

OPERACIONES DE FINANCIAMIENTO EN EL PERÚ: UN REPASO GENERAL A LA LUZ DE LOS PRINCIPIOS BÁSICOS DE LAS FINANZAS CORPORATIVAS*

Andrés Pesaque Mujica**

La función del abogado en las operaciones financieras se ha ido sofisticando durante los últimos años. La participación de capitales extranjeros y el siempre impredecible riesgo del mercado, entre otros factores, han llevado a los principales agentes financieros a necesitar de la asesoría de abogados que, además de conocimientos jurídicos, cuenten también con nociones básicas de contabilidad y finanzas.

Cuestiones como la adecuada lectura de los Estados Financieros, el análisis de las principales ratios, el valor del tiempo y el riesgo en las transacciones, así como la estructura del capital dentro de la empresa, son analizadas en forma práctica a través de la revisión de nuestra legislación en la materia. Así, el autor nos otorga una guía importantísima para no perdernos a lo largo de esta edición de THEMIS-Revista de Derecho. Para quien pretenda iniciarse en el tema, su lectura es obligatoria.

* El autor agradece a Eduardo López por sus comentarios y críticas durante la elaboración del presente artículo.

** Abogado del Estudio Rodrigo, Elías & Medrano.

I. INTRODUCCIÓN Y DELIMITACIÓN DEL ENFOQUE

En el transcurso de los últimos años, las operaciones financieras en el Perú han cobrado un mayor grado de sofisticación, y la demanda por asesoría jurídica especializada en ese rubro se ha incrementado notoriamente. La proliferación de transacciones financieras “transfronterizas” ha impulsado a los estudios de abogados a contar con equipos calificados según los rigurosos estándares internacionales, e incluso, según lo demuestra la experiencia reciente, la adaptación del mercado de servicios legales a este fenómeno ha determinado la aparición de algunos estudios enfocados principalmente en la asesoría jurídica en temas concernientes a las finanzas corporativas (las llamadas “boutiques financieras”).

La tarea del abogado en las transacciones financieras puede implicar la asesoría tanto de la parte interesada en conseguir financiamiento (sea para un proyecto en particular o para sus operaciones en general) o de la parte interesada en otorgar el mismo. Sin embargo, la diversidad de las transacciones financieras no se agota en esta suerte de dicotomía proveedor de recursos/receptor de recursos, en donde fácilmente se puede identificar un agente superavitario y un agente deficitario¹. La creciente oferta de productos financieros extranjeros, no necesariamente emitidos para atender un déficit de recursos líquidos², sino con miras a satisfacer una finalidad de especulación o de inversión (generalmente ofertados a inversionistas institucionales, dentro de los que se destacan las Administradoras de Fondos de Pensiones –en adelante, “AFP”–), así como la celebración de operaciones de cobertura de riesgos a través del uso de instrumentos financieros derivados, son prueba de que la clásica dicotomía señalada anteriormente no puede ser trasladada de manera artificiosa a toda operación financiera.

Naturalmente, temas concernientes a más de una disciplina del derecho se encuentran involucrados en operaciones de la naturaleza antes mencionada, por lo que es común que la labor del equipo de finanzas corporativas se vea complementado por

el apoyo de especialistas en Derecho Tributario o en la regulación de ciertos sectores como electricidad, telecomunicaciones, infraestructura de transportes (lo cual se hace especialmente patente en el “financiamiento de proyectos”). Todo ello, más allá de la tarea que puedan desempeñar los asesores financieros y contables de los clientes, quienes, por el rigor de su especialidad, están encargados del análisis de rentabilidad o de solvencia como pasos previos a la estructuración y ejecución de una operación.

Lo afirmado en el párrafo precedente no excluye que el equipo de finanzas corporativas deba manejar ciertos conceptos mínimos o básicos de contabilidad y finanzas, dentro de los que se podrían mencionar de manera enunciativa: la posibilidad de dar una lectura adecuada a los Estados Financieros de una empresa, incluyendo la identificación de las partidas contables y de ciertas ratios financieras; la relación entre tiempo y riesgo con el rendimiento de una inversión; las nociones de valor futuro y valor presente neto de una inversión; distinguir entre el uso de derivados para fines de cobertura respecto del uso de los mismos para fines de especulación, etcétera.

Este artículo tiene como pretensión la de poder ofrecer al lector no familiarizado con las finanzas corporativas y las transacciones financieras una visión macro de lo que constituyen los principios básicos de la disciplina, así como la manera en pueden relacionarse los mismos con las transacciones más comunes en nuestro mercado. Para tales efectos, se realizará un repaso superficial de la legislación y regulación local aplicable a las mencionadas transacciones. Cabe advertir que, atendiendo a la extensión y particularidad del enfoque de este artículo, no nos detendremos ante problemas específicos que puedan relacionarse con la estructuración y ejecución de una transacción específica.

1.1. Definición y función de las finanzas corporativas

La disciplina de las finanzas corporativas se enfoca principalmente en las decisiones de inversión (*capital budgeting decision*) de un negocio en

¹ “Agente Superavitario.- Es el agente económico que es propietario (titular) de excedentes de liquidez que son potencialmente prestables (...) Agente”. CASTELLARES AGUILAR, Rolando y otros. “El ABC del Mercado de Capitales”. Lima: Centro de Estudios de Mercado de Capitales y Financiero. 1998. p.156.

² Para efectos de entender qué constituyen recursos o activos líquidos, resulta relevante remitirnos a la siguiente cita: “Los bienes en forma de dinero tienen una característica única; pueden ser intercambiados directamente por otro activo, bienes o servicios. Aunque no constituye la única forma de riqueza intercambiable, el dinero es una de las más aceptadas. Este atributo del dinero se conoce como liquidez. Un activo es líquido cuando puede ser fácilmente intercambiado por un bien o servicios sin altos costos de transacción, y con relativa seguridad en cuanto a su valor nominal”. MILLER, Roger y Robert PULSINELLI. “Moneda y Banca”. Segunda Edición. Bogotá: Mc-Graw Hill. 1975. p.15.

particular y en la forma cómo se obtienen recursos para financiar dichas inversiones, o, dicho de otro modo, en la decisión de financiamiento (*financing decision*)³. Debe advertirse que, si bien las decisiones antes mencionadas guardan una suerte de cronología en el sentido de que la decisión de inversión antecede a la decisión de financiamiento, una y otra se encuentran mutuamente implicadas.

Complementando la idea introducida en el párrafo anterior, puede afirmarse que la fuente de financiamiento que el agente deficitario toma, siempre deberá atender al tipo de operaciones o proyectos que éste realice⁴.

Es reconocido que quien soporta la responsabilidad de tomar las decisiones antes mencionadas es el gerente de finanzas⁵ del negocio (conocido también como CFO, por sus siglas en inglés: *chief financial officer*). Naturalmente, en esta fase la injerencia del abogado es mínima, ya que el mismo sólo es llamado a intervenir una vez que la decisión de inversión o de financiamiento ha sido tomada (dependiendo de si está asesorando al agente superavitario o deficitario). Es así como los estudios de abogados intervienen en: los procesos de auditoría legal (*due diligence*) para efectos de poder identificar todos los riesgos relevantes para el cálculo de la tasa de retorno del financiamiento (o incluso para la viabilidad del mismo); el diseño de los contratos involucrados en la estructura de la operación; en lidiar con las autoridades locales en la medida que ello sea necesario, y en la absolución de consultas relacionadas con la aplicación de la legislación local a la estructura diseñada para el proyecto.

Hasta este punto sólo nos hemos enfocado en un factor a ser tomado en cuenta a la hora de tomar la decisión de financiamiento, el cual está estrictamente relacionado con la decisión de inversión. No obstante, debe tenerse presente que aquél no es suficiente, ya que no toma en cuenta la marcha del negocio específico que requiere ser financiado ni la situación financiera del mismo en un momento dado (siempre tomando como base comparativa empresas del mismo rubro o ejercicios pasados de la empresa analizada). Estos otros factores también deben ser considerados como fuentes de riesgo y por tanto tendrán un impacto en el rendimiento de la inversión (visto del lado del agente superavitario) o en el costo de capital (visto del lado del agente deficitario), según veremos con mayor detalle en las secciones siguientes.

Conviene ahora destacar las tres formas básicas de financiamiento externo a las que puede recurrir una empresa: (i) emisión de acciones (financiamiento vía capital); (ii) emisión de instrumentos de deuda o contratos de préstamo (deuda a largo plazo); y, (iii) cuentas comerciales y deuda a corto plazo.

Junto a las fuentes de financiamiento externo también existe una fuente que llamaremos “interna” (al provenir los recursos líquidos de la misma empresa), que consiste en la aplicación de utilidades retenidas.

Como veremos más adelante, el financiarse por uno u otro medio tiene repercusiones distintas. Los accionistas, los prestamistas a corto plazo y los prestamistas a largo plazo dan lecturas distintas a los Estados Financieros de una empre-

³ “Las inversiones de una empresa son principalmente las llamadas inversiones reales y tangibles como maquinaria, edificaciones y capital de trabajo (cuentas por cobrar, cuentas por pagar, inventarios, efectivo). También existen inversiones reales intangibles como la experiencia técnica del personal, patentes y marcas de fábrica. Los fondos necesarios para poder financiar estas inversiones provienen de la venta de instrumentos financieros por parte de la empresa, tales como préstamos bancarios, bonos y acciones”. SABAL, Jaime. “Introducción a las Finanzas Corporativas”. En: www.sabalonline.com/website/uploads/Introd_2.pdf. p. 1. En la misma línea, Richard Brealey, Stewart Myers y Alan Marcus comentan lo siguiente: “To carry on business, companies need an almost endless variety of real assets. Many of these assets are tangible, such as machinery, factories, and offices; others are intangible, such as technical expertise, trademarks, and patents. All of them must be paid for. To obtain the necessary money, the company sells financial assets, or securities, to investors (...).”. BREALEY, Richard; MYERS, Stewart y Alan MARCUS. “Fundamentals of Corporate Finance”. Cuarta edición. Mc Graw Hill. 2004. p. 6.

⁴ En este sentido, se debe estar en la posibilidad de identificar aquellas inversiones cuyo retorno es de lenta maduración (caso típico de proyectos donde se ve involucrada una fase pre-operativa prolongada); aquellas que una vez en marcha generan flujos de caja estables, así como aquellas que no lo hacen (pudiendo depender ello de factores estacionales, competencia en el mercado, entre otros); aquellas inversiones en donde el activo fijo tangible tendrá protagonismo, así como aquellas donde el principal activo es la capacidad intelectual del titular del negocio (el caso del ejercicio de profesiones, ciencias o la industria de la tecnología), etcétera. Podríamos plantear muchos otros ejemplos, pero lo que nos importa destacar es que dependiendo de la decisión de inversión, la predictibilidad e inmediatez en la obtención de recursos líquidos o caja variará, y atender a ello es un punto fundamental, mas no suficiente para tomar la decisión de financiamiento.

⁵ “El gerente de finanzas es quien intermedia entre las fuentes de los fondos y su destino. Su misión es lograr que el rendimiento de las inversiones sea suficiente para sufragar el costo de los instrumentos financieros emitidos por la empresa. De manera que los dos principales problemas del gerente de finanzas son: a) ¿en qué debe la empresa invertir?, b) ¿cómo deben ser financiadas dichas inversiones?”. SABAL, Jaime. “Introducción a las Finanzas Corporativas”. En: www.sabalonline.com/website/uploads/Introd_2.pdf.

sa; además su expectativa de retorno no será la misma (nuevamente, por una distinta exposición al riesgo). Por otro lado, al momento de aplicarse utilidades retenidas para financiar operaciones o un proyecto específico en lugar de distribuirlas entre los accionistas, entran a tallar otros factores. En suma, y como veremos posteriormente, constituye un axioma de las finanzas corporativas modernas que la forma cómo decida financiarse una empresa tendrá una repercusión en el valor de la misma.

Finalmente, antes de acabar esta primera sección debemos precisar que las premisas y ejemplos a ser tratados a lo largo del artículo parten del supuesto de que la empresa a ser financiada cuenta con una pluralidad de sujetos, tanto a nivel de propiedad como a nivel de gestión, y con responsabilidad limitada⁶.

1.2. Análisis de estados financieros

Bajo esta sección nos interesa tratar sobre las principales razones o ratios financieras⁷ e identificar cuáles serán tomadas en cuenta por los proveedores de financiamiento externo según su condición (proveedores de deuda a corto plazo, proveedores de deuda a largo plazo y proveedores de capital)⁸.

Antes de clasificar los tipos de ratios financieras que existen, describiremos a grandes rasgos cuáles son los intereses de los distintos proveedores de financiamiento, para luego determinar en qué partidas contables podría estar enfocada su atención (y por ende en qué ratios financieras).

Los acreedores comerciales analizan en primer lugar la liquidez de una empresa en la medida en que sus acreencias tienen un vencimiento a corto plazo. Los proveedores de deuda a largo plazo (bonistas y acreedores financieros) centran su atención en la estructura de capital de la empresa y en la capacidad de la empresa de generar un flujo de efectivo a través de un periodo prolongado. A los accionistas les interesa la rentabilidad de la empresa, esto es, los dividendos actuales y futuros.

El hecho de recurrir a una vía de financiamiento u otra depende de muchos factores, los mismos que serán revisados con mayor detenimiento cuando repasemos la noción de estructura de capital; no obstante, podemos echar un vistazo a algunos factores que influyen en las necesidades de financiamiento de una empresa. Entre otros, deben tenerse presente las necesidades de fondos de una empresa⁹; se debe atender a su situación financiera y a su rentabilidad¹⁰; y se debe hacer un análisis de los riesgos del negocio¹¹.

Como habíamos mencionado anteriormente, al momento de tomar la decisión de inversión se debe tener en cuenta que los negocios no están sujetos a un mismo grado de predictibilidad o estabilidad en la generación de flujos de efectivo. En tal sentido, hay industrias que son concebidas como más riesgosas que otras y tienden a generar mayores problemas de liquidez. Así, las industrias sujetas a ciclos de recesión y de bonanza, industrias sujetas a ciclos productivos, industrias sujetas a la preferencia coyuntural de los consumidores (moda, tecnología, etcétera) son concebidas como ejemplos de negocios riesgosos.

