Universidad Abierta Interamericana

“ANALISIS DE LAS CAUSAS DE INSOLVENCIA”

PROFESOR: MARIO ARMANDO MENA

ALUMNO: OSCAR ALBERTO ORELLA

TITULO: Pos-grado de Especialización en Sindicatura Concursal

FACULTAD: Universidad Abierta Interamericana.

Fecha: diciembre de 2012.

OBJETIVO GENERAL

- El objetivo general es, en un comienzo de la exposición del trabajo introducir al jurado en la temática que se debe llevar a cabo en la formación del informe general art39 Inc.1
- Causas de insolvencia económica del deudor.
    - Informe que a priori no es sencillo de realizar si no se cuenta con una batería de datos e índices resultando de ello, un “tablero de control” pasivo, para determinar con mayor certeza puntos fuertes y débiles de la concursada.

- Requerir información para evaluarla y conocer la actividad que desarrolla la concursada, y su grado de capacidad ociosa de producción.
- Tomar datos estadísticos, volúmenes de ventas, compras, planillas de caja, a efectos de posicionarla en el mercado, posibles competidores etc.
- Determinar si los recursos necesarios para desarrollar su actividad surgen en un contexto local o externo con tasas de “mercado perfecto” o de alto riesgo.
- Ventas: Si el producto o servicio que brinda a la comunidad esta dirigido a una población masiva (consumidor final o clasificado), o industrial (etapa primaria, etc.).
- Distribución a cargo de la empresa o de un intermediario. (Distribuidor).

- COSTO DEL CAPITAL (Propio y de Terceros). Mas adelante veremos con mayor precisión estos temas referidos.
    - Proveedores locales.

- Proveedores Externos.
- Muy importante es conocer si son proveedores monopólicos o no. Esto nos conduce a confirmar si se esta trabajando en un mercado transparente o monopólico.
- Compras, distinto es el análisis que nos detendremos a ver mas adelante si tenemos:
    - Mono-proveedores de Materias Primas cuya participación es alta respecto del costo total del producto final, ó
    - Pluri–proveedores de Materias Primas cuya participación es baja respecto del costo total del producto final, es diversificada su composición de materias primas de su producto final ofrecido.
- Entidades Bancarias:
    - Clientes: Si es dirigido al consumidor final de un producto masivo, vamos a encontrarnos con grandes cantidades de volúmenes de información como cuentas a cobrar que en general no deberían tener inconvenientes a la hora de cobrar. (Efectivo, Debito o Tarjeta).
    - Clientes: Distinto es “si es dirigido al Consumidor final de un producto masivo (canales de Distribución Externos)” es decir que sus Cuentas a cobrar estarán apuntaladas en estos receptores de la mercadería , que a la hora de las respectivas cobranzas se deberán negociar con un trato diferente que con los consumidores finales.
    - Estos dos últimos puntos, se relaciona con el tipo de proveedor y da como resultado donde se puede negociar

para obtener crédito a baja tasa de mercado, y comparar con los bancos.

- Acciones comunes.
  - Otro modo de generar crédito a tasa con bajo costo
- Utilidades retenidas (política de dividendos)
  - Otro modo de generar crédito, pero cabe recordar que una mala política de distribución de dividendos es una de las 7 enfermedades mortales de la Gerencia (Método Deming). Escasez de inversión propia.

- APALANCAMIENTO FINANCIERO (Riesgo Operativo y Financiero)
  - Del análisis resultara la capacidad que tiene la concursada de reestructurarse financiera y operativamente con algún tipo de modificación de sus costos, punto de equilibrio, capacidad ociosa, es decir lograr un cambio que resulte apalancar los resultados económicos y financieros.
  - Cambios en sus costos variables, recursos humanos variables, cambios en sus maquinarias, no utilización de aquellas maquinarias ineficientes, etc.
- RIESGOS
  - En este punto se lo instala a la concursada dentro de este mercado de tasas y riesgos a llevar adelante para su restructuración, teniendo presente los rendimientos tasas e índices de inflación, valor actual de la empresa.
- FIDEICOMISOS Ley 24.441 OTRAS FORMAS DE FINANCIAR LA CRISIS O NECESIDADES DE CREDITO

INDICE

TEMAS A TRATAR

1. COSTO DEL CAPITAL (Propio y de Terceros) H.6
    a. Proveedores
    b. Entidades bancarias
    c. Acciones comunes (costo de la acción ordinaria)
    d. Utilidades retenidas
2. APALANCAMIENTO FINANCIERO (riesgos Operativo y financiero) H.12
    a. Positivo
    b. Negativo
    c. Neutro
    d. Operativo
    e. Total
3. Riesgos H.24
    a. Tasas de rendimientos libre de riesgos
    b. Tasas del mercado interno
    c. Efectos de la inflación a la renta contable
    d. 6 lecciones s/ eficiencia del mercado
4. Fideicomisos Ley 24.441 (Otras formas de Financiar Crisis o Necesidades de Crédito) H.41

1. COSTO DEL CAPITAL (Propio y de Terceros)

Toda empresa posee 5 (cinco) capacidades de generar recursos de capital: “La capacidad de financiación”, la capacidad de inversión, la capacidad de producción, la capacidad de comercialización y la capacidad de generar utilidades. Hablaremos de la primera capacidad: LA CAPACIDAD DE FINANCIACIÓN.

Toda compañía tiene diferentes fuentes de financiamiento:

> “Externa”: se puede financiar con proveedores, pasivos laborales, entidades bancarias, el mismo estado, hipotecas, bonos, etc.
>
> “Interna”: con acciones comunes, acciones preferentes y utilidades retenidas. Desde el punto de vista financiero, las acciones comunes, preferentes y las utilidades retenidas, son de uso exclusivo de los accionistas o dueños de la empresa, en otras palabras, es otro tipo de deuda que contrae la empresa con la diferencia de que se “emite” con sus mismos propietarios.

Si se analizan las fuentes externas se comprobará que cada componente de la deuda tiene un costo financiero: Así se puede observar que los proveedores tendrán un costo que puede equivaler al monto de “los descuentos no tomados” aún conociendo que la empresa puede asumir compromisos de contado, es decir, cuenta con la capacidad de pago necesaria como para generar beneficios por pronto pago. Los créditos con entidades bancarias tendrán en la tasa de interés pactada su costo de deuda, al igual que en las hipotecas y los bonos. Por su parte las obligaciones contraídas con los empleados de la organización podrían estimarse en el monto de interés que el estado

obliga a las compañías a cancelar por el uso de sus cesantías. En fin, todo componente de deuda tiene implícito un costo financiero.

a. PROVEEDORES (CREDITO COMERCIAL)

Generalmente las empresas siempre tendrán financiamiento con sus proveedores y éste será, proporcionalmente, el mayor componente de los pasivos corrientes o circulantes en compañías no financieras. El motivo transaccional se ve reflejado en las cuentas por pagar cuando se carece de efectivo y favorece a la empresa que provee recursos pues puede llegar a especular en alguna forma con los precios. El costo del crédito comercial está representado por el porcentaje de descuentos perdidos por carecer de liquidez.

- Aquí es importante hacer esta pregunta ¿Que tipo de Proveedor abastece a la concursada?, es decir,
- Proveedores Locales.
- Proveedores Externos.
- Proveedor Monopólico.
- Aquí es importante hacer esta pregunta ¿Que tipo de Compras se abastece la concursada?, es decir,
- Materias Primas y materiales cuya participación es alta respecto del costo total del producto o servicio final.
- Materias Primas cuya participación es baja respecto del costo total del producto final, es diversificada su composición de materias primas de su producto final ofrecido.

El análisis, apuntara en términos generales a Proveedores locales o externos con abastecimiento de mercaderías diversificadas a efectos de conocer los descuentos que se realizan en plaza, y si los esta utilizando correctamente.

