

FINANZAS CORPORATIVAS: Repensando el 2020

Contenido

- I. EDITORIAL (pg. 3)
- II. ¿A QUIÉN LE IMPORTAN Y QUÉ SON LAS FINANZAS CORPORATIVAS? (pg. 5)
- III. DECISIONES DE INVERSIÓN Y RENTABILIDAD (pg. 11)
- IV. DECISIONES DE ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO (pg. 21)
- V. RECUADRO DE IMPUESTOS CORPORATIVOS (pg. 28)
- VI. GESTIÓN DEL CAPITAL DE TRABAJO (pg. 29)

Director del Informe	Rafael España Amador Director Finanzas Corporativas (+57-1) 3538787 Ext. 6195 rafael.espana@corficolombiana.com
Analistas	Daniel Espinosa Castro Analista de Finanzas Corporativas (+57-1) 3538787 Ext. 6191 daniel.espinosa@corficolombiana.com Sergio Consuegra Nigrinis Analista de Inteligencia Empresarial (+57-1) 3538787 Ext. 6197 sergio.consuegra@corficolombiana.com
Portada	Lukas Vargas
Diagramación	Consuelo Lozano González consuelo.lozano@formasfinales.com
Impresión	Citygraf Impresores Ltda. Bogotá Colombia Diciembre de 2019

Dirección Ejecutiva de Investigaciones Económicas
Corficolombiana S.A.

Carrera 13 No. 26-45, Bogotá D.C., Colombia
www.corficolombiana.com

Corporación Financiera Colombiana S.A. 2019
Todos los derechos reservados ©

Editorial: repensando el 2020 desde las finanzas corporativas

José Ignacio López

Desde hace un par de años el área de Investigaciones Económicas de Corficolombia decidió crear un equipo de Finanzas Corporativas con el objetivo de ofrecerles a nuestros clientes, y al público general, un análisis centrado en la toma de decisiones de manejo financiero y de la gestión del riesgo de las empresas. La mayoría de los productos de investigación de los grupos de investigación económica del país toman como centro de análisis las decisiones de inversión financiera y al inversionista. La apuesta de nuestro equipo de Finanzas Corporativas es fundamentalmente diferente y parte del estudio de las complejas decisiones que enfrentan no los inversionistas sino las empresas. Las Finanzas Corporativas se ocupan, entre otros temas, de la estructura óptima del financiamiento de las compañías, del análisis de los costos de endeudamiento y del capital propio, así como de los instrumentos financieros que permiten mejorar la gestión de capital y las consideraciones tributarias.

El equipo de Finanzas Corporativas ha incursionado en estos temas de forma novedosa, complementando nuestro portafolio de productos de investigación. Esta guía es una muestra de varios de los análisis que el equipo de Finanzas Corporativas ha venido adelantando, en un recorrido de preguntas prácticas y relevantes de temas financieros que apenas comienza.

Exponemos de manera sencilla varios temas relevantes a la hora de toma de decisiones financieras e invitamos a las empresas a repensar el 2020 desde una nueva óptica. Como se hace mención en este informe, 2019 fue un año extraordinario en términos de emisiones de bonos corporativos del sector real, con un aumento de más del 18%, en una coyuntura donde el crédito comercial tuvo un tímido crecimiento cercano al 1%. La dinámica de la deuda estuvo acompañada de una reducción en las tasas de interés que permitió el refinanciamiento de pasivos en mejores condiciones. Adicionalmente, los mercados financieros mediante los contratos forwards de tasas de interés sugieren que las condiciones de financiamiento en 2020 pueden ser menos favorables. Nuestro equipo de Macroeconomía y Mercados coincide en dicho pronóstico. En esta guía usted encontrará

un análisis de cómo enfrentar este panorama retador en términos de endeudamiento financiero.

Un caso similar ocurre con los recursos propios. Los inversionistas, en particular aquellos que acceden a diferentes mercados, les exigen a las empresas una rentabilidad de los recursos. Aquí discutimos la reducción de 460 puntos básicos exigida por los recursos propios, también denominada costo del capital propio. Esta reducción se da en un contexto de una menor prima de riesgo país y a pesar de un aumento en la prima cambiaria. Entender y monitorear dicha rentabilidad exigida, así como la incertidumbre propia que la define, es una herramienta clave para el manejo financiero de cualquier empresa.

Otra dimensión importante, muchas veces ausente de la discusión, tiene que ver con el análisis sobre qué tan deseable es que las empresas aumenten su endeudamiento financiero. Este estudio parte del análisis de los riesgos que implica un mayor apalancamiento, pero también se extiende al examen de si menores tasas de interés deben llevar a las empresas a tomar mayores deudas financieras. El equipo de Finanzas Corporativas presenta en esta guía un estudio de las decisiones de endeudamiento financiero de una muestra de 27 de las empresas más grandes del sector real de nuestro país, y encuentra que, si bien en 2019 la solidez financiera de dichas empresas aumentó al reducir la deuda/ EBITDA en varios puntos, no es claro que en los últimos años dichas empresas hayan optimizado su estructura de balance.

Finalmente, se discute en los últimos capítulos como la gestión financiera puede hacer uso de productos financieros como el descuento de factura y de políticas de cobertura, como el uso de derivados, para mitigar diferentes tipos de riesgo.

Como puede verse, este informe es un complemento a nuestro tradicional informe de proyecciones, que busca brindarles a nuestros clientes y a las empresas del país nuevas herramientas para tomar decisiones financieras en la coyuntura actual. Esperamos que cada uno de los lectores de esta guía, encuentre el análisis aquí presentando relevante. Los invito a visitar con frecuencia nuestra nueva página web donde pondrá encontrar actualizaciones y nuevos informes de nuestro equipo de Finanzas Corporativas.

¿A QUIÉN LE IMPORTAN Y QUÉ SON LAS FINANZAS CORPORATIVAS?



- ▶ [¿Por qué repensar este 2020 desde el punto de vista de las Finanzas Corporativas?](#)
- ▶ [De la teoría a la práctica: ¿cuál es el riesgo?](#)



▶ 3 preguntas

que involucran a los financieros de las empresas y se relacionan con la rentabilidad de sus inversiones, forma de financiamiento y su capital de trabajo

¿A QUIÉN LE IMPORTAN Y QUÉ SON LAS FINANZAS CORPORATIVAS?

Rafael España Amador

Si usted es empresario o trabaja en el área financiera de una compañía del sector real, bien sea en planeación, tesorería o gestión de impuestos, posiblemente una de las siguientes 3 preguntas se le pasa por la mente de vez en cuando:

- ▶ Dado el riesgo que asume la compañía, ¿son realmente rentables nuestras inversiones?
- ▶ La mezcla de deuda y capital de los accionistas que la compañía usa para financiar esas inversiones, ¿es eficiente?
- ▶ ¿Los recursos de corto plazo son manejados de forma correcta o hay alguna fuga que no vemos?

Pues bien, encontrar las respuestas a esas preguntas es exactamente la esencia de las Finanzas Corporativas y, en Investigaciones Económicas de Corficolombiana, utilizamos las soluciones que propone la teoría para aplicarlas al contexto de los empresarios colombianos sin perder el enfoque en la parte práctica.

¿Por qué repensar este 2020 desde el punto de vista de las Finanzas Corporativas?

Después de varios años de mercados financieros caracterizados por una materialización de riesgos, como la reducción de los precios del petróleo en 2016, durante el 2019 se abrió una ventana de oportunidad para que los empresarios colombianos aprovechen con prudencia el bajo costo de los capitales internacionales y el aumento en apetito generalizado por activos de riesgo en Colombia.

Creemos que 2020 continuará ofreciendo todos los platos del menú financiero sin muchas restricciones, sobre todo a las grandes empresas. Por un lado, en los mercados de deuda hay amplia liquidez, las tasas de interés para deuda de largo plazo están en niveles históricamente bajos y, en el mercado accionario local es fácil percibir el apetito por riesgo. Por otro lado, a pesar de la volatilidad en la tasa

de cambio peso-dólar, las primas de riesgo por activos en Colombia se encuentran en niveles bajos.

Esto no quiere decir que todas las empresas deban aumentar el nivel de endeudamiento, buscar capitalizarse de inmediato, o asumir riesgos de tasa de cambio. No creemos que ese sea necesariamente el camino que seguir. El enfoque que en Finanzas Corporativas de Corficolombiana queremos plasmar de forma clara es: **las empresas pueden gestionar el riesgo de mercado con instrumentos financieros**. Es hora de repensar si los factores que usualmente se consideran externos a la gerencia, como la tasa de cambio o la disponibilidad de financiamiento a corto plazo, realmente son factores que no se pueden gestionar con una aproximación financiera técnica.

Estamos en el siglo XXI y, aunque gestionar un negocio en Colombia es más complicado que en muchos otros países¹, hoy en día los directivos de muchas empresas en Colombia pueden darse el lujo de elegir el nivel y el tipo de riesgo financiero al que desean exponer a sus compañías, por ejemplo, al riesgo de tasa de cambio o al de una subida en el costo de los recursos financieros, sin depender de los vaivenes del mercado o peor, del gobierno de turno.

En este sentido creemos que, en 2020, los encargados de las áreas financieras de las compañías en Colombia deben aproximarse a los tres grandes temas de las Finanzas Corporativas de la siguiente manera:

► Dinero fácil

No se requieren altas rentabilidades para atraer inversionistas porque los mercados tradicionales de renta fija no ofrecen altos retornos en la actualidad

► En términos de presupuestar o definir cuáles de las inversiones o proyectos generan valor económico² no se requiere mucha rentabilidad para que un proyecto sea atractivo. Durante 2019, y probablemente en el 2020, grandes inversionistas, como los fondos mutuos internacionales o los principales bancos de inversión, puede que no tengan muchas alternativas de inversión que generen rentabilidades atractivas. En los últimos cuatro años, no solo la

¹ La edición del 2020 del Doing Business Rank que elabora el Banco Mundial muestra que hay 66 países en los cuales las condiciones para hacer negocios son más favorables que en Colombia.

² Para este documento, la diferencia entre el valor económico y el valor contable la determinamos con el retorno adicional al costo de oportunidad de invertir el dinero en proyectos con riesgo similar.

▶ Ni mucho, ni poco

El nivel de deuda óptimo no necesariamente se alcanza cazando tasas de interés bajas. Existen otros criterios.

▶ No afecte a sus clientes

Existen mecanismos para gestionar el capital de trabajo que no transmiten el riesgo financiero a sus clientes

rentabilidad que ofrecen inversiones de bajo riesgo como los Bonos del Tesoro de Estados Unidos se ubica en niveles mínimos, sino que las primas de riesgo para activos en Colombia reflejan una marcada tendencia decreciente. Así los grandes inversionistas locales y extranjeros solo pueden mejorar sus rentabilidades si aceptan invertir en Colombia u otras economías emergentes a precios a los que antes no aceptaban.

