

PARTE I PERSPECTIVA GENERAL

TEMA 1. Introducción a las finanzas corporativas

INDICE

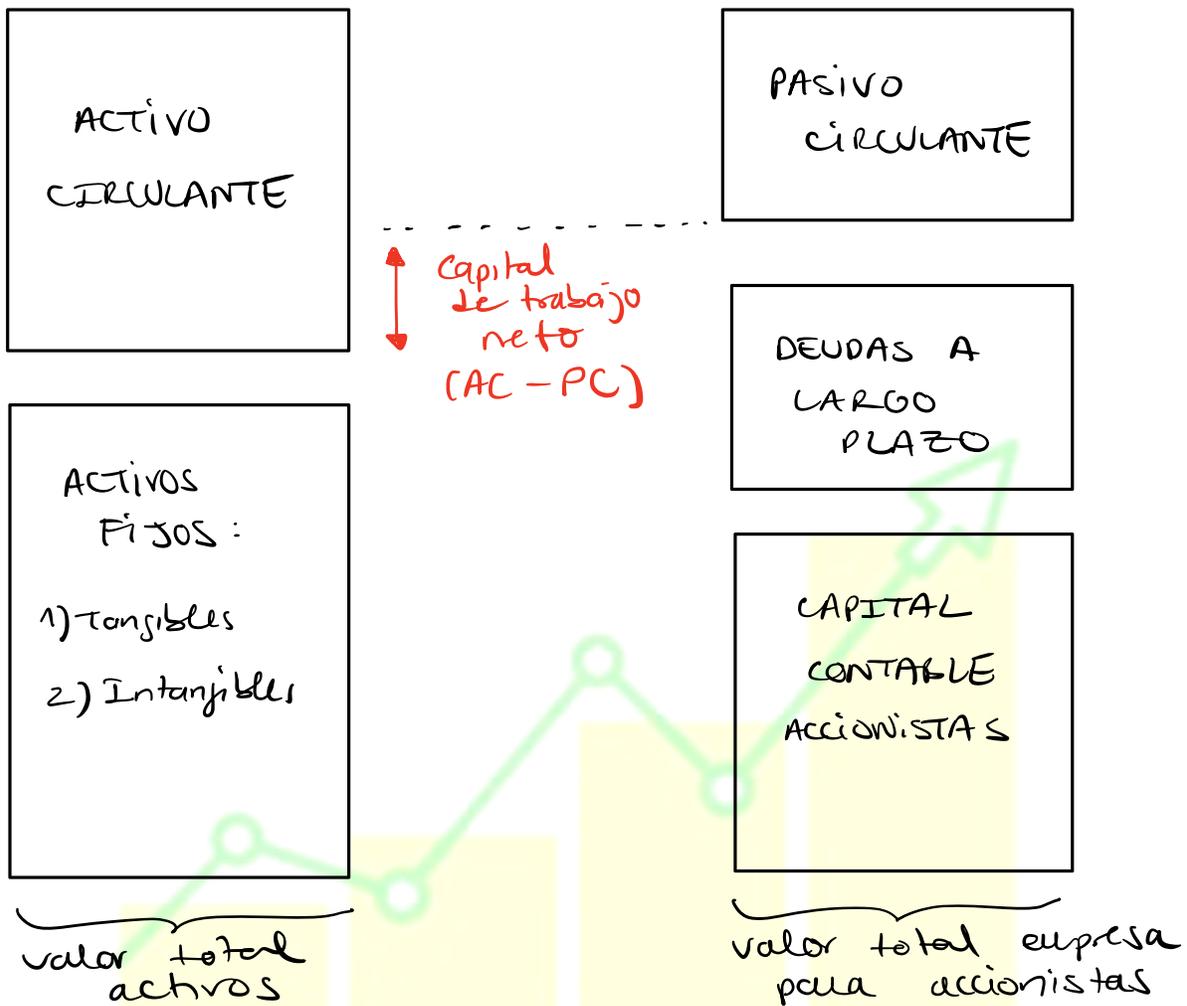
- 1.1. ¿Qué son las finanzas corporativas?
- 1.2. La empresa corporativa
- 1.3. La importancia de los flujos de efectivo
- 1.4. La meta de la administración financiera
- 1.5. El problema de agencia y el control de la corporación.



1.1. ¿Qué son las finanzas corporativas?