Supóngase que la concursada "NN" recurre a su proveedor el cual establece unos términos de crédito de 2.5/10 neto 30. "NN" ha venido realizando compras anuales en promedio de $14.625.000 al precio

verdadero, es decir, ha tomado descuentos del 2.5% por un financiamiento máximo de 10 días a partir de la fecha de factura. En este orden de ideas, el monto promedio de cuentas por pagar de "NN" sería de $406.250.

i) ¿Cuál sería el monto de cuentas por pagar de NN si llegara a prolongar los términos de crédito al día 30 por problemas de iliquidez?

ii) ¿Cuál es su “costo financiero” por perder el descuento del 2.5% en un crédito de 10 días?

iii) ¿Cuál sería el costo anual efectivo?

RESPUESTAS:

La respuesta a i) es : 14.625.000÷360*30 = $1.218.750.

La respuesta a ii) es: 14.625.000÷(1-0.025)=15.000.000 (precio verdadero)

15.000.000-14.625.000 = 375.000 costo anual de financiamiento.

375.000÷812.500 = 46.15% costo crédito comercial.

Esto es importante relacionarlo con la receta de los materiales para su valuación del costo y su posible margen de utilidad

Es decir UTILIZA LOS 10 DIAS EL COSTO ES DE 406.250

Si UTILIZO LOS 30 DIAS EL COSTO ES DE 1.218.750

$$\frac{\%descuento}{100-\%descuento} * \frac{360}{diaspendientedepago - periododedescuento}$$

b. ENTIDADES BANCARIAS

Todo componente de la estructura financiera tiene un costo pues representan un capital y éste tiene un valor en el tiempo. Pues bien, el costo de obligaciones contraídas con las entidades bancarias es igual a:

KD (1– T) donde T es igual a la tasa de impuesto.

Sin embargo, es importante tener en cuenta que en materia de evaluación financiera se debe trabajar con tasas efectivas. En el estudio de la ESTRUCTURA DE CAPITAL cabe destacar que los intereses producto de la deuda son "deducibles de impuestos". Por lo tanto se debe tener en cuenta que esa es la razón por la cual se tomará el costo después de impuestos.

Ejemplo, ¿cuál es el costo de la deuda para un crédito bancario que tiene una tasa efectiva anual del 18% con una tasa impositiva del 35%?

KD (1 –T) = 0.18 (1 – 0.35) = 0.117 = 11.7%

Este 11.7% sería el costo de las NUEVAS DEUDAS y su aplicación se daría en el momento de realizar decisiones de presupuesto de capital o nuevas alternativas de inversión.

c. ACCIONES COMUNES (CAPITAL CONTABLE)

Si usted fuera inversionista o "posible comprador de una compañía concursada", ¿cuál sería la rentabilidad que esperaría si conociera que la empresa contrae deudas con entidades bancarias al 18% E. A. antes de impuestos? Si los resultados son óptimos, como mínimo la rentabilidad para los accionistas debería ser el 11.7%, es decir, el costo de la deuda después de impuestos. Tal es la razón por la cual la financiación a través de nuevas acciones con lleva un costo mayor al costo de la deuda.

CABE TENER PRESENTE QUE ESTE BENEFICIO IMPOSITIVO NO SIEMPRE ESTARA PRESENTE, NADA MENOS QUE EN UNA EMPRESA EN CRISIS DE INSOLVENCIA O CONCURSADA .

Sin embargo, todo inversionista siempre está preocupado por su rentabilidad por acción, la cual depende de la eficiencia y eficacia de la empresa mostrada a través de los resultados reflejados en los dividendos generados. ¿Si se conociera el monto de los futuros dividendos, cuál sería el costo de la nueva emisión de acciones? En primera medida es necesario tener en cuenta que el valor presente de una acción no es más que el valor presente neto de los dividendos descontados a la tasa de oportunidad del accionista. También se hace necesario conocer la forma como el dividendo se va a comportar (política), es decir, va a permanecer constantes durante un periodo indefinido o por el contrario, va a tener una tasa determinada de crecimiento.

Ejemplo: ¿Si se espera un dividendo de $300 (D1) y éste se comportara constante, cuál sería el costo de la nueva emisión de acciones si su costo de emisión es de $150 (E) para una acción que tiene un valor nominal de $500 y que se espera vender en el mercado a $2.000 (Po)? Tenga en cuenta que el precio actual de la acción es igual a una serie infinita que converge a un número finito igual al dividendo esperado sobre su tasa de descuento o costo de oportunidad; entonces: Po = Precio actual de la acción; D1 = dividendo esperado; E = Costo emisión. La ecuación es la siguiente:

$$Po = \frac{D1}{\%\ descuento}$$

Po=Precio actual de la acción-Costos de emisión=Po-E = 2.000-150 = 1850

% descuento = costo de capital

Al despejar el Costo de capital se tiene un resultado del 16.22%

Es decir: (D1)300 / (Po)1850 = % 16,22

Si la política de dividendos estableciera una tasa de crecimiento del 10% como ejemplo, entonces el costo de capital para esta emisión de acciones quedaría:

Costo de capital + 0.10 = 0.2622 = 26.22%

Es decir, una vez se despeje el costo de capital deberá agregar la tasa de crecimiento (g) a la ecuación (1)

La interpretación es la siguiente: En el caso de que la empresa se financiara a través de una emisión de acciones bajo una política de dividendos constantes, el costo de la financiación equivaldría al 16.22%. Si cambiara la política a una tasa de crecimiento constante del 10%, el costo de la financiación se incrementaría al 26.22%.

d. UTILIDADES RETENIDAS (CAPITAL CONTABLE)

Suponga que usted decide analizar una determinada inversión que existe en el mercado. Después de evaluarla se pronostica para dicha inversión, una rentabilidad del 16.22%. Imagine que usted también tiene algunas inversiones en el mercado de valores representadas en acciones. Al final de ese año, la asamblea de accionistas en la cual usted participa, tiene pronosticado no pagar dividendos, es decir, retendrá utilidades. ¿Cuál sería el costo asumidos por usted como inversionista?

Se ha mencionado que el costo de la deuda debería ser como mínimo el rendimiento esperado. Igualmente el costo de retener utilidades sería la rentabilidad que esperan los accionistas sobre sus acciones. Este costo también podría compararse con el costo de oportunidad. Para el ejemplo citado, el costo asumido por usted, en primera instancia, sería del 16.22% pues es el porcentaje de rentabilidad dejado de percibir en otra inversión. También es importante tener en cuenta que, "al retener utilidades, la empresa se estaría financiando a través de un capital que es de propiedad de los accionistas", por lo tanto, podría parecerse a una emisión de acciones con la diferencia que ésta no tienes costos de emisión y que no alteraría la estructura accionaria de ese momento.

El costo de capital contable para utilidades retenidas es más bajo que el costo de capital vía emisión de acciones debido a que en él no

se incorpora los gastos de emisión. Con los mismos datos del ejemplo del costo de capital contable para la emisión de acciones, el costo de utilidades retenidas sería del 15% y la ecuación quedaría entonces:

$$CUR = \frac{D1}{Po}$$

CUR = Costo de Utilidades Retenidas

Donde D1 = 300; Po = 2.000 (no se descuentan costos de emisión)

Costo de utilidades retenidas = 0.15 = 15%

$$\text{Reemplazo} = \frac{300}{2000} \times 100 = 15\%$$

2. APALANCAMIENTO FINANCIERO (Riesgos Operativo y financiero)

Reseña de Aplacamiento Operativo: Se entiende por “apalancamiento operativo”, el impacto que tienen los costos fijos sobre la estructura general de costos del Capital. Por ejemplo: al invertir la empresa en activos fijos se generará una carga fija por concepto de depreciación. Generalmente estas inversiones se hacen con el fin de actualizar la tecnología de la empresa y, como consecuencia de estas inversiones, algunos costos variables como por ejemplo la mano de obra directa, sufren una disminución en la estructura de costo de la empresa.

Al desplazar mano de obra directa (costo variable) por depreciación (costo fijo), la estructura de costos de la empresa sufre cambios importantes, repercutiendo en el nivel de las utilidades operacionales.