⁶ Es cierto que las empresas o formas de asociación que no gozan del blindaje de la responsabilidad limitada e incluso los negocios unipersonales (sea que tengan responsabilidad limitada o no) también tienen necesidades de financiamiento; no obstante, las particulares características de estos negocios distorsionan la aplicación rigurosa de algunos conceptos que trataremos más adelante, tales como el riesgo de insolvencia y los costos de agencia.

⁷ Una ratio financiera es un índice que resulta de la comparación de dos cifras correspondientes a distintas partidas contables, en donde una cifra fungirá como numerador y otra cifra como denominador.

⁸ Para información complementaria sobre el particular referirse al capítulo 17 de "Fundamentals of Corporate Finance", cuarta edición, escrito por Richard Brealy, Stewart Myers y Alan Marcus y al capítulo 6 de "Fundamentos de Administración Financiera", octava edición, escrito por James Van Horne y Jhon Wachovicz Jr.

⁹ En este nivel cabe hacerse preguntas como ¿cuánto se necesita? y ¿con qué periodicidad se necesita? Por dar un ejemplo, montos poco significativos y sujetos a factores estacionales apuntan al financiamiento a corto plazo con proveedores comerciales como la fuente a ser elegida.

¹⁰ En este nivel resulta pertinente hacerse preguntas como ¿con qué tanta liquidez cuenta la empresa? y ¿qué tanta rentabilidad tiene la empresa? Como ejemplo, puede afirmarse que aquellas empresas que disponen de recursos líquidos (y que esperan hacerlo por un periodo prolongado) deberían optar por financiarse con deuda a largo plazo. Por otro lado, el análisis de rentabilidad es algo que concierne más a los potenciales accionistas en la medida en que a través del mismo se puede determinar con qué tanta eficiencia la empresa emplea sus activos para generar ventas.

¹¹ Este nivel de análisis está relacionado con la decisión de inversión que, como vimos actualmente, no se discute su vinculación con la decisión de financiamiento. Resulta oportuno entonces hacerse preguntas como ¿qué tantas probabilidades existen de que el resultado esperado de la inversión efectivamente se produzca? y ¿qué tan estables pueden ser los flujos de caja a ser generados por el negocio en marcha? Podemos mencionar, a manera de ejemplo, que los negocios más riesgosos o en donde no se espera generar un flujo de caja estable deberían ser financiados vía capital, en la medida en que ello no implica el repago del principal más el rendimiento esperado sujeto a un cronograma poco flexible.

1.2.1. Clasificación general de las razones financieras

Las razones financieras (o ratios financieros) son clasificadas bajo los rubros de “estáticas”, “estático-dinámicas” y “dinámicas”, según involucren exclusivamente partidas del Balance General, del Estado de Ganancias y Pérdidas o una combinación de ambas.

Se dice que el Balance General muestra la situación de una empresa en un momento determinado, es decir, muestra los elementos que le dan valor a una empresa (activos), cuánto la empresa le debe a terceros (pasivos) y cuánto le debe a sus accionistas (capital). Las razones estáticas combinan dos partidas del Balance General, o lo que es igual, dos partidas de “acción” y muestran un aspecto específico de la condición financiera de la empresa en punto determinado del tiempo.

El Estado de Ganancias y Pérdidas muestra el desempeño de una empresa durante un periodo determinado de tiempo (un ejercicio). Las razones dinámicas son aquellas que involucran exclusivamente partidas del Estado de Ganancias y Pérdidas, o partidas de “flujo”, y sirven para obtener un muestreo del desempeño de la empresa en un aspecto específico.

Por otro lado, las razones estático-dinámicas combinan una partida de flujo como numerador y una partida de acción como denominador. A través de esta combinación puede apreciarse, por ejemplo, la eficiencia con la que una empresa emplea sus activos (el caso típico de las ratios de actividad).

Debe tenerse en cuenta que ninguna ratio financiera llega a ser realmente informativa si se considera de manera aislada, por lo que su lectura implica una comparación con los indicadores de otras empresas que compitan en la misma industria o ratios obtenidas en ejercicios pasados.

1.2.2. Razones estáticas

Dentro de las razones estáticas destacan las (i) razones de liquidez y (ii) las razones de apalancamiento¹². Las razones de liquidez muestran

la habilidad que tiene una empresa de solventar sus obligaciones a corto plazo, por lo que resultan particularmente relevantes para los acreedores comerciales. Las razones de apalancamiento muestran la importancia que tiene la deuda en relación con el capital accionario o en relación con el financiamiento de la adquisición de activos.

1.2.2.1. Razones de liquidez

a. Razón del activo circulante

Implica dividir el valor agregado del activo circulante o corriente entre el valor agregado del pasivo circulante o corriente¹³. Esta razón sirve para analizar lo que tiene una empresa para afrontar sus obligaciones financieras a corto plazo con sus activos corrientes.

$$x = \frac{\text{Activo Circulante}}{\text{Pasivo Circulante}}$$

b. Razón de la prueba de ácido

Representa una ecuación similar a la razón del activo circulante donde sólo cambia una variable. Para obtener esta ratio, debe detraerse del activo corriente el valor del inventario (esto es, la mercancía o las existencias), y el producto de ello dividirse por el pasivo corriente. Esta ratio busca analizar la capacidad de una empresa de atender a su deuda de corto plazo con sus activos más líquidos y reconoce que el vender las existencias puede tomar algún tiempo. Esto es particularmente relevante para aquellos negocios cuyo ciclo operativo es relativamente lento (es decir, cuando el inventario tarda en ser colocado y totalmente repuesto). Se puede mencionar como ejemplo de ello a los negocios dedicados a la fabricación de maquinaria industrial.

$$x = \frac{\text{Activo Circulante} - \text{Inventario}}{\text{Pasivo Circulante}}$$

1.2.2.2. Razones de apalancamiento

a. Razón deuda patrimonio (*debt/equity*)

La ratio deuda patrimonio, también conocida como ratio *debt/equity* o ratio de apalancamiento,

¹² El término “apalancamiento” hace alusión a la asunción de deuda como fuente de financiamiento.

¹³ Los activos circulantes o corrientes son aquellos que pueden ser realizados o convertidos en dinero en un plazo menor a un año. Ejemplos de ello son el efectivo y los equivalentes a efectivo, dentro de los que se destaca al inventario y a las cuentas por cobrar a corto plazo. Los pasivos circulantes o corrientes son aquellas obligaciones que deben ser descargadas o repagadas en un plazo menor a un año. En buena cuenta, constituye la deuda a corto plazo de la empresa.

es una de las ratios más populares o utilizadas en los contratos de financiamiento. Normalmente, suele estipularse como obligación negativa (*negative covenants*) en los contratos de financiamiento a largo plazo, en donde el tomador de deuda estará impedido de aumentar su ratio de apalancamiento por encima de un nivel determinado. Por lo anterior, aquél puede ser uno de los conceptos contables con los que el abogado especializado en finanzas corporativas tendrá que lidiar con mayor frecuencia en su ejercicio profesional.

Esta ratio relaciona el pasivo total de una empresa (como numerador) con el capital contable de la misma (como denominador) para ver en qué medida dicha empresa está financiada vía deuda y en qué medida lo está vía capital. Cuando se menciona que una empresa se encuentra “más apalancada” quiere decir que su estructura de capital está compuesta de manera preponderante por deuda. Esta ratio es particularmente relevante para los proveedores de deuda a largo plazo, ya que muestra cuál es el riesgo financiero o riesgo de quiebra de un negocio (conceptos que serán tratados con mayor detenimiento en la sección referida a estructura de capital). Mientras más deuda tome una empresa, más probabilidades tendrá de devenir insolvente.

$$x = \frac{\text{Pasivo Total}}{\text{Capital Contable}}$$

b. Razón de deuda a activos totales

La ratio de deuda a activos totales indica qué porcentaje de los activos de la empresa se sustentan mediante deuda. En otras palabras, esta ratio responde la siguiente pregunta: ¿qué tanto apalancamiento ha debido utilizar la empresa para adquirir sus activos? Esta ratio puede ser relevante en un escenario de liquidación en donde se tiene interés en calcular cuánto habrá de corresponder a los acreedores y cuánto a los accionistas en caso los activos se realicen a su valor de reposición¹⁴.

$$x = \frac{\text{Deuda Total}}{\text{Activos Totales}}$$

1.2.3. Razones dinámicas

Dentro de las razones dinámicas podemos destacar: (i) las razones de cobertura que ofrecen información sobre cómo la empresa hace frente a sus cargos financieros; (ii) las razones de actividad que miden qué tan exitosamente o eficientemente una empresa utiliza y maneja sus activos; y, (iii) las razones de rentabilidad que están destinadas a examinar qué tanta rentabilidad genera la operación de la empresa.

1.2.3.1. Razones de cobertura

La ratio de cobertura de intereses mide la capacidad de atender el servicio de deuda de una empresa con los flujos de caja que esta genera. No se debe confundir esta ratio con las ratios de liquidez o apalancamiento, que miden la capacidad de una empresa de atender sus obligaciones financieras con los recursos que posee en un momento dado. La ratio de cobertura de deuda ofrece información sobre la facilidad de atender un cronograma de pagos con los ingresos de caja que se generan durante un periodo determinado.

Esta ratio debería ser un complemento de la ratio de deuda-patrimonio y, de hecho, es frecuente encontrar referencias a la misma en obligaciones contractuales relacionadas con financiamientos a largo plazo. La ratio de deuda-patrimonio (al ser una ratio estática) sólo ofrece información parcial sobre la carga financiera que soporta una empresa. No obstante, se requiere de la ratio de cobertura de intereses para determinar si la empresa bajo análisis está en posibilidades de atender dicha carga con sus flujos de caja, o si por el contrario la carga excede la capacidad de la empresa. La ratio de cobertura de intereses se calcula dividiendo la utilidad antes de intereses e impuestos (EBIT por sus siglas en inglés: *earnings before interests and taxes*) por el importe correspondiente al acumulado de intereses a ser pagados en un ejercicio.

¹⁴ El valor de reposición o de reemplazo de un activo no debe ser confundido con su valor en libros. El valor de libros o valor contable no suele reflejar el valor de mercado de un activo (sobre todo de los activos fijos) en la medida en que aquél incorpora el cargo por depreciación o amortización (dependiendo de si trata de un bien tangible o intangible). Siendo así para la contabilidad, un activo, luego de agotada su vida útil, tendrá valor 0 (cero). Esto naturalmente dista de la realidad. Un activo puede tener “chances” de ser recolocado a otro fin productivo y en la medida en que ello sea así, tendrá valor en el mercado. El valor de reposición es entonces el valor de mercado de un activo que puede ser recolocado a otro fin productivo. Ver: FERRERO, Guillermo. “Aspectos Económicos y Financieros de las Fusiones en el Perú” En: *Advocatus* 9. p. 321.

$$x = \frac{\text{EBIT}}{\text{Gasto por intereses}}$$

1.2.3.2. Razones de actividad

Las razones de actividad miden la eficiencia o éxito con el que una empresa emplea o maneja sus activos para generar ingresos. Destacaremos dos por su importancia: (i) ratio de cambio de las cuentas por cobrar y (ii) ratio de rotación del activo total.

a. Ratio de cambio de las cuentas por cobrar

Esta ratio, que contrapesa el valor de las ventas anuales a crédito con el valor de las ventas aún por cobrar, actúa como indicador de la eficiencia que tiene la empresa en la cobranza de sus acreencias. Una empresa puede tener éxito en colocar los productos o servicios que constituyen su oferta, lo cual puede dar lugar a que se proyecte un flujo de caja estable, no obstante, una política de cobranza poco agresiva (en caso las ventas se hagan a crédito) puede dar lugar a que la empresa cuente con menos ingresos de caja que los que se habían proyectado. Esta razón es particularmente útil en aquellas operaciones de financiamiento que son garantizadas con fideicomisos sobre flujos futuros. La mayor o menor eficiencia del tomador de fondos de poder hacer líquidas sus cuentas por cobrar podría afectar el valor de la garantía.

$$x = \frac{\text{Ventas anuales a crédito}}{\text{Ventas por cobrar}}$$

b. Ratio de rotación del activo total

La ratio de rotación del activo total contrapesa las ventas netas con los activos totales de una empresa y sirve para indicar la capacidad o facilidad que puede tener una empresa para lograr que su inventario cumpla su ciclo de producción más veces durante un ejercicio (lo que es llamado también cambio del activo total y que implica la disposición del íntegro de las existencias ingresadas a la contabilidad de la empresa en un momento dado. Este modelo no se predica respecto de negocios que consisten en la provisión de servicios). Por ello, se dice que esta ratio mide la eficiencia para generar ventas con los activos.

$$x = \frac{\text{Ventas netas}}{\text{Activos totales}}$$

1.2.3.3. Razones de rentabilidad

Las ratios de rentabilidad que analizaremos primero son aquellas que relacionan partidas de flujo exclusivamente y que en ese sentido sirven para mostrar qué porcentaje de las ventas finalmente será atribuido a los titulares de la empresa (la rentabilidad). Estas ratios son limitadas en la medida en que no indican qué tanta inversión en activos debió mediar para obtener la rentabilidad (o dicho de otro modo, no muestra qué tan eficientemente fueron utilizados los activos de la empresa).

a. Margen de utilidad bruta

Esta ratio sólo toma en cuenta como variable de la ecuación el costo de las mercancías vendidas.

$$x = \frac{\text{Ventas brutas} - \text{Costo de mercancías vendidas}}{\text{Ventas Netas}}$$

b. Margen de utilidad neta

Esta ratio considera los gastos del ejercicio y los impuestos aplicables como variables de la ecuación.