El modelo de estado de situación financiera de la empresa

La figura siguiente muestra una conceptualización gráfica del estado de situación financiera de una empresa:



1. **Activos de la empresa:** aparecen al lazo izquierdo del estado de la situación financiera (ESF), diferenciamos entre:

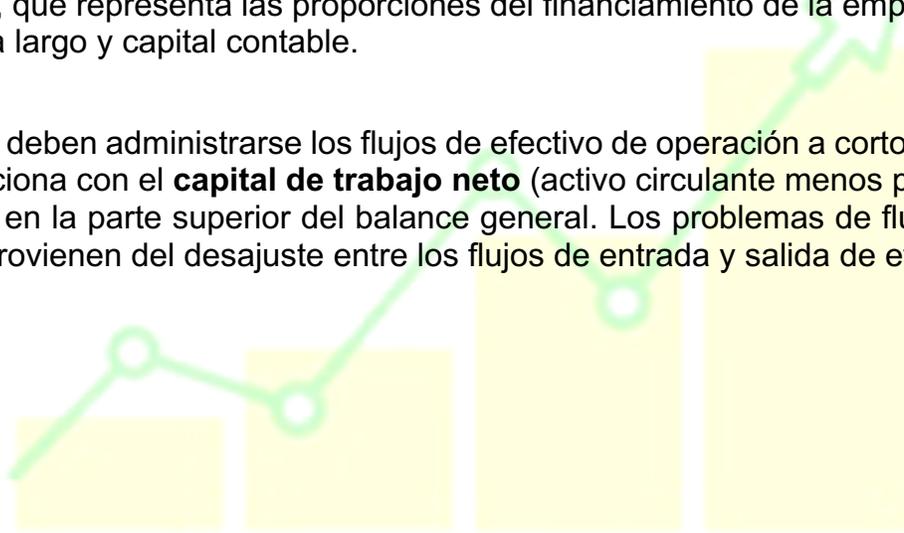
- Activos fijos (activo no corriente): bienes propiedad de la empresa que van a durar a largo plazo. (Ejemplo: edificio). Se utilizan para producir. Diferenciamos entre:
 - o Activos fijos tangibles: maquinaria, ordenadores, etc.
 - o Activos fijos intangibles: patentes, marcas comerciales
- Activos circulantes (a corto plazo): comprenden aquellos que tienen corta duración. Lo que se va a consumir dentro del próximo año. Ejemplo: existencias.

2. La **financiación**, necesaria para las inversiones anteriores, se presenta al lado derecho del balance general. Se puede descomponer en:

- Pasivo circulante: deuda a corto plazo
- Pasivo fijo: deudas a largo plazo
- Capital contable de los accionistas (patrimonio neto de la empresa) → diferencia entre el valor de los activos y la deuda de la empresa. Parte que le corresponde al accionista si se liquidara la empresa (si vendiera los activos y liquidara las deudas). Es un derecho residual sobre los activos de la empresa.

Con base en el modelo de estado de situación financiera de la empresa, es fácil entender por qué las finanzas se pueden concebir como el estudio de tres preguntas:

- ¿En qué activos de larga duración debería invertir la empresa? Se centra en el lado izquierdo del ESF. Se utiliza el término **presupuesto de capital** para describir el proceso relacionado con la realización y la administración de los gastos encaminados a adquirir activos de larga duración.
- ¿Cómo puede obtener la empresa el efectivo necesario para los gastos de capital? Se centra en el lado derecho del ESF. La respuesta a esta pregunta se relaciona con la **estructura de capital**, que representa las proporciones del financiamiento de la empresa de deuda a corto plazo, a largo y capital contable.
- ¿Cómo deben administrarse los flujos de efectivo de operación a corto plazo? Esta pregunta se relaciona con el **capital de trabajo neto** (activo circulante menos pasivo circulante). Nos fijamos en la parte superior del balance general. Los problemas de flujo de efectivo a corto plazo provienen del desajuste entre los flujos de entrada y salida de efectivo.