Estos cambios son evaluados a la luz del Grado de Apalancamiento Operativo, G.A.O., el cual mide el impacto de los costos fijos sobre la

UAII (utilidad operacional) ante un aumento en las ventas ocasionado por inversiones en tecnología.

El Apalancamiento Operativo de la concursada se puede medir en estos términos

(1)Flujo de Tesorería = INGRESO – COSTOS FIJOS – C VARIABLES

Cabe aclarar que:

Dependiendo del contexto económico que sufra la concursada y la volatibilidad de los mercados.

Flujo de Caja Nominal es "distinto" del Flujo de Caja Real (estos tiene incorporados índices de inflación y primas de riesgo de mercado).

Costos Fijos y Variables, es importante determinar los componentes de cada costo involucrado (materia prima, mano de obra, mantenimiento, seguridad, impuestos etc.) y analizar el grado de posibles desvíos a efectos de mejorar la ecuación (1), variación que tendrá como destino incrementar el capital de trabajo de la concursada, necesario para no caer en insolvencia e incumplimientos de sus obligaciones.

Es importante conocer si la concursada tiene o ha desarrollado un buen PLAN DE MANTENIMIENTO, o de ser factible según el tamaño de la industria o fabrica un PLAN DE INVERSIONES, para mantener optimo su estado de funcionamiento, con estas herramientas se elabora un buen flujo de fondos necesarios para ser aplicados a las distintas alternativas que la fase industrial requiere, que de no ser así, puede ocasionar contratiempos, es decir hay gastos de mantenimiento ordinarios, que se cumplen diariamente pero los gastos o partidas de mantenimiento extraordinarios, que la concursada tuvo que soportar sin una debida planificación ocasionara restricciones "de caja" "insolvencia", que no necesariamente están relacionados con el flujo normal del negocio.

Y si no hay ? Igualmente se debe solicitar a fábrica o a la Dirección General un plan de mantenimiento o al menos un informe sobre gastos extraordinarios para poder separar costos fijos del proceso de elaboración de aquello que no lo es, por ejemplo renovación o mejoras en maquinarias para poder advertir en que estado esta hoy la fabrica antes de caer en insolvencia.

"Apalancamiento financiero": es el efecto que introduce el endeudamiento sobre la rentabilidad de los capitales propios. La variación resulta más que proporcional que la que se produce en la rentabilidad de las inversiones. La condición necesaria para que se produzca el apalancamiento amplificador es que la rentabilidad de las inversiones sea mayor que el tipo de interés de las deudas.

Concepto

Se denomina apalancamiento a la posibilidad de financiar determinadas compras de activos sin la necesidad de contar con el dinero de la operación en el momento presente.

Es un indicador del nivel de endeudamiento de una organización en relación con su activo o patrimonio. Consiste en utilización de la deuda para aumentar la rentabilidad esperada del "capital propio". Se mide como la relación entre deuda a largo plazo más capital propio.

Se considera como una herramienta, técnica o habilidad del administrador, para utilizar el Costo por el interés Financieros para maximizar Utilidades netas por efecto de los cambios en las Utilidades de operación de una empresa.

Es decir: los intereses por préstamos actúan como una **PALANCA**, contra la cual las utilidades de operación trabajan para generar cambios significativos en las utilidades netas de una empresa.

En resumen, debemos entender por Apalancamiento Financiera, la Utilización de fondos obtenidos por préstamos a un costo fijo máximo, para maximizar utilidades netas de una empresa.

Clasificación de Apalancamiento Financiero

a) Positiva Productiva T.i.r. Activo Propio > Prestamos Terceros

b) Negativa Improductiva.

c) Neutra Punto de Indiferencia (PARA UNA CONCURSADA NO ES INDIFERENTE PUES SI EL PLAN ES VIABLE Y SUSTENTABLE MANTIENE ASI LOS PUESTOS DE TRABAJO Y SU ECONOMIA REGIONAL).

a) **Apalancamiento Financiero positivo:** Cuando la obtención de fondos proveniente de préstamos es **productiva,** es decir, cuando la tasa de rendimiento que se alcanza sobre los activos de la empresa, es **mayor** a la tasa de interés que se paga por los fondos obtenidos en los préstamos.

b) **Apalancamiento Financiero Negativo:** Cuando la obtención de fondos provenientes de préstamos es **improductiva,** es decir, cuando la tasa de rendimiento que se alcanza sobre los activos de la empresa, es **menor** a la tasa de interés que se paga por los fondos obtenidos en los préstamos.

c) **Apalancamiento Financiero Neutro:** Cuando la obtención de fondos provenientes de préstamos llega al **punto de indiferencia**, es decir, cuando la tasa de rendimiento que se alcanza sobre los

activos de la empresa, es **igual** a la tasa de interés que se paga por los fondos obtenidos en los préstamos.

Punto mínimo o ideal para una empresa en crisis ¿?.

Riesgo Financiero

Frente al apalancamiento financiero la empresa se enfrenta al riesgo de no poder cubrir los costos financieros, ya que a medida que aumentas los cargos fijos, también aumenta el nivel de utilidad antes de impuestos e intereses para cubrir los costos financieros.

El aumento del "apalancamiento financiero" ocasiona un riesgo creciente, ya que los pagos financieros mayores obligan a la empresa a mantener un nivel alto de utilidades para continuar con la actividad productiva y si la empresa no puede cubrir estos "pagos", puede verse obligada a cerrar por aquellos acreedores cuyos reclamos estén pendientes pago.(Riesgo de insolvencia sin "Quiebra").

El administrador financiero tendrá que decir cuál es el nivel aceptable de riesgo financiero, tomando en cuenta que el incremento de los intereses financieros, esta justificado cuando aumenten las utilidades de operación y utilidades por acción, como resultado de un aumento en las ventas netas.

Grado de Apalancamiento Financiero

Es una medida cuantitativa de la sensibilidad de las utilidades por acción de una empresa, el cambio de las utilidades operativas de la empresa es conocida como el GAF. El GAF a un nivel de utilidades operativas en particular es siempre el cambio porcentual en la utilidad operativa que causa el cambio en las utilidades por acción.

Con frecuencia se sostiene que el financiamiento por acciones preferentes es de menor riesgo que el financiamiento por deuda de la empresa emisora. Quizás esto es verdadero respecto al riesgo de insolvencia del efectivo pero

el GAF dice que la variedad relativa del cambio porcentual en las utilidades por acción (UPA) será mayor bajo el convenio de acciones preferentes, si todos los demás permanecen igual. Naturalmente esta discusión nos conduce al tema del riesgo financiero y su relación con el grado de apalancamiento financiero.

En forma similar al apalancamiento de operación, el grado de Apalancamiento financiera mide el efecto de un cambio en una variable sobre otra variable. El Grado de Apalancamiento Financiero (GAF) se puede definir como el porcentaje de cambio en las utilidades por acción (UPA) como consecuencia de un cambio porcentual en las utilidades antes de impuestos e intereses (UAII).

APALANCAMIENTO TOTAL

1. Concepto.-

Es el reflejo en el resultado de los cambios en las ventas sobre las utilidades por acción de la empresa, por el producto del apalancamiento de operación y financiero.

Si una empresa tiene un alto grado de apalancamiento operativo, su P.E. (punto de equilibro) es relativamente alto, y los cambio en el nivel de las ventas tienen un impacto amplificado o "**Apalancado**" sobre las utilidades. En tanto que el apalancamiento financiero tiene exactamente el mismo tipo de efecto sobre las utilidades; cuanto más sea el factor de apalancamiento, más altos será el volumen de las ventas del punto de equilibrio y más grande será el impacto sobre las utilidades provenientes de un cambio dado en el volumen de las ventas.

2. Riesgo Total:

Es el peligro o inseguridad de no estar en condiciones o capacidad de cubrir el producto del riesgo de operación y riesgo financiero.

Luego entonces, el efecto combinado de los apalancamientos de operación y financiero, se denomina apalancamiento total, el cual esta relacionado con el riesgo total de la empresa.

