-2.400	-2.400
UAI	100	2.600	7.600	17.600
IMPTOS (35%)	-35	-910	-2660	-6.160
UN	65	1.690	4.940	11.440
BENEFICIOS POR ACCIÓN (BPA)	0.13	3.38	9.88	22.88
RENTABILIDAD RECURSOS PROPIOS (ROE)	0.33 %	8.45 %	24. 70 %	57. 20 %

Tomar deuda por un monto igual a los recursos propios y duplicar la utilidad operativa año tras año, hace que aumenten en una mayor proporción la UAI, UN, EPA y el ROE.

A una empresa le ofrecen un crédito al 18% anual con un plazo de 3 años. El nivel de activos de la empresa son 500 millones, financiados todos por los socios. Las ventas del primer año son 1.000 millones y se espera que crezcan al 9,2% anual. La inflación es del 5% y el crecimiento de la economía es del 4%. El Margen EBITDA es del 12% y la productividad del capital de trabajo (PKT) es del 18%. La inversión en activos es de 300 millones, de los cuales 180 millones son capital de trabajo (KT) y el resto maquinaria y equipo (120 M). Los socios esperan una rentabilidad antes de impuestos del 40%.

¿CUÁL DEBERÍA SER LA DEUDA A CONTRATAR?

$$UAI - D * 0,18 = UAI$$

$$(120 - 12) - 0,18 = UAI \quad \text{Ecuación 1}$$

$$UAI / \text{Patrimonio} = 0,40$$

$$UAI / (300 - D) = 0,40 \quad \text{Ecuación 2}$$

Reemplazando 1 en 2

$$(108 - 0,18 D) / (300 - D) = 0,40$$

$$D = 12 / 0,22 = 54,5 \text{ millones}$$

Deuda	54,5	EBITDA	120
Capital	245,5	Depreciación	12
Valor del proyecto	300	UAI	108
		Intereses (54,5 * 0,18)	9,8
		UAI	98,2

$$\text{Rentabilidad del patrimonio antes de Imptos} = 98,2 / 245,5 = 40\%$$

Supóngase que los socios solo disponen de 160 millones para invertir en el proyecto. La deuda sería de 140 millones

$$UAI = 108$$

Intereses $(140 * 0,18)$ 25,2

UAI 82,8

Rentabilidad del patrimonio antes de impuestos = $82,8 / 160 = 51,75\% > 40\%$

Rentabilidad del proyecto = $108 / 300 = 36\% > 18\%$ (costo de la deuda)

Si la rentabilidad del activo es superior al costo de la deuda, a mayor endeudamiento, mayor rentabilidad para el propietario, lo cual no significa que deba tomarse la máxima cantidad de deuda posible.

El análisis de la deuda debe extenderse hasta el FCL para saber si la deuda propuesta puede ser pagada. Tasa Imptos 33%. Se toma una deuda de 300 millones, el proyecto se financia totalmente con deuda.

EBITDA	120.0
DEPRECIACIÓN UAI	12.0
	108.0
INTERESES (300 * 0.18)	54.0
UAI	54.0
IMPTOS (33%)	17.8
UN	36.2
MAS DEPRECIACIÓN	12.0
MAS INTERESE	54.0
FBC MENOS INCREMENTO KTNO	102.2

	16.6
MENOS INCREMENTO A.F	0.0
FCL	85.6

Suponiendo que con el FCL se paga solo el servicio de la deuda, el plazo de pago sería: Haciendo uso de las matemáticas financieras, hallamos n:

N =	?
PV =	-300
I =	18 %
PMT =	85.6
FV =	0
N =	6.02 años

O sea que no se cumple con el plazo concedido por el banco. Por lo tanto, hay que tomar una deuda menor, 140 millones.

EBITDA	120,0
Depreciación	12,0
UAI	108,0
Intereses (140 * 0,18)	25,2
UAI	82,8
Imptos (33%)	27,3
UN	55,5
Más Depreciación	12,0
Más intereses	25,2
FCB	92,7
Menos incremento KTNO	16,6
Menos incremento A.F	0,0
FCL	76,1

Suponiendo que con el FCL se paga solo el servicio de la deuda, el plazo de pago sería: Haciendo uso de las matemáticas financieras, hallamos n:

N=	?
PV =	-140
i =	18%
PMT =	76,1
FV =	0
N =	2,43 años

Los socios no se van a aguantar 3 años sin dividendos. Supóngase que la política de reparto de utilidades de la empresa es disponer anualmente del 70% de la UN.

EBITDA	120,0
Depreciación	12,0
UAI	108,0
Intereses (140 * 0,18)	25,2
UAI	82,8
Imptos (33%)	27,3
UN	55,5
Más Depreciación	12,0
Más intereses	25,2
FCB	92,7
Menos incremento KTNO	16,6
Menos incremento A.F	0,0
FCL	76,1
Menos dividendos (55,5 * 70%)	38,8
DISPONIBLE SERVICIO DEUDA	37,2

N=	?
PV =	-140
i =	18%
PMT =	37,2
FV =	0
N =	6,82 años

O sea que no se cumple con el plazo concedido por el banco. Los socios deben hacer un sacrificio para poder pagar la deuda en 3 años, por lo cual el valor para el servicio de la deuda es: Haciendo uso de las matemáticas financieras, hallamos el

pago anual PMT:

EBITDA	120,0
Depreciación	12,0
UAI	108,0
Intereses (140 * 0,18)	25,2
UAI	82,8
Imptos (33%)	27,3
UN	55,5
Más Depreciación	12,0
Más intereses	25,2
FCB	92,7
Menos incremento KTNO	16,6
Menos incremento A.F	0,0
FCL	76,1
Menos servicio deuda	64,4
DISPONIBLE PARA DIVIDENDOS	11,7

N=	3
PV =	-140
i =	18%
PMT =	?
FV =	0
PMT =	64,39

Los 11,7 millones disponibles para dividendos corresponden a un 21% (11,7 / 55,5) de la UN por lo que es posible que los socios no acepten el sacrificio de disminuir desde el 70% de la UN hasta 11,7.

PROYECCION ACIDA DEL FCL PARA EVALUAR CAPACIDAD DE ENDEUDAMIENTO

	1	2	3	4	5
Ventas	1000	1092	1192,5	1302,2	1422
EBITDA	120,0	131,0	143,1	156,3	170,6
Depreciación	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0
UAII	108,0	119,0	131,1	144,3	158,6
Intereses (140 * 0,18)	25,2	18,1	9,8	0	0
UAI	82,8	100,9	121,3	144,3	158,6
Imptos (33%)	27,3	33,3	40,0	47,6	52,4
UN	55,5	67,6	81,3	96,7	106,3
Más Depreciación	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0
Más intereses	25,2	18,1	9,8	0,0	0,0
FCB	92,7	97,7	103,1	108,7	118,3
Menos incremento KTNO	16,6	18,1	19,8	21,6	23,6
Menos incremento A.F	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCL	76,1	79,6	83,3	87,0	94,7
Menos servicio deuda	64,4	64,4	64,4		
DISPONIBLE PARA DIVIDENDOS	11,7	15,2	18,9	87,0	94,7
Abono a capital	39,2	46,3	54,5		
Saldo de capital final del año	100,8	54,5			
Proporción reparto de dividendos	21,0%	22,5%	23,2%	90,1%	89,1%

La empresa negocia el plazo de la deuda y logra que le concedan 5 años, entonces:

	1	2	3	4	5
Ventas	1.000,0	1.092,0	1.192,5	1.302,2	1.422,0
EBITDA	120,0	131,0	143,1	156,3	170,6
Depreciación	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0
UAI	108,0	119,0	131,1	144,3	158,6
Intereses (140 * 0,18)	25,2	21,7	17,5	12,6	6,8
UAI	82,8	97,4	113,6	131,7	151,8
Imptos (33%)	27,3	32,1	37,5	43,4	50,1
UN	55,5	65,2	76,1	88,2	101,7
Más Depreciación	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0
Más intereses	25,2	21,7	17,5	12,6	6,8
FCB	92,7	98,9	105,6	112,8	120,5
Menos incremento KTNO	16,6	18,1	19,8	21,6	23,6
Menos incremento A.F	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCL	76,1	80,8	85,8	91,2	96,9
Menos servicio deuda	44,8	44,8	44,8	44,8	44,8
DISPONIBLE PARA DIVIDENDOS	31,3	36,0	41,0	46,4	52,1
Abono a capital	19,6	23,1	27,3	32,2	38,0
Saldo de capital final del año	120,4	97,3	70,0	37,8	0,0
Proporción reparto de dividendos	56,4%	55,2%	53,9%	52,6%	51,2%
Incremento del EBITDA		11,0	12,1	13,2	14,4
Incremento del KTNO		18,1	19,8	21,6	23,6
Caja generada o demandada por el crecimiento		-7,1	-7,7	-8,5	-9,2

N=	5
PV =	-140
i =	18%
PMT =	?
FV =	0
PMT =	44,8

APALANCAMIENTO Y CUBRIMIENTO. Las relaciones de apalancamiento sirven para identificar las obligaciones crediticias y estructura de capital de la empresa. Esta estructura se refiere al patrimonio y a la cantidad relativa de la deuda, tal como se ilustra en el siguiente balance:

BALANCE ALTERNATIVA			
ACTIVOS	A	B	C
	\$192	\$120	\$48
	48	120	192
\$240	\$240	\$240	\$240
		PASIVOS	
		PATRIMONIO	

Partiendo de \$240 como total de los activos, la estructura de capital A tiene una deuda equivalente al 20% de la capitalización total comparada con el 50% de la alternativa B y el 80% de la alternativa C. Aumentando la deuda la empresa puede incrementar sus activos totales, o su poder para generar utilidades, sin aumentar el patrimonio. Esto le daría más poder para obtener utilidades, pero entraña el riesgo de no poder pagar los intereses o de hacer bonos a capital. La probabilidad de generar un gran volumen de utilidades, a pesar de los riesgos de crédito, fue la que sirvió de combustible a la "a la locura de adquisiciones" durante los años 80.

Las relaciones de cubrimiento miden el flujo de fondos de operación con respecto a las obligaciones fijas de la compañía ¿puede el flujo de fondos "cubrir" los pagos de la deuda? Esta prueba es semejante al requisito de los bancos de que los pagos hipotecarios no sean superiores a un determinado porcentaje del ingreso mensual.

2.7 TEMA 7 ANÁLISIS DE RENTABILIDAD

Rentabilidad: Medida de la productividad de los fondos comprometidos en una empresa. Tiene que ver con la determinación de la eficiencia con que se han utilizado los activos de la empresa, en lo cual tiene incidencia no solamente el margen de utilidad que generan las ventas, sino también el volumen de inversión en activos utilizado para ello.