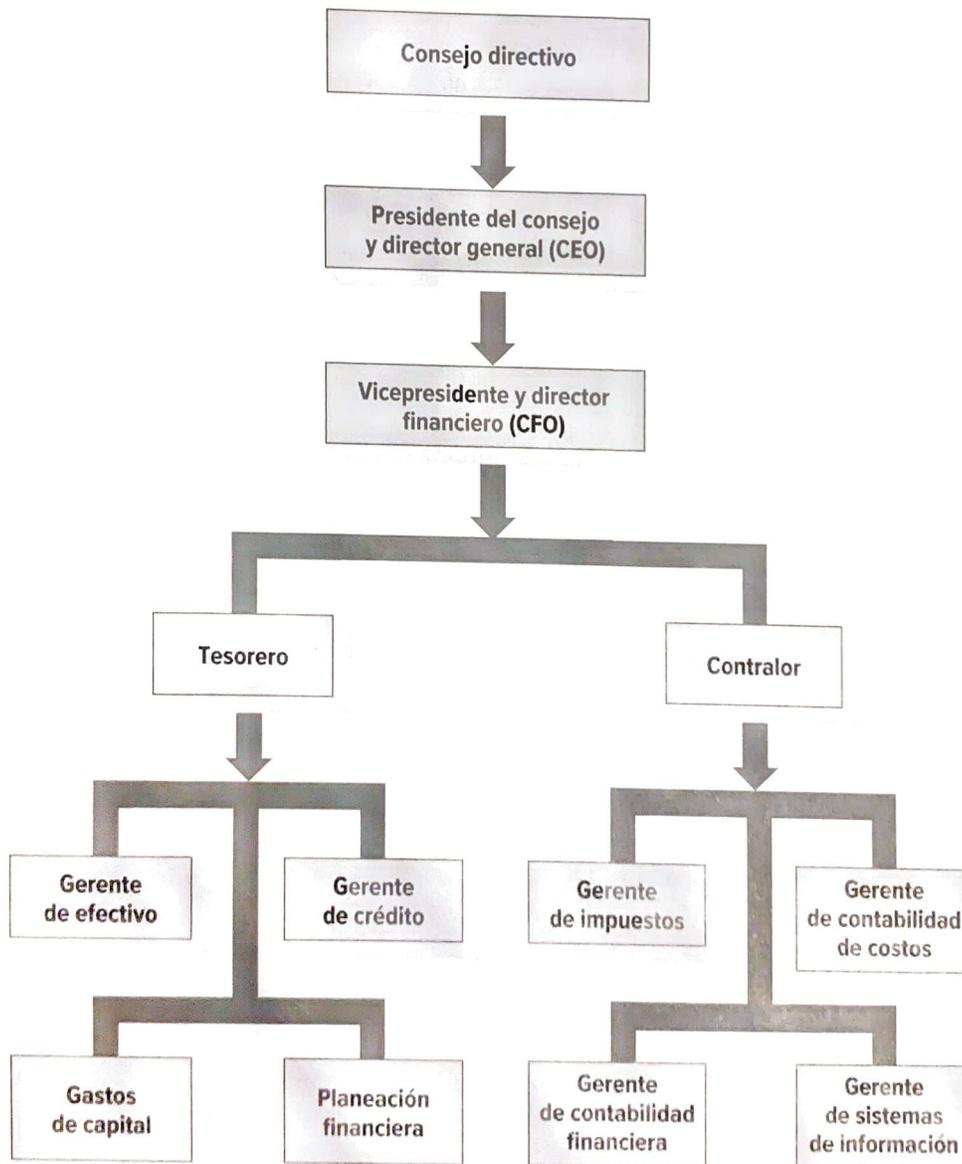


EL GERENTE FINANCIERO

En las empresas grandes, la actividad financiera se asocia generalmente con un directivo de alto rango dentro de la organización (director financiero o vicepresidente financiero).

En la siguiente figura se muestra una estructura organizacional genérica que destaca la actividad de las finanzas dentro de la empresa.

FIGURA: Organigrama hipotético



El tesorero y el controller deben rendir cuentas al director financiero.

- **Tesorero:** responsable del manejo de los flujos de efectivo, de las inversiones de capital y de la preparación de los planes financieros. Puede tener por debajo de su figura:
 - o Gerente de efectivo, gerente de crédito, inversiones de capital y planeación financiera.
- **Controller:** maneja la función contable. Puede tener por debajo de su figura:
 - o Gerente de impuestos, gerente de contabilidad de costes, gerente de contabilidad financiera y gerente de sistemas de información.

1.2. La empresa corporativa

En esta sección estudiamos las tres formas legales básica de organización de las empresas y se describen cómo estas llevan a cabo la tarea de obtener grandes cantidades de efectivo bajo cada uno de estas formas.