- ▶ Ahora, al hablar de una estructura de capital ideal, desde hace unos 60 años se crearon varias recetas o prescripciones conocidas que en teoría permiten encontrar la mezcla perfecta entre deuda financiera y capital propio. Lo interesante es que las compañías en Colombia parecen no seguir esa receta técnica, sino responder a otros criterios más cortoplacistas y reactivos. Creemos que 2019 y 2020 son años en los que los ingredientes para la receta óptima se pueden encontrar en mercados financieros con margen de maniobra. Comparado con la historia reciente, no estamos en años de escasez que no permitan “combinar opciones”.
- ▶ Por último, en términos de gestión del capital de trabajo, transmitir el riesgo de los mercados financieros a los precios puede terminar en oportunidades de mercado perdidas o en márgenes financieros volátiles, más aún en un mundo en el que la economía digital está tocando las puertas de casi todos los sectores. Dos mecanismos que desvían ese cambio de precios del cliente al sistema financiero son: el descuento de facturas y una política de coberturas cambiarias.

De la teoría a la práctica: ¿cuál es el riesgo?

Se podría decir que la etapa fundacional de las Finanzas Corporativas se concentra en 21 años, entre 1952 y 1973. Para ser exactos Harry Markowitz, Franco Modigliani, Merton Miller, William Sharpe, Jack Treynor y Eugene Fama se encargaron de plantear en términos matemáticos que la gestión de riesgo financiero y el retorno de una inversión depende el uno del otro. Antes de estas contribuciones a la teoría financiera, no era obvio –era una especie de regla práctica– que evitar poner todos los huevos en la misma canasta afectaba la rentabilidad y el riesgo de un negocio.

► Teoría a prueba

La práctica ha demostrado que los seres humanos no tomamos decisiones como los modelos financieros esperaban

Sin embargo, desde 1973 ha corrido agua bajo el puente, la aplicación de esa teoría no ha sido fácil y en muchos casos no ha funcionado como se esperaba. La práctica ha tenido que pulirse luego de varias crisis financieras y otros enfoques teóricos que la pusieron a prueba, en particular aquellos relacionados con la forma en la que los individuos y las empresas evalúan el riesgo y toman decisiones. El mundo empresarial y los agentes no gestionan los riesgos exactamente cómo los modelos financieros predicen. Entre la teoría y la forma en que las empresas operan el día a día todavía habita el arte. Consideramos que es una labor de los profesionales financieros acompañar a las compañías para que puedan gestionar sus riesgos con un enfoque más técnico.

Los invitamos a que visiten nuestra nueva página web en donde el equipo de Finanzas Corporativas publica regularmente análisis sobre los temas aquí planteados. En ellos incorporamos puntos de vista de diferentes profesiones, empresas y sectores, sin alejarnos de un lenguaje acorde al contexto colombiano. El objetivo es desmitificar la teoría y conectarla con los productos financieros que ofrece el mercado de capitales colombiano.

NOTAS



A series of horizontal dotted lines extending across the width of the page, providing a template for taking notes.

DECISIONES DE INVERSIÓN Y RENTABILIDAD



- ▶ Costo de la Deuda (K_d)
- ▶ Costo de los recursos propios (K_e)



DECISIONES DE INVERSIÓN Y RENTABILIDAD

Rafael España Amador | Daniel Espinosa Castro | Sergio Consuegra Nigrinis

▶ 2019

fue un buen año para refinanciar deudas e iniciar nuevos proyectos porque el costo de los recursos era bajo

▶ 2020

es un año en el que los empresarios deben repensar sus estrategias para acceder a recursos económicos

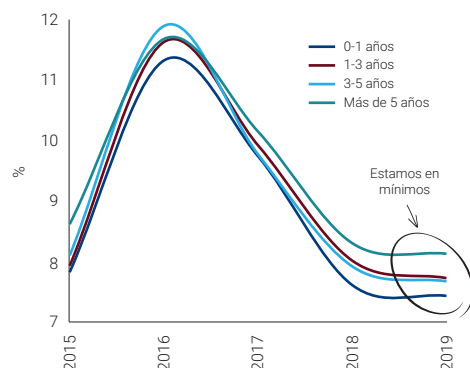
Empresario, si usted se pregunta si la rentabilidad de sus próximos proyectos es suficiente para compensar el costo de financiamiento, le tenemos una buena noticia: durante 2019 en Colombia se pudo exigir menos rentabilidad para aceptar nuevos proyectos de inversión. Tanto el costo de la deuda como el costo del capital propio tocaron su punto más bajo desde 2015 y las apuestas, al menos sobre las tasas de interés para la deuda empresarial de largo plazo, apuntan a que la temporada de descuentos no durará mucho más.

Por el lado del costo de la deuda empresarial, tanto el nivel actual de tasas de interés de largo plazo como las apuestas de los participantes del mercado nos hacen pensar que **aumentar o refinanciar la deuda de largo plazo en 2019 de las empresas es una buena idea**, pero solo en el caso en el que el criterio de decisión sea el nivel de tasas de interés. Los agentes del mercado le apuestan a que el nivel de las tasas de financiamiento empresarial no continuará su caída durante 2020.

Por otra parte, satisfacer la rentabilidad que los accionistas exigen por sus recursos, o capital propio, en 2019 fue más fácil. Los agentes del mercado no tienen expectativas de que el costo del capital sea alto debido a que las primas de riesgo y las tasas libre de riesgo retrocedieron desde 2016. Podría decirse que los inversionistas no tienen muchas opciones para encontrar altas rentabilidades en otros lugares, lo que hace que invertir en el país sea más atractivo. O en términos técnicos, el costo de oportunidad de invertir en las compañías en Colombia es menor.

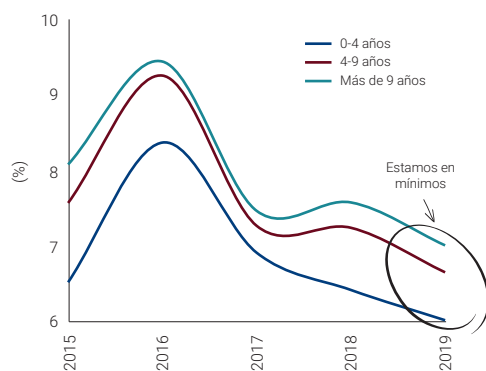
A continuación, analizamos con mayor detalle lo que sucedió con las fuentes de financiamiento más comunes durante 2019 y qué situaciones pueden afectar su costo en el futuro cercano. Aunque el 2019 fue una ventana de oportunidad para el sector empresarial debido a que se contaron con recursos económicos, los empresarios deben estar atentos a los posibles cambios y encontrar formas de repensar las fuentes para financiar sus operaciones y proyectos en el 2020.

Gráfico 1
EL TOBOGÁN DE LAS TASAS DE INTERÉS



Fuente: Banco de la República, cálculos Corficolombiana. Octubre 2019.

Gráfico 2
LAS TASAS DE LOS BONOS TAMBIÉN SON UN TOBOGÁN



Fuente: Precia, cálculos Corficolombiana. Octubre 2019.

Costo de la Deuda (Kd)

A pesar de las actuales tasas de interés favorables para la inversión, diversos riesgos nos hacen pensar que los empresarios no lograrán acceder al endeudamiento durante el 2020 con los mismo costos reducidos del 2019. En particular la creencia del mercado de que las tasas de interés no bajarán, nos hacen pensar que no hay muchas posibilidades de que las tasas de interés logren descender más.

Mantener un bajo costo de la deuda empresarial y con plazos adecuados es vital para que los empresarios no solo financien su capital de trabajo, sino también para que puedan encarar un mayor número de proyectos que incrementen el valor de sus empresas y generen desarrollo en el país. Estar atentos al nivel presente y futuro de las tasas de interés es una de las principales tareas que deben realizar los gerentes y financieros que deseen optimizar el desempeño económico de su compañía.

Una buena noticia es que la caída de las tasas durante el 2019 se presentó tanto en bonos como en los créditos bancarios. En el Gráfico 1 puede apreciarse el descenso del promedio de las tasas de interés asociadas al crédito corporativo desde 2016 (Cuadro 1). Por su parte el Gráfico 2 y el Cuadro 2 presentan un panorama similar para las tasas de interés de los bonos de deuda corporativa no indexados a la inflación (tasa fija).

El escenario de caída de las tasas de interés generó una situación favorable para aquellos empresarios atentos al momento apropiado

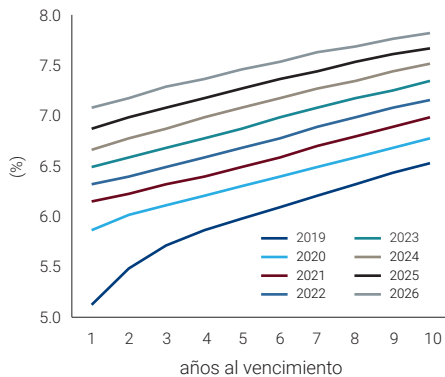
Cuadro 1
TASAS DE INTERÉS HISTÓRICAMENTE BAJAS

Año/Plazo	Menor a 1 año	Entre 1 y 3 años	Entre 3 y 5 años	Más de 5 años
2015	7,8%	7,9%	8,1%	8,6%
2016	11,3%	11,6%	11,9%	11,7%
2017	9,7%	9,9%	9,8%	10,1%
2018	7,6%	8,0%	7,9%	8,3%
2019	7,4%	7,6%	7,6%	8,0%
Promedio	8,8%	9,0%	9,0%	9,3%

Fuente: Banco de la República, cálculos Corficolombiana. Octubre 2019.

Gráfico 3

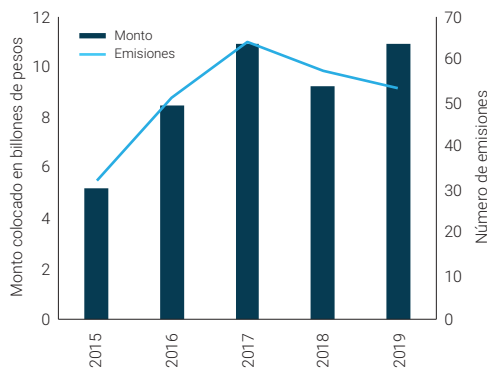
LA APUESTA DEL MERCADO: LAS TASAS NO BAJARÁN EN 2020



Fuente: Precia, cálculos Corficolombiana. Octubre 2019.

Gráfico 4

EMISIÓN DE BONOS, CERCA DE ROMPER RECORDS



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia, cálculos Corficolombiana. Octubre 2019.