La rentabilidad sólo se calcula para los activos o para el patrimonio. La rentabilidad del activo se afecta por el margen de utilidad y por el volumen de activos utilizados.

Los problemas de Rentabilidad. Son problemas estructurales que se resuelven con decisiones estratégicas cuyo efecto se da en el largo plazo.

Rentabilidad del activo antes de intereses e impuestos o rentabilidad operativa. Es la tasa de interés que producen los activos de la empresa, es el indicador financiero más importante, los activos deben expresarse por su valor de mercado, deben considerarse solamente los activos de operación.

Rentabilidad del Patrimonio vs. Costo de la deuda. Los propietarios deben ganar una rentabilidad mayor que el costo de la deuda ya que corren un mayor riesgo que los acreedores.

Rentabilidad del activo vs. Costo de la deuda. Los activos deben producir una rentabilidad mayor que el costo de la deuda. Si los activos rinden una tasa superior al costo de la deuda, sobre el valor de ésta se genera un remanente, que corresponde al premio que los propietarios ganan por asumir el riesgo financiero que implica endeudarse, y mientras mayor deuda, mayor remanente y por lo tanto mayor rentabilidad para los propietarios. No significa que deba tomarse la mayor cantidad de deuda posible.

Rentabilidad del Activo vs. Rentabilidad del Patrimonio. Si los activos rinden una tasa superior al costo de la deuda, los propietarios obtienen una rentabilidad superior a la de los activos y viceversa. Si los activos rinden una tasa inferior al costo de la deuda, los propietarios terminan "trabajando" para los acreedores.

ESENCIA DE LOS NEGOCIOS

Los propietarios avanzan en su propósito de obtener una rentabilidad superior a la esperada cuando hacen que los activos generen una rentabilidad por encima del costo de la deuda.

$$\text{TMRR} < \frac{\text{UN}}{\text{PATRIMONIO}} > \frac{\text{UAI}}{\text{ACTIVOS}} > I \%$$

Rentabilidad del Activo y Costo de Capital. Si se emprenden proyectos con rentabilidad por encima del costo de capital (CK), se aumenta el valor de la empresa. La rentabilidad operativa del activo es la medida a confrontar con el costo de capital. Una rentabilidad del activo superior al costo de la deuda no garantiza que también sea superior al costo de capital.

$$\frac{\text{UAI}}{\text{ACTIVOS}} > \text{CK}$$

Si $\text{UAI} / \text{ACTIVOS} > \text{CK}$ entonces $\text{UN} / \text{PATRIMONIO} > \text{TMRR}$ esperada

La esencia de los negocios y la tasa de interés. Altas tasas de interés sostenidas por largo tiempo en una economía desestiman la inversión en empresas. Una disminución de la inflación no garantiza por sí sola una baja en las tasas de interés.

La Devaluación es otra variable que afecta la tasa de interés; ésta puede propiciar la denominada "fuga de capitales" que se explica simplemente como el no querer invertir el dinero en actividades productivas por parte de quienes lo tienen disponible, a cambio de preferir convertirlo a otras monedas fuertes constituyendo

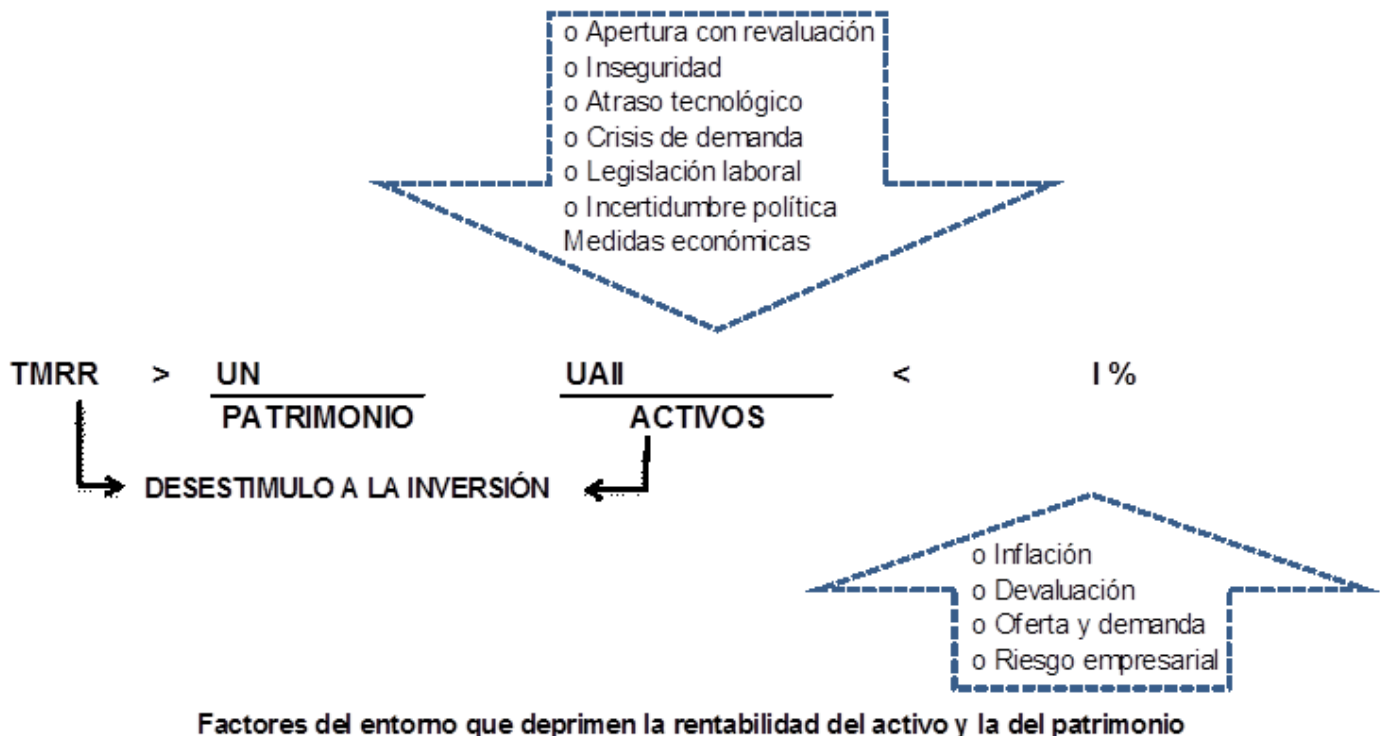
inversiones en las que la combinación de devaluación e interés permitiría obtener una mayor rentabilidad que la que se podría obtener en el mercado doméstico.

Rendimiento en moneda extranjera. Para calcular el costo de una deuda en moneda extranjera o el eventual rendimiento que un inversionista podría obtener en otro país se utiliza la fórmula $(1 + I)(1 + D) - 1$ donde I es el costo de la deuda o la tasa de interés a ganar en moneda extranjera y D la devaluación histórica o esperada según el propósito del análisis.

$$\text{Rendimiento en moneda extranjera} = (1 + I)(1 + D) - 1$$

¿cuál debería ser la tasa de interés que deberían cobrar las entidades financieras domésticas si la expectativa de devaluación para el próximo año fuera del 15% referenciado antes y el costo de la deuda en dólares fuera del 12%, para que las empresas no estuvieran inclinadas a preferir endeudarse en dólares?

$$\text{Costo de la deuda} = (1,12)(1,15) - 1 = 28,8\%$$



Rentabilidad del activo: Perspectiva interna

Margen de utilidad. Representa lo que la empresa obtiene por cada peso que vende. El margen de utilidad tiene relación con el Estado de Resultados.

Rotación de activos. Es un indicador de eficiencia en la medida en que refleja la capacidad que una empresa tiene de generar ventas con respecto a un volumen determinado de activos de operación. La rotación de activos tiene relación con el Balance General.

La rentabilidad del activo también puede calcularse con base en la utilidad antes de impuestos o la utilidad neta.

Los fondos ociosos afectan dramáticamente la rentabilidad de la empresa, pues afectan todos sus componentes.

En el cálculo de la rentabilidad se deben considerar los activos de operación a su valor de mercado. El avalúo técnico es una buena alternativa para determinar el valor de mercado de los activos. Utilizar el valor de mercado de los activos da una idea del costo de oportunidad que implica su tenencia.

ANÁLISIS DE LA RENTABILIDAD DEL PATRIMONIO

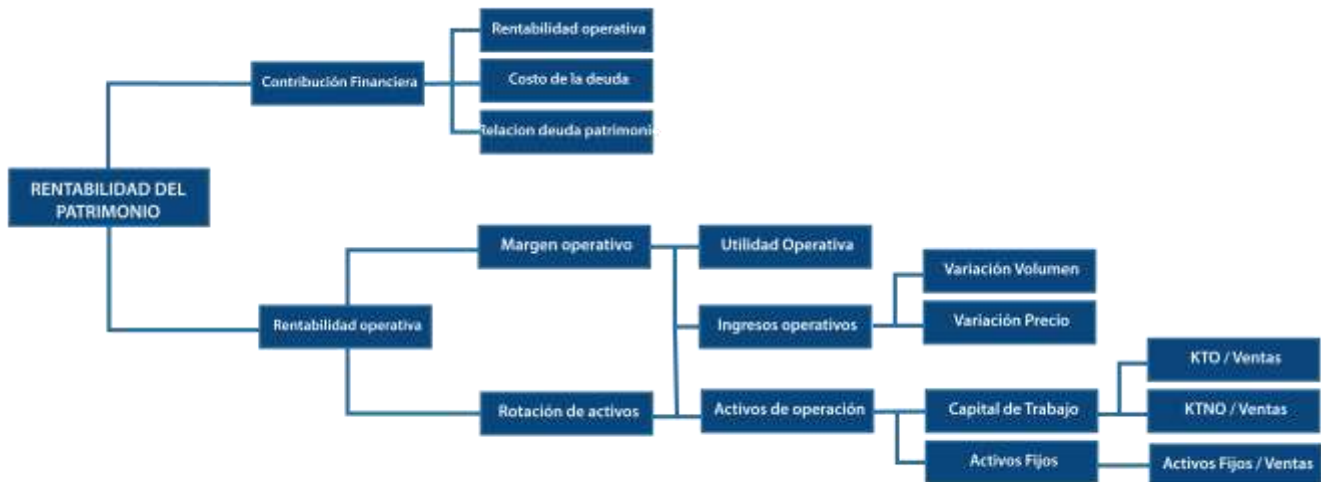
Composición de la rentabilidad del patrimonio. La rentabilidad del patrimonio es igual a la rentabilidad operativa del activo más la contribución financiera o remanente financiero.

Contribución financiera o remanente financiero: es igual al producto de la relación deuda: patrimonio y la diferencia entre la rentabilidad del activo y el costo de la deuda. Este último valor es el remanente que genera la deuda.