Propiedad unipersonal (autónomo/a): el negocio es propiedad de un individuo.

Factores importantes:

- Es la forma de organización más barata. No requiere escritura formal y requiere poca normativa.
- No pagan el impuesto sobre beneficios de las empresas. El individuo tributa por su ingreso individual (IRPF).
- Tienen responsabilidad ilimitada. No se hace distinción entre la actividad personal y profesional.
- Se limita a la vida del único propietario.
- El dinero invertido en la empresa pertenece solo al propietario, los fondos de capital que puede obtener la persona física están limitados por su riqueza personal.

La sociedad: dos o más personas se pueden unir y formar una sociedad. Podemos diferenciar entre dos tipos:

- **Sociedad general:** todos los socios se comprometen a aportar una parte del trabajo y el efectivo y a compartir los resultados. Cada socio es responsable de la totalidad de las deudas de la sociedad
- **Sociedades limitadas:** permiten que la responsabilidad de algunos socios no supere el monto de efectivo que cada uno de ellos ha aportado a la sociedad. Estas sociedades requieren que:
 - (1) Por lo menos un participante sea socio general
 - (2) Que los socios limitados no participen en la administración de la empresa.

Factores importantes:

- La constitución de las sociedades no requiere grandes inversiones económicas y son fáciles de formar. Puede ser necesario incurrir en honorarios o pagos de licencias, solicitudes o permisos.
- Los socios generalmente tienen responsabilidad ilimitada por todas las deudas.
 - o La responsabilidad de los socios limitados de ordinario se restringe a las aportaciones que cada socio haya hecho.
 - o Si un socio general no puede cumplir con su compromiso, los otros socios generales deben cubrir el déficit.
- La sociedad general termina cuando un socio fallece o se retira (esto no sucede con un socio limitado).
- Es difícil que una sociedad obtenga grandes cantidades de dinero. Las aportaciones de capital generalmente se limitan a la capacidad de un socio y su deseo de hacer aportaciones a la sociedad.
- Los ingresos de una sociedad se gravan como impuestos personales de los socios.
- El control administrativo se centra en los socios generales.

Es difícil que las grandes organizaciones mercantiles existan como personas físicas o sociedades. La principal **ventaja** de una persona física o sociedad es el coste de iniciar la actividad.

Las **desventajas** son:

- (1) Responsabilidad ilimitada
- (2) Vida limitada de la empresa
- (3) Dificultad para transferir la propiedad
- (4) Dificultades para conseguir fondos.

La corporación: es la forma mercantil más importante. Fundar una corporación es más complicado que iniciar como persona física o sociedad. Los fundadores deben preparar la escritura constitutiva y un conjunto de estatutos. Las escrituras deben incluir, entre otros: nombre de la corporación, vida proyectada, propósito de negocio o cantidad de acciones a emitir.

Los estatutos son las reglas que deberá usar la corporación para regular su propia existencia y se aplican tanto a sus accionistas como a sus funcionarios.

En su forma más sencilla, la corporación comprende **tres conjuntos de intereses distintos:**

- Los accionistas (propietarios)
- Miembros del consejo de administración
- Funcionarios de la corporación (alta dirección).

Los accionistas eligen a los miembros del consejo que, a su vez, seleccionan a los funcionarios de la corporación.

La separación entre propietarios y administradores proporciona varias ventajas sobre las personas físicas y las sociedades:

- En la corporación la propiedad está representada por capital accionario, por tanto, se puede transferir con facilidad a los nuevos propietarios.
- La corporación tiene vida ilimitada. Debido a que existe en forma independiente de sus propietarios, la muerte o el retiro de un propietario no afecta a la existencia legal de la corporación.
- La responsabilidad de las acciones se limita al capital invertido en las acciones de la empresa.

Principales **ventajas**:

- Responsabilidad limitada
- Facilidad de transferencia de la propiedad.
- Sucesión perpetua.

Estas ventajas le proporcionan a la corporación mayor capacidad para obtener efectivo.

Principal **desventaja**: el gobierno federal grava los ingresos corporativos, este impuesto se suma al impuesto sobre la renta personal que los accionistas pagan sobre los ingresos en dividendos que reciben.