$$x = \frac{\text{Utilidad neta después de impuestos}}{\text{Ventas Netas}}$$

1.2.4. Razones estático-dinámicas

1.2.4.1. Rentabilidad en relación con la inversión

La ratio de rentabilidad en relación con la inversión (ROI por sus siglas en inglés: *return on investment*) ofrece información más completa que las ratios de actividad y las ratios de rentabilidad basadas exclusivamente en partidas de flujo en la medida en que representa una combinación de ambas. El ROI muestra no sólo el ingreso neto (de todo gasto e impuesto) por dólar (u otra unidad monetaria de venta), sino la eficiencia con la que se manejaron los activos de la empresa para obtener dicho margen; es decir, cuánto debió ser invertido en activos para alcanzar ese resultado. Dicho de otro modo, el ROI indica cuál es el margen de rentabilidad por cada dólar invertido en activos.

$$x = \text{Margen de utilidad neta} \times \text{Rotación del activo total}$$

Lo que equivale a:

$$x = \frac{\text{Utilidad neta de impuestos}}{\text{Ventas Netas}} \times \frac{\text{Ventas Netas}}{\text{Activos totales}}$$

$$\text{ROI} = \frac{\text{Utilidad neta de impuestos}}{\text{Activos totales}}$$

1.2.4.2. Rendimiento sobre capital en acciones comunes

El ROI muestra cuál es el margen de rentabilidad por cada dólar invertido en activos, pero no distingue la fuente de la cual proviene dicho dólar. Es decir, el ROI no distingue si un dólar a ser invertido en activos proviene de deuda o si proviene de capital. El interés último de todo accionista o proveedor de capital es el de saber cuál será el retorno de cada dólar que invierta. La ratio de rendimiento sobre capital en acciones comunes (ROE por sus siglas en inglés: *return on equity*) es un indicador que sirve justamente para atender esa interrogante, en la medida en que toma como variable el multiplicador de capital en acciones comunes (que es el nombre que se le da a la contraposición entre activos totales y capital contable).

$$x = \text{Margen neto de utilidad} \times \text{Cambio de activo total} \times \text{Multiplicador de K}$$

O lo que es lo mismo:

$$x = \frac{\text{Utilidad neta de impuestos}}{\text{Ventas Netas}} \times \frac{\text{Ventas Netas}}{\text{Activos Totales}} \times \frac{\text{Activos Totales}}{\text{Capital Contable}}$$

$$\text{ROE} = \frac{\text{Utilidad neta de impuestos}}{\text{Capital contable}}$$

Las ratios de rentabilidad, particularmente el ROE, son más importantes para quienes invierten en capital que para quienes inviertan en deuda. Ahora, incluso el ROE no es tomado como la referencia última para calcular la rentabilidad de la inversión en acciones de una empresa (ya que sólo informa sobre las utilidades declaradas, pero no sobre las utilidades efectivamente distribuidas).

Los inversionistas suelen preferir la ratio precio-utilidades (PE por sus siglas en inglés: *price earnings*), que compara la cotización de las acciones (a modo de numerador) con las utilidades pagadas (a modo de denominador). Cuando dicha ratio es alta, refleja que, a pesar de que los ingresos por concepto de dividendos son bajos, el mercado percibe que la empresa va a generar flujos de caja positivos en el futuro (una conclusión que se puede obtener de ello es que las acciones están simplemente sobrevaloradas).

1.3. Valor del dinero en el tiempo¹⁵

La primera premisa clave en las finanzas corporativas según Brealy, Myers y Marcus es que un dólar el día de hoy vale más que un dólar el día de mañana. Ello implica que cuanto más tiempo demore el percibir el retorno de una inversión se exigirá una mayor tasa de retorno.

La premisa anterior se explica por el hecho de que el dólar con el que uno puede contar al día de hoy puede ser colocado en una inversión que genere un rendimiento. Siendo así, el día de mañana ese dólar tendrá más valor que un dólar que aún no ha sido colocado por el simple hecho de que estaría incorporando el rendimiento de la inversión.

Lo comentado en el párrafo precedente nos lleva a atender el concepto de valor futuro. El valor futuro representa la proyección del valor que tendría un monto de dinero determinado al final de un periodo durante el cual se aplicó una tasa de retorno. Cuando estamos ante inversiones en deuda, la fórmula para calcular el valor futuro puede variar según se aplique una tasa de interés simple o una tasa de interés compuesta (que da lugar a la capitalización de intereses al final de cada periodo anual).

$$\text{VF con interés simple} = \text{principal} \times \text{tasa de interés} \times \text{número de años} \times \text{principal}$$

$$\text{VF con interés compuesto} = \text{principal} \times (1 + t)^n$$

El concepto de valor presente es útil para poder averiguar cuál es el monto que al día de hoy debo de invertir para obtener cierto retorno al día de mañana. Como puede advertirse, en este escenario el valor futuro es una variable dada y el valor del

¹⁵ Para información complementaria sobre el particular referirse al capítulo 7 de "Fundamentals of Corporate Finance", cuarta edición, escrito por Richard Brealy, Stuart Myers y Alan Marcus y al Capítulo 3 de "Fundamentos de Administración Financiera", octava edición, escrito por James Van Horne y Jhon Wachoviz Jr.

principal es la variable por encontrar. Lógicamente, la operación será la inversa al cálculo de valor futuro.

$$\text{VP con interés compuesto} = \frac{\text{VF}}{(1 + t)^n}$$

Bajo esta fórmula, la variable “t” representa la tasa de descuento. La tasa de descuento es, en buena cuenta, la tasa de interés o retorno que ofrece una inversión comparable a la analizada, que es combinada con el resto de variables conocidas para descontar el valor futuro de la inversión y traerlo a valor presente. En efecto, cuando se analiza la posibilidad de realizar una inversión, se toma como factor de descuento la tasa de retorno ofrecida por una inversión comparable en riesgo y rendimiento (para efectos de analizar un análisis de rentabilidad). Esta tasa de retorno es denominada comúnmente como costo de oportunidad, ya que representa los flujos de caja que una persona estaría perdiendo por dejar de tomar otra oportunidad de inversión.

Un último elemento que tiene que ver con la relación entre el tiempo y el valor del dinero está representado por el concepto de valor presente neto (en adelante, “VPN”), el cuál incorpora un examen de la rentabilidad de una inversión y por ende de conveniencia (nótese, sin embargo, que aún no hemos tomado al riesgo como un factor que incide en el rendimiento de una inversión). Para encontrar el VPN deben seguirse los siguientes pasos: (i) realizar la proyección de los flujos de efectivo futuros durante un periodo determinado “t” que coincidirá con la vida económica de la inversión; (ii) fijar una tasa de descuento apropiada; (iii) descontar los flujos de caja a valor presente; y, (iv) restar el costo inicial de la inversión y sumar el valor residual de la inversión (por ejemplo, activos que puedan tener valor de reposición). De ello se sigue entonces que:

$$\text{VPN} = \frac{\text{VF}}{(1 + t)^n} - \text{Costo Inicial} + \text{Valor Residual}$$

1.4. Riesgo y rendimiento¹⁶

La segunda premisa clave en las finanzas corporativas según Brealy, Myes y Marcus es que un dólar sin riesgo vale más que un dólar con riesgo. Ello implica

que contra más riesgoso sea el retorno de una inversión, se exigirá una mayor tasa de retorno.

El riesgo puede ser concebido como un aumento en la distribución de probabilidades de que se verifique en un resultado esperado. Es necesario tener una cabal comprensión de los siguientes conceptos: (i) rendimiento o retorno real (*realized return*); (ii) retorno esperado (*expected return*); y, (iii) valor esperado del rendimiento promedio (*expected value*).

El rendimiento o retorno real constituye un dato conocido que no incorpora el riesgo como una de sus variables. Este concepto abarca cualquier ingreso recibido por la inversión (intereses o utilidades) más cualquier cambio en la cotización de la posición en la que se ha invertido. El acumulado se divide entre el valor de mercado inicial de la inversión a fin de que el rendimiento se exprese como un porcentaje de aquél. El rendimiento o retorno real sirve para verificar la apreciación o depreciación de una posición en un periodo determinado de tiempo. Entonces, se tiene que:

$$\text{Retorno real} = \frac{\text{Ingresos Percibidos} + (\text{Precio Final} - \text{Precio Inicial})}{\text{Precio Inicial}}$$

El retorno esperado sí incorpora la consideración del riesgo y se expresa como la probabilidad ponderada de los posibles rendimientos que podrían resultar de una posición. Por ejemplo, la inversión en el valor “x” tiene iguales probabilidades de traer como resultado un retorno de 10 o un retorno de 20 sobre el monto inicialmente invertido ascendente a 100. Atendiendo a ello, la fórmula para el retorno esperado sería la siguiente:

$$\text{Retorno real} = \frac{100 \times (0.5 \times 20) + (0.5 \times 10)}{100} - 1$$

El ejemplo que acabamos de revisar no plantea muchos problemas de comprensión debido a la escasa distribución de probabilidades de que se verifique un resultado determinado sobre la inversión (tan sólo dos resultados posibles). Ahora, cuando la distribución de probabilidades aumenta, puede ser más útil atribuir un valor a una posición capaz de generar una pluralidad de resultados en función a la probabilidad de verifi-

¹⁶ Para información complementaria sobre el particular referirse al capítulo 10 de “Fundamentals of Corporate Finance”, cuarta edición, escrito por Richard Brealy, Stuart Myers y Alan Marcus y al Capítulo 5 de “Fundamentos de Administración Financiera”, octava edición, escrito por James Van Horne y Jhon Wachowicz Jr.

cación de cada resultado. El resultado de esa operación puede ser un reflejo más fiel del retorno esperado cuando sea sopesado contra el monto inicial de la inversión.

El valor de rendimiento esperado representa el promedio ponderado de resultados con las respectivas probabilidades de ocurrencia fungiendo como pesos. La mecánica es la siguiente. Cuando se toma una inversión se estiman posibles rendimientos y a cada uno de ellos se les asigna una probabilidad de ocurrencia. Luego se multiplica cada rendimiento por la probabilidad de que ocurra el mismo. El resultado de cada operación es sumado y el agregado representa el valor de rendimiento esperado. La fórmula se grafica de la siguiente manera:

$$E(V) = \sum (R_i) (P_i)$$

El riesgo es un concepto cuantificable. Siguiendo la lógica de lo explicado en los párrafos precedentes, debe encontrarse primero la varianza de distribución (*variance*). Para ello, se resta de cada resultado posible el valor de rendimiento esperado (previamente calculado) y esa diferencia se eleva al cuadrado. El resultado de ello es multiplicado por la probabilidad de que ese resultado específico se verifique. La misma operación se repite con cada resultado posible, y todos los productos deben ser sumados. El agregado representa la varianza de la distribución, y la raíz cuadrada de dicho valor constituye la desviación estándar (*standard deviation*). La desviación estándar representa el margen de diferencia de lo esperado o, dicho de otro modo, representa el riesgo al que está sujeta una posición. Toda vez que aumente la distribución de probabilidades, la varianza de distribución también lo hará y junto con ella la desviación estándar. Siendo así, es sano concluir que un aumento en la distribución de probabilidades aumenta el riesgo.

Con los ejercicios anteriores hemos logrado identificar el concepto de desviación estándar para medir el riesgo de una posición o inversión específica. No obstante, en la realidad las inversiones de una persona no se concentran en un único valor, posición o instrumento. Esta noción nos lleva

a abordar dos grandes categorías de riesgo: (i) el riesgo diversificable; y, (ii) el riesgo sistemático o no diversificable.

El riesgo diversificable es aquel que puede ser distribuido en un número de activos o inversiones¹⁷. La diversificación del riesgo no puede realizarse con ingenuidad, y la covarianza o correlación entre distintas posiciones o inversiones es un concepto fundamental. Se dice que existe una cartera o portafolio verdaderamente diversificado cuando las inversiones comprendidas en él tienen una correlación negativa. La correlación negativa implica que mientras la cotización o valor de una inversión sube, la de otra cae y viceversa (puede deberse a factores cíclicos en la producción).

Existe un punto donde el riesgo no puede ser diversificado más y la exposición al mismo es inevitable. Este es el caso de los riesgos que no dependen de un emisor o industria específica, sino que están ligados a factores macroeconómicos y que afectan a toda la economía de un país. Debido a ello, todas las inversiones colocadas sufren un impacto por igual. Ejemplos de este riesgo están representados en cambios en la política fiscal, en el riesgo país, la inflación, etcétera.

La sensibilidad de una inversión en capital (acciones) al riesgo sistemático también puede ser medida. La fórmula para medir el riesgo sistemático se llama beta (" β ")¹⁸.

1.5. Estructura de capital y costo de capital

1.5.1. El pasado según Moglianni y Miller y la tendencia actual

El concepto de estructura de capital hace alusión a qué porcentaje de recursos de una empresa pueden provenir de deudas con terceros y qué porcentaje pueden provenir de los aportes de capital de los socios (relación que queda simplificada en la ratio deuda-patrimonio o ratio de apalancamiento) El estudio de la noción de estructura de capital, al menos actualmente, plantea que existe un nivel óptimo en la combinación del financiamiento vía deuda y vía capital.

¹⁷ Así como nadie juega ruleta en un casino apostando todo su capital a un número o color específico, ningún inversionista racional invierte todo lo que tiene en una única posición o en posiciones sujetas a un riesgo único (por ejemplo, mismo emisor o misma industria). La idea de la diversificación es que el menor éxito de una posición pueda ser compensada por el mayor éxito de otra.

¹⁸ Por poner un ejemplo, cuando el promedio de precio de una acción en el mercado se aprecia (o deprecia) en 1% como consecuencia de la variación de factores macroeconómicos y el precio del valor bajo análisis también se aprecia (o deprecia) en 1%, se dice que el β de ese valor específico es 1.