Si los propietarios no recurren a la deuda, sólo corren riesgos operativos. Las características del sector y su sensibilidad a las variables de la economía ayudan a determinar el riesgo operativo.

ÁRBOLES DE RENTABILIDAD

Los árboles de rentabilidad permiten establecer en forma clara las relaciones entre el estado de resultados y el balance general. Los árboles de rentabilidad permiten identificar los factores críticos que afectan la creación de valor.



Árbol de rentabilidad combinando rentabilidad operativa y contribución financiera



Árbol de rentabilidad combinando rentabilidad antes de impuestos y endeudamiento

EL DILEMA DEL CRECIMIENTO

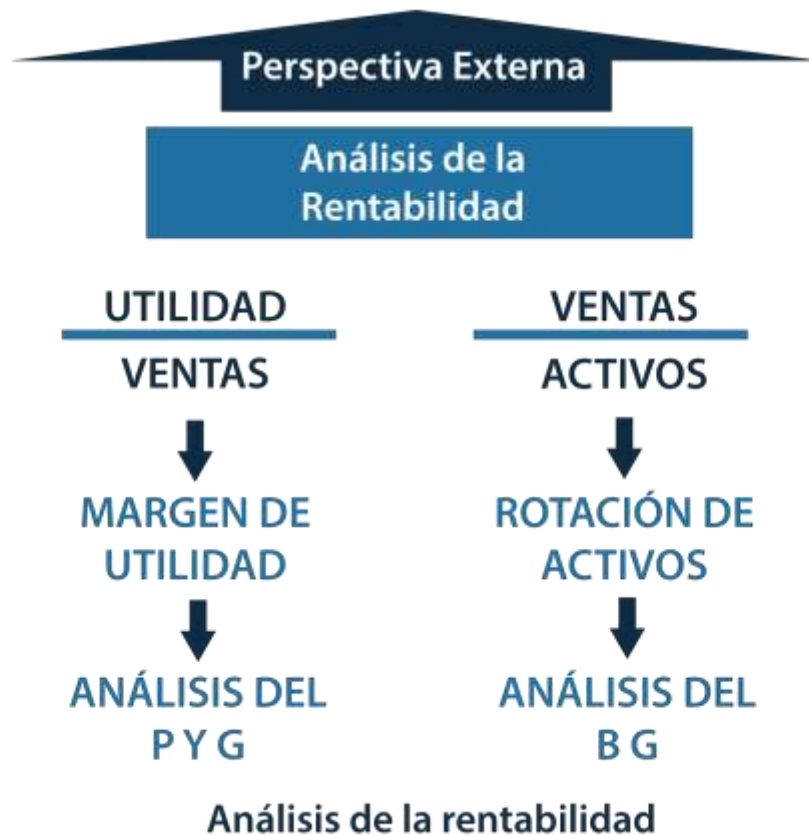
El crecimiento sólo es válido si éste genera valor, o sea que si ayuda a que la rentabilidad de la empresa sea superior a la rentabilidad que esperan los inversionistas. Lo ideal entonces ser capaz de lograr el balance entre el crecimiento y el retorno de la inversión para la creación de valor.

Mínimo crecimiento a alcanzar. El mínimo crecimiento que una empresa debería lograr es la combinación de inflación y crecimiento del sector industrial. Se obtiene con la fórmula $(1+f)(1+PIB) - 1$. Si el efecto de la inflación no se puede trasladar al precio de venta, se deteriora el margen de utilidad y por lo tanto, la rentabilidad.....para neutralizar dicho deterioro de la rentabilidad las empresas deben aumentar su volumen de operación, es decir, crecer.

$$\text{TMRR} < \frac{\text{UN PATRMONIO}}{\frac{\text{UAI}}{\text{ACTIVOS}}} > \frac{\text{UAI}}{\text{ACTIVOS}} > 1\%$$

$$\frac{\text{UAI}}{\text{ACTIVOS}} > \text{CK}$$

LA ESENCIA DE LOS NEGOCIOS



RIESGO VS RENTABILIDAD

A mayor riesgo el inversionista espera obtener una mayor rentabilidad.

Ejemplo:

1. Utilidad recibida por acción; \$4,80 mensual.
2. Si después de evaluar el riesgo el inversionista estima que debe recibir al menos el 4% mensual.

Entonces el valor máximo que pagaría por acción es de \$120, puesto que el valor colocado al 4% mensual produce exactamente \$4,80

RENTABILIDAD Y FLUJO DE CAJA

No basta con que la empresa sea rentable para asegurar el éxito; la rentabilidad que se mide relacionando las utilidades del Estado de Resultados con el monto de los activos del Balance General; deberá verse reflejada en la posibilidad de disponer de las utilidades para atender las demandas de los accionistas y la presión del crecimiento. “Una empresa vale por su capacidad de generar Flujo de Caja”.

2.8 TEMA 8 DECISIONES DE DIVIDENDOS

Dividendo: Es el valor pagado a favor de los inversionistas, en dinero o en acciones, como retribución por una inversión, en proporción a la cantidad de acciones poseídas, con recursos originados en las utilidades generadas por la empresa en un determinado período, después de realizadas las reservas legales y estatutarias y son autorizados por la asamblea general de accionistas.

Las decisiones de dividendos o reparto de utilidades se refieren a aspectos tales como:

1. Proporción de las utilidades que se reparten. ¿Qué tan comprometidas están las utilidades de la empresa?
2. La estabilidad en el reparto de utilidades es una decisión importante. No resulta atractivo para un inversionista que no esté asegurado el pago de unos dividendos mínimos.
3. Cuando no hay liquidez para el reparto de dividendos, existe la posibilidad de pago a través de acciones; forma indirecta de capitalización, es decir una decisión de capitalización.

LA POLITICA DE DIVIDENDOS

1. Debe partir del Flujo de Caja del Accionista y no de las Utilidades Contables.
2. Es importante calcular el % de dividendos que son entregados a los accionistas sobre el total de Utilidad Neta Contable.
3. Preguntas:
 1. ¿Es sana la repartición de dividendos?
 2. ¿Cuánto estamos dejando para reinvertir?
 3. ¿En qué estamos reinvertiendo?

¿POR QUÉ PAGAR DIVIDENDOS?

1. Cuando la empresa solo tiene a su disposición proyectos de inversión con una tasa de retorno inferior al costo de oportunidad del accionista.
2. Cuando la empresa ha tenido una tendencia de pago de dividendos y un cambio en la política puede dañar a los inversores.
3. Cuando los accionistas merecen o necesitan una recompensa por el uso de su capital y se pueden obviar los costos de vender acciones.
4. Si los accionistas están exentos de impuestos o sometidos a tasas muy bajas.

TIPOS DE POLÍTICAS DE PAGOS DE DIVIDENDOS

1. Repartición de todos los beneficios disponibles: no es una política común, sin embargo, se da cuando los inversionistas no comprenden que la retención de sus utilidades, dirigida a proyectos de inversión apropiados aumentarían su riqueza.
2. No se reparten dividendos: es usual en etapas primeras de las empresas, tampoco es una política común y se da cuando las empresas encuentran estímulos negativos fiscales a la repartición de dividendos o cuando la empresa emprende etapas de crecimiento agresivas.
3. Porcentaje fijo sobre los beneficios: aunque es más lógica que las anteriores, también es poco común, pues como los resultados son aleatorios los dividendos también lo serán, lo que suele afectar negativamente el valor de la acción de la empresa.
4. Dividendo como residuo: se repartirá el beneficio que reste, después de destinar los recursos necesarios para la realización de todas las inversiones a las que tenga acceso la empresa, con valor actual neto (VAN) positivo y manteniendo una estructura óptima de capital.
5. Dividendo anual constante ajustado: se deriva de la denominada política empresarial “tasa de crecimiento estable” en la que la dirección fija una tasa de crecimiento de los beneficios e intenta ajustarse a ella. El dividendo se vincula a esta política y se juega con las reservas en los años en los que el beneficio no alcanza para cumplir con la política y se retienen beneficios cuando en el periodo se generan beneficios por encima de los esperados.
6. Dividendo arbitrario o errático: en cada periodo se decide cuanto repartir de dividendos sin seguir ninguna de las políticas anteriores.

FORMAS DE DIVIDENDOS

1. Dividendos en dinero líquido: regulares o extraordinarios.
2. Dividendos de capital.

3. Dividendos en acciones.
4. Warrants: su poseedor tiene derecho a comprar acciones de la empresa a un precio determinado durante cierto periodo de tiempo, o la entrega de acciones preferentes o de obligaciones, así como el envío de muestras de productos.

LA RECOMPRA DE ACCIONES

Es otra de las opciones del directivo financiero, consiste en utilizar las utilidades retenidas para adquirir acciones de la empresa en el mercado.

Motivos:

1. Disponibilidad para responder ante opciones.
2. Para la realización de fusiones o absorciones de otras empresas.
3. Estimular el precio de la acción en el mercado.
4. Dejar de ser compañías públicas.
5. Retirar a un determinado socio.

Métodos de recompra:

Oferta de adquisición: consiste en una oferta formal que la empresa hace a sus accionistas por un corto plazo y a un precio determinado por acción, para una cantidad limitada de acciones.

Compra en el mercado libre: la empresa se comporta como cualquier otro inversionista y adquiere sus acciones en el mercado.

2.9 TEMA 9 FLUJO DE CAJA Y FLUJO DE CAJA LIBRE

El flujo de caja se calcula sumando a la utilidad neta aquellos gastos que no generan desembolsos de tesorería, tales como las depreciaciones, las amortizaciones y las provisiones.

$$\text{Flujo de caja} = \text{utilidad neta} + \text{depreciaciones} + \text{amortizaciones} + \text{provisiones}$$

De ésta forma, se obtiene una cifra que se aproxima a la tesorería que genera una empresa, aunque ésta aproximación dependerá del plazo en que se cobren y paguen los ingresos y los gastos que forman parte de la utilidad.

El flujo de caja libre (en inglés Cash Flow), también denominado flujo de fondos libres, se calcula partiendo de la utilidad antes intereses e impuestos, de la que se deducen los impuestos y las inversiones en activos y se suman las depreciaciones.

Utilidad antes de intereses e impuestos (UAI)

- Impuestos sobre la UAI
- + Depreciaciones
- Inversiones en activos fijos
- Inversiones en capital de trabajo

= Flujo de caja libre

Al deducir las inversiones efectuadas en el período, se tiene en cuenta solamente el flujo de caja que queda disponible luego de hacer las reinversiones necesarias para la marcha adecuada de la empresa.

Una variante del flujo de caja es el denominado flujo de caja libre para el accionista, que deduce también los pagos por concepto de intereses y devolución del préstamo (abonos de capital).