Tabla 1.1. Comparación entre las sociedades y las corporaciones:

	CORPORACIÓN	SOCIEDAD
Liquidez e intercambio	Las acciones pueden intercambiar de propietarios, se negocian en una bolsa de valores	Existen restricciones sobre la transferencia de la propiedad, no existe un mercado establecido de compraventa de sociedades.
Derechos de voto	Cada acción común le da al tenedor un voto sobre asuntos que requieren someterse a votación y sobre la elección de los miembros del consejo de administración.	Los socios limitados tienen algunos derechos de votación. Sin embargo, los socios generales tienen el control exclusivo y la administración de las operaciones.
Impuestos	Las corporaciones están sujetas a un doble pago de impuestos: el beneficio corporativo y los dividendos que reciben los accionistas.	Las sociedades no están gravadas. Los socios pagan impuestos personales sobre los beneficios de la sociedad.
Reinversión y pago de dividendos	Las corporaciones tienen amplia discrecionalidad sobre las decisiones relativas al pago de dividendos.	A las sociedades se les prohíbe, por lo general, que reinviertan los beneficios obtenidos. Todos los beneficios se distribuyen entre los socios.
Responsabilidad	Los accionistas no son personalmente responsables de las obligaciones de la corporación.	Los socios limitados no son responsables de las obligaciones de la sociedad, los socios generales pueden tener responsabilidad ilimitada.
Continuidad de la existencia	La corporación puede tener una vida perpetua.	Las sociedades tienen vida limitada.

1.3. La importancia de los flujos de efectivo

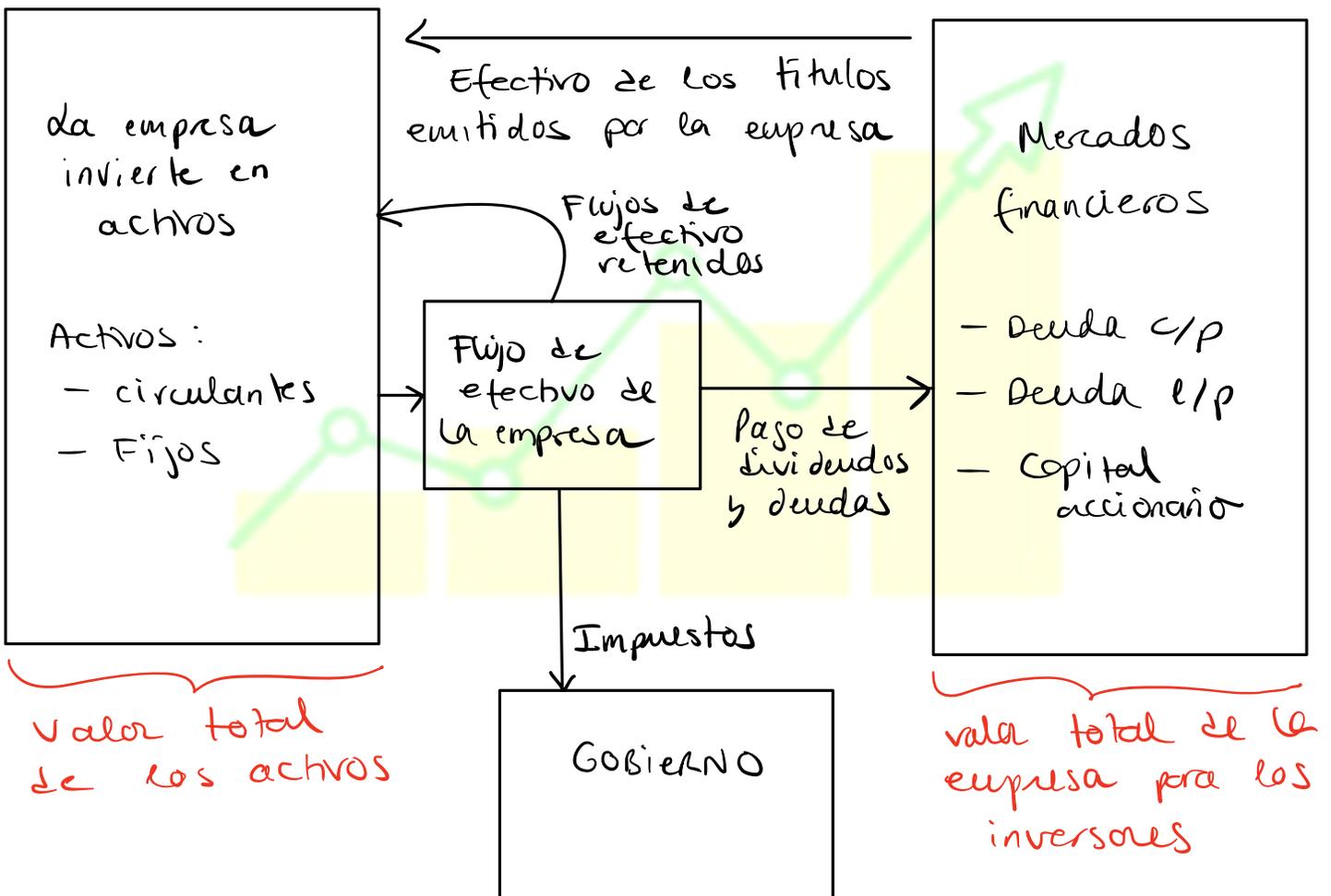
La responsabilidad más importante de un administrador financiero es crear valor a partir de las actividades de elaboración del presupuesto de capital, financiero y capital de trabajo neto de la empresa.