Ahora, la convicción descrita en el párrafo precedente no siempre fue compartida por los financistas. De hecho, existe una postura, particularmente famosa por su singularidad y rigor académico, que se aleja del enfoque tradicional para la estructura de capital¹⁹. Se trata de las “Hipótesis de Irrelevancia” de Franco Modigliani y Merton Miller (conocidos como M&M), ganadores del Premio Nobel, que apuntaban a plantear la independencia de la valuación total y el costo de capital de la empresa respecto de su estructura de capital²⁰. El planteamiento de M&M se materializó en dos proposiciones: la primera (M&M 1), planteó una irrelevancia absoluta de la estructura de capital en el valor de la empresa, y la segunda (M&M 2), relajando ligeramente el tenor de la primera, reconoció el valor que puede, en principio, otorgar un nivel de apalancamiento adecuado para la empresa.

M&M 1 planteaba que “el valor de mercado de una firma es independiente de su estructura de capital y viene dado por el E(VPN) de sus activos descontados a las tasa apropiada”²¹.

Dicho de otro modo, la primera hipótesis de irrelevancia de M&M (principio de valor total) planteaba que el valor total de una sociedad es independiente de su estructura de capital, ya que el valor total de la inversión depende de la rentabilidad y riesgo. Bajo esta premisa, una empresa fuertemente apalancada tiene el mismo valor que una empresa que no tenga un dólar de deuda o incluso que una empresa que combine tanto deuda como capital.

Para M&M la hipótesis de la irrelevancia absoluta descansaba en la premisa de que los inversionistas estaban en la posibilidad de encontrar en el apalancamiento personal (es decir, la deuda asumida a título personal) un sustituto perfecto del apalancamiento corporativo (deuda asumida

por la empresa). Siguiendo dicha lógica, los inversionistas están en posibilidad de mimetizar o duplicar cualquier estructura de capital que pueda tener la empresa. Bajo esta hipótesis, el valor de las empresas no debería distinguirse por una estructura de capital, y en la medida en que ello ocurra, se estaría en presencia de una distorsión que podría ser corregida vía el arbitraje²².

La primera proposición M&M parte de una serie de premisas o presupuestos irreales que sólo podrían ser sustentables en un modelo de “laboratorio” o teórico. Se pueden destacar los siguientes presupuestos.

i. Inexistencia de impuestos

Esta premisa desconoce el hecho de que el financiamiento vía deuda permite contar con una suerte de “escudo fiscal”. Los intereses que una empresa paga por su servicio de deuda podrán ser deducidos para determinar cuál es su renta neta gravable. La distribución de dividendos (que sería la forma de remunerar a quienes han invertido en capital) no sólo no permite una deducción de gastos, sino que en la medida en que sean distribuidos a personas naturales o personas jurídicas no domiciliadas, estarán gravados con el Impuesto a la Renta a una tasa de 4.1%.

ii. El costo de capital y la exposición al riesgo para personas es el mismo que para empresas

Se tiene que la exposición al riesgo en el caso del apalancamiento personal es mayor que en el apalancamiento corporativo. En el primer caso, el prestatario responde con el íntegro de su patrimonio, mientras que en la calidad de accionista de un negocio, responde hasta por el monto de su inversión (siempre partiendo de la premisa, como aclaramos líneas arriba, que es un negocio

¹⁹ El enfoque tradicional para la estructura de capital, atribuido a Durand y otros, plantea que existe una estructura de capital óptima y en la que la administración puede incrementar el valor total de la empresa a través del uso juicioso del apalancamiento financiero. VAN HORNE, James y John WACHOWICZ Jr. “Fundamentos de la Administración Financiera”. Octava edición. 2000. p. 554.

²⁰ MODIGLIANI, Franco y Merton MILLER. “The Cost of Capital, Corporate Finance and the theory of Investment”. American Economic Review 46. 1958.

²¹ SABAL Jaime. “Teoría de la Estructura de Capital”. En: www.sabalonline.com/website/uploads/TeorEstructCapit_3.pdf. p. 1.

²² La referencia al arbitraje no debe ser confundida con el mecanismo de solución de disputas. Bajo este contexto el arbitraje hace alusión a encontrar dos activos que son esencialmente lo mismo, y comprar el más barato y vender el más caro. Podemos recurrir al ejemplo que ofrecen Van Horne y Wachowicz para graficar mejor la práctica del arbitraje: “Considérense dos empresas (cero crecimiento) idénticas en todos los aspectos excepto que la empresa NL no está apalancada, mientras que la empresa L tiene en circulación US\$ 30,000 en bonos al 12%. De acuerdo con la posición tradicional, la empresa L puede tener un valor más alto y un costo promedio de capital inferior a los de la empresa NL. (...) Esto exigiría que los inversionistas vendan sus acciones en la empresa L (el activo sobrevaluado) y compren acciones en la empresa NL (el activo subvaluado). Estas operaciones de arbitraje continuarían hasta que las acciones de la empresa L declinarán en precio y las acciones de la empresa NL aumentarán en precio lo suficiente para hacer que el valor total de las dos empresas sea idéntico. (...) En esencia, usted apalanca las acciones de la empresa no apalancada, adquiriendo deuda personal”. VAN HORNE, James y John WACHOWICZ Jr. Op. cit. pp. 556-557.

con responsabilidad limitada). Ambas aclaraciones minan la solidez de la afirmación de M&M relacionada con que la capacidad de todo accionista puede corregir una "distorsión" en el valor de una empresa vía el arbitraje.

iii. Existencia de información perfecta

Plantea la existencia de mercados perfectos o bajo un modelo de eficiencia "fuerte"²³. Siguiendo esta premisa, todos los inversionistas o potenciales financistas tienen información perfecta y completa sobre el negocio (por lo que la percepción del riesgo será uniforme) a ser financiado, por lo que no deberían haber distorsiones en la tasa de retorno que remunere la deuda o aquella que remunere el capital.

iv. Inexistencia de costos de transacción

M&M parten de la premisa de que las operaciones relacionadas al arbitraje que harían los inversionistas como sujetos racionales al identificar una "distorsión" en la valorización de una empresa no se ven restringidas por costos de transacción. La realidad muestra, sin embargo, que estas fricciones existen y que los costos de transacción naturalmente serán mayores mientras más operaciones deban hacerse para llegar a un mismo resultado.

v. Inexistencia de costos de insolvencia o de bancarrota

El asumir deuda lleva implícito un costo adicional al costo de capital (mas no dissociado del mismo). La deuda, a diferencia del capital, debe ser remunerada independientemente del éxito en la marcha del negocio. Es por ello que se afirma que una inversión en deuda es una inversión en renta fija, ya que el inversionista tiene la expectativa contractual, al menos, de recibir una remuneración

predeterminada desde el día de contraída la deuda. Al aumentar la deuda de una empresa aumentan el riesgo y los costos de insolvencia. El riesgo de insolvencia está relacionado con la probabilidad de que una empresa vea desbordada su capacidad de atender su servicio de deuda y que como consecuencia de ello sea llevada a un proceso de insolvencia. Por su parte, los costos de insolvencia están relacionados con la pérdida de valor de una empresa dentro de un escenario de insolvencia, con los costos de llevar adelante el proceso concursal e incluso con las "chances" de incobrabilidad que pueden enfrentar los acreedores.

vi. Inexistencia de costos de agencia

El planteamiento de M&M presupone que los intereses de los *stakeholders*²⁴ y administradores están alineados y que estos últimos, efectivamente, tienen como objetivo único la maximización del valor de la inversión hecha por los accionistas.

Respecto a lo anterior se han hecho ciertas observaciones. En un sentido, se ha dicho que al aumentar la deuda de una empresa aumentan las necesidades de fiscalización por parte de los tenedores de deuda. En buena cuenta, habrá un mayor interés e inversión por parte de los prestamistas de monitorear el cumplimiento del prestatario. Mientras más altos sean los costos de supervisión, más alta será la tasa de interés que se cobrará sobre el principal prestado.

Por otro lado, se dice que el incremento en los costos de agencia que soportan los tomadores de deuda implica un ahorro de los mismos en cabeza de los accionistas²⁵. Ello parte de la premisa de la diferente percepción del riesgo de insolvencia que tienen los administradores de un negocio respecto del riesgo de insolvencia en comparación con los titulares del negocio. Para estos últimos, el monto

²³ La referencia a un mercado fuerte está relacionada a la "Hipótesis de mercados de capitales eficientes". Está hipótesis plantea la existencia de tres modelos de eficiencia de un mercado de capitales según la forma como se distribuye la información en el mercado. El modelo "débil" postula que la única información disponible para los inversionistas en el mercado es la información histórica o estadística, es decir, la información que ya ha sido asimilada por el mercado. El modelo "semi fuerte" postula que la información que se encuentra disponible es aquella que es divulgada o revelada al mercado desde el momento de la revelación, es decir, la información pública. El modelo "fuerte" plantea que toda información, tanto pública cuanto privada, se encuentra disponible para los inversionistas. Bajo este modelo no existiría la denominada información "reservada" o "privilegiada".

²⁴ Los costos de agencia están relacionados a la llamada "teoría de agencia". Según esta teoría, los administradores de un negocio (en los casos en donde la propiedad del negocio y la administración del mismo esté dissociada) no comparten los mismos intereses que los distintos individuos que puedan tener un interés en la marcha de la empresa (los llamados *stakeholders*, en donde se incluye a los accionistas y acreedores). Los administradores actúan como agentes de los *stakeholders* (los principales) en la medida en que su desempeño en el cargo se da en interés de estos últimos. Esta falta de alineación de intereses puede llevar a que los administradores busquen maximizar su beneficio personal en detrimento del interés del o de los principales. Los costos de agencia son aquellos que involucran inversiones de tiempo o efectivo tendientes a fiscalizar que los administradores no se desvíen de la gestión encomendada en su desempeño. Ver: BREALY, Richard; MYERS, Stewart y Alan MARCUS. Op. cit. p. 16.

²⁵ Ver: JENSEN, Michael. "The Takeover Controversy: Analysis and Evidence". *Midland Corporate Finance Journal* 4. 1986. pp. 12-21.

de su pérdida estará limitada al monto de su inversión en un negocio determinado (nuevamente, partiendo de la premisa que se trata de un negocio con responsabilidad limitada) que finalmente puede ser compensada con el éxito de otra inversión, pues su riesgo puede ser diversificado. Para los administradores su pérdida será más grave y está representada en la “sanción reputacional” que recibe el administrador de un negocio quebrado, sanción que limita sus posibilidades de encontrar trabajo en el futuro²⁶. Tal riesgo no es diversificable. Bajo esta lógica, el mayor nivel de deuda sirve como desincentivo para conductas oportunistas o poco prudentes de la administración, y se llega a afirmar que los accionistas estarían “pagando” (con una mayor tasa de interés) a los tomadores de deuda por la supervisión que ejercen sobre la administración.

vii. Todos los flujos de caja son perpetuidades (sin crecimiento ni decrecimiento)

Una perpetuidad se define como aquella corriente de flujos de caja o de efectivo que continúa para siempre o se proyecta al infinito. M&M 1 sólo es sustentable en la medida en que el servicio de deuda y los dividendos constituyan perpetuidades.

En la realidad, ello no es así. Con la salvedad de las obligaciones perpetuas, la deuda subsiste durante el periodo que se ha pactado para su repago. En la deuda habrá un momento donde haya un pago con efectos liberatorios, y en ese momento el tomador de deuda deja de tener la posición o titularidad que le permitía tener una pretensión sobre los flujos de efectivo que genera la empresa. La carga financiera de una empresa que se apalanca tiene una expectativa de desaparecer, por lo que su presencia en la contabilidad no puede ser irrelevante a efectos de valorar una empresa.

Por otro lado, los flujos que se originan de la obligación de remunerar la deuda y el capital pueden llegar a no ser uniformes. Incluso en la deuda, que es una inversión de renta fija, puede existir un componente de variabilidad si es que la tasa de retorno, en lugar de ser fijada en una cifra específica y estática, depende de un índice sujeto a un ajuste periódico (como la tasa LIBOR o PRIME). El caso de las acciones es más claro. Al ser

instrumentos de renta variable, el retorno efectivo o real de esta posición está “amarrado” al éxito o fracaso de la empresa. Incluso debe tenerse muy presente que los tomadores de deuda no participan del crecimiento o éxito de la empresa. Su expectativa está limitada contractualmente y siempre deberá pagarse lo mismo sin importar el éxito que tenga la empresa, que, sin embargo, sí beneficia a los accionistas.

viii. Inexistencia de restricciones institucionales

Finalmente, en relación con los cuestionamientos que podrían hacerse a M&M 1, se tiene la pretendida inexistencia de restricciones institucionales. En nuestro ordenamiento existen inversionistas cuyas inversiones se encuentran reguladas (caso de empresas del sistema financiero o de seguros, las AFP, administradoras de fondos mutuos o de inversión, etcétera). La lógica de ello es que estos inversionistas manejan fondos del público, por lo que no pueden tomar posiciones muy riesgosas que eventualmente comprometan la expectativa del público de recuperar sus fondos. Una empresa con un exceso de deuda (y por ende sujeta a un elevado riesgo de insolvencia) estará fuera del espectro de inversiones que pueden ser realizados por inversionistas institucionales. Esta falta de demanda de los instrumentos que pueda emitir una empresa (por ejemplo, acciones) tendrá un impacto adverso en la valorización que se haga de la misma.

ix. Inexistencia del “efecto señalización”

En ciertos escenarios, una política agresiva de apalancamiento puede revelar una confianza de los titulares del negocio respecto al éxito del mismo. Considerando que el mayor nivel de deuda implica un mayor riesgo de insolvencia, la actitud de la empresa de apalancarse (particularmente con emisiones públicas de instrumentos de deuda) puede proyectar la expectativa de que los flujos de caja de la empresa son estables. Esa “señalización” puede generar un efecto positivo en la valorización de la empresa. Esta lógica, sin embargo, parte de la premisa de que los accionistas o administradores de la empresa no están tentados a dar señales falsas.

M&M 2 planteaba que “el rendimiento esperado sobre las acciones de una firma endeudada

²⁶ Ello excluyendo los efectos de la llamada “muerte empresarial” regulada en el artículo 100 de la Ley 27809 (Ley General del Sistema Concursal) en la medida en que sean aplicables.

aumenta linealmente con la relación deuda/patrimonio expresada en valores de mercado²⁷.