- Flujo de caja libre
- Gastos financieros
- Abono de capital
- + Aumento de nueva deuda

= Flujo de caja libre para el accionista

El aumento de caja libre para el accionista da una medida más exacta de la liquidez que genera la empresa y que está a disposición del accionista, una vez consideradas las inversiones de activos precisas y el efectivo de la deuda, una de las ventajas del flujo de caja libre para el accionista es que fomenta que la dirección de la empresa se concentre en la generación de liquidez.

Existen algunos aspectos que se deben mirar en forma particular, como cumplimiento al análisis al realizar el flujo de caja libre:

- a. Identificar las principales fuentes y aplicaciones: un primer paso elemental es simplemente identificar cuáles fueron las principales fuentes y usos en el periodo.
- b. Examinar la idoneidad de las principales fuentes y usos: aquí la pregunta que se debe formular es si las fuentes y los usos son los que deben ser y que tan costosos resultan para la empresa, siendo lo óptimo que las fuentes sean operativas internas de la firma y que los usos sean preferiblemente en rubros operativos.
- c. Examinar la generación de fondos operacionales: todo negocio debe producir, con base en su propia operación, recursos que suman a la misma empresa para atender las diferentes necesidades, especialmente las de su propio crecimiento.
- d. Determinar el crecimiento de la empresa: el crecimiento de una empresa se determina de acuerdo con el crecimiento de sus ventas y consecuentemente de sus activos de operación (capital de trabajo y activo fijo).

- e. Evaluar como cubre la empresa sus necesidades de financiación: cuando una empresa no genera suficientes recursos para financiar su operación normal o sus ensanches de planta, las fuentes más inmediatas son los créditos de entidades financieras o el aporte de los socios, y así a través de préstamos o aumento de capital.
- f. Analizar la relación de la empresa con las entidades financieras: lo normal en este punto es que las empresas recurran cada año en una mayor proporción al crédito bancario, en la medida en que van creciendo sus propias operaciones.
- g. Examinar la relación de la empresa con sus dueños: resulta conveniente para un negocio que cuando se empiecen ensanches de planta los socios hagan aportes de capital a fin de que el nivel de endeudamiento se mantenga dentro de parámetros adecuados.
- h. Analizar la coordinación entre fuentes y usos según plazos: usos de largo plazo deben contar con fuentes de largo plazo, y usos de corto plazo deben corresponder a fuentes de corto plazo, es la norma general en este caso. No obstante, lo más importante es establecer cuanto suman los usos de largo plazo y detectar si hay suficientes fuentes de largo plazo para financiarlos, de lo contrario, se verá inmediatamente afectada la liquidez.
- i. Evaluar la idoneidad de otras fuentes y usos.

ANÁLISIS DEL FLUJO DE CAJA

Los indicadores que sirven para determinar si el valor de la empresa (Patrimonio de los Accionistas) se está incrementando, deben ser necesariamente aquellos cuyo comportamiento afecten directamente al Flujo de Caja y la rentabilidad.

«Una empresa vale por su capacidad de generar flujo de caja destinado para reponer el capital de trabajo, atender los servicios de la deuda, destinar a la reposición de equipos y el reparto de Utilidades (Dividendos)».

Ejemplo: Empresas A y B, con actividades similares, igual nivel de ventas y utilidad; el mismo volumen de activos y de endeudamiento, y finalmente con el mismo flujo de caja \$300 millones cada una. ¿Cuál de las dos empresas vale más?

	A	B
FLUJO DE CAJA	300	300

REPOSICIÓN DE CAPITAL DE TRABAJO	(130)	(80)
REPOSICIÓN DE ACTIVOS FIJOS	(20)	(20)
SERVICIO A LA DEUDA	(30)	(30)
FLUJO DE CAJA DE LOS PROVEEDORES	120	170

El que la empresa A deba retener más efectivo para garantizar la reposición del capital de trabajo significa que sus características de operación así lo exigen; necesidad de mayores inventarios, créditos a sus clientes, por ejemplo.

El último renglón muestra la disponibilidad de dinero que los inversionistas tienen para repartirse, realizar inversiones en nuevos negocios, ampliaciones, etc.

FLUJO DE CAJA LIBRE (FCL)

¿Quiénes son los beneficiarios de los resultados de una empresa? Si observamos la composición del balance general, la respuesta es obvia: acreedores financieros y los socios.

El Flujo de Caja Libre es el flujo de caja que queda disponible para los acreedores financieros y los socios. Es decir, aquel que queda después de la reposición de activos fijos y el capital de trabajo.

A los acreedores se les atiende con servicio a la deuda (capital más intereses) y a los propietarios con la suma restante con la cual ellos toman decisiones.

Balance General



**Relación entre el
FCL y el BG**

Valor de la Empresa: es igual al valor presente de sus futuros flujos de caja libre.

Asumiendo que las cifras del cuadro corresponden a la perspectiva de generación de flujo de caja libre en el largo plazo para las empresas A y B se puede afirmar que la empresa B es más valiosa que A por su mayor potencial de generar FCL.

	A	B
Flujo de Caja	300	300
Reposición de capital de trabajo	(130)	(80)
Reposicion de activos fijos	(20)	(20)
Flujo de Caja Libre	150	200
Servicio a la deuda	(30)	(30)
FLUJO DE CAJA DE LOS PROPIETARIOS	120	170

FLUJO DE CAJA LIBRE A PARTIR DEL ESTADO RESULTADOS

Los Intereses se suman porque lo que se quiere con el FCL es saber cuánto dinero tenía disponible la Empresa antes de pagarles a los acreedores el servicio a la deuda.

La inversión en activos fijos se obtiene de los anexos del Balance General de la Empresa. Podría caber el caso que en esta inversión se incluya tanto la reposición, como nuevas inversiones en cuyo caso será necesario separar los conceptos.

Flujo de Caja Libre a partir del Estado de Resultados

Ventas	1.500
Costo de las ventas	(730)
UTILIDAD BRUTA	770
Gastos de Administración	(120)
Gastos de Venta	(250)
UTILIDAD OPERATIVA	400
Intereses	(14)
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS	386
Impuestos	(116)
UTILIDAD NETA	270
Mas depreciaciones y amortizaciones de activos diferidos	19
Mas Intereses	11
FLUJO DE CAJA BRUTO	300
Menos Aumento del Capital de Trabajo neto Operativo (KTNO)	(80)
Menos aAumento de Activos Fijos para reposición	(20)
FLUJO DE CAJA LIBRE	200

2.10 TEMA 10 EL EBITDA

El EBITDA es la capacidad de generación de caja de la empresa.

$$\begin{aligned}
 &= \text{Ingresos Operacionales} \\
 &- \text{Egresos Operacionales} \\
 &= \text{UTILIDAD OPERATIVA} \\
 &+ \text{Depreciaciones y Amortizaciones} \\
 &+ \text{Provisiones de activos} \\
 &= \text{EBITDA}
 \end{aligned}$$

Margen EBITDA = EBITDA / Ventas netas.

El Margen EBITDA o Margen de Caja indica los centavos que por cada peso de ventas o ingresos se convierten en caja con el propósito de:

1. Atender el pago de impuestos
2. Apoyar las inversiones
3. Cubrir el servicio de la deuda
4. Repartir utilidades.

Productividad del capital de trabajo (PKT) = Capital de trabajo neto operativo (KTNO) / Ventas

Palanca de Crecimiento (PDC) = Margen EBITDA / PKT

RELACIÓN ENTRE EL MARGEN EBITDA Y LA PKT

	A	B
MARGEN EBITDA	20.0 %	6.7 %
PKT	30.0 %	10.0 %
PDC	0.67 %	0.67 %

BRECHA O REMANENTE

-10.0 %

-3.3 %

Lo ideal es que el Margen EBITDA sea mayor que la PKT, para que el crecimiento genere caja, en vez de demandarla.

La PDC refleja la relación que desde el punto de vista estructural se presenta entre el Margen EBITDA y la PKT. Permite determinar qué tan atractivo es para una empresa crecer.

PDC desfavorable representa un desbalance estructural de la caja de la empresa, que en algunos casos es el reflejo de problemas estructurales del sector.

La caja demandada por el crecimiento cuando la PDC es desfavorable, debería restringir el reparto de utilidades.

Empresas con PDC desfavorable tienen menor capacidad de endeudamiento que una empresa con PDC favorable.

Empresa sin crecimiento

Margen EBITDA	20%
KTNO / Ventas	30%
Brecha o Remanente	-10%

Ventas año 1	10.000
Crecimiento	0
Ventas año 2	10.000

KTNO año 1	3.000
KTNO año 2	3.000
Variación KTNO	0

EBITDA año 1	2.000
EBITDA año 2	2.000
Incremento EBITDA	0
Incremento KTNO	0
Caja generada o demandada por el crecimiento	0

EBITDA año 2	2.000
Incremento KTNO	0
Disponible para imptos, servicio deuda, reposición AF y dividend	2.000

Empresa con crecimiento

Margen EBITDA	20%
KTNO / Ventas	30%
Brecha o Remanente	-10%

Ventas año 1	10.000
Crecimiento	30%
Ventas año 2	13.000

KTNO año 1	3.000
KTNO año 2	3.900
Variación KTNO	900

EBITDA año 1	2.000
EBITDA año 2	2.600
Incremento EBITDA	600
Incremento KTNO	900
Caja generada o demandada por el crecimiento	-300

EBITDA año 2	2.600
Incremento KTNO	900
Disponible para imptos, servicio deuda, reposición AF y dividend	1.700

Crecieron las ventas y quedo menos caja. El incremento del KTNO debe ser financiado con el propio EBITDA del negocio, definiendo con ello la cantidad apropiada para reparto de utilidades.

2.11 TEMA 11 EVA

El concepto del EVA está estrechamente ligado al OBF de la empresa. Este indicador compara la rentabilidad lograda por la empresa y el costo del capital.

El EVA es también utilizado como instrumento para la valoración de una compañía, de tal forma que se pueda identificar si está creando o destruyendo valor.

El EVA “es una estimación de la verdadera utilidad de la empresa durante un año”. La diferencia del EVA y la Utilidad Contable es que el EVA es: “lo que queda después de deducir el costo de todo el capital”.

Toda empresa tiene un costo de oportunidad con el capital que tiene invertido en la misma. El EVA® se analiza por año y con relación al año anterior; esto es conocido como el Δ EVA.

Destrucción de valor

Si se invierte en proyectos con rentabilidad por debajo del Costo de capital el EVA disminuye y por lo tanto se destruye valor para los propietarios.

El EVA fue registrado por Stern & Stewart Company.

"El valor agregado se produce cuando la empresa obtiene una rentabilidad superior al costo de capital".