Cuadro 2

LAS TASAS DE LOS BONOS TASA FIJA ESTÁN POR EL PISO

Año/Plazo	0 a 4 años	4 a 9 años	9 años o más
2015	6,5%	7,5%	8,1%
2016	8,3%	9,2%	9,4%
2017	6,9%	7,2%	7,4%
2018	6,4%	7,2%	7,6%
2019	6,0%	6,6%	7,0%
Promedio	6,8%	7,6%	7,9%

Fuente: Precia, cálculos Corficolombiana. Octubre 2019.

para endeudarse. Si bien este es el mundo preferido por muchos, hay que tener cuidado. Un mundo de bajas tasas de interés no es permanente y depender de un contexto que puede ser transitorio, conlleva un riesgo operacional para las empresas. **No olvide que cuando todo está calmado, las tasas de interés bajan por escalera, pero cuando los mercados se estresan, suben en ascensor.**

Aunque las tasas de interés encontraron en 2019 su punto mínimo de cuatro años, los agentes del mercado apuestan a que la caída no continuará durante el 2020. Para saber qué piensa el mercado sobre los movimientos del costo de la deuda, construimos la Curva Forward de las tasas de interés. De acuerdo con una hipótesis conocida como “teoría de las expectativas puras”, la Curva Forward de tasas de interés refleja las expectativas actuales de los agentes del mercado sobre el comportamiento futuro de las tasas de interés. Según esta curva, que puede consultarse en el Gráfico 3 y en el Cuadro 3, el mercado apuesta a que el *Black Friday* de las tasas ha llegado a su fin y que lo más probable es que durante el 2020 haya un mayor costo de la deuda.

El descuento de las tasas que hemos analizado se ve reflejado en que el número y monto de emisiones de bonos en la Bolsa de Valores de Colombia tuvo un crecimiento importante, como se puede observar en el Gráfico 4. A falta de un trimestre, el monto de emisiones creció un 18% y solo está a cuatro emisiones de alcanzar el número de emisiones comparado con el 2018. Esto nos dice que las grandes empresas del país estuvieron atentas para endeudarse a bajo costo.

▶ 18%

creció el monto colocado en bonos en la Bolsa de Valores de Colombia entre 2019 y 2018. ¡Y eso que no se tomó en cuenta el último trimestre de 2019!

▶ 1,1%

es un tímido crecimiento de crédito bancario. Todavía hay espacio para crecer más

Cuadro 3

EL MERCADO CREE QUE ASÍ SE VERÁN LAS TASAS PARA EL 2020

Plazo (años)	Descomposición Curva Forward 2020			Tasa deuda corporativa
	Tasa real	Inflación implícita	Riesgo de crédito y liquidez	
1	1,5%	3,3%	1,0%	5,9%
2	1,7%	3,3%	0,9%	6,0%
3	1,8%	3,4%	0,8%	6,1%
4	2,0%	3,4%	0,7%	6,2%
5	2,1%	3,5%	0,6%	6,3%
6	2,2%	3,5%	0,5%	6,4%
7	2,3%	3,5%	0,5%	6,5%
8	2,5%	3,6%	0,4%	6,6%
9	2,6%	3,6%	0,4%	6,7%
10	2,6%	3,6%	0,4%	6,8%

Fuente: Precia, cálculos Corficolombiana. Octubre 2019.

Por su parte, el crédito otorgado por las distintas instituciones financieras no aumentó en la misma proporción. De acuerdo con el Cuadro 4, si se compara el monto de crédito colocado por instituciones financieras para todos los plazos de los tres primeros trimestres del 2018 contra los tres primeros trimestres del 2019, se observa que el crédito apenas creció en 1.1%. Esto implica que todavía hay espacio para que el financiamiento empresarial crezca, sobre todo en mayores

Cuadro 4

TIBIO CRECIMIENTO DEL CRÉDITO CORPORATIVO

Trimestre/año	Monto de crédito menor a 1 año	Monto de crédito entre 1 y 3 años	Monto de crédito entre 3 y 5 años	Monto de crédito mayor a 5 años
2018				
Trimestre 1	\$10.280,46	\$3.935,83	\$2.557,04	\$3.608,88
Trimestre 2	\$8.191,46	\$2.481,96	\$2.337,50	\$4.670,34
Trimestre 3	\$8.841,62	\$2.274,01	\$1.428,39	\$2.844,40
Trimestre 4	\$11.127,35	\$2.719,09	\$1.973,72	\$4.550,70
Total 3 primeros trimestres	\$27.313,55	\$8.691,81	\$6.322,92	\$11.123,62
2019				
Trimestre 1	\$9.035,85	\$3.264,74	\$1.429,79	\$3.195,84
Trimestre 2	\$9.998,82	\$3.982,12	\$1.515,32	\$3.813,48
Trimestre 3	\$8.938,05	\$.765,26	\$2.207,88	\$2.886,88
Trimestre 4				
Total 3 primeros trimestres	\$27.972,72	\$ 11.012,12	\$5.152,99	\$9.896,20

Fuente: Banco de la República, cálculos Corficolombiana. Octubre. Cifras en millones de pesos.

► 2020

es el año en el que las tasas podrían subir. Es necesario repensar el 2020 para tener alternativas de financiamiento a la mano

► 2019

fue el año en el que los recursos propios exigieron una menor rentabilidad de los últimos 5 años

plazos, dado que el crecimiento del crédito corporativo se concentró en plazos de un año o menos. Esta es una oportunidad para que los empresarios consideren refinanciar sus préstamos y llevarlos a un plazo más largo para evitar una caja estresada.

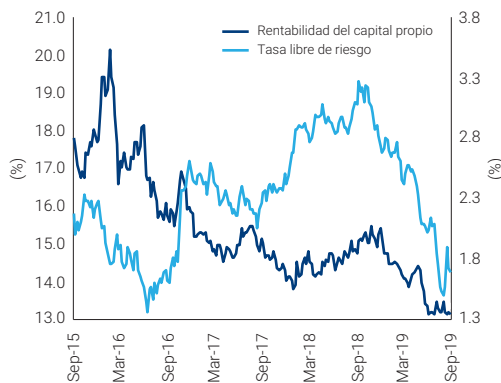
Tanto el aumento del crédito otorgado a las empresas, como la colocación de bonos de las grandes empresas del país, nos hacen pensar que, si bien las empresas grandes se adelantaron y fueron las primeras en aprovechar el momento, todavía hay espacio de crecimiento para el mercado del crédito, sobre todo en la refinanciación para lograr mejorar el plazo de deuda y la liquidez de las empresas.

La refinanciación de la deuda por parte de las empresas, gracias a un menor costo, parece una buena idea y el 2019 fue el año propicio para acceder a esta gran oferta. Pero señor empresario, aumentar la deuda de su empresa sin considerar las condiciones específicas del riesgo de su negocio puede ser una movida temeraria. **Si las apuestas del mercado se cumplen en 2020, debe repensar el próximo año en cuanto a otras formas de financiarse y mantener estable su capital de trabajo, además de sus proyectos e inversiones futuras.** En caso de que las apuestas del mercado se cumplan, es mejor que el incremento de las tasas de interés no lo atrape desprevenido. La mejor estrategia es siempre tener un plan de contingencia de fácil ejecución.

Costo de los recursos propios (K_e)

La Curva Forward de tasas de interés del sector corporativo del Gráfico 3 muestra que los mercados le apuestan a que las tasas de interés no bajarán en el 2020. Ante un piso en el costo de la deuda de largo plazo, los empresarios podrían recurrir a sus recursos propios, también llamados capital propio, para financiar las actividades de la compañía. Estos recursos, así suene sorprendente para muchos, exigen también una rentabilidad. ¿Se imagina invertir en el patrimonio de su empresa si esta le renta el 5%, siendo que puede invertir esos mismos recursos en otros proyectos con el mismo nivel de riesgo que renten al 10%, 15% o 20%? Tener un conocimiento sobre cuanta rentabilidad exige su bolsillo le permite cuidar mejor su patrimonio y no poner todos sus huevos en la misma canasta cuando evalúa otras posibilidades de inversión.

Gráfico 5
CAÍDA DE LA TASA LIBRE DE RIESGO



Fuente: Bloomberg, cálculos Corficolombiana. Octubre 2019.

Cuando calculamos el costo del capital propio bajo la metodología de Modelo de Valoración de Activos Financieros (CAPM por sus siglas en inglés) buscamos responder dos preguntas: ¿cuánto deberían rendir los recursos en su empresa para que decida no invertirlos en otra actividad? y, ¿estaría dispuesto a tener una menor rentabilidad por sus recursos a cambio de tener una mayor seguridad sobre el retorno de estos? El costo del capital propio es un termómetro de la rentabilidad que debe exigirle a los recursos invertidos en el patrimonio de su compañía, dado el nivel de riesgo que hay en el contexto colombiano. Exigir una rentabilidad menor que la de sus recursos propios lo expone a correr un riesgo excesivo a cambio de una recompensa pequeña.

Por esta razón es importante vigilar los cambios en las variables que determinan el costo del capital propio y cómo estas afectan la rentabilidad que se debe exigir por el uso de los recursos. Los gráficos 5, 6 y 7 muestran la trayectoria del costo de los recursos propios ante la Tasa Libre de Riesgo, la Prima de Riesgo País y la Prima Cambiaria. Analizar cómo se comportaron los componentes y el costo del capital propio, ayuda a que pueda monitorear las situaciones que pueden alterar la exigencia de rentabilidad de los recursos propios.

Gráfico 6
LA TENDENCIA DE REDUCCIÓN DE LA PRIMA DE RIESGO COLOMBIA, DISMINUYE LA RENTABILIDAD EXIGIDA DE LOS RECURSOS PROPIOS



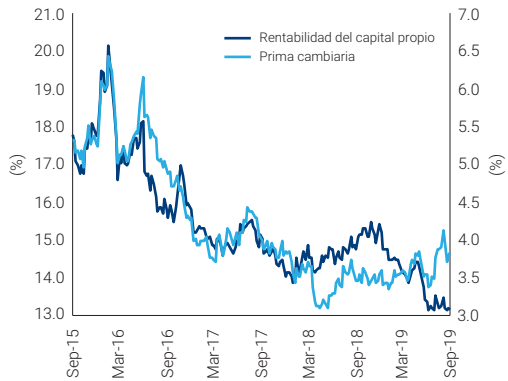
Fuente: Bloomberg, cálculos Corficolombiana. Octubre 2019.

