

32
2ej.



**Universidad Nacional
Autónoma de México**



**FACULTAD DE ESTUDIOS
SUPERIORES CUAUTITLAN**

**“ Las fuentes de Financiamiento --
y su Costo de Capital ”**

**TESIS CON
FALLA DE ORIGEN**

TESIS

Que para obtener el título de :

Licenciada en Administración

PRESENTA :

MARIA DE LA LUZ SILVA BARRIENTOS

ASESOR: C.P. ALEJANDRO AMADOR ZAVALA



UNAM – Dirección General de Bibliotecas Tesis Digitales Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS © PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

Todo el material contenido en esta tesis está protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.

INDICE

INTRODUCCION	1
CAPITULO I. FUENTES INTERNAS DE FINANCIAMIENTO	5
CUENTAS POR COBRAR	5
a) Cesión	6
b) Factorización	7
INVENTARIO	11
DEPRECIACION Y AMORTIZACION	13
PASIVOS ACUMULADOS	17
UTILIDADES RETENIDAS	18
CAPITULO II. FUENTES EXTERNAS DE FINANCIAMIENTO	21
CREDITO COMERCIAL	21
CREDITO BANCARIO	23
<i>Crédito simple o en cuenta corriente</i>	24
<i>Descuento de documentos</i>	24
<i>Crédito directo</i>	25
<i>Crédito prendario</i>	26
<i>Crédito de habilitación o avío</i>	26
<i>Crédito Refaccionario</i>	27
<i>Crédito hipotecario</i>	28
<i>Líneas Globales</i>	30
OBLIGACIONES	31
<i>Concepto</i>	31
<i>Características</i>	32
<i>Colocación</i>	33
<i>Clases de obligaciones</i>	36
PAPEL COMERCIAL	38

FIDEICOMISOS O FONDOS DE DESARROLLO DEL BANCO DE MEXICO Y NACIONAL FINANCIERA	39
<i>Fondo Nacional de Fomento Industrial</i>	40
<i>Fondo de Garantía y Fomento a la industria mediana y pequeña</i>	41
<i>Fondo Nacional de Estudios y Proyectos</i>	42
<i>Fondo Nacional de Fomento al Turismo</i>	42
<i>Fideicomisos para el Desarrollo de conjuntos, parques, ciudades industriales y centros comerciales</i>	43
<i>Programa de Financiamiento Integral para la reconversión Industrial</i>	43
<i>Fondo de Equipamiento Industrial</i>	44
<i>Fondo para el Fomento de las Exportaciones de productos manufacturados</i>	45
<i>Fondo para el Desarrollo Comercial</i>	46
<i>Fideicomisos para la cobertura de Riesgos Cambiarios</i>	46
<i>Fideicomisos Constituidos en relación con la Agricultura</i>	47
<i>Fondo de Garantía y Fomento a la Producción, Distribución y Consumo de productos Básicos</i>	48
ARRENDAMIENTO FINANCIERO	48
<i>Modalidades del contrato de Arrendamiento</i>	50
<i>Modalidades del arrendamiento Financiero</i>	51
<i>Consideraciones Financieras</i>	53
<i>Consideraciones Fiscales</i>	53
<i>Ventajas y Desventajas</i>	54
INCREMENTOS DE CAPITAL	54
ACCIONES COMUNES	55
<i>Características</i>	56
<i>Derechos</i>	61
<i>Formas de acciones comunes</i>	63

<i>Ventajas y Desventajas</i>	63
ACCIONES PREFERENTES	64
<i>Características</i>	64
<i>Claúsulas que puede establecer</i>	66
<i>Ventajas y Desventajas</i>	67
CAPITULO III. COSTO DE CAPITAL	68
<i>DEFINICION</i>	68
COSTO DE CAPITAL DE LAS FUENTES	70
<i>Utilidades retenidas</i>	70
<i>Depreciación</i>	71
<i>Crédito comercial</i>	71
<i>Crédito bancario a corto plazo</i>	74
<i>Crédito bancario hipotecario</i>	77
<i>Obligaciones (pasivos a largo plazo)</i>	79
<i>Arrendamiento financiero</i>	82
<i>Acciones preferentes</i>	84
<i>Acciones comunes</i>	86
COSTO PONDERADO	89
CAPITULO IV.	
CASO PRACTICO	92
<i>Antecedentes</i>	92
<i>Generalidades de Arizpe S.A. de C.V.</i>	95
<i>Análisis financiero</i>	96
<i>Costo de capital de las fuentes de finan-</i>	
<i>ciamiento</i>	104
<i>Costo ponderado</i>	108