FACTORES A CONSIDERAR EN EL MEJORAMIENTO EVA

En la gestión financiera de la empresa de cara a mejorar los resultados actuales del EVA, es necesario intervenir en:

1. El mejoramiento de la rentabilidad operativa sin incrementar las inversiones, o incrementándolas en una menor proporción que dicha utilidad operativa.
2. Invirtiendo en proyectos que generen una rentabilidad por encima del costo del capital.
3. Desinvirtiendo en actividades que generen una rentabilidad menor que el costo del capital.
4. Gestionando el Costo de la Deuda.
5. Liberando Fondos Ociosos.

En las economías con altas tasas de interés, que hacen difícil obtener rentabilidades operativas superiores a aquellas, se dificulta la implementación del EVA.

Cálculo del EVA:

$$\text{EVA} = \text{UODI} - (\text{ACTIVOS} \times \text{CK})$$

$$\text{EVA} = \text{ACTIVOS} \times (\text{RENTABILIDAD ACTIVOS} - \text{CK})$$

$$\text{EVA} = \text{UODI} - (\text{ANDEO} \times \text{CK})$$

$$\text{EVA} = \text{ANDEO} \times (\text{RAN} - \text{CK})$$

$$\text{RAN} = \text{UODI} / \text{ANDEO}$$

$$\text{EVA} = \text{UN} - \text{COSTO PATRIMONIO DESPUES DE IMPTOS.}$$

EL EVA Y LA RENTABILIDAD

El EVA también se puede analizar en relación con el Retorno sobre la Inversión:

1. Si el $ROIC > WACC$ hay Generación de Valor.
2. Si el $ROE > K_e$ hay en Generación de Valor

Ejemplo: Suponga que se realiza una inversión de 100 millones de pesos en títulos valores que se negocian en la Bolsa de Valores de Colombia. Si el inversionista espera una rentabilidad del 12% considerando factores de riesgo (probabilidad que la rentabilidad varíe).

Una vez finalizado el periodo de la inversión la rentabilidad podrá estar en una de estas tres situaciones: igual, menor o mayor al COSTO DE CAPITAL

Para el Ejemplo:

1. Si esta igual se dice que la inversión logro su objetivo, dado que el resultado
 1. de la inversión estuvo conforme lo presupuestado, y el valor del nuevo capital
 2. es 112 millones.
2. Si la tasa de rentabilidad está por debajo de la esperada, se dice que la inversión destruyó valor, asumimos que la rentabilidad obtenida fue del 8%, que arroja un valor del nuevo capital de 108 millones. Observe que en esta inversión hubo ganancias por 8 millones, pero fueron inferiores a las esperadas, por lo tanto no hubo generación de valor.
3. Si la tasa de rentabilidad está por encima de la tasa esperada, es decir, fue de un 14%, se dice que la inversión genero valor para el inversionista, dado que arrojó un 2% por encima de los rendimientos esperados. Por lo tanto, el valor del nuevo capital es de 114 millones, 2 millones más de lo esperado, generando así valor para el inversionista.

Medición del EVA

El Eva es la diferencia entre la utilidad operativa después de impuestos y el costo de financiero de los recursos utilizados en la operación de la empresa.

EVA = Utilidad Operativa (di) – Costo de Capital

Si el EVA es positivo, significa que la compañía ha generado una rentabilidad por encima del coste que tienen los recursos empleados, mientras que, si es negativo, la compañía no ha cubierto el coste de los recursos empleados.

Ejemplo práctico: Se desea determinar si durante el año 2008 la Comercializadora Rendidora S.A. ha generado valor para sus socios. Para ello se cuenta con la siguiente información: la tasa de impuesto sobre la renta es del 33%, la tasa de rentabilidad esperada por los accionistas es del 20%, el costo de la deuda es del 31,84%, el valor de los activos es de \$11.801 millones de pesos, los pasivos de \$3.258 y el patrimonio de \$8.543

Solución: Primero se debe calcular el costo del capital, para ello debemos tener en cuenta la siguiente regla. Es la sumatoria de costo ponderado de las fuentes de financiamiento que son utilizados por la empresa.

FUENTE	MONTO	PARTICIPACIÓN	COSTO	PONDERACION
Pasivos	3.258	27,61%	31,84%	8,79%
Patrimonio	8.543	72,39%	20,00%	14,48%
Activos	11.801		CK =	23,27%

Una vez calculado el costo de capital se debe proceder a calcular la utilidad operacional después de impuestos. Se debe tomar el valor de la utilidad operacional y multiplicarlo por la tasa de impuesto sobre la renta.

ESTADO DE RESULTADOS

Comercializadora la Rendidora - 2008

Ventas Brutas	17.432
Menos:	
Devoluciones en ventas	-400
Descuentos en ventas	-600
VENTAS NETAS	16.432
Menos: CMV	
Inv. Inicial	2.800
Más Compras netas	4.500
Igual Costo Mcia Disponible	7.300
Menos Inv. Final	-3.100
TOTAL CMV	-4200
UTILIDAD BRUTA	12.232
Menos Gastos de Operación	-3750
Gastos de Admón	1.200
Gastos de Ventas	2.100
Depreciación	10
Diversos	300
UTILIDAD OPERATIVA (UAI)	8.482
Más Otros no operacionales	1600
Menos gastos financieros de Operación	-5600
UTILIDAD ANTES DE IMPTOS (UAI)	4.482
Menos Provisión de Imptos (33%)	-1479
UTILIDAD NETA	3.003

$$\text{UODI} = 8.482 * (1 - 33\%)$$

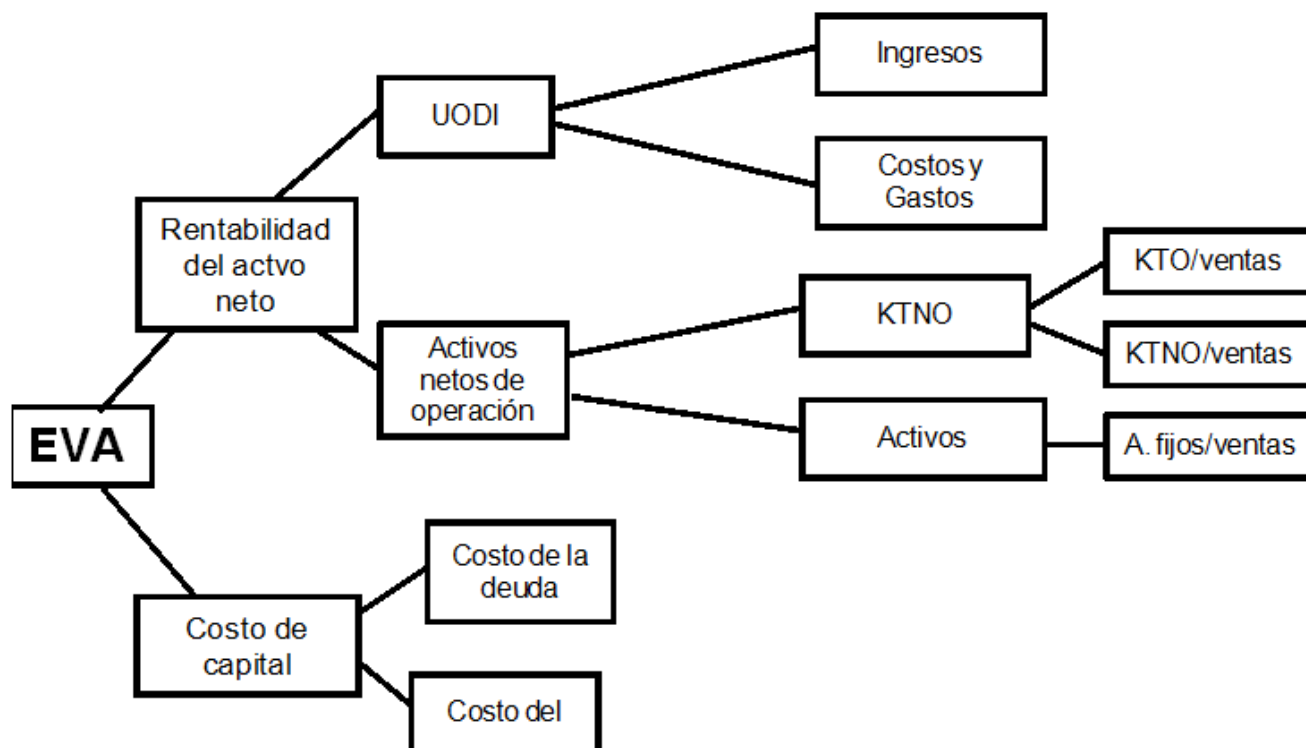
$$\text{UODI} = 5.683$$

$$\text{EVA} = 5.683 - 2745,95$$

$$\text{EVA} = 2.937$$

De acuerdo al resultado anterior podemos afirmar que durante el año 2008 la comercializadora la Rendidora S.A. ha generado riqueza para sus accionistas por un valor de \$2.937 millones de pesos.

Así mismo podemos considerar que los acreedores de las empresas pueden estar tranquilos, ya que la comercializadora cuenta con los recursos suficientes para cumplir el pago de las facturas, los intereses y los abonos capital.



Árbol de Rentabilidad a partir del EVA

3 UNIDAD 2 INVERSIÓN Y RIESGO

¿Qué es una inversión?

El uso de recursos económicos con el propósito de obtener utilidades o rendimientos en un determinado período, los cuales dependerán del nivel de riesgo de la inversión.

Inversionista

¿Qué tengo que tener en cuenta cuando voy a hacer una inversión?

1. Establecer Prioridades. Saber por qué está invirtiendo: determina tipo de inversión, tiempo para mantenerla y nivel de riesgo que asume.

¿Qué tipo de persona soy? Perfil – restricciones, ingresos, nivel de aversión al riesgo, estado civil, edad, etc.

CARACTERÍSTICAS DE UN INVERSIONISTA

DEFENSIVO

1. Alta diversificación
2. Baja rotación
3. Baja participación en renta variable

AGRESIVO

1. Baja diversificación
2. Alta rotación
3. Alta participación en renta variable

Ejemplo:



2. Equilibrar riesgos frente a ganancias. Entre más ganancia se quiera, mayor será el riesgo.

¿CÓMO MANEJAR EL RIESGO????? ¡DIVERSIFICANDO!!!

1. Algunas veces, cuando valor de activo financiero cae, otro puede subir.
2. Para diversificar hay que invertir en diferentes instrumentos financieros, en diferentes sectores y de diferentes lugares. No hay que poner todos los huevos en una misma canasta.
3. Si se va a invertir poco dinero: recomendación: ir a un fondo de valores o de inversión.