Este análisis muestra que desde 2015 al menos dos de los tres componentes de la rentabilidad del capital propio cayeron. Los componentes de la Prima de Riesgo País y la Prima Cambiaria tuvieron una disminución de 230 y 170 puntos básicos respectivamente, y la Tasa Libre de Riesgo tuvo una reducción de 60 puntos básicos. Los cambios en estos componentes redujeron el costo del capital propio en 460 puntos básicos.

Si tomamos como punto de comparación el 2018, la Prima de Riesgo País fue el componente que más cayó, mientras que la Prima Cambiaria encareció el costo del capital propio. Por otro lado, la Prima de Riesgo País cayó 140 puntos básicos y la Prima Cambiaria aumentó 30 puntos básicos. Esto, junto con la reducción de la Tasa Libre de Riesgo, provocó una caída de 230 puntos básicos en el costo del capital propio. ¡Esto representa la mitad de la caída desde 2015!

Gráfico 7

INCREMENTO DE LA PRIMA CAMBIARIA,
RETO PARA MANTENER BAJA LA
RENTABILIDAD EXIGIDA DE LOS
RECURSOS PROPIOS



Fuente: Bloomberg, cálculos Corficolombiana. Octubre 2019.

► 230 puntos

básicos descendió el costo del capital propio entre 2018 y 2019

► 140 puntos

básicos descendió la Prima de Riesgo País Colombia entre 2018 y 2019. Una mayor confianza en el país puede dar espacio a más caídas

El análisis anterior nos deja dos lecciones. La primera, es que el riesgo que empezó a materializarse sobre la rentabilidad de los activos en el 2019 es el de la devaluación. La segunda es que la Prima de Riesgo País muestra una tendencia negativa que contribuye a la caída del costo de los recursos propios. Si los mercados pierden su confianza en el país como destino de inversión o empiezan a ser más aversos al riesgo, es probable que exijan mayores rentabilidades a cambio de invertir en nuestras empresas. Un resumen del análisis anterior se encuentra en el Cuadro 5.

La caída de los componentes individuales del costo del capital propio puede considerarse como un escenario positivo para los empresarios. A pesar de que una tendencia negativa durante los últimos años puede ser sinónimo de mayor confianza en el mercado, existe un problema. Todos los componentes del costo del capital propio, sobre todo la Prima de Riesgo Accionaria, cargan consigo un alto nivel de incertidumbre. Esta incertidumbre no solo hace difícil predecir hacia dónde se moverán las variables, sino también si el nivel actual es certero.

Gestione riesgo analizando escenarios

La incertidumbre a la que está sujeto el costo del capital propio se debe a que cambios no anticipados en la economía mundial pueden tener efectos impredecibles sobre la Prima Accionaria, la Prima de Riesgo País o la Prima Cambiaria. ¿Se imagina qué pasaría si EE.UU. iniciara una guerra en Oriente Medio o diera órdenes de cerrar todo el comercio con México? Eventos inesperados y de gran calibre pueden

Cuadro 5

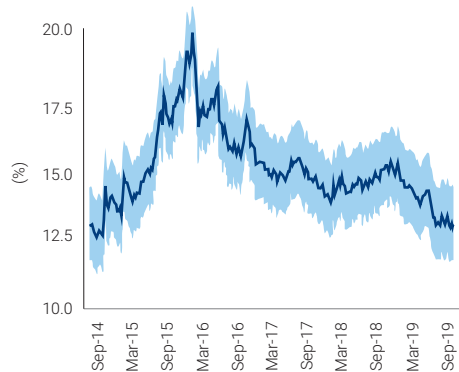
RENTABILIDAD EXIGIDA POR LOS RECURSOS PROPIOS, LA MENOR EN 5 AÑOS

Año/Plazo	Prima cambiaria	Prima riesgo país	Prima mercado US	Tasa libre de riesgo	Costo del capital propio
2015	5,2%	4,9%	4,7%	2,3%	17,7%
2016	4,3%	3,9%	4,7%	2,5%	15,8%
2017	3,8%	2,7%	4,7%	2,4%	14,0%
2018	3,5%	4,0%	4,7%	2,7%	15,4%
2019	3,8%	2,6%	4,7%	1,7%	13,1%
Promedio	4,1%	3,6%	4,7%	2,3%	15,2%

Fuente: Bloomberg, cálculos Corficolombiana. Octubre 2019.

Gráfico 8

LA RENTABILIDAD EXIGIDA POR LOS RECURSOS PROPIOS MÁS QUE UN NÚMERO ES UN RANGO. ESTÁ ENTRE 11,7% Y 14,5%



El valor del costo del capital propio caerá dentro del rango azul con un 95% de probabilidad, siendo el más probable el valor esperado.

Fuente: Bloomberg, cálculos Corficolombiana. Intervalo de confianza (azul claro) y valor esperado (azul oscuro) calculados con 1000 observaciones para cada semana.

► 11,7%-14,5%

es el rango en el que ubicamos la rentabilidad del capital propio

alterar la valoración del costo del capital propio y con esto, la recomendación sobre si un proyecto de inversión debe o no aceptarse. Debido a estos eventos inesperados el valor del capital propio resulta incierto. En otras palabras, el costo del capital propio puede tomar prácticamente cualquier valor.

Su mejor amigo a la hora de enfrentar la incertidumbre es analizar escenarios, pues hacerlo le permite tener en cuenta en qué casos un nuevo proyecto de inversión es aceptado o rechazado por un criterio de viabilidad financiera. De igual manera, le permite calcular la probabilidad de que el proyecto sea aceptado o rechazado.

El método de Montecarlo le permite realizar la simulación de varias situaciones y resumir los resultados de cientos de posibilidades en unos pocos números. El método se basa en la idea de simular escenarios probables generados de forma aleatoria por medio de una computadora.

Al utilizar esta herramienta encontramos que con una probabilidad del 95%, el costo del capital propio se encuentra entre 11,7% y el 14,5%, siendo su valor más probable 13,1%. El Gráfico 8 muestra el rango histórico del costo del capital propio para los últimos 5 años.

Al indicarle que el costo del capital propio es un rango, más que un número preciso, le estamos diciendo que una buena estrategia de manejo del riesgo es tomar en cuenta las posibles situaciones de ocurrencia y tomar decisiones acordes con su tolerancia al riesgo. El mejor gerente no es el que no toma riesgos. **El mejor gerente es el que sabe cuánto riesgo tomar y si la empresa está en capacidad de tolerar las pérdidas, en caso de que los proyectos no salgan como se esperaba.**

El 2019 para la inversión y la rentabilidad

Durante el 2019 el costo de las principales fuentes de financiación de las empresas descendió con respecto a 2015 y 2018. Esto hizo que la rentabilidad exigida por los recursos propios y de deuda fuera menor, lo que hace más probable que los proyectos de inversión nuevos sean aceptados.

DECISIONES DE ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO



- ▶ Recursos propios y deuda, todo en sus justas proporciones
- ▶ La deuda solo es mala si no te deja dormir...
 - ▶ Los resultados de la mezcla
 - ▶ Impuestos Corporativos



DECISIONES DE ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO

Rafael España Amador | Daniel Espinosa Castro

En el capítulo anterior comentamos de cómo la reducción en los costos asociada al financiamiento de las empresas pudo generar un impacto positivo en las decisiones de inversión de los empresarios. Aunque un menor costo de los recursos siempre suena como una buena noticia para aquellos que se aventuran a invertir, no siempre es lo mismo usar el dinero que proviene de un préstamo a usar el dinero propio, pues la fuente de la que provienen los recursos puede llevar a resultados diferentes en los indicadores de riesgo y de gestión de la empresa.

▶ 27

de las empresas más grandes del país, divididas en 8 sectores, fueron examinadas para poder realizar este capítulo

Ahora, si le decimos que el nivel de riesgo de un negocio y la tajada de las ganancias que queda para un accionista se afectan por el nivel de endeudamiento de una empresa, pensaría usted que elegir una mezcla adecuada entre deuda y recursos propios es una preocupación constante en las empresas, ¿correcto?

Pues todo parece indicar que en los últimos años encontrar la mezcla “óptima” de deuda y capital propio, a lo que también se llama definir la estructura de capital, no parece haber sido la prioridad para algunas de las 27 empresas más grandes del sector real colombiano. El hecho de que algunos indicadores de la estructura de capital de las empresas evaluadas se comportaran en sincronía con las tasas de interés y que el paso del tiempo no extinguiera las diferencias existentes entre aquellas empresas del mismo sector, soportan nuestra conclusión.

▶ El punto óptimo

La deuda es menos costosa que el capital propio. Sin embargo, a partir de cierto punto los riesgos de estar endeudado son excesivos

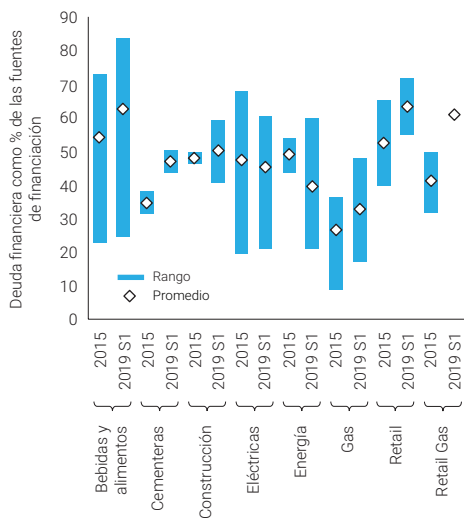
Aunque suene poco intuitivo, cuando las empresas tienen deuda pueden aumentar su valor, gracias a que una porción del pago de intereses es deducible del impuesto de renta. Esto significa tener un escudo tributario. Pero tener demasiada deuda no es recomendable, dado que incrementa el riesgo de que ocurra un episodio de estrés financiero.

Lo sorprendente es que a pesar de que los métodos para identificar la estructura de capital óptima son conocidos, usarlos parece no ser una prioridad para las compañías, aun cuando pueden generar valor para las mismas.

► 6 de 8

sectores de nuestra muestra aumentaron su nivel de endeudamiento entre 2015 y 2019

Gráfico 9
LA DEUDA INCREMENTA Y LAS DIFERENCIAS ENTRE EMPRESAS DEL MISMO SECTOR NO DESAPARECEN



Fuente: Capital IQ. Cálculos Corficolombiana. Octubre 2019

Recursos propios y deuda, todo en sus justas proporciones

El Gráfico 9 y el Cuadro 6 revelan que no es claro que entre 2015 y 2019 las empresas se enfocaran en buscar una estructura de capital que minimizara su costo promedio ponderado del capital. Pensamos esto porque persisten las diferencias de estructura de capital entre empresas del mismo sector y de tamaño similar, a pesar de que las condiciones de acceso al crédito que enfrentan son similares, y que la decisión de endeudarse parece perseguir las tasas de interés.