¿Cómo crean valor los administradores financieros? La respuesta es que la empresa debe:

1. Tratar de comprar activos que generen más efectivo del que cuestan.
2. Vender bonos, acciones y otros instrumentos financieros que recaudan más dinero del que cuestan.

En consecuencia, la empresa debe crear más flujo de efectivo del que se usa.

Vemos en la siguiente figura los flujos de efectivo entre la empresa y los mercados financieros:



Identificación de los flujos de efectivo: en ocasiones no es fácil observar en forma directa los flujos de efectivo. Gran parte de la información que se reúne viene en la forma de estados contables, y gran parte del trabajo del análisis financiero consiste en extraer información sobre los flujos de efectivo de estos estados.

Ejemplo 1: Beneficios contables frente a flujos de efectivo: The Midland Company se dedica al refinamiento y comercio de oro. A finales del año vendió 2.500 onzas de oro en 1 millón de dólares. La empresa había adquirido el oro en 900.000\$ en efectivo al inicio del año. La compañía pago en efectivo cuando compró el oro. El cliente al que le vendió el oro todavía no efectúa el pago correspondiente. Lo que nos va a mostrar el estado de resultados de la empresa será:

$$\begin{array}{rcl}
 (+) \text{ Ventas} & \longrightarrow & \$1.000.000 \\
 (-) \text{ Costes} & \longrightarrow & - 900.000 \\
 \hline
 = \text{ Beneficio} & & = \$100.000
 \end{array}$$

Pero si nos fijamos en los flujos de efectivo, tendremos lo siguiente:

$$\begin{array}{rcl}
 (+) \text{ Flujo entrada efectivo} & \longrightarrow & 0 \\
 (-) \text{ Flujo salida efectivo} & \longrightarrow & - 900.000 \\
 \hline
 & & = - \$900.000
 \end{array}$$

La perspectiva de las finanzas corporativas centra el interés en si las operaciones de venta crean flujos de efectivo. La creación de valor depende de los flujos de efectivo.

Periodicidad de los flujos de efectivo: el valor de una inversión realizada por la empresa depende de la periodicidad de los flujos de efectivo. Es preferible recibir los flujos de efectivo más pronto que tarde.

Ejemplo 2. Periodicidad de los flujos de efectivo: The Midland Company debe elegir entre dos propuestas de nuevos proyectos. Ambas producirán flujos de efectivo adicionales durante cuatro años y tendrán un coste inicial de 10.000 dólares. Los flujos de efectivo son los siguientes:

Año	Nuevo producto A	Nuevo producto B
1	0	4.000\$
2	0	4.000\$
3	0	4.000\$
4	20.000\$	4.000\$
TOTAL	20.000\$	16.000\$

Al principio parece ser que el nuevo producto A sería mejor. Sin embargo, los flujos de efectivo de la propuesta B se reciben antes que los de A. Si no contamos con más información, no podemos decidir qué conjunto de flujos de efectivo crearía el mayor valor para los acreedores y los accionistas de la empresa. Ello dependerá de que el valor de recibir efectivo de B por adelantado sea mayor que el efectivo total adicional proveniente de A.