POSIBLES BARRERAS EN LA DIVERSIFICACIÓN

1. Percepción de riesgos
2. Ineficiencia e iliquidez en los mercados internacionales
3. Restricciones Legales
4. Costos

Al hacer una inversión hay que mirar:

1. Riesgo: probabilidad de tener un resultado diferente al que se esperaba.
2. Rentabilidad: Ganancia que genera una inversión: intereses, dividendos, ganancias de capital, otros.
3. Liquidez: Facilidad para convertir un activo financiero en dinero.

VALORES O TÍTULOS EN LOS QUE SE PUEDE INVERTIR – COMPOSICIÓN DE PORTAFOLIO

A. Acciones

1. Se adquiere una parte de la propiedad de una compañía
2. Obtiene participación en las utilidades que logre la empresa
3. Puede obtener beneficios generados por la diferencia entre el precio al cual usted compra y el precio al que usted vende la acción y eventualmente por la venta de los derechos de suscripción.

Los precios de las acciones reflejan la percepción del inversionista sobre tendencias y perspectivas económicas.

Ejemplos:

1. Dow Jones Industrial Average (EEUU): índice constituye a partir de precios de las acciones de 30 empresas industriales más importantes. S&P 500 incluye precio de las acciones de 500 compañías más representativas.
2. Japón: Nikkei
3. Alemania: DAX
4. Inglaterra: Financia Timer Stock Exchange (FTSE)
5. Colombia: COLCAP
6. NASDAQ: National of Securities Dealers Automated Quotion System (volumen: ud\$ 110.000 mm / día).

B. Bonos

1. Son valores o títulos de deuda ya que representan una parte de un crédito constituido a cargo de una entidad emisora.
2. Su plazo mínimo es de un año
3. En retorno de su inversión recibirá una tasa de interés que fija el emisor de acuerdo con las condiciones de mercado, al momento de realizar la colocación de los títulos.
4. Por sus características estos títulos son considerados de renta fija.
5. Bonos corporativos: solidez depende de calificación asignada por agencia calificadora de riesgos.

C. Bocas (Bonos convertibles en acciones)

1. Se les da a sus titulares las prerrogativas propias de los bonos ordinarios
2. Posteriormente se le da a sus propietarios el derecho de convertirlos total o parcialmente en acciones de la respectiva sociedad emisora.
3. Conversión puede ser obligatoria o voluntaria

D. Papeles comerciales

1. Pagars ofrecidos públicamente en el mercado de valores
2. Emitidos por sociedades anónimas, limitadas y entidades públicas, no sujetas a inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera.
3. Vencimiento no puede ser inferior a 15 días ni superior a un año.
4. La rentabilidad la determina el emisor de acuerdo con las condiciones del mercado.

NOTA: Con los bonos ordinarios y papeles comerciales, el emisor mismo define las características de la deuda según sus necesidades (monto, plazo, tasa, modalidad de amortización, garantías y momento en que desea obtener los recursos).

E. Certificados de depósito a término (CDT)

1. Certificado que recibe por depósitos de sumas de dinero, a plazos fijos superiores a 30 días.
2. Los plazos más comunes son los de 30, 60, 90, 180 y 360 días.
3. Se pueden adquirir en bancos comerciales, cooperativas financieras, corporaciones financieras y compañías de financiamiento comercial.
4. La tasa de interés por su depósito está determinada por el monto, el plazo y las condiciones existentes en el mercado.

F. Aceptaciones bancarias y financieras

1. Letras de cambio giradas por un comprador de mercancías o bienes muebles a favor del vendedor de los mismos.
2. Estas letras se convierten en aceptaciones bancarias o financieras cuando el girador de la letra, comprador o importador, solicita al banco, corporación financiera, corporación de ahorro y vivienda o compañía de financiamiento comercial que acepte la responsabilidad principal por el pago oportuno de la misma.
3. El plazo máximo de estos papeles es de 360 días.

G. Títulos de tesorería TES

1. Títulos de deuda pública interna emitidos por la Nación.
2. Títulos que emite el gobierno como mecanismo para el financiamiento de sus actividades.

3. Los TES pueden emitirse en:

- ☐ Moneda legal colombiana (pesos)
- ☐ A tasa fija
- ☐ Sobre la base de un indicador como el IPC o la UVR
- ☐ En dólares de los Estados Unidos de América (US\$).
- ☐ Existen con vencimientos menores a un año.
- ☐ Con tasa de interés fija a diferentes años.

Plazo y Rendimiento:

1. Los de rendimiento variable, expresado este rendimiento por la Unidad de Valor Real (UVR) más un margen y que tienen vencimientos mayores a tres años.
2. También están los TES emitidos en dólares de los Estados Unidos de América, que son emitidos a uno o más años y pagan un rendimiento fijo liquidado a la TRM del día de pago
3. Los TES emitidos con base en el IPC.

La colocación de los TES se realiza en el mercado primario a través del mecanismo de subasta, en fechas preestablecidas.

Los inversionistas los pueden adquirir en el mercado secundario.

Gran crecimiento mercado TES por:

1. Necesidades financiamiento gobierno.
2. Aumento liquidez economía.
3. Sustitución deuda pública externa por deuda interna.

G. Titularización

Proceso en el que diferentes activos son movilizados, constituyéndose un patrimonio autónomo, con cargo al cual se emiten los papeles.

La titularización le permite, sin afectar la capacidad de endeudamiento de la compañía, generar recursos financieros para el desarrollo de sus proyectos.

Es desprenderse, en favor de inversionistas, un flujo futuro de fondos que vaya a generar un grupo de activos homogéneos, que se trasladan a un patrimonio autónomo y el cual es administrado por una sociedad fiduciaria

Con cargo a esos flujos futuros se emiten títulos que se colocan entre los inversionistas.

La rentabilidad de los mismos la fija el emisor de acuerdo con las condiciones del mercado, y su plazo está ligado a las características del activo, sin que éste pueda ser inferior a un año.

Pueden emitirse títulos con características similares a los de renta fija (deuda) o renta variable (participación), o títulos mixtos en los cuales la rentabilidad es en parte fija y en parte variable.

H. Otros títulos de contenido crediticio que estén disponibles en el mercado.

TIPOS DE MERCADO

MERCADO ORGANIZADO: mercado en el que los contratos negociados están estandarizados en cuanto al activo subyacente, tamaño del contrato, vencimiento y forma de liquidación. Se caracteriza por la liquidez y seguridad de las operaciones debido a la existencia de un organismo que actúa como cámara de compensación e incorpora un sistema de garantías y liquidación de posiciones diarias. La principal ventaja de un mercado organizado es la eliminación del riesgo de contraparte y la disminución del riesgo de liquidez.

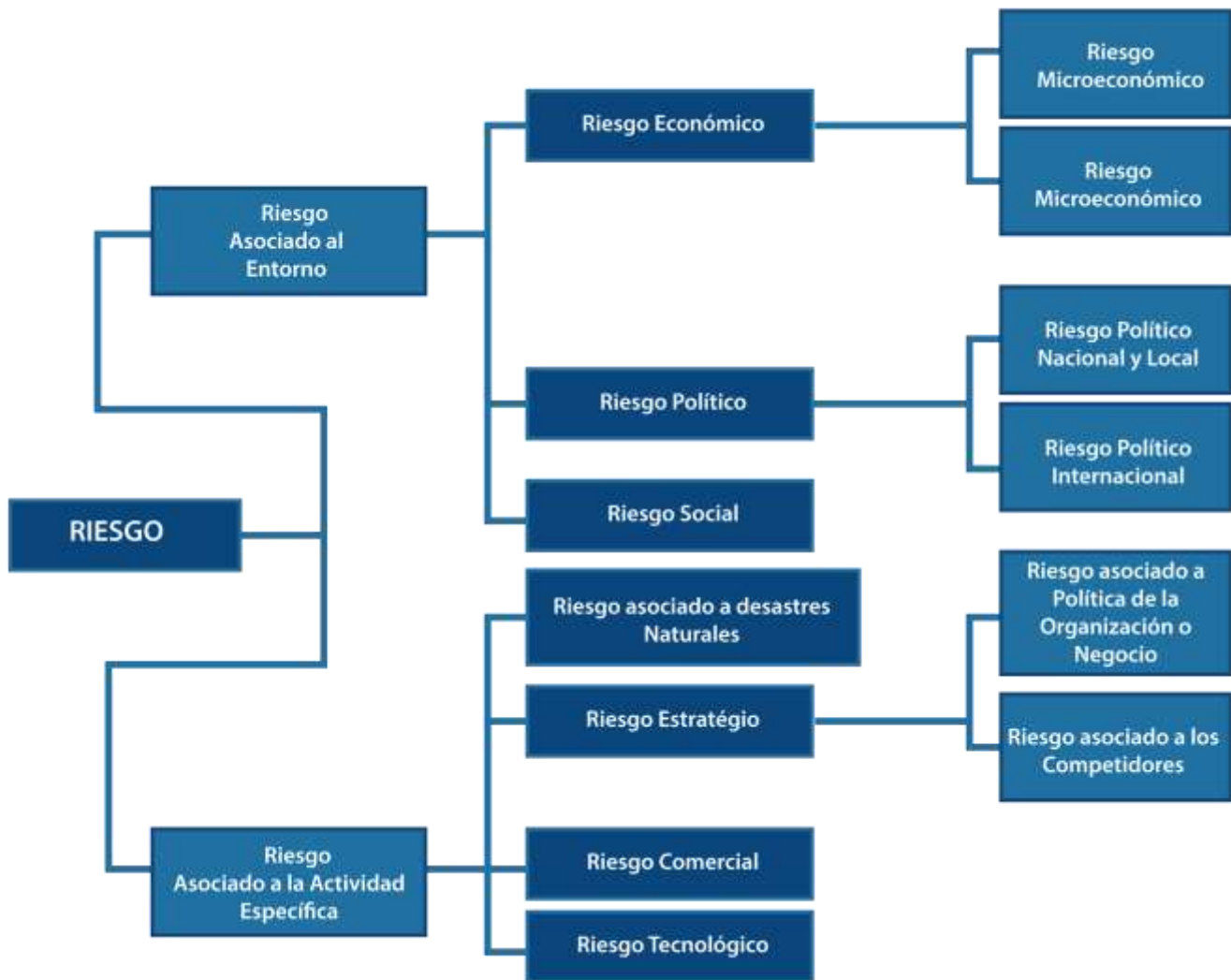
MERCADO OVER THE COUNTER (OTC): mercado no organizado en el que se negocian contratos de derivados no estandarizados de forma directa entre dos partes a través de medios electrónicos. Es decir, se negocian contratos a la medida de las necesidades de las partes que intervienen en la negociación. Es un mercado no regulado en el que no existe cámara de compensación y hay un mayor riesgo de iliquidez.