Entre 2015 y 2019 seis de los ocho sectores que se estudiaron presentaron aumentos en el uso de la deuda como proporción de sus fuentes de financiación y, en promedio, la proporción de la deuda como fuente de financiación pasó del 44% al 50%. Esto apunta a que las empresas han decidido recurrir más a la deuda que a los recursos propios durante el descenso de los costos de las fuentes de financiación.

Contrario a lo que las teorías sobre este tema sugieren, las empresas parecen no optimizar su estructura de capital para reducir el costo de sus recursos financieros, porque al decidir sus fuentes de financiamiento, su objetivo puede ser diferente. Esto es algo sorprendente y poco discutido. Nuestro análisis nos lleva a concluir que, para definir la estructura de capital, algunas empresas prefirieron enfocarse en buscar periodos de tasas bajas, como cuando una persona compra en época de descuentos porque algo está a menor precio, más que en minimizar el costo de sus recursos para maximizar el valor de la compañía.

La deuda solo es mala si no te deja dormir...

Ante el aumento de la deuda como fuente de financiamiento es importante saber si las empresas aumentan su apalancamiento de forma responsable. Tan importante como maximizar el valor de la compañía, es tener los medios que sirvan para honrar los compromisos. De poco sirve tener una estructura de capital óptima si la compañía se acerca de forma temeraria a una situación de estrés financiero.

Desde el 2015 las empresas han experimentado un incremento de 0,5 puntos en su relación Deuda Neta/EBITDA al pasar de 2,9x a 3,4x,

▶ 3,4x

es la relación actual Deuda Neta / EBITDA de las 27 empresas. Algunos analistas consideran que una relación mayor a 4x es riesgoso, pero depende de cada caso

pero desde el año pasado, esta relación cayó de 3,8x a 3,4x. Esto quiere decir que entre 2018 y 2019 el incremento de la deuda vino de la mano del crecimiento de los recursos necesarios para honrar la deuda. Los movimientos a nivel sectorial de la relación Deuda Neta/ EBITDA pueden consultarse en el Gráfico 10 y el Cuadro 7.

En la introducción a este capítulo le contamos que la teoría afirma que las empresas deben adquirir deuda porque el pago de intereses –que hasta cierto punto son deducibles de renta– puede elevar el valor teórico de la compañía, a costa de incrementar la posibilidad de sufrir episodios de estrés financiero. Por esa razón, para completar el análisis del costo promedio ponderado del capital es recomendable que consulte el recuadro de impuestos corporativos en la página 28.

Los resultados de la mezcla

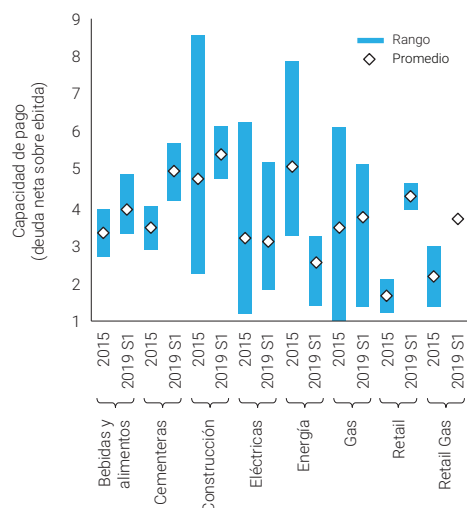
El costo promedio ponderado del capital (*CPPC* o *WACC* por sus siglas en inglés), que mide el costo efectivo de los recursos financieros, de

Cuadro 6

6 DE 8 SECTORES USARON MÁS DEUDA PARA FINANCIARSE ENTRE 2015 Y 2019

Sector	Año	(%)				
		Mínimo	Máximo	Rango	Mediana	Promedio
Bebidas y alimentos	2015	23	73	50	66	54
	2019 S1	24	84	59	80	63
Cementeras	2015	31	38	7	34	34
	2019 S1	44	50	6	47	47
Construcción	2015	47	50	3	47	48
	2019 S1	41	60	19	50	50
Eléctricas	2015	19	68	49	53	47
	2019 S1	21	61	40	48	45
Energía	2015	44	54	10	49	49
	2019 S1	21	60	39	38	40
Gas	2015	9	36	27	34	26
	2019 S1	17	48	31	33	33
Retail	2015	40	65	26	52	52
	2019 S1	55	72	17	63	63
Retail Gas	2015	32	50	18	41	41
	2019 S1	61	61	0	61	61
Promedio	2015	30	54	24	47	44
	2019 S1	35	62	26	52	50

Gráfico 10
 EN 2015 LAS EMPRESAS TENÍAN MEJOR CAPACIDAD DE PAGO QUE EN EL 2019



Fuente: Capital IQ. Cálculos Corficolombiana. Octubre 2019.

algunas de las empresas más grandes del país tuvo una disminución entre 2018 y 2019 cercana a 140 puntos básicos en promedio. El aumento de la deuda y la caída en el costo de las fuentes de financiación pueden generar que el costo promedio ponderado del capital se reduzca. Sin embargo, es importante comentar que este cálculo no tiene en cuenta el riesgo adicional del aumento de la deuda sobre la rentabilidad exigida. Este cálculo puede observarse en el Cuadro 8.

► ¿Qué explica el comportamiento de las empresas?

Respuesta: en la vida no todo es optimización de costos financieros, hay más que eso.

Ciertas teorías apuntan a que las empresas optimizan el costo financiero, pero ignoran que la búsqueda de un costo promedio ponderado del capital es solo uno de los criterios que explican la elección de la estructura de capital de una empresa pues hay circunstancias de mercado, como barreras al crédito, que evitan que las compañías logren tener la mejor estructura de capital posible.

Cuadro 7
 6 DE 8 SECTORES AUMENTARON LA RELACIÓN DEUDA NETA / EBITDA ENTRE 2015 Y 2019

Sector	Año	Relación Deuda Neta / EBITDA (%)				
		Mínimo	Máximo	Rango	Mediana	Promedio
Bebidas y alimentos	2015	2,1	3,4	1,3	2,9	2,8
	2019 S1	2,8	4,3	1,6	3,1	3,4
Cementeras	2015	2,4	3,5	1,1	2,9	2,9
	2019 S1	3,6	5,2	1,6	4,4	4,4
Construcción	2015	1,7	8,0	6,3	3,0	4,2
	2019 S1	4,2	5,6	1,4	4,7	4,9
Eléctricas	2015	0,6	5,7	5,1	2,6	2,7
	2019 S1	1,3	4,7	3,4	2,4	2,5
Energía	2015	2,7	7,3	4,6	3,6	4,6
	2019 S1	0,9	2,7	1,9	2,4	2,0
Gas	2015	0,4	5,6	5,2	2,7	2,9
	2019 S1	0,8	4,6	3,8	4,2	3,2
Retail	2015	0,7	1,6	0,9	1,1	1,1
	2019 S1	3,4	4,1	0,7	3,8	3,8
Retail Gas	2015	0,8	2,4	1,6	1,6	1,6
	2019 S1	3,2	3,2	0,0	3,2	3,2
Promedio	2015	1,4	4,7	3,3	2,6	2,9
	2019 S1	2,5	4,3	1,8	3,5	3,4

Fuente: Capital IQ. Cálculos Corficolombiana. Octubre 2019.

Cuadro 8

140 PUNTOS BÁSICOS DISMINUYÓ EL COSTO PROMEDIO DE LOS RECURSOS DE LAS EMPRESAS ENTRE 2018 Y 2019

Variable	2018 (%)	2019 (%)
Costo de la Deuda	7,8	7,6
Costo del Capital Propio	15,4	13,1
Deuda / (Deuda + Patrimonio)	48,7	50,6
Tasa de Impuesto de Renta	33,0	33,0
WACC	10,4	9,0

Fuente: Capital IQ, Bloomberg, Banco de la República, cálculos Corficolombiana. Octubre 2019

► No es claro

que las empresas hayan elegido minimizar el costo del capital y optimizar el momento de endeudarse. ¿Lo necesitaban?

Una primera explicación, es que las empresas optimizan cuando buscan los mejores descuentos en los recursos. De acuerdo a la teoría de *Oportunidades de Mercado*, las empresas eligen su estructura de capital dependiendo de la favorabilidad de las condiciones que ofrezcan los acreedores cuando salen a buscar financiamiento. Es decir, las empresas siempre evaluarán las diferentes fuentes de financiamiento y elegirán aquellas que “estén asequibles” en ese preciso momento. Dada la evolución de los balances de las empresas en Colombia, consideramos que el recurso más económico al que tuvieron acceso durante este periodo, fue la deuda.

► Justo ahora

es la oportunidad para que los empresarios repiensen su estructura de capital. Es mejor optimizar cuando los recursos son económicos. Las condiciones de ambos mercados (acciones y renta fija) están tranquilos

Aunque esta búsqueda de tasas bajas redujo el costo de los recursos financieros de una empresa grande promedio, este cálculo no tiene en cuenta el riesgo adicional que generó el mayor endeudamiento por parte de estas empresas. Es por tanto necesario que **los empresarios no solo busquen oportunidades de descuento, sino que también decidan realizar un análisis integral de la financiación de sus empresas y los riesgos que conlleva cada fuente de financiación.**

La Estructura de Capital en 2020

Al perseguir las bajas de interés y aprovechar esta reducción en el costo del endeudamiento, no es del todo claro que las empresas se enfocaran en la optimización del costo de sus recursos. Muestra de esto, es el aumento del uso de la deuda como fuente de financiamiento y la persistencia de las diferencias en la estructura de capital entre empresas del mismo sector durante un periodo en el que las

Impuestos Corporativos

Los impuestos a las empresas juegan dos roles importantes dentro de las finanzas corporativas: determinación del *Flujo de Caja Libre* y del *Escudo Tributario*. El pago de impuestos puede estresar la caja de una empresa al reducir su *Flujo de Caja Libre* y al mismo tiempo crea incentivos para que las empresas usen más deuda que recursos propios, gracias a que una porción del gasto en pago de intereses es deducible de renta.

El impuesto corporativo más relevante es el impuesto a la renta que equivale a una tasa del 33% de las utilidades antes de impuestos. Hay un proyecto de reforma tributaria en curso que busca que esta tasa descienda de forma gradual en un punto porcentual por año hasta alcanzar 30% en 2022¹.

-Colombia también tiene un impuesto a la renta presuntiva, que equivale al 1,5% del patrimonio neto de las empresas². A la hora de pagar impuestos corporativos, se debe pagar el monto más alto entre el impuesto a la renta y a la renta presuntiva. La reforma tributaria propone que se elimine el impuesto a la renta presuntiva en 2021.

El escudo tributario mencionado en el capítulo de decisiones de estructura de financiamiento solo protege el pago de intereses por montos iguales o menores hasta dos veces el monto del patrimonio líquido de la empresa³.