M&M 2 (teoría del *trade off* estático) corrige hasta cierto punto las fallas de M&M 1 al conciliar el análisis del impacto de la estructura de capital en el valor de la empresa con ciertos elementos de la realidad. Principalmente, M&M 2 toma en cuenta el efecto del “escudo fiscal”. En otras palabras, siguiendo la lógica de M&M 2, la relación entre el valor de una empresa y su nivel de apalancamiento se diagrama en una función lineal. El valor de la empresa aumentaría con el nivel de apalancamiento y ello seguiría así al infinito.

M&M 2 no resiste a un análisis que incorpore los costos de insolvencia y los costos de agencia. Existe un punto donde el “escudo fiscal” es eclipsado o superado por los costos de insolvencia y los mayores costos de supervisión de la marcha del negocio en los que se debe incurrir cuando existe un exceso de apalancamiento. Siendo así, llegará un punto donde recibir nueva deuda no sólo será más costoso (el aumento del riesgo de insolvencia hará que los tomadores de deuda exijan un mayor retorno a su inversión), sino que el valor de la empresa disminuirá dada la mayor proporción en que su capacidad de generar flujos de efectivo se ve comprometida²⁸.

Habiendo repasado las hipótesis de irrelevancia de M&M, queda por revisar cuál es la tendencia actual respecto al impacto de la estructura de capital en el valor de una empresa. Actualmente se reconoce que existe un punto óptimo de apalancamiento. Ese punto óptimo estaría dado por el nivel en donde el valor del “escudo fiscal” es igualado por los costos de insolvencia y de agencia. Por debajo de ese punto no se estaría

aprovechando los beneficios de la deducción de gastos al máximo y por encima de ese punto el exceso de riesgo de insolvencia hace irrelevante el “escudo fiscal”.

Siendo así, en la realidad la decisión entre financiarse vía deuda o vía capital debe tomar en cuenta los factores que justamente fueron desatendidos por M&M. Además, fuera de estos factores y de la decisión de inversión (cuyo impacto ya fue revisado anteriormente), que finalmente se trasladan al costo del capital, debe tenerse en cuenta consideraciones adicionales como el hecho de que un mayor financiamiento vía capital produce un efecto de dilución²⁹ en la participación en el capital que tienen los accionistas existentes al tomar la decisión de financiamiento³⁰.

1.5.2. El *pecking order*, financiamiento interno y la importancia de la política de distribución de dividendos

Hasta este punto hemos revisado el impacto de la combinación de las distintas fuentes de financiamiento externo en el valor de una empresa. Sin embargo, no hemos tomado en cuenta las fuentes de financiamiento interno (llámese utilidades retenidas). El análisis del concepto de estructura de capital no está completo si no se aprecia la importancia del financiamiento interno y de la política de distribución de dividendos.

La teoría del *pecking order* (Myers y Majluf) plantea que existe un orden de prioridades en el uso de las distintas fuentes de financiamiento³¹. Esta teoría pone de relieve factores que fueron desconocidos incluso por M&M 2, como la inexistencia de información perfecta en el mercado y la existencia de costos de transacción.

²⁷ SABAL Jaime, Op. cit. p. 2.

²⁸ Debe considerarse que uno de los principales métodos que se utiliza en la actualidad para valorizar una empresa es el método de proyección de flujos de caja descontados a valor presente. Este método analiza la proporción de los flujos de caja que pertenecerían a los accionistas luego de deducidos los costos y gastos en los que debe incurrir la empresa en su operación. Para ello, se hace una proyección de los flujos futuros de la empresa en un periodo determinado de tiempo y descuentan los mismos a una tasa adecuada para traerlos a valor presente. Para obtener más información sobre los métodos de valorización de una empresa se recomienda revisar el artículo de: FERRERO, Guillermo. Op. cit.

²⁹ La dilución es definida como “un decremento en la demanda proporcional sobre utilidades y activos de una de las acciones comunes debido a la emisión de acciones adicionales”. VAN HORNE, James y John WACHOWICZ Jr. Op. cit. p. 579.

³⁰ Dicho de un modo coloquial, si bien el tamaño del pastel puede aumentar, el mismo debe ser dividido en más partes, lo que puede provocar una distribución de porciones (la participación de cada accionista) más pequeña.

³¹ “There is an alternative theory which could explain why profitable companies borrow less. It is based on asymmetric information –managers know more than outside investors about the profitability and prospects of the firm. Thus investors may not be able to assess the true value of a new issue of securities by the firm. They may be especially reluctant to buy newly issued common stock, because they worry that the new shares will turn out to be overpriced. Such worries can explain why the announcement of a stock issue can drive down the stock price. If managers know more than outside investors, they will be tempted to time stock issues when their companies’ stock is overpriced –in other words, when managers are relatively pessimistic–. On the other hand, optimistic managers will see their companies’ shares as underpriced and decide not to issue”. BREALY, Richard; MYERS, Stewart y Alan MARCUS. Op. cit. p. 413.

Según el *pecking order*, la primera fuente de financiamiento a la que se acude son las utilidades retenidas. Ello es así porque el financiamiento interno es más barato³². La aplicación de utilidades retenidas no está sujeta al pago de una tasa de retorno y existen menores costos de oportunidad y de transacción involucrados³³.

Agotados los recursos internos vendría el financiamiento con recursos externos, que es donde cobra relevancia la inexistencia de información perfecta y el “efecto señalización”³⁴.

El *pecking order* no rechaza la importancia que el “escudo fiscal” y el riesgo de insolvencia juegan en la decisión de financiamiento. No obstante, sí establece que estos factores tienen menos importancia que la preferencia de los titulares o administradores del negocio respecto a las distintas fuentes de financiamiento. La estructura de capital de las empresas de Estados Unidos, según los estudios efectuados por Richard Brealy y Stuart Myers, y de las empresas del Reino Unido, según los estudios de Eilís Ferran, confirman que este criterio para la toma de la decisión de financiamiento es el más utilizado en la actualidad.

La aplicación del *pecking order* debe complementarse con un análisis de la política de dividendos. Las premisas manejadas por el *pecking order* no pueden llevar a concluir que la aplicación de utilidades retenidas para financiar las operaciones de la empresa puede ser indiscriminada.

La decisión de retener o distribuir utilidades tiene un impacto en el valor de las acciones de una empresa, a diferencia de lo que en algún momento

propusieron M&M. Ellos, así como en el caso de la estructura de capital, también formularon una hipótesis de irrelevancia relacionada a la distribución de dividendos (teoría de la conservación del valor)³⁵.

En este escenario, M&M planteaban que “la suma del valor descontado por acción después del financiamiento y los dividendos actuales pagados es igual al valor de mercado por acción antes del pago de dividendos actuales”³⁶. Explicado de otro modo, una empresa al distribuir utilidades deberá fondearse con capital de terceros (por ejemplo, emisión de nuevas acciones). Bajo la lógica de M&M, la emisión de nuevas acciones que genera un declive en su cotización como consecuencia de la dilución de la participación de cada accionista puede ser compensada por el valor del dividendo distribuido. En el agregado, el valor de ambos conceptos (acción más dividendo pagado) se equipará al valor de las acciones antes de efectuada la emisión de nuevas acciones. Según M&M, los inversionistas nuevamente están en la posibilidad, vía el arbitraje, de corregir cualquier situación en donde la cantidad de dividendos distribuidos no sea la deseada³⁷.

Nuevamente, M&M construyen su teoría en un mundo donde no existen impuestos ni costos de transacción y en donde la información es perfecta (no se produce el “efecto anuncio” ni se distorsiona el valor de las acciones al aumentar el volumen de negociación de las mismas). Obviamente, la falsedad de dichas premisas compromete la certeza de la propuesta de M&M.

Los aspectos que deben ser tomados en cuenta para determinar el impacto de la política de

³² “La fuente menos costosa, y por tanto la que primero agotan los administradores, son las utilidades retenidas, puesto que su utilización no requiere ningún desembolso directo ni tampoco suele ser necesario dar mayores explicaciones para su uso a los accionistas”. Ver: servicios.iesa.edu.ve/Profesores/Jsabal/.

³³ Hay menores costos de oportunidad porque las utilidades retenidas tienen disponibilidad inmediata. Hay menores costos de transacción en la medida en que no están presentes los costos involucrados en la negociación de un contrato o en la emisión de instrumentos financieros.

³⁴ Se dice que la existencia de asimetría informativa entre los inversionistas y los titulares o administradores respecto a la rentabilidad y oportunidades de inversión del negocio determina que se prefiera la deuda antes que el capital como fuente de financiamiento externa. Como se había comentado anteriormente, la emisión de deuda genera un impacto positivo en el valor de la empresa. Los titulares o administradores pueden entender que las acciones de la empresa están subvaluadas y que la forma de corregir ello es generando la convicción en el mercado de que se tiene confianza en el éxito del negocio. Por otro lado, en la medida en que los titulares y administradores del negocio tienen mejor información que los inversionistas, cuando se percibe que las acciones están sobrevaluadas (es decir, cuando hay un clima de pesimismo) existirá la tentación de emitir nuevas acciones. Los inversionistas tienen como información la sospecha de que la emisión de nuevas acciones delata un clima de pesimismo y se mostrarán renuentes a suscribir las acciones emitidas, lo cual se traduce en dificultades para la colocación o en la exigencia de una mayor tasa de retorno. Es por ello que se identifica la existencia del llamado “efecto anuncio” (*announcement effect*), el cual determina una caída en el valor de las acciones de una empresa cuando ésta anuncia que se van a emitir nuevas acciones.

³⁵ MODIGLIANI, Franco y Merton MILLER. “Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares”. *Journal of Business* 34. 1961. pp. 411-433.

³⁶ VAN HORNE James y John WACHOWICZ Jr. Op. cit. p. 579.

³⁷ “Los inversionistas están en la posibilidad de duplicar cualquier corriente de dividendos que pudiera pagar la empresa (...). Si los dividendos son menos de lo deseado, los inversionistas pueden vender una parte de sus acciones para obtener la distribución de efectivo deseada. Si los dividendos son más de lo deseado; los inversionistas pueden utilizar los dividendos para comprar acciones adicionales a la empresa (...). El tamaño total del pastel es lo que se comerá y no cambia al ser cortado”. *Ibid.* p. 580.

dividendos en el valor de la empresa son los siguientes:

i. Preferencias por los dividendos

Al analizarse la base accionaria de una empresa debe tenerse en cuenta la proporción de accionistas que podrían calificarse como “rentistas”. En la medida en que estos accionistas sólo tienen interés en percibir un retorno inmediato y líquido sobre su inversión, una política rigurosa de reinversión de utilidades podría llevar a que los mismos liquiden sus posiciones generando un exceso de oferta, con el consiguiente declive en el valor de las acciones de la empresa.

ii. Impuestos

En este nivel debe apreciarse qué tasa impositiva es más significativa: la tasa que grava las utilidades o la tasa que grava las ganancias de capital. Cabe destacar que el Decreto Legislativo 970, de diciembre de 2006, prolongó la exoneración de ganancias de capital obtenidas por personas naturales hasta el 31 de diciembre de 2008.

iii. Costos de transacción

Al igual que los costos de transacción que restringían la facilidad de duplicar vía el apalancamiento personal, en el apalancamiento corporativo dichos costos también impiden que los inversionistas mimeticen el flujo de dividendos vía la liquidación de sus participaciones. Por otro lado, siguiendo la lógica del *pecking order*, resulta más costoso financiarse con recursos externos que con recursos internos.

iv. Restricciones institucionales

Los inversionistas sujetos a regulación pueden llegar a verse impedidos de tomar posiciones en el capital de una empresa que no tenga como política la distribución de dividendos con cierta periodicidad. Como habíamos señalado líneas arriba, la menor demanda por las acciones de una empresa castiga el valor de las mismas.

v. “Efecto señalamiento”

Se dice que las utilidades contables declaradas (que es algo que se refleja en el ROE) no son un reflejo fiel de la utilidad real o efectiva de una inversión en capital. Los dividendos efectivamente distribuidos pueden proyectar una mejor imagen de la rentabilidad de invertir en las acciones de una empresa. Es por ello que la ratio P-E suele ser tomada como una mejor referencia respecto a la rentabilidad en capital que el ROE³⁸.

A la luz de todas las consideraciones anteriores, se ha llegado a mencionar que en el diseño adecuado de una política de dividendos se deben de analizar todas las oportunidades de inversión que pudiera tener una empresa. Cuando estas oportunidades de inversión ofrezcan un mejor retorno que aquel que pudiera obtenerse por los accionistas directamente en caso inviertan los dividendos que reciban (de ser efectivamente distribuidos) en una posición libre de riesgo (por ejemplo, un depósito bancario), es aconsejable la reinversión de utilidades. Bajo este modelo, se concibe a las utilidades como un pasivo residual porque sólo se distribuirán las mismas a los accionistas cuando quede algún saldo luego de la reinversión.

1.5.3. Costo de capital

Con los conceptos que han sido tratados hasta este punto, resulta posible poder comprender la lógica del costo de capital. Sobre el particular, es oportuno mencionar que existe una manera de calcular el costo de recibir financiamiento vía capital, una manera de calcular el costo de fondearse por deuda, así como una forma de calcular el costo promedio de la empresa de financiarse con recursos externos. Asimismo, se apreciará cómo la estructura de capital puede resultar determinante para el cálculo del costo de capital.