CONCLUSIONES

111

BIBLIOGRAFIA

119

I N T R O D U C C I O N

Toda empresa para la realización de sus operaciones y proyectos de desarrollo, requiere de recursos (dinero), las operaciones normales deben financiarse generalmente con sus propios recursos, generados por las mismas o por el crédito comercial, sin embargo, es posible que para sus proyectos de desarrollo deba recurrir a otras fuentes para financiarse.

El conocimiento de las distintas alternativas para la obtención de fondos es de suma importancia para la empresa, y el objeto de este estudio es precisamente dar a conocer las fuentes a las que puede tener acceso y lo que costaría a la misma, recurrir a estas. La selección deberá hacerla, considerando sus características, la fuente y su costo de capital; la empresa tratará siempre de conseguir dinero barato para sus operaciones, si logra esto, le ayudará a elevar el rendimiento sobre la inversión.

Proyecto se define como la búsqueda de una solución inteligente al planteamiento de un problema tendente a resolver una necesidad. Un proyecto puede tener múltiples fuentes de financiamiento, que evaluadas correctamente llevarán a la mezcla óptima de financiamiento.

El financiamiento de un proyecto es un factor clave y de acuerdo a él, el proyecto puede resultar más o menos rentable, o definitivamente no rentable, en relación con la estructura de las fuentes de fondos utilizadas. Existe un gran número de estas a las que puede recurrir la empresa, siendo para ella un problema escoger la más adecuada.

La estructura financiera de una empresa se refiere precisamente a la forma en que los activos de la empresa son financiados, y está representada por la totalidad del lado derecho del Estado de Situación Financiera. Incluye la deuda a corto y largo plazo, así como también el capital contable de los accionistas, esta última que es el financiamiento permanente se denomina estructura de capital, siendo una parte de la estructura financiera.

Antes de pasar a conocer cada una de las fuentes de financiamiento y la determinación de su costo de capital, debo establecer algunos términos básicos, a partir de los cuales parte el estudio.

Una empresa (extractiva, comercial, industrial o de servicio), es toda unidad productiva que se vale de recursos para el logro de sus objetivos, y está financiada cuando ha pedido capital en préstamo para cubrir cualquiera de sus necesidades económicas, para ello, suele recurrir a las diferentes fuentes de financiamiento existentes. Definiré FUENTE DE FINANCIAMIENTO, como el medio al que puede acudir una empresa para obtener los recursos financieros que necesita para operar o para realizar algún proyecto de desarrollo.

Las fuentes de financiamiento son clasificadas generalmente desde dos puntos de vista:

1. Por su origen:

- a) Internas
- b) Externas

2. Por su duración:

- a) A corto plazo
- b) Mediano plazo

c) Largo plazo

Para el estudio me he basado en la clasificación de las fuentes desde el punto de vista del origen que tienen, esto por considerarla la más adecuada, ya que al dividirse en internas y externas, es más fácil ubicar los recursos con los que cuenta la empresa dentro de ella misma y a los cuales será necesario recurrir; existen dentro de éstas, fuentes a corto, mediano y largo plazo.

Las FUENTES INTERNAS DE FINANCIAMIENTO se caracterizan por ser generadas o propiciadas por la empresa, denominándose habitualmente autofinanciamiento, por ser el conjunto de recursos obtenidos de financiación propia, se consideran fuentes de financiamiento internas a las siguientes:

- 1. Cuentas por Cobrar*
- 2. Inventario*
- 3. Depreciación y Amortización*
- 4. Pasivos Acumulados*
- 5. Utilidades Retenidas*

Las FUENTES EXTERNAS, como su nombre lo indica, son aquellas que provienen del exterior de la empresa, siendo estas las siguientes:

- 1. Crédito Comercial*
- 2. Crédito Bancario*
- 3. Obligaciones*
- 4. Fideicomisos*
- 5. Arrendamiento Financiero*
- 6. Incrementos de Capital*

En lo referente a las fuentes externas, el capital puede provenir de diferentes personas, físicas, morales, inversionistas o instituciones de crédito, y porque no, de una mezcla de todos.