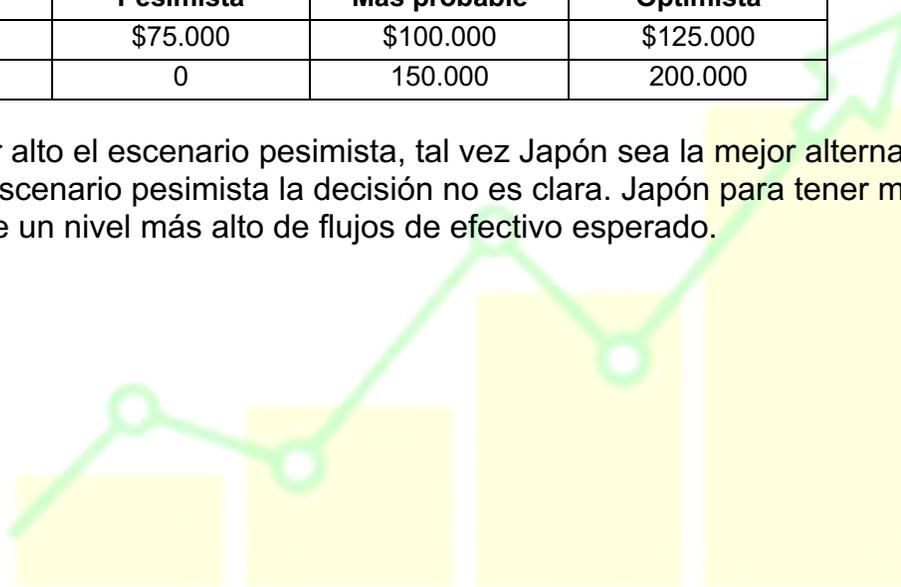
Riesgo de los flujos de efectivo: La empresa debe tomar en consideración el riesgo.

Ejemplo 3: Riesgo: The Midland Company proyecta la expansión de sus operaciones al extranjero. Se evalúa Europa y Japón como sitios posibles. Se considera que Europa es un sitio relativamente seguro, mientras que operar en Japón se presenta como una opción muy riesgosa. En ambos casos la empresa cerraría sus operaciones después de un año.

Después de realizar un análisis financiero completo, la empresa ha presentado los siguientes flujos de efectivo de los planes de expansión bajo tres escenarios:

	Pesimista	Más probable	Optimista
Europa	\$75.000	\$100.000	\$125.000
Japón	0	150.000	200.000

Si se pasa por alto el escenario pesimista, tal vez Japón sea la mejor alternativa. Cuando se toma en cuenta el escenario pesimista la decisión no es clara. Japón para tener mayor riesgo pero también ofrece un nivel más alto de flujos de efectivo esperado.



1.4. La meta de la administración financiera

Posibles metas: si consideramos varias metas financieras posibles, podríamos pensar en las siguientes:

- Sobrevivir
- Evitar las dificultades financieras y la quiebra
- Superar a la competencia
- Maximizar las ventas o la participación de mercado
- Minimizar los costos
- Maximizar las utilidades
- Mantener un crecimiento uniforme de las utilidades

La maximización de utilidades podría ser la meta citada con mayor frecuencia, pero no representa un objetivo específico. Se puede referir a algún tipo de beneficio a largo plazo o beneficio promedio, pero aún no está claro qué significa esto con exactitud.

Las metas presentadas tienden a clasificarse en dos clases:

- La primera se relaciona con la **rentabilidad**: las metas relacionadas con las ventas, participación de mercado y el control de costes se interrelacionan con distintas formas de obtener o incrementar beneficios.
- Las metas del segundo grupo, como prevenir la quiebra y alcanzar la estabilidad y seguridad, se relacionan de alguna manera con el **control de riesgos**.

La meta del gerente financiero:

El administrador financiero de una corporación toma decisiones en representación de los accionistas de la empresa

Desde el punto de vista de los accionistas ¿Qué es una buena decisión en el contexto de la administración financiera?

Se supone que los accionistas compran acciones porque desean obtener una ganancia financiera, las buenas decisiones aumentan el valor de las acciones y las malas lo reducen

La meta de la administración financiera es maximizar el valor actual por cada acción del capital existente. La meta de la maximización de valor de las acciones evita los problemas asociados con las distintas metas, ya que no hay ambigüedad en el criterio y no existe discrepancia en el corto y largo plazo. La meta es maximizar el valor actual de las acciones.