Tanto como para deuda cuanto como para capital, el costo de capital estará representado por la tasa de descuento que los tomadores de deuda o los tomadores de capital, en teoría, aplicarían sobre

³⁸ Habiendo analizado las posibles repercusiones que trae la adopción de la política de dividendos en el valor de una empresa, es necesario también tener presente otros factores que influyen el diseño de dicha política. Así, se destacan: (i) las necesidades de fondos de la empresa; (ii) la capacidad para tomar préstamos, considerando que una mayor facilidad para acceder a deuda (en términos de costos de transacción y costo de capital) debería generar una menor preocupación sobre el efecto de la distribución de dividendos en la liquidez de la empresa; (iii) restricciones en los contratos de deuda (es frecuente que existan restricciones a la distribución de dividendos en los contratos de emisión de obligaciones y en los préstamos bancarios); (iv) el efecto de dilución que genera el hecho de tener que fondearse con la emisión de nuevas acciones para compensar los egresos de caja materializados en los dividendos; y, (v) las restricciones legales a la distribución de dividendos. En este último caso, es particularmente relevante que el abogado tengan presente artículos como el 228, 230, 231 y 262 de la Ley 26887 (Ley General de Sociedades).

los flujos de caja que esperan recibir para traer el retorno esperado a valor presente neto. Esta tasa de descuento debe considerar el efecto del riesgo y del tiempo en el valor del dinero, ya que sólo con dichas referencias es que los inversionistas pueden apreciar si es conveniente fondear a una empresa dejando de tomar otras oportunidades de inversión disponibles.

Para calcular el costo de fondearse vía capital debe recordarse primero la diferencia entre riesgos diversificables y riesgos no diversificables o sistemáticos. La lógica de la empresa que va a financiarse vía capital es que ésta sólo estará dispuesta a pagar la diferencia en el rendimiento que genera una cartera de acciones totalmente diversificada y una inversión libre de riesgo (diferencia a la que se le llama prima de riesgo). Dicho de otro modo, los potenciales accionistas deben esperar recibir una compensación sólo por el riesgo sistemático que asumen al invertir en instrumentos de capital. Si no se compensa adecuadamente ese riesgo, lo lógico es que los inversionistas prefieran colocar sus fondos en una inversión libre de riesgo³⁹. La empresa que recibe el financiamiento no debe tener como expectativa costear el hecho de que el inversionista no haya sido eficiente en diversificar su riesgo (ya que es un hecho que depende del él mismo).

En consideración a lo anterior, la herramienta que se utiliza para calcular el costo de fondearse vía la emisión de acciones (por ejemplo, el retorno que sería exigido por los proveedores de capital) es el *capital asset pricing model* (en adelante, "CAPM"). El CAPM es una fórmula que relaciona el riesgo con el rendimiento esperado. Según esta fórmula, el rendimiento esperado o a ser exigido por los proveedores de capital es igual a una tasa de libre de riesgo a la que se le adiciona una prima indexada por el riesgo sistemático del valor (es decir por su β)⁴⁰.

CAPM = tasa libre de riesgo + β (prima de riesgo)

Donde debe recordarse que la prima de riesgo es igual a la diferencia entre el rendimiento de un

portafolio de acciones plenamente diversificado y una inversión libre de riesgo.

La valuación del costo de recibir deuda es más simple y no requiere tanta sofisticación como en el caso del fondeo vía capital. Una primera premisa de suma importancia está representada en el hecho de que el servicio de deuda es un gasto deducible para el cálculo del Impuesto a la Renta. Siendo así, el costo de la deuda debe ser neteado del importe pagado por Impuesto a la Renta. Ello lleva a construir la siguiente fórmula.

$$\text{Costo de la deuda} = (1 - \text{Tasa de IR}) \times \frac{\text{Tasa de interés}}{\text{o retorno}}$$

A pesar de que esta fórmula es de amplia utilización, se critica el hecho de que no refleja adecuadamente el riesgo asumido por el tomador de deuda (asume que el repago se dará indefectiblemente). Una manera de atenuar ese problema ha sido atender al valor de cotización que puede tener un instrumento de deuda en la medida en que dicho valor exista y esté disponible. El valor de cotización incorpora, aunque no de la manera más certera, la percepción del riesgo que tiene el mercado en el repago de los instrumentos colocados. Al sopesar el valor de cotización de la deuda con el retorno que se espera recibir en un año, se obtiene el retorno actual (*yield*). Siendo así, se tiene lo siguiente:

$$\text{Costo de la deuda} = \frac{(1 - \text{Tasa de IR}) \times \text{Valor de cotización}}{\text{Retorno anual}}$$

Finalmente, para calcular la tasa promedio del costo de capital de una empresa, debe atenderse a su estructura de capital para analizar el peso que puede tener la deuda y aquél que puede tener el capital. Para ello, se emplea la fórmula del *weighted average cost of capital* (en adelante, "WACC"), que representa la sumatoria del costo de la deuda y del capital ponderados según el peso que tenga en la estructura de capital. Para simplificar el análisis, supondremos que

³⁹ Cabe advertir al lector que las consideraciones que serán tomadas en adelante parten de la premisa que los inversionistas tienen aversión al riesgo, que los mercados funcionan en forma eficiente y que ningún inversionista es lo bastante grande como para afectar el precio de mercado de una acción.

⁴⁰ Para obtener las variables de la fórmula CAPM, es necesario tomar algunos valores de referencia. Para saber cuál es la tasa de retorno de una inversión libre de riesgo, el CAPM normalmente toma como referencia los bonos del tesoro americano (*treasury bills*). En nuestro mercado podría ser útil tomar como referencia los llamados activos con riesgo 0% enunciados en el artículo 189 de la Ley 26702. Sólo por dar un ejemplo, en esa relación se encuentran los depósitos en el Banco Central de Reserva. Para saber cuál es el retorno de una cartera de acciones plenamente diversificada, se toman como referencia índices de portafolio mercado, siendo el preferido el índice de 500 acciones de Standard & Poor's (el cual refleja el desempeño de 500 acciones comunes). Todo el riesgo asociado al portafolio de mercado (una cartera plenamente diversificada) es "inevitable" o sistemático. La prima de riesgo se calcula restando del rendimiento histórico del portafolio de mercado el rendimiento histórico de una inversión libre de riesgo. Finalmente, la indexación de la prima de riesgo por el riesgo sistemático se hace tomando como referencia el β del valor en el que se invertirá.

empleando el CAPM se calculó que el costo de fondearse por capital era del 20% y que la empresa tiene 2 millones de dólares en capital. Asimismo, supondremos que el costo neto de la deuda es de 10% y que la empresa tiene 1 millón de dólares en deuda. Como se puede apreciar, un tercio de la estructura de capital está representado por deuda y dos tercios por capital accionario. De ello se desprende lo siguiente:

$$WACC = (1 / 3 \times 0.1) + (2 / 3 \times 0.2)$$

Como puede intuirse, si la deuda sobrepasa el punto óptimo de apalancamiento, el costo de asumir una nueva deuda o de recibir nuevos aportes de capital aumenta al hacerlo también el riesgo de insolvencia. Ello determinará que el WACC sea más alto.

II. OPERACIONES SUJETAS A LA REGULACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO

El método de financiamiento externo más tradicional es el del crédito bancario. La actividad bancaria consiste esencialmente en la captación de fondos de los agentes superavitarios en forma de depósitos y la colocación de los mismos en los agentes deficitarios en forma de créditos⁴¹. La rentabilidad de los bancos está dada por la diferencia entre la tasa de interés pasivo (es decir, aquella que pagan a los depositarios) y la tasa de interés activo (es decir aquella que cobra a los prestatarios)⁴². Al mencionado diferencial se le llama comúnmente *spread*.

A esta actividad suele denominársele intermediación financiera indirecta, en la medida en que los agentes deficitarios y los agentes superavitarios no se vinculan directamente en la colocación de

un crédito. En lugar de ello, el banco o intermediador financiero funge como un catalizador de información, al estar en mejor posición (por estar mejor informado) de tomar fondos de quienes tienen exceso de liquidez para colocarlos en quienes tienen un déficit de la misma. Bajo este esquema, se reducen los costos de transacción en las operaciones de financiamiento, sea que dichos costos estén representados en desembolsos de recursos o en tiempo invertido.

Debe destacarse que el ejercicio de la actividad financiera compromete intereses que deben ser protegidos. Al involucrar la captación de ahorros del público, la actividad financiera debe estar sujeta a una regulación estricta que tenga como objetivo evitar una disposición poco prudente de los fondos de los ahorristas. Debe resaltarse que la protección del ahorro público constituye un bien jurídico constitucionalmente protegido, tal como puede apreciarse de una lectura del artículo 87 de la Constitución Política de 1993.

La protección del ahorro público se aprecia desde el inicio de la actividad financiera, al exigirse que todo aquel que realice alguna de las actividades comprendidas dentro del alcance de la descripción del artículo 11⁴³ de la Ley 26702, Ley General del Sistema Financiero y de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros (en adelante, "Ley de Bancos"), tramitar autorizaciones de organización y funcionamiento ante la Superintendencia de Banca, Seguros y de Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones (en adelante, "SBS"). En buena cuenta, toda persona que apunte a levantar fondos del público en el territorio nacional para luego colocar los mismos bajo la forma de créditos deberá ser autorizada por la SBS y desde ese momento quedará sujeta a

⁴¹ Recalamos en el hecho de que la colocación de un crédito no debe ser confundido necesariamente con un desembolso de dinero. En efecto, una operación de financiamiento puede estar presente en el mutuo de una cantidad determinada de bienes consumibles, en la venta de un bien con pago diferido y, en general, en toda transacción en donde una de las partes provea de recursos líquidos o permita ahorrar el uso de los mismos a la otra (este importe representará el principal del crédito, por ejemplo, arrendamientos financieros), partiendo de la premisa de que esta última carece de dichos recursos en el día de cierre del contrato. Bajo este esquema, se asignará una fecha en la cual el tomador del crédito deberá haber amortizado íntegramente el importe del principal y el importe que corresponda a los intereses devengados hasta la fecha de pago. La rentabilidad del proveedor del crédito se determinará en función a la tasa de interés compensatorio que sea pactada en el día de cierre del contrato.

⁴² "El banco es un mediador o intermediario en el crédito, por que lo recibe de sus clientes fundamentales en forma de depósito de numerario y lo concede a quienes lo necesitan por diversos procedimientos, lucrándose con la diferencia entre la retribución que paga a los primeros y la que percibe de los segundos". BROSETA PONT, Manuel. "Manual de Derecho Mercantil". Décima edición. Madrid: Tecnos. 1994. pp. 528 y 529.

⁴³ Ley 26702, Artículo 11.- "Toda persona que opere bajo el marco de la presente ley requiere de autorización previa de la Superintendencia de acuerdo con las normas establecidas en la presente ley. En consecuencia, aquélla que carezca de esta autorización, se encuentra prohibida de:

1. Dedicarse al giro propio de las empresas del sistema financiero, y en especial, a captar o recibir en forma habitual dinero de terceros, en depósito, mutuo o cualquier otra forma, y colocar habitualmente tales recursos en forma de créditos, inversión o de habilitación de fondos, bajo cualquier modalidad contractual (...)"

la regulación del mercado financiero y a la supervisión por parte de la mencionada autoridad.

Ahora, la posición de una institución financiera cuando otorga un crédito no es distinta de la de cualquier inversionista que espera obtener un retorno determinado sobre el principal colocado⁴⁴. Como toda inversión, la medida en que se exponga la misma a distintas fuentes de riesgo y el plazo al que deberá sujetarse la exigibilidad del crédito son factores a ser tomados en cuenta para calcular el valor de la colocación. La diferencia que distingue a las empresas del sistema financiero de cualquier otro negocio es que las técnicas de gestión de riesgos no se aplican según criterios de oportunidad o conveniencia, sino por imperativos de la regulación del sector. La lógica de ello es que al estar involucrado el ahorro público, el retorno efectivo o real de las colocaciones de las instituciones del sistema financiero con cargo a las cuales se atendería el retiro de los depósitos o las imposiciones no puede verse comprometido por prácticas financieras y contables audaces u oportunistas. Como veremos a continuación, las entidades del sistema financiero están sometidas a estrictas exigencias de diversificación de riesgo, de asimilación del mismo para poder compensar el deterioro de sus colocaciones (por ejemplo, aumento de la posibilidad de incobrabilidad de los créditos) y de calce⁴⁵ de sus operaciones activas y pasivas.

En cuanto a la diversificación de riesgo, la regla general que orienta a las empresas del sistema

financiero a evitar concentrar sus colocaciones en una sola fuente riesgo, o como se dice coloquialmente en colocar “todos los huevos en una canasta”⁴⁶, se encuentra en el artículo 8 de la Ley de Bancos como una restricción a la libertad de asignación de recursos. Las pautas para evitar la concentración de cartera recogidas en la Ley de Bancos constituyen una primera forma de manejar el riesgo de contraparte o riesgo de crédito⁴⁷.

El capítulo II del Título II de la Ley de Bancos se ocupa de los límites operacionales que apuntan a la diversificación del riesgo en las colocaciones de las empresas del sistema financiero. El concepto que es tomado como referencia fundamental para calcular los límites operacionales es el patrimonio efectivo. El patrimonio efectivo es un concepto extra-contable que implica la adición y detracción de ciertos conceptos detallados en el artículo 185 de la Ley de Bancos al patrimonio contable de una empresa del sistema financiero. La razón detrás de ello es la de identificar de una manera conservadora aquellos elementos que de alguna manera aligeran la carga financiera de las empresas supervisadas o pueden servir de sustento efectivo para atender dicha carga.

En primer lugar, existe un límite global respecto a los activos y créditos contingentes, ponderados por riesgo crediticio⁴⁸, de las empresas del sistema financiero, incluyendo sus sucursales en el extranjero, el mismo que no puede superar de once veces su patrimonio efectivo. No obstante, junto a este límite global existen una serie de

⁴⁴ El financiamiento otorgado por estas instituciones puede ser asimilado a una inversión en renta fija (es decir, aquella en donde el rendimiento está al menos contractualmente preestablecido).

⁴⁵ El término “calce” hace alusión a una coincidencia de los plazos de vencimiento y de moneda en la que estén denominadas las operaciones pasivas (depósitos a plazo) y activas (créditos) de las instituciones financieras. Ello posibilita a las instituciones financieras contar con liquidez suficiente para atender oportunamente las obligaciones contraídas con los ahorristas.