RIESGO

Es la posibilidad de sufrir o de incurrir en una pérdida. Estadísticamente, el riesgo es definido como la probabilidad de ocurrencia de eventos diferentes a los esperados o la varianza alrededor de éstos.

1. El riesgo implica tanto un daño como la posibilidad de beneficios (aumento o disminución en el valor de un activo),
2. El riesgo implica la posibilidad que ocurra un evento que se puede medir ayudándonos de la ciencia estadística.

FUENTES DEL RIESGO



RIESGOS QUE ENFRENTA UNA ORGANIZACIÓN

Los riesgos más comunes que enfrenta una organización son:



RIESGO DE MERCADO: pérdida que puede presentar un portafolio, un activo o un título en particular, originada por cambios y/o movimientos adversos en las variables de mercado que afectan su precio o valor final. Las instituciones financieras monitorean constantemente ese riesgo porque de este surge buena parte de los beneficios que obtienen.

RIESGO DE CRÉDITO: es el riesgo emergente de la posibilidad de que los deudores no efectúen los pagos comprometidos en el momento oportuno, o en su totalidad. También hace referencia al riesgo de que un emisor de títulos de deuda o un prestatario incurra en incumplimiento de sus obligaciones, o de que no pueda efectuarse el pago respecto de la venta de un instrumento negociable. Se conoce como riesgo de incumplimiento o default. La gestión de este riesgo es muy importante para los bancos comerciales.

RIESGO DE LIQUIDEZ: Comprende el riesgo asociado a transacciones en un mercado con liquidez baja, como por ejemplo un mercado con bajo volumen de transacciones. Bajo tales condiciones la necesidad de venta puede presionar los precios a la baja y probablemente algunos activos pueden tener que ser vendidos a precios por debajo de sus valores "normales".

RIESGO OPERACIONAL: Este es un tipo de riesgo no financiero (a diferencia de los anteriores). Es el asociado a pérdidas causadas por "catástrofes" físicas, accidentes profesionales, fallas técnicas, y/o al error humano en la operación de una firma, incluyendo el fraude, falta de gestión y errores en los procesos.

RIESGO DE NEGOCIO: Aquel que es inherente a la naturaleza del negocio. Se

origina al presentarse cambios en las variables de un plan de negocio destruyendo así su viabilidad, incluyendo riesgos cuantificables tales como el ciclo económico y riesgos no cuantificables tales como cambios en el comportamiento de los competidores del mercado o cambios tecnológicos.

RIESGO DE EMISOR: es la capacidad o percepción que tiene el mercado de que los emisores paguen sus títulos de deuda.

GESTIÓN DEL RIESGO

Proceso de proteger los activos e ingresos de una organización empleando una aproximación científica para afrontar el riesgo (independiente de su naturaleza u origen). Este proceso se orienta a la consecución de beneficios económicos para la organización.

La gestión del riesgo puede tener varios objetivos, entre otros:

- Brindar protección a los activos y el patrimonio de las empresas,
- Conocer mejor los riesgos a los cuales se enfrenta la empresa,
- Minimizar el costoso impacto de ciertos riesgos enfrentados por la empresa,
- Cumplir con las exigencias de ciertos entes reguladores que requieren la implantación de un esquema de cubrimiento de riesgos.

Los 5 componentes de un proceso eficiente de gestión de riesgo

- Identificación del riesgo: implica reconocer los factores que influyen sobre el valor de mercado de los activos bajo estudio, así como las relaciones teóricas que serán la base para su posterior medición y análisis del riesgo.
- Medición y Análisis para que se puedan transformar los datos disponibles en información para la toma de decisiones.
- Planificación: se refiere a la fijación de políticas para maximizar los beneficios de la organización. Igualmente se refiere a las decisiones y acciones orientadas a la mitigación del riesgo.
- Monitoreo: aquí se hace un seguimiento continuo de los indicadores de riesgo y de las acciones de mitigación.
- Control: este permite supervisar ex-post el riesgo y corregir desviaciones del plan de mitigación.

Es importante acompañar estos procesos con la **Comunicación**. Esta provee información y retroalimentación (interna y externa) de las actividades y de los riesgos actuales y futuros a todos los miembros de la organización.

MEDICIÓN Y GESTIÓN DEL RIESGO Y LA ESTADÍSTICA

La estadística es una ciencia que emplea conjuntos de datos para obtener a partir de ellos inferencias (proyección, adivinanza) sobre una población (valor real).

El problema estadístico es encontrar la mejor predicción para un valor real desconocido (poblacional) para el investigador a partir de datos recolectados (muestra) de una población.

La estadística permitirá pronosticar, estimar o “adivinar” el comportamiento de un aspecto de la realidad a partir de los datos históricos.

Para la predicción de una variable se utilizan tres aproximaciones:

-  Predicciones orientas por eventos especiales.
-  Predicciones con base en modelos financieros teóricos (fórmulas mecánicas).
-  Predicciones basadas en modelos estadísticos de series de tiempo (que se pueden apoyar o no en la teoría financiera). Esta última aproximación es la más usada actualmente.

El riesgo de mercado, así como los otros riesgos, involucra cierto grado de aleatoriedad e incertidumbre.

Una forma natural de modelar (de describir) el comportamiento del precio (y los rendimientos) de un activo o portafolio es emplear técnicas estadísticas que permiten capturar la aleatoriedad de la realidad en la que se toman las decisiones de las organizaciones.

El objetivo de la gestión del riesgo será medir el comportamiento incierto de las variables de interés (para poder predecir o inferir el comportamiento futuro) a partir de la información histórica con la ayuda de la estadística y de la teoría financiera.

Ello permitirá efectuar pronósticos que permitan reducir en algo la incertidumbre sobre el futuro y por tanto permitan una mejor administración del riesgo.

COBERTURA DE RIESGO DE MERCADO

Operación que contribuye a disminuir la exposición al riesgo de mercado mediante la compraventa a plazo de derivados financieros u otros activos, de forma que las posiciones previas expuestas se cierren total o parcialmente. Dicho con otras palabras, el procedimiento de cobertura consiste en asegurar hoy el precio de las operaciones financieras, activas o pasivas, que van a tener que realizarse en el futuro mediante el uso de derivados financieros. El objetivo de un coberturista (hedger) es cubrir el riesgo que afronta ante potenciales movimientos en un mercado variable.

OBJETIVO DE LA COBERTURA

Mitigar el riesgo de mercado de las exposiciones relativas a pagos comerciales y servicio de deuda en el corto plazo, entendido como 12 últimos meses, buscando optimizar el cumplimiento del presupuesto.

ANÁLISIS Y DEFINICIÓN DE LA ESTRATEGIA DE COBERTURA

Dependiendo de la exposición al riesgo de mercado que presente la empresa en determinadas fechas se deben realizar análisis teóricos, de mercado, probabilísticos, sondear el mercado y verificar la relación costo beneficio para definir la estrategia de cobertura más óptima. La estrategia de cobertura deberá ser revisada trimestralmente, pero en caso de ocurrir cambios bruscos en el mercado o eventos que impacten considerablemente los pronósticos de los factores de riesgo, deberá ser revisada de inmediato.

CONTRATOS DE COBERTURA

FORWARD: acuerdo o contrato no estandarizado realizado entre dos partes, hecho a la medida de sus necesidades y en un mercado over the counter, en el cual una de las partes se compromete a vender cierta cantidad de determinado bien en una fecha futura a determinado precio de ejercicio (strike) pactado previamente y la otra parte, se compromete a comprar al precio pactado en la fecha futura. Su diferencia con los futuros es que los forwards no son estandarizados y no tienen garantías que si ofrecen los contratos de futuros.

FUTURO: contrato estandarizado negociado en un mercado organizado que establece la obligación de comprar o vender cierta cantidad de un activo en una fecha futura y a un precio determinado, asumiendo las partes la obligación de celebrarlo y el compromiso de pagar o recibir las pérdidas o ganancias producidas por las diferencias de precio del contrato, durante la vigencia del mismo y su liquidación. Tiene el respaldo y es garantizado por una cámara de compensación.

OPCF: Operaciones a Plazo de Cumplimiento Financiero. Contratos de futuro estandarizados respecto al tamaño del contrato, fecha de vencimiento y número de vencimientos abiertos, en el cual se establece la obligación de comprar o vender cierta cantidad de un activo en una fecha futura a un precio determinado, asumiendo las partes la obligación de celebrarlo y el compromiso de pagar o recibir las pérdidas o ganancias producidas por las diferencias de precios del contrato, durante la vigencia del mismo y su liquidación.

OPCION: contrato que otorga al titular el derecho, más no la obligación, de comprar (opción call) o vender (opción put) un activo a un precio específico (precio de ejercicio o strike) hasta o en una fecha futura a cambio del pago de una prima. Por su parte, el vendedor adquiere la obligación de vender o comprar dicho activo al precio de ejercicio pactado en una fecha futura.

OPCION AMERICANA: opción en la que el derecho de compra o de venta se puede ejercer en cualquier momento durante la vida de la opción.

OPCION CALL: contrato que le otorga al titular el derecho, más no la obligación, de comprar determinada cantidad del subyacente en una fecha futura a un precio de ejercicio predeterminado a cambio del pago de una prima; y al

vendedor de la call lo obliga a vender determinado subyacente en una fecha futura a un precio de ejercicio establecido a cambio de recibir una prima.

OPCION EUROPEA: opción en la que el derecho de compra o venta sólo se puede ejercer en la fecha de vencimiento.

OPCION EXOTICA: aquella que no tiene precio de ejercicio fijo y cuyo valor depende del precio del subyacente en la fecha de ejercicio. Es decir, aquella cuyo valor en la fecha de ejercicio no es el de una call ni el de una put plain vanilla, por ejemplo, opciones digitales, look back, asiáticas, barrera, entre otras.

OPCION PUT: Es un contrato establecido entre dos partes, que garantiza el derecho de una de ellas (el titular) a vender un determinado activo, en una fecha determinada en el futuro (fecha de vencimiento) a un determinado precio (precio de ejercicio). Por lo tanto, el titular paga un valor al emisor llamado prima. Y a su vez, la parte que vende la opción put queda obligada a comprar tal subyacente al precio acordado.

OPERACIÓN DELIVERY (CON DERIVADOS): operación realizada mediante el uso de instrumentos derivados en la que hay entrega física del subyacente.

OPERACIÓN NON DELIVERY (CON DERIVADOS): operación realizada mediante el uso de instrumentos derivados en la que no hay entrega física del subyacente sino un pago correspondiente al diferencial entre el precio pactado en la operación y el precio de mercado del subyacente.

POSICION CORTA: posición de venta.

POSICION LARGA: posición de compra.

PRECIO DE EJERCICIO (STRIKE): precio pactado en un contrato de derivados para la compra o venta del subyacente.