En conclusión, entre mayor sea el apalancamiento operativo y financiero de la empresa mayor será el nivel de riesgo que esta maneje. Y por ende mayor su exposición a la INSOLVENCIA.

3. Grado de Apalancamiento Total:

El grado de apalancamiento combinado utiliza todo el estado de resultados y muestra el impacto que tienen las ventas o el volumen sobre la partida final de utilidades por acción.

RAZONES DE APALANCAMIENTO

Las razones de apalancamiento, que miden las contribuciones de los propietarios comparadas con la financiación proporcionada por los acreedores de la empresa.

tienen algunas consecuencias a saber:

Primero:

Examina el capital contable, o fondos aportados por los propietarios, para buscar un margen de seguridad.

Si los propietarios han aportado sólo una pequeña proporción de la financiación total.

% CAPITAL PROPIO < % CAPITAL DE TERCEROS = RESPONSABILIDAD PRINCIPAL ACREEDORES

Los riesgos de la empresa son asumidos principalmente por los acreedores.

Segundo:

Reuniendo fondos por medio de la deuda, los propietarios obtienen los beneficios de mantener el control de la empresa con una inversión limitada.

Tercero:

Si la empresa gana más con los fondos tomados a préstamo que lo que paga de interés por ellos, la utilidad de los empresarios es mayor.

En el primer caso, cuando el activo gana más que el costo de las deudas, el apalancamiento es favorable.

En el segundo Caso es desfavorable.

Las empresas con razones de apalancamiento bajas tienen menos riesgos de perder cuando la economía se encuentra en una recesión, pero también son menores las utilidades esperadas cuando la economía esta en auge. En otras palabras, las empresas con altas razones de apalancamiento corren el riesgo de grandes pérdidas, pero tienen también, oportunidad de obtener altas utilidades.

Las perspectivas de grandes ganancias son convenientes, pero los inversionistas son reacios en correr riesgos. Las decisiones acerca del uso del equilibrio deben comparar las utilidades esperadas más altas con el riesgo acrecentado.

En la práctica, el apalancamiento se alcanza de dos modos. Un enfoque consiste en examinar las razones del balance general y determinar el grado con que los fondos pedidos a préstamo han sido usados para financiar la empresa. El otro enfoque mide los riesgos de la deuda por las razones del estado de perdidas y ganancias que determinan el número de veces que los cargos fijos están cubiertos por las utilidades de operación. Estas series de razones son complementarias y muchos analistas examinan ambos tipos de razones de apalancamiento.

PROYECCIONES DE VENTA

1. Tasa de crecimiento de las ventas

La tasa de crecimiento futuro de las ventas es una medida en el cual las utilidades por acción (UPA) de una empresa tienen la posibilidad de amplificar el apalancamiento. Sin embargo el capital contable de una empresa cuyas ventas y utilidades están creciendo a una tasa favorable exige un precio más alto; Esto favorece al financiamiento del capital contable. La empresa debe usar un apalancamiento contra la oportunidad de ampliar su base del capital contable cuando los precios de sus acciones comunes son altos

2. Estabilidad de las ventas

Con una mayor estabilidad en las ventas y en las utilidades, una empresa puede incurrir en los cargos fijos de deuda con menos riesgo que cuando sus ventas y sus utilidades están sujetas a disminuciones. Cuando las utilidades son bajas, la empresa puede tener dificultades para satisfacer sus obligaciones fijas de interés.

3. Actitudes del prestamista

Las actitudes de los prestamistas (Entidades Financieras, Bancos, Cajas de Crédito) determinan las estructuras financieras. El banco discute su estructura financiera con los prestamistas pero si el administrador o gerente financiero trata de usar el apalancamiento más allá de las normas de la empresa los prestamistas pueden mostrase indispuestos a aceptar tales incrementos de la deuda. Ellos afirman que las deudas excesivas reducen el nivel de crédito de los prestarios y la clasificación de créditos.

(*) Parafraseando a Richard a. Brealey y Myers,(Fundamentos de Financiación Empresarial) la estructura del capital de una empresa va a estar dado por la aptitud que tengan los banqueros, entidades financieras etc. (oferta y demanda

de capital de mercado) respecto de cada hacienda en particular, según sus activos y garantías ofrecidas, que resultan en una clasificación de los créditos.

Las políticas de créditos consisten en determinar la cantidad total de deudas y posteriormente usar un monto menor como margen de seguridad.

TIPO DE MONEDA: **MILES DE $**

Para obtener el apalancamiento financiero utilizamos la siguiente formula:

$$GAF = \frac{UAII}{UAII - INTERESES}$$

$$GAF = \frac{\Delta\ \%\ U.P.A}{\Delta\ \%\ A.U.I.I}$$

U.P.A = utilidades por acción

A.U.I.I = utilidades antes de impuesto e intereses

$$UPA = \frac{UTILIDAD\ NETA}{ACCIONES\ EN\ CIRCULACIÓN} =$$

$$UPA = \frac{AÑO\ 1\ \%}{AÑO\ 0\ \%} - 1 * 100$$

$$GAF = \frac{58.647.206}{58.647.206 - 3.295.308} = \frac{58.647.206}{55.351.898} = 1.06$$

Esto quiere decir que el GAF aumento en un 1.06 su rentabilidad sobre los activos se vieron beneficiados por el uso de apalancamiento.

AÑO 2011

$$UPA = \frac{52.380.382}{50.740.211} - 1 * 100 = 3.23\ \%$$

$$UAII = \frac{58.647.206}{55.536.159} - 1 * 100 = 5.60\ \%$$

AÑO 2010

UPA = 50.740.211 - 1 *100 = 13.73 %
44.612.243

UAII = 55.536.159 - 1 *100 = 11.26 %
49.911.596

Las utilidades por acción (UPA) han disminuido debido a que disminuyo el impuesto a la renta y los intereses, comparándolo con diciembre del 2010 de13.73% y la del diciembre del 2011 fue de 3.23 %.

VARIACIÓN PORCENTUAL DE LAS UTILIDADES POR ACCION

AÑO 2011

UPA (Utilidad por Acción) = 52.380.382 = 26.58 %
1.970.257

AÑO 2010

UPA (Utilidad por Acción) = 50.740.221 = 25.75 %
1.970.257

UPA = 26.58 –1*100 = 3.2 % Porcentaje de aumento de la utilidad por acción
25.75

GAF = 3,2 = 0,57 % Porcentaje de apalancamiento financiero sobre las UT por acción.
5,60

Esto quiere decir que el grado de apalancamiento financiero fue de 0.57 %, quiere decir que el GAF aumento 0.57 sobre las utilidades por acción.

Las utilidades por acción aumentaron debido a que aumentaron las utilidades netas de la empresa por una disminución del impuesto a la renta, la variación porcentual de ambos años fue de 3.2 %.

INDICES FINANCIEROS

"APLICADOS A DATOS QUE LA CONCURSADA REGISTRA EN SUS BALANCES"

1) ENDEUDAMIENTO LARGO PLAZO = PASIVO LARGO PLAZO

PATRIMONIO

AÑO2011

ENDEUDAMIENTO LARGO PLAZO = 99.735.021 = 0.23 %
435.492.480

AÑO2010

EDEUDAMIENTO LARGO PLAZO = 78.893.244 = 0.20 %
402.436.338

2) ENDEUDAMIENTO CORTO PLAZO = PASIVO CIRCULANTE
PATRIMONIO

AÑO2011

ENDEUDAMIENTO CORTO PLAZO = 86.817.988 = 0.20 %
435.492.480

AÑO2010

ENDEUDAMIENTO CORTO PLAZO = 78.893.244 = 0.19 %
402.436.338

3) RAZÓN CORRIENTE = ACTIVO CIRCULANTE
PASIVO CIRCULANTE

AÑO 2011

RAZÓN CORRIENTE = 150.580.821 = 1.73 VECES
86.817.988

AÑO 2010

RAZÓN CORRIENTE = 127.719.283 = 1.61 VECES
78.893.244

(*)EN EPOCAS DE INFLACION, ES MUY SENSIBLE FIJAR QUE LOS EXEDENTES DE CAJA ESTEN BIEN ANCLADOS, CON ACTIVOS QUE NO PIERDAN SU VALOR ADQUISITIVO.