⁴⁶ “Los intermediarios financieros hacen algo más que realizar el papel de intermediarios entre los prestamistas últimos (ahorradores) y los prestatarios últimos. También desempeñan un papel muy importante al ofrecer a los ahorradores un activo que constituye un portafolio bien diversificado de activos. Por ejemplo, si a un ahorrador pequeño se le pidiera entenderse directamente con los prestatarios últimos como, por ejemplo, un comprador de vivienda que buscara dinero a través de una hipoteca, el ahorrador pequeño estará ‘poniendo todos sus huevos en una sola canasta’. Terminaría teniendo solamente un activo, un contrato hipotecario sobre una parte de la propiedad. Poseer este número limitado de activos aumenta el riesgo de incumplimiento y de perder la totalidad de su portafolio de activos”. MILLER, Roger y Robert PULSINELLI. Op. cit. pp. 54 y 55.

⁴⁷ El riesgo de crédito o de contraparte está vinculado a aquellas causas que pueden depender de la conducta o situación financiera del deudor. Típicamente se trata de un riesgo diversificable en la medida en que, como regla general, la suerte de un deudor no depende de la de otro. Al estar expuesto a varias fuentes de riesgo, las mayores posibilidades de cobranza de una colocación compensa las menores posibilidades de que ocurra lo mismo con otra. Fuera del riesgo de contraparte, las empresas del sistema financiero deben manejar otras fuentes de riesgo para que puedan comprometer el retorno de sus colocaciones. Es así como se tienen: (a) las normas sobre riesgo cambiario crediticio aprobadas por Resolución SBS 41-2005, que tratan sobre el manejo del riesgo vinculado a fluctuaciones del valor de la moneda en que estén expresadas las colocaciones de las entidades supervisadas; (b) el Reglamento para la Administración de los Riesgos de Operación, aprobado por Resolución SBS 006-2002, que trata sobre el manejo de los riesgos vinculados a la administración interna y a los sistemas empleados por las entidades supervisadas en sus operaciones; (c) el Reglamento para la Supervisión de los Riesgos de Mercado, aprobado por Resolución SBS 509-98; y, (d) el Reglamento de Riesgo País, aprobado por Resolución SBS 505-2002. Estos dos últimos reglamentos están relacionados con el manejo del riesgo no diversificable, es decir, no depende de un deudor o de una industria específica, sino que responden a factores de orden macroeconómico.

⁴⁸ La referencia a activos contingentes y a su ponderación por riesgo crediticio está asociada a una clasificación de los activos de las empresas del sistema financiero (ver artículos 188 al 193 de la Ley de Bancos) en cinco categorías en función de su riesgo: 0%, 10%, 20%, 50% y 100%. La ponderación implica que el valor de una colocación será multiplicada por uno de los cinco factores y el producto resultante se sumará para efectos de calcular el límite global de exposición al riesgo. Naturalmente, los activos con riesgo cero (artículo 189 de la Ley de Bancos) no se suman al cálculo del límite global.

límites individuales que buscan garantizar una colocación prudencial de los recursos que son captados de los ahorristas. Cabría destacar el llamado límite individual, que consiste en 10% del patrimonio efectivo de la entidad del sistema financiero⁴⁹. Es importante tener presente que cuando una empresa requiere de liquidez, pero sus posibilidades de apalancarse con una entidad específica están limitadas por soportar una parte sustancial de los créditos de la misma, puede recurrirse a formas de financiamiento que aislen el riesgo inherente a la condición financiera del deudor. Ejemplos típicos de estas operaciones alternativas son la titulización de activos y el *factoring* o factoraje (en donde a diferencia del descuento, el riesgo de contraparte se traslada al deudor cedido al haber una cesión de crédito sin recurso).

Un segundo filtro relacionado con el manejo de riesgo de contraparte que complementa a los criterios de diversificación es el del régimen de provisiones (artículo 133 de la Ley de Bancos). Las provisiones son reservas que resultan de un ajuste contable contra resultados. En buena cuenta, representan un gasto que se detrae de las utilidades obtenidas por una empresa del sistema financiero. Esta reserva se constituye para efectos de paliar el deterioro o aumento de riesgo de incobrabilidad de las colocaciones efectuadas. Al reducirse la capacidad de pago del deudor (criterio fundamental para la evaluación del riesgo de crédito), aumenta la desviación estándar, y con ello disminuye el valor esperado del rendimiento promedio. Las provisiones sirven para “separar” un monto de recursos que de alguna manera compensa el deterioro del valor esperado de una colocación. Existen dos grandes tipos de provisiones: las genéricas y las específicas. Las provisiones genéricas representan 1% de la cartera normal (es decir aquella que no ha visto reducidas sus probabilidades de cobranza) y debe ser efectuada más allá del deterioro de las colocaciones. Dicho de otro modo, es independiente del riesgo de crédito o de contraparte y constituye una reserva para atender riesgos no diversificables. Las provisiones específicas son aquellas que deben hacerse cuando la capacidad de pago de un

deudor se ha visto reducida, lo cual lleva a que el mismo deje de ser clasificado como un deudor “normal”⁵⁰.

En cuanto al calce de las operaciones activas y pasivas de las empresas del sistema financiero (artículo 178 de la Ley de Bancos), se guarda la lógica de que no es sano asumir obligaciones a un plazo en el que el retorno de una inversión aún no se ha materializado. Es decir, no resulta una práctica sana asumir deuda a corto plazo sólo para colocar los recursos obtenidos en inversiones de lenta maduración ni la estructura inversa (sea porque podría comprometer la capacidad de cobertura del servicio de deuda, en el primer caso, o sea porque el apalancamiento estaría siendo usado en un nivel por debajo del punto óptimo, en el segundo caso). Lo mismo se exige respecto de la moneda en las que estén denominadas sus operaciones. El fondeo en una moneda y el rendimiento en otra pueden dejar severamente expuesta a la empresa del sistema financiero a fluctuaciones en el tipo de cambio.

Siendo rigurosos, la verificación del cumplimiento de las obligaciones impuestas por la regulación del sistema financiero le corresponde principalmente a los abogados internos de las entidades pertenecientes a dicho sistema más que a los asesores externos (que bien pueden asistir a la entidad otorgando el financiamiento o a la empresa que lo recibe).

La tarea del abogado externo variará dependiendo de cuál sea la parte que asesore en la operación de financiamiento. En caso se asesore a la parte que reciba el financiamiento, será particularmente relevante enfatizar en los aspectos positivos de la situación financiera de la empresa, así como en la identificación de activos realengos, en caso los hubiese, que pudiesen ser afectados en garantía⁵¹. Este análisis incidirá en el cálculo de la tasa de interés que finalmente sea estipulada en el contrato. Junto a esta tarea que incide más en una fase pre-contractual, también cabe destacar la revisión y negociación del clausulado del contrato principal y de los contratos o instrumentos accesorios a la operación. La premisa

⁴⁹ Para el cálculo de los límites individuales, es importante tener en cuenta cuándo se está financiando a personas vinculadas por riesgo único, para lo cual es necesario recurrir a los criterios establecidos en el artículo 103 de la Ley de Bancos y en las Normas Especiales sobre Vinculación y Grupo Económico, aprobadas por la Resolución SBS 445-2000.

⁵⁰ Los lineamientos para la clasificación de deudores y realización de provisiones se encuentran en el Reglamento para la Evaluación y Clasificación del Deudor y la Exigencia de Provisiones, aprobado por Resolución SBS 808-2003.

⁵¹ Para ello, es fundamental identificar rigurosamente la existencia de contingencias que pudieran comprometer en el futuro la aplicación de los flujos de efectivo al repago de financiamiento (considerando que estas contingencias muchas veces no se encuentran reflejadas en las partidas de los estados financieros, por lo cual los ratios tradicionales no las toman en cuenta) o que incluso pueda llevar a que se afecte el carácter realengo de los activos a fungir como potenciales garantías.

del deudor es evitar la inclusión de cláusulas en el contrato de financiamiento que incluyan obligaciones (*convenants*) cuyo cumplimiento escape a su control o sea muy oneroso, o causales de incumplimiento excesivamente vagas o que respondan a hechos que no le sean imputables, o incluso, la previsión de remedios en beneficio del acreedor en un escenario de incumplimiento que no se desprendan de los usos habituales de mercado o de los mecanismos para atenuar el riesgo del ahorrista que establece el artículo 132 de la Ley de Bancos⁵² (en el supuesto que el acreedor sea una entidad del sistema financiero nacional).

En caso se asesore al proveedor del financiamiento, la tarea será básicamente la inversa. El equipo de abogados en este escenario deberá ser más conservador al momento de identificar las contingencias que puedan eventualmente comprometer la disponibilidad sobre los flujos de caja futuros y aquellos activos que puedan servir de respaldo para el repago del financiamiento.

Un instrumento que suele ser empleado en los financiamientos otorgados por instituciones del sistema financiero es el pagaré incompleto (o llamado cotidianamente pagaré “en blanco”). Los financiamientos otorgados por empresas del sistema financiero suelen materializarse en líneas de crédito (revolventes o no), en donde no puede afirmarse que exista una obligación a cargo del prestatario desde el momento de la celebración del contrato correspondiente, exceptuando, por supuesto, el pago de comisiones para mantener la facilidad disponible. Bajo esta lógica, sería inútil que el acreedor intente “prever” de antemano en el pagaré cuál sería el monto adeudado por el deudor en un momento determinado durante la vida del contrato⁵³. Atendiendo a esto último, es de interés del acreedor, siempre que tenga la expectativa de hacer su crédito efectivo ante cortes peruanas, el tomar los recaudos que aseguren que el pagaré “en blanco” haya sido emitido de conformidad con lo que exige la Ley 27287, Ley de Títulos Valores (en adelante, “LTV”), para los títulos valores incompletos. El interés del deudor,

por otro lado, radicará en que las instrucciones para el llenado del pagaré estén claramente detalladas en el contrato (relación causal) que da origen a la relación cambiaria.

III. OPERACIONES SUJETAS A LA REGULACIÓN DEL MERCADO DE VALORES

Una opción alternativa a fondearse vía contratos de crédito con empresas del sistema financiero es la emisión de instrumentos financieros en el mercado de valores. De acuerdo a una lectura conjunta de las referencias al concepto de “valor mobiliario” recogidas en el artículo 3 del Decreto Legislativo 861 (Ley de Mercado de Valores cuyo Texto Único Ordenado fue aprobado por Decreto Supremo 093-2002-EF y, en adelante, “LMV”), artículo 255.5 de la LTV y artículo 5 del Reglamento de Oferta Pública Primaria y de Venta de Valores Mobiliarios (aprobado por Resolución CONASEV 141-98-EF/94.10, y en adelante, “ROPP”), puede entenderse por dicho término cualquier título que incorpore derechos crediticios, dominiales o de participación en el capital, patrimonio o utilidades del emisor.

Atendiendo a la definición de “valor mobiliario”, es posible entender que el concepto incluye, sin estar limitado a los que se mencionan, a instrumentos representativos de deuda (por ejemplo, bonos, papeles comerciales, etcétera) e instrumentos representativos de capital (por ejemplo, acciones). Como se puede ver, una empresa, a través de la emisión de valores mobiliarios, tiene la opción de recibir tanto deuda cuanto capital vía la emisión de valores mobiliarios.

Ahora, una distinción clave que debe considerarse en la emisión de valores mobiliarios es que los mismos pueden ser colocados (i) vía oferta pública; o, (ii) vía oferta privada. El estar dentro del alcance de uno u otro concepto es de suma relevancia, ya que ello determinará si será de aplicación la regulación sobre mercado de valores y si la Comisión Nacional de Supervisión de Empresas y Valores (en adelante, “CONASEV”) tendrá injerencia sobre la emisión.

⁵² Como ejemplos más destacables del artículo 132 de la Ley de Bancos podemos señalar: (i) el mérito ejecutivo de las liquidaciones de los saldos deudores; (ii) la aceleración de plazos pactados para el repago de una deuda en caso se verifique un incumplimiento; (iii) la preferencia en la cobertura de las obligaciones garantizadas por valores, recursos y demás bienes de los deudores de las entidades supervisadas, etcétera.

⁵³ Este tipo de previsiones resultan incompatibles con la naturaleza de una línea de crédito, en donde no puede anticiparse si la misma será utilizada íntegramente o cuál será el saldo deudor en la fecha en que se verifique un evento de incumplimiento que pueda justificar el ejercicio de la acción cambiaria (además de otros remedios o garantías que puedan asistir al acreedor).

La Oferta Pública de Valores es definida por el artículo 4 de la LMV como “la invitación adecuadamente difundida que una o más personas naturales o jurídicas dirigen al público en general, o a determinados segmentos de éste, para realizar cualquier acto jurídico referido a la colocación, adquisición o disposición de valores mobiliarios”. Conceptos claves como (i) la noción de invitación; (ii) la idoneidad de su difusión; (iii) el público en general o segmentos de éste; y, (iv) los actos jurídicos tendientes a la colocación, disposición o adquisición de valores mobiliarios son desarrollados por el artículo 6 del ROPP y, en un caso en particular, un pronunciamiento del Tribunal Administrativo de CONASEV⁵⁴ ofreció pautas adicionales para aclarar los mencionados conceptos.

La idea básica detrás de la aplicación de la LMV (junto con el resto de regulación sobre el mercado de valores) exclusivamente a las ofertas públicas de valores reside en el hecho de que es en estos escenarios donde se estima que el interés público se ve comprometido. La regulación del mercado de valores en el Perú establece un sistema de transparencia y no un sistema de control. Ello implica que la función de dicha regulación es la de corregir la asimetría de información que existe entre los inversionistas y la empresa emisora (que de alguna manera identificamos al repasar la teoría del *pecking order*) y no busca controlar la calidad de los instrumentos que pueden ser ofertados en el mercado. Dicho de otro modo, la tutela del interés público no se busca a través de la restricción en la circulación de valores “riesgosos”⁵⁵, sino garantizando un flujo de información adecuado que al denominado “inversionista sensato” (estándar empleado por la regulación del mercado de valores para conceptualizar a una persona desprovista de conocimientos sofisticados sobre el mercado bursátil) le permita tomar una decisión de inversión adecuada.