Si una empresa se encuentra dentro de una Zona Franca, su impuesto de renta se reduce al 20%⁴, pero no está exento de los impuestos de ganancia ocasional, que son del 10% de las ganancias (*Capital Gain Tax*)⁵.

El impuesto de industria y comercio se aplica como una tasa entre el 0,2% y el 1% de los ingresos y es administrado por los municipios, por lo que frecuencias y montos se definen a nivel local. El 50% del pago de este impuesto puede ser deducido del impuesto de renta, siempre y cuando se surtan los trámites necesarios.

► Doing Bussiness 2020

afirma que Colombia ocupa el puesto 148 entre 190 países en cuanto a facilidad de pago de impuestos se refiere

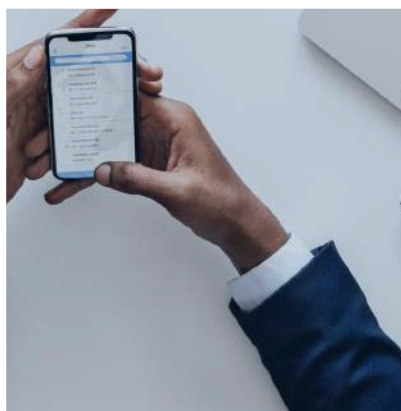
Impuesto	Característica
Impuesto de Renta	%33 de utilidades antes de impuestos en 2019; %32 en %31 ;2020 en %30 ;2021 en 2022. Si se está en Zona Franca, se paga %20
Renta presuntiva	%1,5 del patrimonio neto. Se paga si el monto es mayor que el impuesto a la renta
Ganancia ocasional	Se paga %10 del valor de las ganancias ocasionales
Impuesto de industria y Comercio	%1-%0,2 de los ingresos. Hasta %50 del pago es deducible del impuesto de renta

¹ Artículo 240 Estatuto Tributario. ² Artículo 188 Estatuto Tributario. ³ Artículo 118 Estatuto Tributario. ⁵ Artículo 240 Estatuto Tributario.

⁶ Artículo 314 Estatuto Tributario.

GESTIÓN DEL CAPITAL DE TRABAJO

- ▶ [Descuento de facturas](#)
- ▶ [Los instrumentos financieros y el capital de trabajo](#)



GESTIÓN DEL CAPITAL DE TRABAJO

Rafael España Amador | Sergio Consuegra Nigrinis

Una de las tareas más importantes a la que se enfrentan los financieros y los empresarios es al manejo de su capital de trabajo. Se entiende el capital de trabajo como los recursos que la empresa necesita para operar en el corto plazo.

Este capítulo se enfoca en cómo algunos productos financieros pueden usarse para gestionar de forma más eficiente el activo corriente y cómo otros pueden usarse para prevenir que, bajo ciertas circunstancias, cambios en los pasivos corrientes tengan efectos negativos sobre la liquidez de las empresas.

Descuento de facturas para gestionar el activo corriente

Dos de las frases más repetidas entre financieros corporativos son: el efectivo es el rey, y las empresas se quiebran por la caja. Ambos conceptos hacen referencia a la importancia que tiene para una compañía tener la liquidez necesaria que le permita mantener sus operaciones y disponer de los recursos necesarios para aumentar la inversión.

En caso de que una empresa tenga un ciclo de conversión de caja positivo, es decir, que sus cuentas por cobrar tarden más en convertirse en efectivo que sus cuentas por pagar, lo más probable es que necesite recurrir a la financiación de sus operaciones para no quedarse sin efectivo. Por lo tanto, una de las preocupaciones más importantes de un administrador financiero es asegurar una adecuada financiación de la caja.

La estrategia más audaz que podría llevar a cabo una empresa para reducir su ciclo de conversión de efectivo es reducir sus días de cuentas por cobrar o aumentar los días de sus cuentas por pagar. Con esta estrategia, las empresas dejarían de financiar a sus clientes y recibirían financiación de sus proveedores. Aunque suena como una buena solución, el problema es que en términos prácticos pedir a los clientes que paguen más pronto, o a los proveedores que esperen más, puede afectar su operación y expone a la empresa a un riesgo de disminución en ventas o de eficiencia en la entrega de suministros.

► US\$8.170 millones

fue el monto del financiamiento de facturas en Colombia durante el 2018

► US\$11.821 millones

fue el monto récord del financiamiento de facturas en Colombia. Hay espacio para que los empresarios usen este método alternativo de financiación

► El valor de la empresa

Aumenta al usar el factoring porque aprovecha el escudo tributario pero sin el estrés financiero que genera la deuda

Una de las formas tradicionales de financiar la caja es por medio del crédito. A cambio de un costo financiero que es parcialmente deducible del impuesto de renta, la empresa puede financiar su efectivo faltante. Aunque esta forma tradicional de financiación es efectiva, tiene algunas desventajas. Entre otras, aumenta el riesgo de que la empresa sufra estrés financiero, disminuye su razón corriente, puede aumentar el costo del capital propio y no reduce el ciclo de conversión de efectivo.

Otra forma de financiar los días faltantes de la conversión de caja es por medio del descuento de facturas. A grandes rasgos, el *Factoring* y el descuento de facturas son mecanismos de financiamiento con los que una compañía utiliza las cuentas por cobrar (cartera) para financiarse a través de un intermediario. En efecto, vender las facturas por cobrar es equivalente a financiar la cartera, pues la empresa puede transformar en efectivo las cuentas por cobrar de su negocio de forma anticipada.

Al igual que un crédito, el descuento de facturas exige un costo financiero que es deducible del impuesto de renta, lo que aumenta el valor teórico de una empresa. Sin embargo, el descuento de facturas tiene ventajas, en comparación con el crédito tradicional, como reducir el ciclo de conversión de efectivo y disminuir en menor proporción la razón corriente. En pocas palabras, el descuento de facturas aumenta el valor de la firma porque obtiene los beneficios tributarios de la deuda, pero sin exponerse a los riesgos inherentes al estrés financiero de esta.

Vender facturas al descuento no solo mejora la liquidez de una empresa, sino que genera un círculo virtuoso cuando el efectivo liberado se invierte en activos de largo plazo que, a su vez, aumentan la capacidad de generación de utilidad. Para una mejor comprensión sobre el funcionamiento del descuento de facturas, remítanse al Gráfico 11.

Está claro que una compañía que crece y paga pocos impuestos se encuentra en un escenario deseable. Lo que no es obvio es que, si una compañía crece a costa de incrementar el riesgo del negocio por financiarse con más deuda, llegará un punto en el que los inversionistas percibirán a la compañía como riesgosa. El descuento de facturas puede mitigar ese riesgo y al mismo tiempo mantener la caja operacional necesaria.

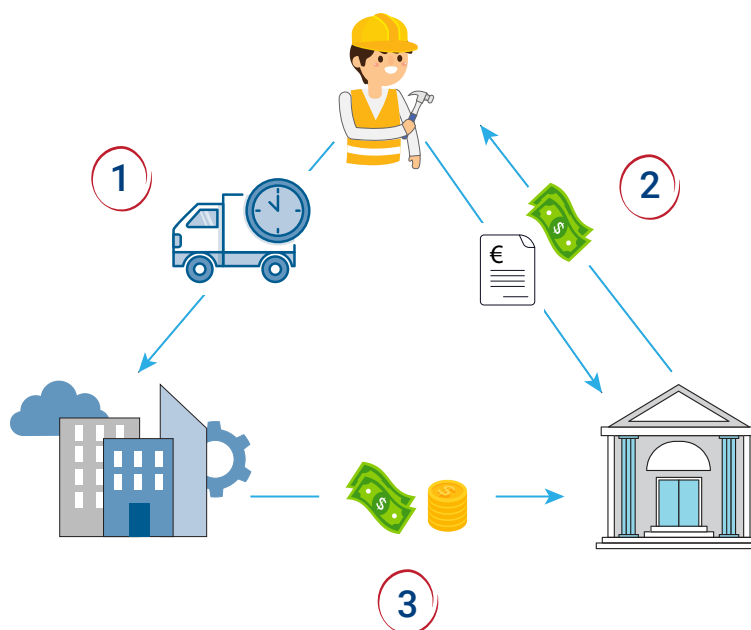
Pero, ¿qué es el descuento de facturas?

A grandes rasgos, el factoring y el descuento de facturas son mecanismos de financiamiento en los cuales una compañía utiliza las cuentas por cobrar (cartera) para financiarse a través de un intermediario. El proceso se puede ejemplificar con los siguientes 3 pasos:

1. Una empresa proveedora vende un producto o insumos a otra compañía. Junto con la venta genera una factura, que tiene un plazo determinado para ser pagada.
2. La empresa proveedora vende la factura a un inversionista que le paga un valor menor al valor total de la factura.
3. Pasado un tiempo, la compañía que debe la factura, paga la totalidad directamente al inversionista. El inversionista se gana la diferencia entre lo que pagó a la empresa proveedora y lo que recibió de la compañía compradora.

Gráfico 11

UN DIAGRAMA GENERAL DEL DESCUENTO DE FACTURAS



Coberturas cambiarias para estabilizar el pasivo corriente

Uno de los temas que más preocupa a los empresarios colombianos es el tipo de cambio⁴ y con buena razón: 2019 se convirtió el año en que la TRM llegó a su máximo histórico. Es común que a los analistas financieros, economistas y gerentes nos lleguen preguntas como: ¿hacia dónde se dirige el dólar?, ¿cómo aseguro mis pasivos y mi margen ante una devaluación?, ¿qué tipo de cobertura cambiaria es la más adecuada para mi empresa?

Es natural hacerse estas preguntas. Después de todo, un cambio súbito en la tasa de cambio para una empresa con pasivos corrientes expuestos a una moneda extranjera puede ser fatal, incluso llevándola a la quiebra por problemas de liquidez. Por esta razón, establecer una política de gestión de riesgo cambiario es fundamental en cualquier empresa que esté considerando emplear instrumentos financieros como las coberturas que ayudan a estabilizar los pasivos corrientes expuestos a una divisa.

Aunque una política de gestión de riesgo cambiario contempla tres tipos de exposiciones a las que se pueden enfrentar las empresas, en este informe nos enfocaremos en la exposición por transacción, pues es la que más afecta la gestión del capital de trabajo.

► 3 riesgos cambiarios

Para el caso de gestionar el capital de trabajo. Hay uno más delicado que los otros: el riesgo de transacción

► Exposición a riesgo de transacción:

Es aquella relacionada con el riesgo que los tipos de cambio fluctúen después de que una empresa ya haya asumido una obligación financiera. Las empresas involucradas en el comercio internacional, como las compañías importadoras y exportadoras, se exponen a que su capital de trabajo se afecte por fluctuaciones de la tasa de cambio.