4) RAZÓN ACIDA = ACTIVO –EXISTENCIAS
PASIVO CIRCULANTE

AÑO 2011

RAZÓN ACIDA = $\frac{622.045.493 - 67.295.870}{86.817.988}$ = 6.38 VECES

AÑO 2010

RAZÓN ACIDA = $\frac{513.692.445 - 72.712.433}{78.893.244}$ = 5.59 VECES

REF (1) Este índice de endeudamiento a largo plazo fue de 0.23 % en diciembre del 2011 a 0.20 % a diciembre 2010 por un aumento de las obligaciones con él publico a largo plazo, por un aumento en los impuestos diferidos a largo plazo y por el aumento del patrimonio.

REF (2) El índice de endeudamiento a corto plazo fue de 0.20 % en diciembre del 2011 a 0.19% a diciembre 2010 debido a un aumento de documentos y cuentas por pagar a empresas relacionadas.

REF (3) El índice de razón corriente o liquidez fue de 1.73 veces en diciembre del 2011 a 1.62 veces a diciembre del 2010 por que aumentaron los pasivos circulantes o los pasivos a largo plazo. Tener presente (*).

REF (4) El índice razón ácida fue 6.38 veces en diciembre del 2011 a 5.59 veces a diciembre del 2010 esto quiere decir que aumento en el 2011 debido a que aumentaron los documentos, cuentas por cobrar a empresas relacionadas y debido a que hubo una disminución en las existencia.

OTROS INDICES DE RIESGOS A TENER PRESENTE EN LA CONCURSADA.

- Riesgos de Liquidez:
  La concursada, incurrió en gastos extraordinarios de mantenimiento o de otro tipo similar “Planificados” ? Muchas causales de iliquidez no

ocurren por retrasos en las cobranzas, o continuas pérdidas de cartera y crecimiento de las obligaciones corrientes sino por mala planificación de gastos de mantenimiento (Inversión en maquinarias etc.).

- Riesgo de Coberturas (contratos a Futuro):
  Realizo en su análisis de Proyectos de inversión o facturación según capacidad instalada P.E.O. punto de equilibrio operativo

  - Conociendo el P.E.O. (punto de equilibrio operativo) se conoce la sensibilidad al Aplacamiento Operativo, podemos definirlo de la siguiente forma
  - FLUJO TESORERIA = INGRESO – Costo FIJO – Costo VBLE.

- Riesgo del Proyecto (Plan de restructuración).
  = Costo de Capital (Distinto es según la empresa que lo emprenda)
  Surge que este proyecto esta inmerso en una economía regional entonces hay un:

  - Riesgo de Mercado = Variaciones conjuntas de precios del Mercado (externo)
  - Riesgo UNICO = Solo atendible a la gestión de la Empresa o Concursada (interno).

- Riesgo de Inflación.
  - Flujos de Cajas Nominales =/ Distinto de los Flujos de Cajas Reales (contienen la depreciación monetaria ocasionados por la inflación y primas de riesgos de mercado).
  - En estadios con primas de inflación o mercados muy volátiles es determinante “Sincronizar el Anclaje” de los excedentes de Flujo de Caja con los Pasivos a cancelar.

- Riesgos de Tasas de Interés.
  - Esto se relaciona con el punto anterior pues las tasas de interés fluctúan y distorsionan el rendimiento real de una operación

comercial, generando falta de “correspondencia” en el monto y el vencimiento de activos y pasivos.

- Riesgo de Reputación.
    - Una empresa tiene “Activos Intangibles” que algunos se generan a lo largo de su trayectoria por sus conocimientos y su inserción en el mercado local, que por cualquier causa de insolvencia podría caer la reputación y así el valor de mercado de las acciones de su empresa.

- Para lograr una posición neta LIBRE DE RIESGOS
    - la concursada deberá en su plan de recomposición de deuda correlacionar los “Activos perfectamente”. Es decir el excedente del flujo de tesorería debe encajar perfectamente con los pagos a realizar, esto se plasma en un Plan de Viabilidad de la concursada

- Riesgo de insuficiencia Patrimonial:
    - La empresa no cuenta con el tamaño del capital adecuado para su gestión, porque no planifica su inversión a largo plazo, solo encontramos registrado en su contabilidad dividendos pagados regularmente.

- Riesgo de endeudamiento:
    - conlleva el punto anterior a no contar con fuentes de recursos adecuados y a costos elevados de financiación

- Riesgo Legal:
    - Consecuencias de cambios de las normas de un país, como ambientales o de seguridad etc., que colocan en desventaja a la concursada.

- La sumatoria de la PRIMAS DE RIESGO = (RENTABILIDAD DEL MERCADO – TIPO DE INTERES)

    - Primas de riesgo de inflación, (La inflación tiene un impacto mayor s/ las tasas de interés porque erosiona el poder de compra y porque disminuye la tasa real de rendimiento s/ las inversiones)

    - Primas de riesgo de incumplimiento, (El riesgo de que un prestatario incurra en un incumplimiento en relación con un préstamo, también afecta la tasa de interés de mercado s/ un valor, e/ más grande sea el riesgo de incumplimiento, más alta será la tasa de interés que carguen los prestamistas).

    - Primas de riesgo de liquidez (La liquidez general se define como la capacidad para convertir un activo en efectivo a un valor justo de mercado. Los activos tienen distinto grados de liquidez, los cuales dependen de las características del mercado en el cual se negocien. La mayoría de los activos financieros se consideran más líquidos que los activos reales). etc., son las que castigan la rentabilidad del mercado elevando las tasas de intereses.-

Resulta de todos estos Riesgos que mencionamos anteriormente que algunos son responsables directos y únicos de la empresa que los gestiona mientras que otros son externos (Riesgos de Mercado).

EQUILIBRIO FINANCIERO ALTERNATIVAS

EJEMPLO: NECESIDAD DE OBTENER $ 20 PARA PAGAR SUELDOS

1) PRESENTACION EN CONCURSO

CAP TRABAJO	10	/	50 OBLIG. COMERCIALES
ACTIVOS FIJOS	90	/	50 ACCIONES ORDINARIAS
ACTIVO TOTAL	100	/	100 PASIVO TOTAL

RATIO DEUDA TERCEROS 0.50

1. b) RECOMPOSICION DEUDA

CAP TRABAJO	10	/	30 PASISVO CONCURSAL
ACTIVOS FIJOS	90	/	70 ACCIONES ORD
ACTIVO TOTAL	100	/	100 PASIVO TOTAL

POSICION FINANCIERA MEJORADA RATIO DEUDA TERCEROS 0.30

2) NO SE PRESENTA EN CONCURSO, Y SOLICITA PRESTAMO 20 PARA PAGAR SUELDOS

CAP TRABAJO	30	/	70 PASISVO COMERCIAL
ACTIVOS FIJOS	90	/	50 ACCIONES ORD
ACTIVO TOTAL	120	/	120 PASIVO TOTAL

SI BIEN HAY MAYOR CAPITAL DE TRABAJO LA POSICION FINANCIERA ES RIESGOZA RATIO DEUDA TERCEROS 0.58

EJEMPLOS DE PROYECTOS A TENER PRESENTE EN LA MEDICION DE SU VALOR ACTUAL NETO en contextos ideales e inflacionarios .

VALOR ACTUAL NETO : Un Proyecto de inversión es Aceptable si se da la condición de que el V.A.N. = Positivo ó

TASA INTERNA DE RENTABILIDAD: T.I.R. > Costo del Capital

Capital propio = Conj. de los capitales que pertenece en "propiedad a la empresa = **ACTIVO TOTAL**

Capital = fondos aportados por el comerciante a su negocio = **P. NETO**

Cargo = deuda = **CAP DE TERCEROS**

Ejemplo 1:

Proyecto de inversión que presenta las siguientes características:

- Desembolso inicial : $80.000
- Flujo de caja 1er año:$30.000
- Incremento de flujo de caja sea 10% superior al del año anterior.