PRECIO JUSTO DE INTERCAMBIO: es aquél por el cual un comprador y un vendedor están dispuestos a transar la correspondiente operación con derivados o producto estructurado, de acuerdo con las características particulares de la operación o producto y dentro de las condiciones prevalecientes en el mercado en la fecha de negociación.

PRECIO SPOT: precio de mercado del activo subyacente de un instrumento derivado. Precio al contado.

PRIMA: precio por obtener el derecho de comprar o vender determinado subyacente en un contrato de opciones. El comprador de la opción paga la prima y el vendedor de la opción cobra la prima.

SUBYACENTE: un subyacente de una operación con derivados es una variable directamente observable tal como un activo, un precio, una tasa de cambio, una tasa de interés o un índice, que, junto con el monto nominal y las condiciones de pago, sirve de base para la estructuración y liquidación de la operación con derivados.

SWAP: es un contrato de permuta financiera mediante el cual las partes se comprometen a intercambiar una serie de flujos en fechas futuras establecidas previamente. Los más comunes son los intercambios futuros referenciados

a tipos de interés o tasas de cambio, aunque pueden realizarse sobre diferentes variables. Se consideran una sucesión de contratos forward.

LA CALIFICACIÓN DE RIESGOS

La calificación de riesgos es un concepto emitido por una sociedad calificadora de valores sobre la calidad crediticia de una emisión o capacidad de pago del capital y los rendimientos a que dan derecho los valores emitidos por parte del emisor. En cuanto a calificación de riesgos, a continuación, se hace referencia al régimen de las sociedades calificadoras de riesgos y al procedimiento de calificación.

CALIFICADORAS DE RIESGO

Las calificadoras de riesgo son entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera y, por lo tanto, su requieren autorización de esta entidad e inscripción en el RNAMV para funcionar. En Colombia están autorizadas como calificadoras de riesgo Fitch Ratings Colombia S.A Sociedad Calificadora de Valores, BRC

Services Colombia S.A. y Value and Risk Rating S.A.).

Las calificadoras de riesgos deben constituirse como sociedades anónimas cuyo objeto social exclusivo es la calificación de valores o riesgos relacionados con la actividad financiera, aseguradora, bursátil o cualquier otra relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos captados del público.

Las calificaciones que emiten las calificadoras de riesgo en desarrollo de su actividad constituyen una estimación razonable sobre la probabilidad de que la entidad calificada cumpla con sus obligaciones contractuales o legales, sobre el impacto de los riesgos que está asumiendo el calificado, o sobre la habilidad para administrar inversiones o portafolios de terceros, según sea el caso.

En particular, dentro del objeto autorizado de las calificadoras de riesgo se encuentran las siguientes actividades, además de las que se incluyan en el reglamento de la respectiva calificadora:

 Calificación del emisor o contraparte, de la emisión de deuda y de la capacidad de cumplir oportunamente con flujos estimados en proyectos de inversión.

II) Calificación de riesgos de portafolios de inversión colectiva y calificación sobre la habilidad para administrar inversiones o portafolios de terceros.

III) Calificación de capacidad de pago de siniestros de las compañías de seguros.

IV) Homologación de calificaciones otorgadas por agencias calificadoras de riesgos o valores extranjeras reconocidas por la Superintendencia Financiera, que no cuenten con presencia comercial en Colombia, y sólo para aquellos casos en los cuales se acepte la calificación por entidades del exterior.

V) Las calificaciones que se exijan mediante normas especiales.

En el desarrollo de la actividad de calificación de valores, las calificadoras están sujetas a dos tipos de prohibiciones: unas prohibiciones de carácter general y unas prohibiciones especialmente dirigidas a garantizar su independencia.

DIVULGACIÓN AL MERCADO

Una vez se ha otorgado la calificación, la calificadora debe informar la misma a la Superintendencia Financiera, a los sistemas de negociación en donde se vaya a negociar el valor y al público en general. Esta obligación aplica igualmente para las revisiones periódicas y extraordinarias de la respectiva calificación.

REVISIÓN DE LA CALIFICACIÓN

Las calificaciones emitidas por las calificadoras de riesgo son objeto de dos tipos de revisiones: revisiones periódicas y revisiones extraordinarias.

En virtud de las revisiones periódicas, las calificadoras deben re-examinar las calificaciones otorgadas de conformidad con la periodicidad que se pacte, la cual en ningún caso puede superar un (1) año. Esta periodicidad se entiende como vigencia de la calificación, y el plazo de revisión se contará a partir del otorgamiento de la última calificación periódica o de la calificación inicial para aquellos casos en que sea la primera calificación.

En virtud de las calificaciones extraordinarias, las calificadoras deben efectuar una supervisión permanente sobre las calificaciones otorgadas, y, en desarrollo de esta supervisión, deben informar al mercado cualquier situación extraordinaria o susceptible de afectar los fundamentos sobre los cuales se otorgó la calificación. Esta revisión en ningún caso suple la revisión periódica.

TIPOS DE CALIFICACIONES

Existen varios tipos de calificaciones dependiendo del tipo de obligación que se califique, y, particularmente, existen actualmente seis tipos de calificaciones en Colombia. Dentro de cada calificación se incluyen distintos grados, dependiendo de la calidad crediticia de cada entidad o valores. Adicionalmente, cada calificadora de valores en Colombia incluye aspectos especiales en las escalas de calificación. A continuación, se señalan los distintos tipos de calificaciones, las escalas de calificación y, cuando aplique, los aspectos especiales en la calificación que son propios de cada calificadora.

RANGO DE CALIFICACIONES DE LARGO PLAZO

AAA Emisiones con la más alta calidad crediticia. Los factores de riesgo son prácticamente inexistentes.

AA+ AA AA- Emisiones con muy alta calidad crediticia. Los factores de protección son fuertes. El riesgo es modesto, pero puede variar ligeramente en forma ocasional.

A+ AA Emisiones con buena calidad crediticia. Los factores de protección son adecuados. Sin embargo, en períodos de bajas en la actividad económica, los riesgos son mayores y más variables.

BBB+ BBB BBB- Los factores de protección al riesgo son inferiores al promedio; no obstante, se consideran suficientes para una inversión prudente. Existe una variabilidad considerable en el riesgo durante los ciclos económicos, lo cual puede provocar fluctuaciones frecuentes en su calificación.

BB+ BB BB- Emisiones situadas por debajo del grado de inversión. No obstante, se estima probable que el emisor pueda cumplir sus obligaciones al vencimiento de las mismas. Los factores de protección estimados fluctúan de acuerdo con las condiciones de la industria y la habilidad de la administración de la compañía. La calidad de estas emisiones puede variar frecuentemente.

B+ B B- Emisiones situadas por debajo del grado de inversión. Existe el riesgo de que el emisor no cumpla sus obligaciones. Los factores de protección financiera fluctúan ampliamente en los ciclos económicos, condiciones de la industria y la habilidad de la administración del emisor para manejarlos. Las emisiones calificadas en esta categoría también pueden variar frecuentemente.

C Emisiones muy inferiores al grado de inversión. Se caracterizan por tener un alto riesgo en su pago oportuno. Los factores de protección son escasos y el riesgo puede ser sustancial en las situaciones desfavorables, tanto de la industria como del emisor.

D Las emisiones de esta categoría se encuentran en incumplimiento de algún pago u obligación.

E Sin suficiente información para calificar.

RANGO DE CALIFICACIONES DE CORTO PLAZO

NIVEL ALTO

1+ Emisiones con la más alta certeza de pago oportuno. La liquidez a corto plazo, factores de protección y acceso a fuentes alternas de recursos son sobresalientes.

1 Emisiones con muy alta certeza en el pago oportuno. Los factores de liquidez y protección son muy buenos y los riesgos insignificantes.

1- Emisiones con alta certeza en el pago oportuno. La liquidez es alta y está soportada por altos factores de protección. Los riesgos tienen una magnitud baja. .

NIVEL BUENO

2 Emisiones con alta certeza en el pago oportuno. La liquidez y factores de protección son altos. Sin embargo, las necesidades continuas de fondos pueden incrementar los requerimientos totales de financiamiento. El acceso a los mercados de capitales es alto. Los factores de riesgo tienen una magnitud baja.

NIVEL SATISFACTORIO

3 La liquidez es satisfactoria y otros factores de protección hacen que la emisión sea calificada como inversión aceptable. Es de esperar que se dé el pago oportuno. No obstante, los factores de riesgo son mayores y están sujetos a variaciones.

NIVEL QUE NO CALIFICA PARA INVERSIÓN

4 Emisiones con características de inversión especulativas. La liquidez no es suficiente para garantizar el servicio de la deuda. Los factores de protección están sujetos a un alto grado de variación.

NIVEL DE INCUMPLIMIENTO

5 Las emisiones se encuentran en incumplimiento de algún pago u obligación.

6 Sin suficiente información para calificar.

Según lo indica la anterior tabla, se consideran calificaciones en el grado de inversión hasta 3 y como grado de alto riesgo o nivel que no califica para inversión 3, 4, y 5.

4 PISTAS DE APRENDIZAJE

<recopilación de pistas de aprendizaje (todas las pistas de aprendizaje)>

5 GLOSARIO

6 BIBLIOGRAFÍA

- García, Oscar León. Administración Financiera Fundamentos y Aplicaciones. Cuarta Edición. Prensa Moderna Impresores S.A., 2009.
- García, Oscar León. Valoración de Empresas, Gerencia del Valor y EVA. Prensa Moderna Impresores S.A., 1999.
- Ortiz, Alberto. Gerencia Financiera. Mc Graw Hill, 1998.
- Jaramillo, Fernando. Los Estados Financieros y el Nuevo Estado Financiero Básico – El Estado de Flujo de Efectivo -. Primera Edición. Editorial ICESI, 1995.
- Martinez Pedros, Daniel, Diagnóstico estratégico, editorial HARLEQUIN IBERICA, 2012.
- DE Lara Haro Alfonso, Medición y control de riesgos financieros, Editorial Limusa, 2005.
- Tomás, J; Amat, J y Esteve, M. (2005), Cómo analizan las entidades financieras a sus clientes. Ediciones Gestión 2000, S.A.
- Hull, J. (2011). Risk Management and Financial Institutions. Prentice Hall.
- Kolb, Robert W. Inversiones. Editorial Limusa, 2001.
- Shim, Jae K y Siegel Joel G. Dirección Financiera. Segunda Edición. Editorial Mc Graw Hill, 2004.
- Zvi Bodie y otros. Principios de Inversiones. Quinta Edición. Editorial Mc Graw Hill, 2004.

FUENTES DIGITALES

- www.portafolio.com.co
- www.larepublica.com.co
- www.superfinanciera.gov.co
- www.banrep.gov.co

www.dinero.com.co