La oferta privada de valores es definida de manera negativa en el artículo 5 de la LMV. Ello implica

que se entenderá que toda oferta de valores que no guarde las características de una oferta pública será considerada como una oferta privada siempre que no se utilicen medios masivos de difusión. El artículo 5 de la LMV contempla dos supuestos que califican *per se* como ofertas privadas (nuevamente, siempre que no se empleen medios masivos de difusión) que están referidos a las ofertas dirigidas exclusivamente a inversionistas institucionales y las ofertas donde el valor nominal de cada instrumento emitido supere los S/. 250,000.00 (actualmente dicho valor ha sido ajustado en S/. 287,821.28). La lógica de ello es que, atendiendo a la calidad de los inversionistas o a la magnitud de la oferta, se entiende que los destinatarios de la misma son sujetos que están en la capacidad de poder comprender mejor los términos y características de la oferta sin necesidad de ser asistidos por los estándares de transparencia impuestos por la regulación pertinente.

Muchas veces el servicio de los abogados es requerido para efectos de discernir si una operación califica como una oferta pública o una oferta privada. No debe perderse de vista que el hecho de que una oferta califique como “privada” no excluye la participación de los abogados en la ejecución de la operación. Si bien en estos escenarios la aplicación de la regulación sobre mercado de valores es excluida, al verse involucrados muchas veces inversionistas institucionales como destinatarios de la oferta, se requiere un conocimiento adecuado de las normas que restringen las inversiones de las entidades sujetas a la supervisión de la SBS⁵⁶ y de CONASEV.

En la medida que se esté en el escenario de una oferta pública, la asesoría a ser brindada por el abogado incluye la preparación de los contratos y documentos informativos vinculados a la emisión, así como el trámite de inscripción del valor en el Registro Público del Mercado de Valores (en adelante, “RPMV”). La inscripción del valor, según lo previsto en el ROPP, puede seguir el “trámite general”, para los casos en donde se pretenda

⁵⁴ Ver: Resolución del Tribunal Administrativo de CONASEV 124-2003.

⁵⁵ Quizás la única excepción a esa regla podría encontrarse en la exigencia de constitución de garantías específicas en el marco de las emisiones de bonos. Cuando el monto de la emisión supera el patrimonio neto del emisor, se exige que se ofrezcan ciertas garantías en respaldo de la emisión. En este escenario, no basta informar al inversionista del riesgo que estaría asumiendo de suscribir un bono emitido bajo las condiciones antes anotadas, sino que debe ofrecerse garantías que puedan compensar el mayor riesgo de incobrabilidad. Sobre el particular, conviene referirse al artículo 305 de la LGS, el artículo 90 de la LMV y el artículo 3 inciso c) de la Resolución CONASEV 141-1998-EF/94.10 (que aprobó el ROPP) modificado por la Resolución CONASEV 023-2006-EF/941.0 y la Resolución CONASEV 055-2006-EF/94.10.

⁵⁶ Ejemplos de dichas normas se encuentran representados en la Resolución SBS 039-2002, que regula las inversiones de las empresas de seguros, y en los títulos pertinentes del Decreto Ley 25897 (Ley del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones, cuyo Texto Único Ordenado fue aprobado por Decreto Supremo 054-97-EF) y de su Reglamento; en los títulos VI y VIII del Compendio de Normas de Superintendencia Reglamentarias del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones, y en la Resolución SBS 008-2007, que regula las inversiones de las AFP en el exterior.

emitir una sola serie de valores, o el “trámite anticipado”, para los casos donde exista un programa en el marco del cual se emitirán varias series de valores. En caso la oferta involucre la emisión de acciones, debe destacarse que el valor además de estar inscrito en el RPMV deberá necesariamente estar listado en la Bolsa de Valores de Lima de conformidad con el artículo 83 de la LMV⁵⁷.

En el capítulo anterior revisamos las distintas consideraciones que influenciaban en la decisión de financiarse vía deuda o vía capital; ahora, es oportuno destacar que recibir deuda de entidades financieras no es lo mismo que recibir deuda del público mediante la emisión de instrumentos de renta fija (papeles comerciales, bonos, etcétera). Existen, también, una serie de consideraciones a ser tomadas en cuenta que influirán en la decisión de endeudarse de una u otra forma.

El primer aspecto está relacionado estrictamente con el costo de capital. En principio, tomar deuda de una entidad del sistema financiero puede ser más costoso que hacerlo vía la emisión de instrumentos de deuda. La razón de ello se encuentra en el hecho de que la tasa de interés a ser cobrada por la entidad financiera incorporará aquel diferencial (el llamado *spread*) sobre sus tasas pasivas para efectos de obtener un retorno de la colocación que realice⁵⁸. En la emisión de instrumentos de deuda, la tasa de interés, al no tener que cubrir el costo de capital, que a su vez soporta el acreedor en el escenario antes descrito, tenderá naturalmente a ser más baja.

Ahora, un segundo aspecto también relacionado con el costo de capital, aunque no directamente

con la tasa de retorno a ser exigida por el proveedor de financiamiento, es el de los costos de transacción⁵⁹. Los altos de costos de transacción⁶⁰ involucrados en una emisión de valores mobiliarios determinan que la premisa explicada en el párrafo anterior sólo se verifica en aquellos supuestos en donde, por la magnitud del financiamiento, queda justificada la incursión en los costos de emisión.

Un tercer aspecto que puede influenciar en la decisión de tomar deuda del público vía la emisión de instrumentos de renta fija está relacionado con el concepto de “señalización” que fue explicado en el capítulo anterior. El apalancamiento en el mercado de valores puede dar indicios respecto de la confianza que se tiene sobre el éxito de un negocio y eso, lógicamente, puede influenciar en la determinación de la tasa de interés a la que estará sujeto el monto de la emisión. Si la percepción del riesgo es menor por parte del potencial suscriptor de los instrumentos emitidos, éste estará dispuesto a aceptar un menor rendimiento para su inversión (es decir, una menor tasa de interés).

Un cuarto aspecto a tener en cuenta al momento de decidir entre tomar deuda de entidades del sistema financiero o vía la emisión de instrumentos de renta fija es el potencial “escudo político” que podría generar la colocación de dichos valores en el público o en inversionistas institucionales (como las AFP, empresas del sistema de seguros o empresas del sistema financiero) que, a su vez, manejan recursos provenientes del ahorro público. Dicho de otro modo, al estar el ahorro público comprometido con cierta industria específica, puede llegar a desincentivarse la introducción de cambios legislativos o regulato-

⁵⁷ Para efectos de un cabal cumplimiento del procedimiento destinado a conseguir la aprobación de una oferta pública de valores, así como para la adecuada elaboración de los documentos informativos relacionados a la oferta, debe manejarse las disposiciones contenidas en el ROPP, en el manual para el cumplimiento de requisitos aplicables a las ofertas públicas de valores mobiliarios y en las normas comunes para la determinación del contenido de los documentos informativos.

⁵⁸ “En principio, y bajo ciertas condiciones, el mercado de valores busca ser una fuente de financiamiento más barata que el sistema bancario en razón de que no tienen el componente de intermediación indirecta. El banco, al intermediar entre depositantes y prestatarios, es responsable por los fondos prestados y de una adecuada medición de los riesgos asociados, lo que se traduce en la reducción de la retribución de los depósitos y el incremento de la tasa en las operaciones de crédito. A ello hay que agregar el margen de utilidad para el banco. En ese sentido, un mercado de valores eficiente, permitirá que los emisores puedan financiarse a un menor costo y que los inversionistas reciban una mayor retribución por su dinero”. Ministerio de Economía y Finanzas. Resultado de la Consulta Ciudadana. “Acceso a Financiamiento a través del Mercado de Valores”. 2001. p.16.

⁵⁹ “Una segunda condición que el emisor tiene que cumplir es que sus necesidades de financiamiento deben ser de la magnitud necesaria que permita diluir los costos de transacción propios del mercado de valores. En el caso de los instrumentos de deuda, además de la tasa de rendimiento ofrecida a los inversionistas, las empresas deben asumir también costos de estructuración, colocación, representante de obligacionistas y clasificación de riesgo; los cuales en su mayoría son costos fijos, por lo que la magnitud del monto a emitir (...) será una variable fundamental en la determinación del costo efectivo de la emisión. Esto último quiere decir que sólo podrán acceder al mercado de valores aquellas empresas que estén en condiciones de asumir los costos de transacción sin que la rentabilidad de su oferta pierda atractivo para el inversionista. En la actualidad los costos de transacción en el mercado de valores peruano sólo justifican emisiones mayores a US\$ 10 millones (...) lo cual limita el acceso de empresas medianas y pequeñas”. Ministerio de Economía y Finanzas. Resultado de la Consulta Ciudadana. Op. cit. p. 25.

⁶⁰ Costos que están representados en los montos desembolsados durante el trámite de aprobación de la emisión por CONASEV cuando ello sea necesario, los honorarios del estructurador de la operación, del agente colocador; los costos de oportunidad representados en el tiempo que podría tomar la colocación de los instrumentos desde que se toma la decisión de apalancamiento; etcétera.

rios que perjudiquen el retorno inicialmente proyectado para una operación (y con ello, la capacidad de generar flujos de caja para repagar los instrumentos emitidos). De esta forma, consigue mitigarse el riesgo no diversificable que fue explicado oportunamente.

Un quinto aspecto que debería ser tomado en cuenta es el de la obligación de cumplir con los estándares de transparencia impuestos por la regulación de mercado de valores que pueden llegar a ser mucho más rigurosos que el escrutinio a ser realizado por una entidad del sistema financiero en la verificación del estado de cumplimiento de uno de sus deudores. Debe tenerse presente, particularmente, que la sanción resultante de una infracción a las normas de transparencia caen en cabeza del emisor que se fondea en el mercado de valores. En el caso de los préstamos de entidades del sistema financiero, si bien el volumen de información sobre el deudor a ser requerido puede asemejarse al exigido por la regulación de mercado de valores, cualquier insuficiencia de dicha información determina la responsabilidad administrativa de la entidad supervisada, mas no del deudor⁶¹.

Finalmente, podría destacarse también que las condiciones del financiamiento a ser otorgadas por una empresa del sistema financiero pueden ser más flexibles o permitir contar, de algún modo, con una fuente de financiamiento susceptible de adaptarse a las operaciones de la empresa financiada. Bajo el esquema de una línea de crédito revolvente se puedan financiar operaciones a corto plazo y luego repagar los montos utilizados con los flujos generados por las ventas, repitiendo el proceso múltiples veces sin necesidad de celebrar un nuevo contrato e incurrir en nuevos costos de transacción. En lo que atañe a la emisión de instrumentos de deuda, no se tiene la facilidad de mantener un monto de crédito permanentemente autorizado. Una vez emitidos los instrumentos de deuda, éstos son pagados hasta su amortización total. Siendo así, el plazo para el repago y la naturaleza de las operaciones a ser financiadas (operaciones ordinarias en lugar de

proyectos específicos) representan otros factores a influenciar la decisión de apalancamiento.

6. COLOFÓN

Tras la revisión de este artículo se espera que el lector pueda retener conceptos elementales relacionados a las finanzas corporativas. Naturalmente, el propósito de este artículo no era el de proporcionar un estudio especializado sobre la materia, pretensión que desde luego escapa a la extensión del mismo. A continuación, destacamos las ideas principales que han sido materia de nuestra revisión:

- Es indispensable para el entendimiento de ciertas cláusulas contractuales, así como para evaluar la capacidad de una empresa de financiarse vía recursos externos (sea deuda o capital), el poder dar una lectura adecuada a sus Estados Financieros e identificar las principales ratios financieras.
- No puede dejar de tenerse en cuenta el efecto del transcurso del tiempo en el valor del dinero. Constituye prácticamente un dogma que el dinero con el que uno puede contar al día de hoy vale más que el mismo monto con el que uno podría contar mañana. Ello es así porque el dinero no es ocioso y siempre existe la posibilidad de poder colocar el mismo en una inversión que tenga la expectativa de generar un margen de rentabilidad.
- Por otro lado, tampoco puede dejar de tenerse en cuenta el efecto del riesgo en el valor del dinero. Un monto de dinero libre de riesgo vale más que el mismo monto sujeto a riesgo. Cuando uno realiza una inversión, debe entenderse que el rendimiento esperado es un concepto distinto al rendimiento real o efectivo. En el análisis del rendimiento esperado entran a tallar la apreciación del riesgo (concebido el mismo como todo aumento en la distribución de probabilidades de que se verifique el resultado esperado). Asimismo, no debe perderse de vista de que existen riesgos que pueden ser

⁶¹ Para tener una idea sobre el volumen de información que debe ser revelada por el emisor de valores inscritos en el RPMV, se puede revisar el Reglamento de Hechos de Importancia, Información reservada y Otras Comunicaciones (aprobado por Resolución CONASEV 107-2002-EF/94.10), el Reglamento de Información Financiera (aprobado por Resolución CONASEV 103-99-EF/94.10) y el Reglamento de Propiedad Indirecta, Vinculación y Grupos Económicos (aprobado por Resolución CONASEV 90-2005-EF/94.10).

- diversificados (es decir, la posibilidad de colocar el dinero en varias apuestas en lugar de una sola) o coberturados, y otros que no.
- La estructura de capital de una empresa no es irrelevante en el valor de la misma ni en su costo de capital (es decir que el costo relacionado al fondeo con recursos externos y que está representado en la tasa de retorno exigida por los tomadores de deuda y de capital). Existe un equilibrio óptimo en la relación del apalancamiento con el capital. Este punto óptimo es aquel donde el valor del “escudo fiscal” relacionado al servicio de deuda es igualado por los costos de insolvencia y de agencia.
- La política de distribución de dividendos de una empresa no es irrelevante en el valor de la misma ni en su costo de capital. Siguiendo la teoría del *pecking order*, las utilidades retenidas deberían representar la primera fuente de financiamiento. No obstante, teniendo presente las repercusiones que podría traer la reinversión de utilidades en el valor de una empresa, la reinversión sólo estará justificada en la medida en que las oportunidades de inversión de la empresa sean más rentables que una inversión libre de riesgo susceptible de ser tomada directamente por el inversionista en caso se paguen dividendos.