- Duración temporal: 5 años
- Valor residual: $20.000
- Coste medio capital: 6%

a) Según el criterio del VAN, ¿se puede llevar a término esta inversión?

0	1	2	3	4	5
- 80.000	**30.000** (Flujo caja)	**33.000** (30.000x10%)	**36.300** (33.000x10%)	**39.930** (36.300x10%)	**63.923** (43.923+20.000)

R = 0,06

a) VAN = - 80.000 + $\frac{30.000}{1+r} + \frac{33.000}{(1+r)^2} + \frac{36.300}{(1+r)^3} + \frac{39.930}{(1+r)^4} + \frac{63.923}{(1+r)^5}$

VAN= -

80.000+28.301,8867+29.369,8825+30.478,17+31.628,29+47.776,98=

VAN= 87.545,2092 > 0 → *RESULTADO **a)** Si se puede llevar a término*

Ejemplo 2:

Proyecto de inversión incorporando una maquina a su activo en la modalidad de “leasing” en las condiciones siguientes:

* Valor de la maquina: $1.000

* Duración temporal:5 años

* Cuotas de leasing anuales: $260

Opción de compra de la maquina al 5º año por $40

Cual es el costo efectivo que representa esta adquisición para la empresa?

0	1	2	3	4	5
+1.000	**-260** (Cuota leasing)	**-260**	**-260**	**-260**	**-300** (260+40)

VAN= +1.000 - $\frac{260}{1+r} - \frac{260}{(1+r)^2} - \frac{260}{(1+r)^3} - \frac{260}{(1+r)^4} - \frac{300}{(1+r)^5}$

r	VAN
0.1	1.000 –236,3636-214,8760-195,3418-177,5834-186,2763 = 10,44
0,15	1.000 – 226,0869-196,5973-170,9542-148,6558-149,1530= 108,5526

0,103	1.000 – 235,707 – 213,7087 – 193,7522 – 175,6293 – 183,7569= -2,5978
0,104	1.000 – 235,5072 – 213,3217 – 193,2262 – 175,0237 – 182,9261 = 0,0049

RESULTADO: r = 10,4%

Ejemplo 3:

Proyecto de inversión para los próximos 4 (cuatro) años que representa un desembolso inicial de $215.000 y dispone de dos opciones:

OPCIONES / AÑOS	1	2	3	4
A	30.000	50.000	60.000	100.000
B	60.000	40.000	30.000	110.000

TABLA FINANCIERA				
Tasa / Años	1	2	3	4
4%	0,962	0,925	0,889	0,855
(1+ r)	$\frac{1}{1+r}$	$\frac{1}{(1+r)^2}$	$\frac{1}{(1+r)^3}$	$\frac{1}{(1+r)^4}$

Calcula – utilizando la tabla financiera si hace falta - el valor actual neto de las dos opciones A y B para una tasa de descuento del 4%

A

VAN = -215.000 + (30.000 x 0,962) + (50.000 x 0,925) + (60.000 x 0,889) + (100.000 x 0,855)

VAN= -215.000 + 28.860 + 46.250 + 53.340 + 85.500 = -1.050

B

VAN= -215.000 + (60.000 x 0,962) + (40.000 x 0,0925) + (30.000 x 0.889) + (110.000 x 0.855)

VAN= -215.000 +57.720 + 37.000 + 26.670 + 94.050 = 440

RESULTADO : El TIR seria la opción B porque se acerca mas a 0

INSOLVENCIA S.A.	**PLAN DE EXPLOTACION**					
	31-07-011	**31-08-011**	**30-09-011**	**31/10/2011**	**30/11/2011**	**31/12/2011**
CAJA	**0**	**2.500**	**5.000**	**7.500**	**10.000**	**12.500**
INGRESOS						
LOGISTICA	25.000	25.000	25.000	25.000	25.000	25.000
OTROS	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
TOTAL INGRESOS	**26.000**	**26.000**	**26.000**	**26.000**	**26.000**	**26.000**
EGRESOS						
INSUMOS PRINCIPALES	14.000	14.000	14.000	14.000	14.000	14.000
HONORARIOS	6.500	6.500	6.500	6.500	6.500	6.500
ADMINISTRATIVOS	3.000	3.000	3.000	3.000	3.000	3.000
TOTAL EGRESOS	**23.500**	**23.500**	**23.500**	**23.500**	**23.500**	**23.500**
FLUJO DE CAJA	**2.500**	**2.500**	**2.500**	**2.500**	**2.500**	**2.500**

A) CONTEXTO DE MERCADO PERFECTO						
MEDIA	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10
	1,100	1,210	1,331	1,464	1,611	1,772
	2.273	2.066	1.878	1.708	1.552	1.411
V.A.N.	**5.888,15**					

B) CONTEXTO INFLACIONARIO						
PRIMA DE INFLACION	1,03	1,03	1,03	1,03	1,03	1,03
	1,03	1,0609	1,092727	1,12550881	1,159274074	1,194052297
	2.207	**1.948**	**1.719**	**1.517**	**1.339**	**1.182**
NUEVO V.A.N.	**4.910,94**					

EJEMPLO DE COMO SE COMPORTARIAN LOS FLUJOS DE CAJA REALES EROSIONADOS POR LA PRIMA DE INFLACION
POR EL MISMO MOTIVO PARA QUE UN PROYECTO SE CONSIDERE VIABLE DEBE AFRONTAR TODAS LAS PRIMAS DE RIESGO DEL MERCADO, SEGUN SE HIZO REFERENCIA EN ESTA TESIS.

SUPUESTOS DEL EJEMPLO:

FLUJO DE CAJA	2.500
DESEMBOLSO INICIAL	5.000
COSTO MEDIO	0,10
INFLACION	0,03

EL MEDIO AMBIENTE FINANCIERO

DEBE TENERSE PRESENTE EN EL ANALISIS DE LA CONCURSADA

LOS MERCADOS FINANCIEROS

Los individuos y las organizaciones (Concursada) que desean solicitar fondos en préstamos se conjuntan con aquellos que tienen exceso de fondos.

Tal conjunción ocurre en los mercados financieros. Cada mercado trata con un tipo de instrumento un tanto diferente en términos de vencimiento de cada instrumento y de los activos que lo respaldan.

También distintos mercados atienden a diferentes clases de clientes, u operan en diferentes partes del país.

Cabe resaltar que del "análisis del desequilibrio "de la concursada se debe determinar cual es el riesgo involucrado.

Se dice que la empresa o (Concursada) tiene un "RIESGO UNICO" propio de su estructura.

Y que la empresa o (Concursada) tiene un "RIESGO DE MERCADO" que es = a la sumatoria de las variaciones que sufre el conjunto de los Mercados Financieros perfectos o no.

Los *mercados de activos físicos* son aquellos en los que circulan productos reales (trigo, bienes raíces, maquinarias, etc.). Los *mercados de activos*

financieros tratan con derechos s/ activos reales (obligaciones, acciones, hipotecas, etc.).

Los *mercados a plazo intermedio* y los *mercados a futuro* son términos que se refieren al hecho de si un activo fue comprado o vendido para entregarse de inmediato o en alguna fecha futura.

Los *mercados de dinero* son aquellos en los que circulan valores que representan deudas con vencimientos de menos de un año. Los *mercados de capitales* son aquellos en los que circulan deudas a LP y acciones corporativas.

Los *mercados de hipotecas* tratan de los préstamos concedidos s/ bienes raíces residenciales, comerciales e industriales, y s/ terrenos de naturaleza agrícola. Los *mercados de crédito para los consumidores* incluyen los préstamos concedidos para la compra de bienes, así como préstamos con fines culturales o recreativos.

También tenemos los *mercados mundiales*, *nacionales*, *regionales* y *locales*.

Los *mercados primarios* son aquellos en los cuales las corporaciones obtienen capital nuevo.