Una forma de limitar la exposición en sus transacciones es implementar una estrategia de cobertura, por medio del uso de

⁴ Según la Encuesta de Opinión Industrial Conjunta realizada por la ANDI en junio de 2019, la volatilidad del tipo de cambio era la mayor preocupación de los empresarios para el segundo semestre de 2019, por encima del aumento del precio de las materias primas y de la alta competencia por productos importados.

derivados como opciones y forwards. Así pueden fijar una tasa de cambio y disminuir la exposición al riesgo cambiario. Es decir, logran estabilizar sus pasivos.

► **Exposición a riesgo de conversión:**

Surge cuando el valor contable del patrimonio, activos, pasivos o ingresos de una empresa cambia como resultado de la fluctuación en la tasa de cambio. Esto ocurre cuando una empresa denomina parte de su patrimonio, activos, pasivos o ingresos en una moneda extranjera, algo usual en compañías multinacionales. En la mayoría de los casos, la gestión del capital de trabajo no se afecta porque la empresa asuma riesgos de conversión de estados financieros.

► **Exposición a riesgo económico:**

El efecto de fluctuaciones inesperadas del tipo de cambio puede afectar más que una transacción o la contabilidad: la estructura y viabilidad del negocio como tal. Por ejemplo, la capacidad adquisitiva de los agentes de la economía en la que una empresa opera se puede afectar por una devaluación permanente. Al ser un riesgo de naturaleza de largo plazo, es difícil que la gestión del capital de trabajo pueda optimizar esta exposición.

Guía rápida para determinar su política de gestión de riesgo cambiario enfocada en el accionista:

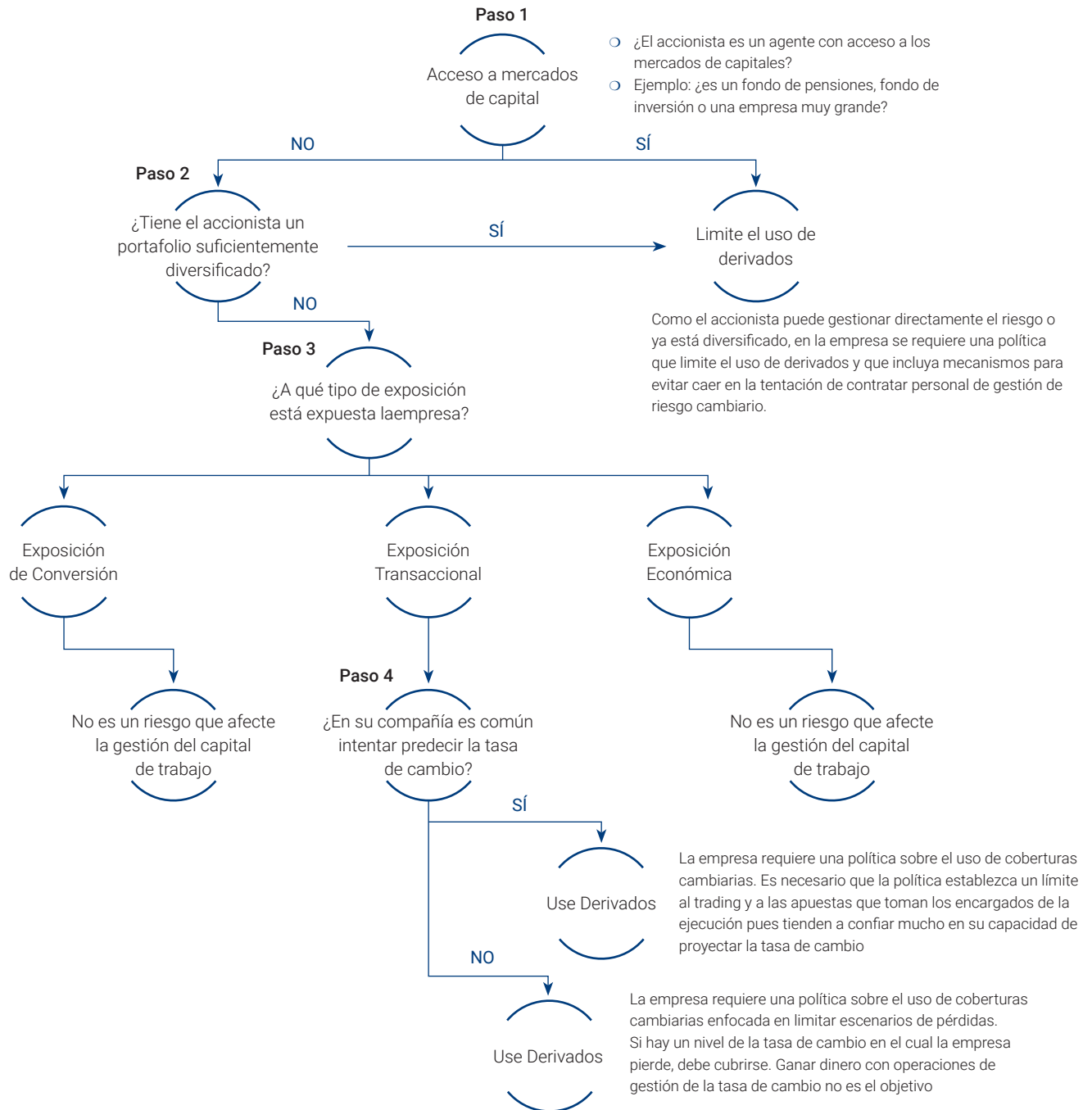
Cada compañía es única. Incluso aquellas que compiten en una misma industria y tienen un tamaño similar poseen unas características específicas que hacen que sus necesidades sean distintas. Más allá del funcionamiento de la empresa, sus accionistas tienen deseos y opiniones que hacen que crear una política de gestión de riesgo cambiario específica para cada empresa sea aún más complicado. Por esta razón, creamos una guía rápida que le permita determinar qué tipo de política es la más adecuada. Para esto, es sumamente importante que el empresario pueda responder a la siguiente pregunta: **¿CUÁL ES EL PERFIL DEL ACCIONISTA DE LA EMPRESA?** Con esto en mente, podrá posicionarse en el siguiente diagrama:

► **Enfoque en el accionista**

Los mecanismos para que las coberturas generen valor deben estar enfocados en el accionista representativo de la empresa

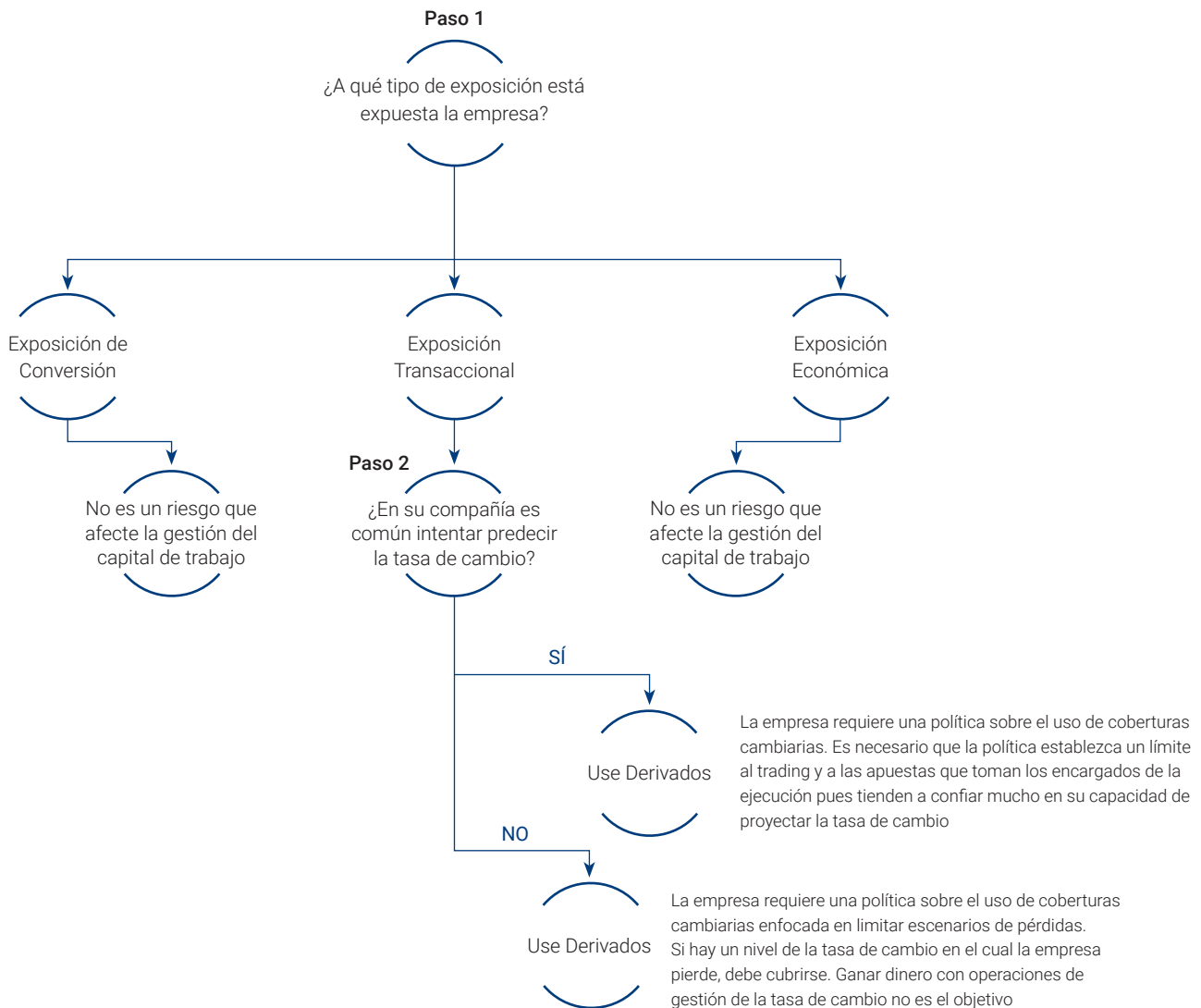
► ¿Cuál es el perfil del(los) accionista(s) de la empresa?

Perfil A): El accionista es **averso al riesgo de largo plazo**. Su objetivo es mejorar la relación rentabilidad-riesgo de largo plazo. Puede tolerar altas pérdidas en el corto plazo, siempre y cuando se logre mantener una rentabilidad de largo plazo objetivo.



► ¿Cuál es el perfil del(los) accionista(s) de la empresa?

Perfil B): El accionista tiene una **aversión significativa a cualquier tipo de pérdida** que se pueda generar por la tasa de cambio inclusive en el corto plazo o su patrimonio está “apostado” en la compañía.