Una meta más general:

¿Qué meta es más apropiada cuando la empresa no tiene acciones que se negocien en bolsa?

Las corporaciones no son el único tipo de empresa y las acciones de muchas corporaciones rara vez cambian de manos; por lo tanto, es difícil decir cuál es el valor por acción en el momento determinado

El valor total de las acciones de una corporación es simplemente igual al valor del capital contable de los propietarios. Meta → Maximizar el valor de mercado del capital contable de los propietarios actuales

La meta no implica que el administrador financiero deba emprender acciones ilegales o sin ética con la esperanza de incrementar el valor de las acciones de la empresa

1.5. El problema de agencia y el control de la corporación.

El administrador financiero actúa como más conviene a los intereses de los accionistas cuando lleva a cabo actividades que incrementan el valor de las acciones. Sin embargo, en las corporaciones grandes, la propiedad se distribuye a veces entre un número enorme de accionistas. Esta dispersión de la propiedad significa que la administración tiene en realidad el control de la empresa

Relaciones (conflictos) de agencia:

La relación entre los accionistas y los administradores recibe el nombre de relación de agencia. Esta relación existe siempre que alguien (el mandante) contrata a otro individuo (el agente) para que represente sus intereses

En todas estas relaciones siempre existe una posibilidad de conflicto de intereses entre ambos, tal conflicto se conoce como: **problema de agencia**.

Metas de la administración:

Costos de agencia → costos del conflicto de intereses entre los accionistas y los administradores. Ejemplo: La empresa desea realizar una nueva inversión, se espera que tenga un efecto favorable sobre el valor de las acciones, pero también representa un negocio arriesgado. Los propietarios desearán realizar la inversión (porque el valor de sus acciones aumentará), pero los administradores no porque existe la posibilidad de que la cosa no salga bien y pierdan sus trabajos.

Estos costos pueden ser indirectos o directos:

- Indirectos: representa una oportunidad perdida (como el ejemplo que hemos descrito).

- Directos: se presentan en dos formas:
 - o **Primero**: gasto corporativo que beneficia a la administración, pero tiene un coste para los accionistas (Ejemplo: compra jet corporativo lujoso e innecesario).
 - o **Segundo**: gasto que surge de la necesidad de supervisar las acciones de los administradores. (Ej. *Pago de auditores externos para evaluar la información de estados financieros*)

¿Los gerentes actúan en favor de los intereses de los accionistas?

Si los administradores actúan en favor de los mejores intereses de los accionistas es un aspecto que depende de 2 factores.

Primero → ¿Las metas de la administración concuerdan estrictamente con los objetivos de los accionistas? Esta pregunta se relaciona, por lo menos en parte, con la manera en que se remunera a los administradores [1].

Segundo → ¿Se puede reemplazar a los administradores si no persiguen las metas de los accionistas? Esta cuestión se relaciona con el control de la empresa [2].

Existen varias razones para pensar que, aún en las empresas más grandes, la administración tiene un incentivo para actuar en función de los intereses de los accionistas.

[1] Remuneración de los accionistas

La administración tiene un incentivo económico considerable para incrementar el valor de las acciones por 2 motivos

- La remuneración de los ejecutivos, en especial de quienes están en los niveles más altos, casi siempre se relaciona con el desempeño financiero, en general, y con frecuencia con el valor de las acciones, en particular.
- Las perspectivas de trabajo: los administradores que logran cumplir las metas de los accionistas tienen mayor demanda en el mercado de trabajo y, por lo tanto, pueden exigir sueldos más altos.

[2] Control de la empresa:

El control de la empresa corresponde a los accionistas. Ellos eligen al consejo de administración, el cual, contrata y despide a los administradores.

Batalla de poderes: mecanismo que permite a los accionistas reemplazar a los administradores actuales. Una batalla de poderes se desarrolla cuando un grupo de accionistas solicita poderes de representación para reemplazar al consejo existente y, de este modo, cambiar la administración actual.

Otra forma de reemplazar a la administración es mediante una **toma de control**. Las empresas que tienen administración deficiente son más atractivas como objetivos de compra que las que están bien administradas porque tienen un mayor potencial de beneficios. Por consiguiente, evitar la toma de control por otra empresa proporciona a la administración otro incentivo para actuar en función de los intereses de los accionistas.