Los *mercados secundarios* son aquellos en los cuales los valores existentes, que ya están en circulación son negociados e/ inversionistas, estos mercados dan liquidez a los títulos.

Una economía saludable depende de transferencias eficientes de fondos que van desde individuos que son ahorradores netos hasta las empresas e individuos que necesitan capital.

Sin transferencias eficientes, la economía simple no podría funcionar.

LOS MERCADOS DE VALORES

El mercado secundario más importante y activo para los administradores financieros, es el mercado de valores. Es aquí donde se establecen los precios de las acciones de las empresas. Hay dos tipos de mercados de valores: las bolsas organizadas y el mercado de ventas s/ el mostrador.

Las bolsas de valores

Las Bolsas de Valores organizadas consisten en entidades físicas y tangibles. C/u de las más grandes ocupa su propio edificio, tiene miembros especifica// designados y tienen un cuerpo de gobierno electo. Se dice que los miembros tienen asientos en la Bolsa; estos asientos, los cuales son susceptibles de ser enajenados, proporcionan a su tenedor el derecho de realizar transacciones en la bolsa.

La mayoría de las casas de inversión más grande opera departamentos de correduría, los cuales poseen asientos en las Bolsas y designan a uno o más de sus funcionarios como miembros. Las Bolsas permanecen abiertas todos los días laborales, durante los cuales los miembros se reúnen para realizar las negociaciones.

Las Bolsas de Valores operan como mercados de subasta.

El mercado de ventas sobre el mostrador

El mercado de ventas s/ el mostrador es una organización compleja e intangible. Se define como aquel que incluye a todas las instalaciones que se necesitan para llevar a cabo las transacciones de valores que no se realizan en las bolsas organizadas.

Estas instalaciones consisten en los relativa// pocos negociantes que mantienen inventarios de valores negociables s/ el mostrador y de quienes se dice que crean un mercado con estos valores, los miles de corredores que

actúan como agentes al conjuntar a estos comerciantes con los inversionistas y el conjunto de tecnología que proporcionan un vínculo de comunicación e/ los negociantes y los corredores.

En términos de los números de emisiones, la mayoría de las acciones es negociada s/ el mostrador. Sin embargo, debido a que las acciones de las compañías más grandes se encuentran inscriptas en las Bolsas de Valores, aproximada// dos tercios del volumen en dólares de las transacciones con acciones ocurren en las Bolsas de Valores.

DETERMINANTES DE LAS TASAS DE INTERÉS DEL MERCADO

En términos generales, la tasa de interés cotizada (o nominal) s/ un valor que representa una deuda, k, está compuesta de una tasa real de interés libre de riesgo, k*, más varías primas que reflejan la inflación, el grado de riesgo del valor, y el nivel de comercialidad del valor

$$k = k^* + IP + DRP + LP + MRP$$

Donde:

k = Tasa de interés nominal o cotizada.

k* = Tasa real de interés libre de riesgo.

IP = Prima inflacionaria.

k_{RF} = Tasa de interés cotizada y libre de riesgos ($k_{RF} = k^* + IP$).

DRP = Prima por riesgo de incumplimiento.

LP = Prima de liquidez o de comercialidad.

MRP = Prima de riesgo de vencimiento.

La tasa real libre de riesgo (k*)

La tasa real de interés libre de riesgo se define como la tasa de interés que existiría sobre un valor libre de riesgo si no se espera inflación alguna, y puede concebirse como la tasa de interés que existiría sobre los valores a CP de la Tesorería, en un mundo libre de inflación.

La tasa real libre de riesgo no es estática, cambia a lo largo del tiempo dependiendo de las condiciones económicas, especialmente de:

1) la tasa de rendimiento que las corporaciones y otros prestatarios pueden esperar obtener sobre los activos productivos y

2) de las preferencias de tiempo de los individuos en términos de consumo actual versus consumo futuro. Periodos estacionales o moda.

La tasa de interés nominal o cotizada, libre de riesgo (k_{RF})

La tasa nominal, o cotizada libre de riesgo es igual a la tasa libre de riesgo más una prima por inflación esperada.

Para ser estrictamente correcta, debería representar la tasa de interés sobre un valor totalmente libre de riesgo, es decir uno que no tuviera riesgo de incumplimiento, riesgo de vencimiento, riesgo de liquidez, ni riesgo de pérdida si aumentara la inflación.

No existe tal valor, y por lo tanto no existe una tasa libre de riesgo verdaderamente observable. Sin embargo, existe un valor que se encuentra libre de la mayoría de riesgos, un certificado de la Tesorería de los EEUU (T-bill), el cual es un valor a CP emitido por el gobierno.

En general, se usa la tasa de los *certificados de la tesorería* para una aproximación a la tasa libre de riesgo a CP y la tasa de los *bonos de la Tesorería* para una aproximación a la tasa libre de riesgo a LP.

Prima por inflación (IP)

La inflación tiene un impacto mayor s/ las tasas de interés porque erosiona el poder de compra del dólar y porque disminuye la tasa real de rendimiento s/ las inversiones.

Los inversionistas incluyen una prima por inflación que es igual a la tasa esperada de inflación a lo largo de la vida del valor.

Es importante hacer notar que la tasa de inflación incluida en las tasas de interés es igual a la tasa de inflación esperada en el futuro y no a la tasa experimentada en el pasado. Obsérvese también que la tasa de inflación que se refleja es igual a la tasa promedio de inflación esperada a lo largo de la vida del valor.

Las expectativas acerca de la inflación en el futuro se encuentran estrechamente correlacionadas con las tasas que se hayan experimentado en el pasado.

Cabe hacer notar que dicha correlación es muy cercana pero no perfecta.

Prima de riesgo de incumplimiento (DRP)

El riesgo de que un prestatario incurra en un incumplimiento en relación con un préstamo, también afecta la tasa de interés de mercado sobre un valor, cuanto más grande sea el riesgo de incumplimiento, más alta será la tasa de interés que carguen los prestamistas. (Tasa identificada con la Concursada).

En el caso de las obligaciones corporativas, cuanta más alta sea la clasificación de la obligación, más bajo será su riesgo de incumplimiento y, en consecuencia, más baja será su tasa de interés.

La diferencia entre la tasa de interés cotizada sobre un bono de la Tesorería y de un bono corporativo con vencimiento, liquidez y demás características similares se conoce como prima de riesgo de incumplimiento.

Prima de liquidez (LP)

La liquidez general// se define como la capacidad para convertir un activo en efectivo a un valor justo de mercado. Los activos tienen distinto grados de liquidez, los cuales dependen de las características del mercado en el cual se negocien. La mayoría de los activos financieros se consideran más líquidos que los activos reales.

Los activos financieros a CP general// son más líquidos que los activos financieros a LP. Toda vez que la liquidez es importante, los inversionistas evalúan dicho aspecto e incluyen primas de liquidez cuando las tasas del mercado de valores están establecidas.

Prima de riesgo de vencimiento (MRP)

El precio de los bonos a LP disminuye de manera aguda siempre que aumentan las tasas de interés y, puesto que las tasas de interés pueden aumentar y ocasional// lo hacen, todos los bonos a LP, incluyendo los de la Tesorería, tienen un elemento de riesgo que se denomina *riesgo de la tasa de interés*.

Como regla general, los bonos de cualquier organización, están sujetos a un mayor riesgo de la tasa de interés a medida que aumenta el vencimiento del bono.

Por consiguiente, se deberá incluir una prima por riesgo de vencimiento en las tasas de interés requerida y ésta será más alta a medida que aumente el número de años al vencimiento.

El efecto de las primas de riesgo al vencimiento consiste en aumentar las tasas de interés sobre los bonos a LP respecto a las de los bonos a CP. Esta prima aumentará cuando las tasas de interés son más volátiles e inciertas y disminuirá cuando tiendan a ser más estables.

Se debe mencionar que, aunque los bonos a CP no tienen gran exposición al riesgo de la tasa interés, se encuentran expuestos al *riesgo de la tasa de reinversión*. Cuando los certificados a CP vencen y los fondos son reinvertidos o renovados, una disminución en las tasas de interés requeriría de una reinversión a una tasa más baja y por lo tanto conduciría a una disminución en el ingreso por intereses.