¿Por qué considerar establecer y documentar una política de gestión del riesgo cambiario?

Lo más importante que puede hacer una junta directiva a la hora de enfrentarse a una exposición por moneda es tener una política de gestión de riesgo cambiario clara que refleje el perfil de los accionistas.

¿Qué puede ocurrir cuando no la hay? Tomemos el ejemplo hipotético de una compañía colombiana que importa automóviles fabricados en Estados Unidos. Los carros los debe comprar en dólares, por lo tanto, sus deudas corrientes o cuentas por pagar pueden estar atadas al dólar. Un financiero que no siga una política de gestión de riesgo cambiario puede pensar que el paso lógico a seguir es cubrir su margen y estabilizar su pasivo corriente al realizar forwards u opciones para asegurar una tasa de cambio.

Pero, sin saberlo, el perfil del accionista de la empresa puede ser posiblemente el de un norteamericano que ya está expuesto al dólar y quiere exposición al peso colombiano para diversificar su portafolio. El financiero, al realizar un forward, ¡estaría destruyendo valor para el accionista! Con una política de gestión de riesgo cambiario, el financiero llegaría a la conclusión que su empresa requiere limitar el uso de derivados e incluir mecanismos que eviten caer en el error de contratar personal de gestión de riesgo cambiario. En esa situación, la mejor solución es la más simple: no usar coberturas.

Sin embargo, como cada compañía posee un perfil de riesgo diferente, lo invitamos a que se comunique con el equipo de Finanzas Corporativas, en donde analistas experimentados incorporan los detalles de su negocio con el fin de evaluar la política de gestión de riesgo cambiario que mejor se adapta a las necesidades de capital de trabajo de su empresa.

Los instrumentos financieros y el capital de trabajo

Además del descuento de facturas y los derivados, existen otros instrumentos financieros que permiten gestionar el capital de trabajo de tal manera que pueda ser optimizado. Los instrumentos financieros tienen la capacidad de proteger tanto al activo corriente como

► ¿Cobertura Perfecta?

No existe... pero una política de gestión de riesgo cambiario reduce la ambigüedad que puede surgir sobre lo que es aceptable para la empresa y sus partes interesadas

EQUIPO DE INVESTIGACIONES ECONÓMICAS

José Ignacio López, PhD

Director Ejecutivo

(+57-1) 3538787 Ext. 6165

Jose.lopez@corficolombiana.com

ESTRATEGIA MACROECONÓMICA

Julio César Romero

Economista Jefe

(+57-1) 3538787 Ext. 6105

julio.romero@corficolombiana.com

Ana Vera Nieto

Especialista Renta Fija

(+57-1) 3538787 Ext. 6138

ana.vera@corficolombiana.com

María Paula Contreras

Especialista Economía Local

(+57-1) 3538787 Ext. 6164

maria.contreras@corficolombiana.com

Cristhian Alejandro Cruz Moreno

Especialista Monedas y Commodities

(+57-1) 3538787 Ext. 6120

cristhian.cruz@corficolombiana.com

Laura Daniela Parra

Analista de Investigaciones

(+57-1) 3538787 Ext. 6196

laura.parra@corficolombiana.com

José Luis Mojica

Analista de Investigaciones

(+57-1) 3538787 Ext. 6107

jose.mojica@corficolombiana.com

Nicolás García Díaz

Practicante de Investigaciones Económicas

(+57-1) 3538787 Ext. 6112

nicolas.diaz@corficolombiana.com

RENTA VARIABLE

Andrés Duarte Pérez

Gerente de Renta Variable

(+57-1) 3538787 Ext. 6163

andres.duarte@corficolombiana.com

Roberto Paniagua

Analista Renta Variable

(+57-1) 3538787 Ext. 6193

roberto.paniagua@corficolombiana.com

Daniel Felipe Duarte Muñoz

Analista Renta Variable

(+57-1) 3538787 Ext. 6194

daniel.duarte@corficolombiana.com

FINANZAS CORPORATIVAS

Rafael España Amador

Director de Finanzas Corporativas

(+57-1) 3538787 Ext. 6195

rafael.espana@corficolombiana.com

Sergio Andrés Consuegra

Analista Inteligencia Empresarial

(+57-1) 3538787 Ext. 6197

sergio.consuegra@corficolombiana.com

Daniel Espinosa Castro

Analista de Finanzas Corporativas

(+57-1) 3538787 Ext. 6191

daniel.espinosa@corficolombiana.com

ADVERTENCIA

El presente informe fue elaborado por el área de Investigaciones Económicas de Corficolombiana S.A. ("Corficolombiana") y el área de Análisis y Estrategia de Casa de Bolsa S.A. Comisionista de Bolsa ("Casa de Bolsa").

Este informe y todo el material que incluye, no fue preparado para una presentación o publicación a terceros, ni para cumplir requerimiento legal alguno, incluyendo las disposiciones del mercado de valores.

La información contenida en este informe está dirigida únicamente al destinatario de la misma y es para su uso exclusivo. Si el lector de este mensaje no es el destinatario del mismo, se le notifica que cualquier copia o distribución que se haga de éste se encuentra totalmente prohibida. Si usted ha recibido esta comunicación por error, por favor notifique inmediatamente al remitente.

La información contenida en el presente documento es informativa e ilustrativa. Corficolombiana y Casa de Bolsa no son proveedores oficiales de precios y no extienden ninguna garantía explícita o implícita con respecto a la exactitud, calidad, confiabilidad, veracidad, integridad de la información presentada, de modo que Corficolombiana y Casa de Bolsa no asumen responsabilidad alguna por los eventuales errores contenidos en ella. Las estimaciones y cálculos son meramente indicativos y están basados en asunciones, o en condiciones del mercado, que pueden variar sin aviso previo.

LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO FUE PREPARADA SIN CONSIDERAR LOS OBJETIVOS DE LOS INVERSIONISTAS, SU SITUACIÓN FINANCIERA O NECESIDADES INDIVIDUALES, POR CONSIGUIENTE, NINGUNA PARTE DE LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO PUEDE SER CONSIDERADA COMO UNA ASESORÍA, RECOMENDACIÓN PROFESIONAL PARA REALIZAR INVERSIONES EN LOS TÉRMINOS DEL ARTÍCULO 2.40.1.1.2 DEL DECRETO 2555 DE 2010 O LAS NORMAS QUE LO MODIFIQUEN, SUSTITUYAN O COMPLEMENTEN, U OPINIÓN ACERCA DE INVERSIONES, LA COMPRA O VENTA DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS O LA CONFIRMACIÓN PARA CUALQUIER TRANSACCIÓN. LA REFERENCIA A UN DETERMINADO VALOR NO CONSTITUYE CERTIFICACIÓN SOBRE SU BONDAD O SOLVENCIA DEL EMISOR, NI GARANTÍA DE SU RENTABILIDAD. POR LO ANTERIOR, LA DECISIÓN DE INVERTIR EN LOS ACTIVOS O ESTRATEGIAS AQUÍ SEÑALADOS CONSTITUIRÁ UNA DECISIÓN INDEPENDIENTE DE LOS POTENCIALES INVERSIONISTAS, BASADA EN SUS PROPIOS ANÁLISIS, INVESTIGACIONES, EXÁMENES, INSPECCIONES, ESTUDIOS Y EVALUACIONES.

El presente informe no representa una oferta ni solicitud de compra o venta de ningún valor y/o instrumento financiero y tampoco es un compromiso por parte de Corficolombiana y/o Casa de Bolsa de entrar en cualquier tipo de transacción.

Corficolombiana y Casa de Bolsa no asumen responsabilidad alguna frente a terceros por los perjuicios originados en la difusión o el uso de la información contenida en el presente documento.

CERTIFICACIÓN DEL ANALISTA

EL(LOS) ANALISTA(S) QUE PARTICIPÓ(ARON) EN LA ELABORACIÓN DE ESTE INFORME CERTIFICA(N) QUE LAS OPINIONES EXPRESADAS REFLEJAN SU OPINIÓN PERSONAL Y SE HACEN CON BASE EN UN ANÁLISIS TÉCNICO Y FUNDAMENTAL DE LA INFORMACIÓN RECOPIADA, Y SE ENCUENTRA(N) LIBRE DE INFLUENCIAS EXTERNAS. EL(LOS) ANALISTA(S) TAMBIÉN CERTIFICA(N) QUE NINGUNA PARTE DE SU COMPENSACIÓN ES, HA SIDO O SERÁ DIRECTA O INDIRECTAMENTE RELACIONADA CON UNA RECOMENDACIÓN U OPINIÓN ESPECÍFICA PRESENTADA EN ESTE INFORME.

INFORMACIÓN DE INTERÉS

Algún o algunos miembros del equipo que participó en la realización de este informe posee(n) inversiones en alguno de los emisores sobre los que está efectuando el análisis presentado en este informe, en consecuencia el posible conflicto de interés que podría presentarse se administrará conforme las disposiciones contenidas en el Código de Ética aplicable.

CORFICOLOMBIANA Y CASA DE BOLSA O ALGUNA DE SUS FILIALES HA TENIDO, TIENE O POSIBLEMENTE TENDRÁ INVERSIONES EN ACTIVOS EMITIDOS POR ALGUNO DE LOS EMISORES MENCIONADOS EN ESTE INFORME, SU MATRIZ O SUS FILIALES, DE IGUAL FORMA, ES POSIBLE QUE SUS FUNCIONARIOS HAYAN PARTICIPADO, PARTICIPEN O PARTICIPARÁN EN LA JUNTA DIRECTIVA DE TALES EMISORES.

Las acciones de Corficolombiana se encuentran inscritas en el RNVE y cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia, por lo tanto algunos de los emisores a los que se hace referencia en este informe han, son o podrían ser accionistas de Corficolombiana.

Corficolombiana hace parte del programa de creadores de mercado del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, razón por la cual mantiene inversiones en títulos de deuda pública, de igual forma, Casa de Bolsa mantiene este tipo de inversiones dentro de su portafolio.

ALGUNO DE LOS EMISORES MENCIONADOS EN ESTE INFORME, SU MATRIZ O ALGUNA DE SUS FILIALES HAN SIDO, SON O POSIBLEMENTE SERÁN CLIENTES DE CORFICOLOMBIANA, CASA DE BOLSA, O ALGUNA DE SUS FILIALES.

Corficolombiana y Casa de Bolsa son empresas controladas directa o indirectamente por Grupo Aval Acciones y Valores S.A.

FINANZAS CORPORATIVAS
REPENSANDO EL 2020



Descargue el informe [aquí](#)

investigaciones.corficolombiana.com

www.corficolombiana.com