Aunque el invertir en corto plazo preserva el principal del inversionista, el ingreso por intereses que proporciona variara de un año a otro, dependiendo de las tasas de reinversión.

C) Efectos de la inflación a la renta contable

Veremos luego un ejemplo del V.A.C.

Primero:

La inflación incrementa el valor de las existencias de PP y PT Ej. $ 300 x 1.06 = $ 318 Por mantener sus inventarios Ud. tiene un Beneficio $ 18.- sin embargo no es un beneficio real

Segundo:

Conforme aumenta la inflación, el valor neto contable de sus activos fijos queda desfasado, subestimando la amortización

Tercero:

Efecto sobre los beneficios contables de las empresas que se endeudan. Los prestamistas reembolsan pesos futuros inflados, por lo tanto exigirán para compensar una tasa de interés mas elevada (prima por inflación)

D) 6 Lecciones s eficiencia del mercado

- Los Mercados no tienen memoria (lo sucedido puede repetirse)

- Confíe en los precios de mercado (recogen toda la inf. Disponible de cada Titulo)
- Leer las entrañas (leer los precios de los títulos)
- No hay ilusión financiera (% de acciones y dividendos en acciones)
- La alternativa de hacerlo uno mismo (otro no lo haría mejor)
- Vista una acción vistas todas (no todas son iguales)

CONCLUSION SOBRE ENDEUDAMIENTO

Es irrelevante la política de endeudamiento?

Modigliani y Miller demostraron que la política de dividendos es irrelevante en "mercados perfectos de capitales" , como también las decisiones de financiación son irrelevantes. El valor de la empresa viene determinado por sus activos reales, no por los títulos que emite.

La combinación entre financiación de acciones ordinarias, títulos de deuda como de capital propio, se denomina Estructura de Capital. Se busca la mejor combinación para maximizar el valor de mercado.

Los individuos pueden anular el efecto de Cº en la Estructura del capital, si cada inversor tiene una cartera completamente diversificada.

Este ejemplo tuvo por objetivo saber si el uso de endeudamiento para usar apalancamiento financiero es beneficioso para la empresa.

En la práctica la empresa aun en un nivel estable también se podría decir que las proyecciones altas de crecimiento son consecuencia del buen uso del apalancamiento que aumenta las utilidades netas de la empresa.

4.- FIDEICOMISO ley 24.441 Otras formas de Financiar Crisis o Necesidades de Crédito.

Es de particular importancia el fideicomiso en momentos de escasez de fondos en el sistema financiero, remarcando la validez de la figura.

El fideicomiso (fiducia significa “fe, confianza”) ,
“confianza que una persona física o jurídica encarga la realización de un cometido a través de un contrato jurídico”.
Es un instrumento muy extendido en el mundo, tiene su correlato anglosajón es el Trust y cuenta con antiguas raíces en el derecho romano en nuestro país la propiedad fiduciaria se encuentra enunciada en el art. 2662 del código civil pero es en la ley 24.441 /1995, donde queda legislada en forma integral

- DEFINICION FIDEICOMISO: El articulo primero de la ley 24.441 expresa que: “Habrá fideicomiso cuando una persona (fiduciante) transmita la propiedad fiduciaria de bienes determinados a otra (fiduciario), quien se obliga a ejercerla en beneficio de quien se designe en el contrato (beneficiario), y a transmitirlo al cumplimiento de un plazo o condición al fiduciante, al beneficiario o al fideicomiso”

- PARTES DEL FIDEICOMISO: (personas físicas o jurídicas)

    - Fiduciante:

      (cedente, constituyente o fideicomitente).

      Es el Titular de los bienes objeto de la transmisión fiduciaria.

    - Fiduciario:

      (Fideicomitido).

      Es aquel a quien se le transmite la propiedad fiduciaria de los bienes y asume la obligación de cumplir con ellos una determinada gestión o administración.

- Beneficiario:

  Es el que recibirá los beneficios producidos por la administración de los bienes fideicomitidos.

- Fideicomisario:

  Es el destinatario final de los bienes una vez cumplido el plazo o la condición del fideicomiso. Generalmente Beneficiario y Fideicomisario son la misma persona

  Cabe destacar la importancia del contrato suscripto por las partes en cuanto a los objetivos enunciados en su redacción, y su accionar bien reglado. Es decir que las bondades de este instrumento se potenciaran en la medida en que nada quede al azar sino bien explicitado y planificado en el contrato.

- Objeto del fideicomiso

  - Definido en su Art. 1 y 4 Inc. a: Serán objeto del fideicomiso los bienes tales como inmuebles, muebles registrables o no, dinero, títulos valores, etc., cuando se puedan individualizar. Caso contrario se describirán requisitos y características que deban reunir

  - Incorporación del “Patrimonio fiduciario” el reg. prop inmueble de la capital prevé un registro de inscripción de dominio fiduciario.

    - Este patrimonio fiduciario, surge de la transmisión fiduciaria de una parte del patrimonio de una persona física o jurídica para la creación de un patrimonio “nuevo” o distinto a la que se le encomienda una tarea de administración relacionada con los bienes objeto del fideicomiso.

- Acción de los acreedores sobre los bienes del fideicomiso: esta transmisión fiduciaria no requiere crear una nueva persona jurídica, el Art. 14 ley 24.441, el cual establece que “los bienes fideicomitidos constituyen un PATRIMONIO SEPARAD, del patrimonio del fiduciario y del fiduciante. Además el Art. 15 menciona que “los bienes fideicomitidos quedaran EXENTOS de la acción singular o colectiva de los acreedores del fiduciario ni del fiduciante, salvo dolo o fraude.

o Extinción del fideicomiso: Art. 25

- Cumplimiento contractual
- Condición resolutoria
- Plazo máximo legal 30 años

<u>Conclusiones del Fideicomiso</u>

De la inteligencia y efectividad del contrato suscripto por la partes intervinientes, Fiduciante, Fiduciario y el Beneficiario, seguramente representara una fuente de recursos importantes para el cumplimiento de los objetivos manifestados en su redacción.

El Fideicomiso es una herramienta de financiación con riesgos muy delimitados y con un grado de certeza absoluta, que no castigan ni acotan el desenvolvimiento de las empresas y mas aun se aplican en contextos de restricciones bancarias,

Es decir que su “realización y ejecución temporal” del mismo quedan asegurados o resguardados de cualquier intervención singular o colectiva de acreedores del fiduciario ni del fiduciante. Este patrimonio fidiecomitido no quiebra

CONCLUSION: OBJETIVO GENERAL

Luego de que se realizaran con mayor detenimiento cada uno de los puntos señalados “ut supra” merece concluir que la información recibida del “Deudor (concursada)” respecto de las causas del desequilibrio económico no es suficiente, el Síndico debe procurar un estudio lo mas amplio posible dentro de los recursos limitados de tiempo con que cuenta para ello, en caso de que deba realizar o expedirse sobre un “Plan de Empresa propuesto o continuación”, este cabalmente informado, sobre estos puntos de análisis expuestos, generando así un grado mayor de certeza en su opinión que estará debidamente fundamentada y será tomada en cuenta al tiempo de tomar una decisión transcendental para el Director del Proceso Concursal.

BIBLIOGRAFÍA

- Costo y Estructura del Capital y Valuación. “Richard A. Brealey &Myers”
- Fundamentos de Financiación Empresarial “Richard A. Brealey &Myers”
- Manual de Administración Financiera “J.Fred Weston Thomas Copeland”
- Informe Nº 28 Tratamiento Contable del Fideicomiso.
- Cuadernos Profesionales Nº 6 Fideicomiso.
- Cuadernos Profesionales Nº 1 Recomposición del Capital de Trabajo de Empresas Viables.
- Media Jornada Reforma y Unificación Código Civil y de Comercio C.P.C.E.C.A.B.A. (Fideicomisos).
- www.google.com.ar