CAPITULO I

FUENTES INTERNAS DE FINANCIAMIENTO

En el presente capítulo se estudiarán las fuentes de financiamiento internas, caracterizadas por el hecho de ser generadas o propiciadas por la misma empresa, denominadas habitualmente autofinanciación, siendo estas las siguientes:

- Cuentas por Cobrar
- Inventario
- Depreciación y Amortización
- Pasivos Acumulados
- Utilidades Retenidas

CUENTAS POR COBRAR

Las cuentas por cobrar son créditos otorgados a los clientes al concederles un tiempo para que paguen las mercancías compradas después de recibirlas. En muchas empresas son consideradas como instrumentos de mercadotecnia para promover las ventas y utilidades, sin embargo, los ejecutivos en finanzas deberán financiar la inversión de la empresa en cuentas por cobrar.

Las cuentas por cobrar representan uno de los activos más líquidos de la empresa, convirtiéndose también en una atractiva garantía de préstamo. La mayoría de los financiamientos de las cuentas por cobrar los respaldan bancos o compañías financieras mediante cesión u otorgamiento en garantía.

Las empresas utilizan dos técnicas para financiarse mediante cuentas por cobrar: a) la cesión y, b) la factorización (venta).

a) La CESION origina un préstamo a corto plazo con garantía, caracterizándose porque el prestamista no solo tiene un gravamen de cuentas por cobrar, sino que también tiene recurso hacia el prestatario, esto quiere decir, que si la persona o empresa que adquirió las mercancías no paga, el prestatario debe asumir la pérdida, permaneciendo en él, el riesgo de incumplimiento, la institución presta los fondos sobre la base de cuentas por cobrar como garantía colateral.

La cesión se inicia a través de un contrato legalmente obligatorio, que se celebra entre el vendedor de la mercancía (prestatario), y la institución que otorga el financiamiento (prestamista). Establecida la relación funcional, el prestatario lleva sus facturas a la institución financiera, la cual al evaluar la solicitud de crédito, analizará la calidad de las cuentas, para determinar la cantidad que está dispuesta a prestar con garantía en dichas cuentas, las que no satisfagan la política de crédito son rechazadas.

La cesión de las cuentas por cobrar puede realizarse de manera global o no, cuando se hace de manera global, el porcentaje de adelanto es bajo, esto debido a la posibilidad de fraude. Este método se utiliza normalmente cuando una empresa tiene varias cuentas con un valor promedio pequeño, no justificándose la evaluación de cada una.

La cesión se hace normalmente sobre una base selectiva, el prestamista analiza los antecedentes de los pagos de las cuentas para determinar cuales son una garantía.

Los principales pasos para la cesión de cuentas por cobrar de una manera selectiva son:

1. Selección de cuentas aceptables.
2. Ajustes de cuentas aceptables. Se hace un ajuste al valor por devoluciones y descuentos previstos, por el prestamista, el cual reduce el valor de la garantía en un porcentaje.
3. Determinación del préstamo. Se hace tomando como base la evaluación de la calidad de las cuentas y su costo previsto de liquidación.
4. Notificación y cobro.

Respecto al último punto, la cesión puede acordarse mediante notificación o sin ella. Cuando hay notificación, se informará al comprador que el pago lo hará directamente al prestamista; en el otro caso, el prestatario realizará los cobros y a medida que los haga, remitirá el importe respectivo al prestamista; en ambos casos el solicitante firma un pagaré y un contrato de garantía.

Como protección el prestamista otorga préstamos solo menores al 100% del valor de las cuentas cedidas en garantía.

El financiamiento a través de los préstamos con garantía de cuentas por cobrar cedidas, es más o menos continuo, ya que la empresa genera constantemente cuentas, las mismas que pueden ser cedidas, es una financiación autogenerada.

b) La otra forma de financiarse a través de cuentas por cobrar, es mediante el FACTORING, el cual implica la venta directa de las cuentas a un factor o institución financiera, obteniéndose a cambio un porcentaje en efectivo, que oscila entre un 60 y un 95% de su valor (de acuerdo a su calidad y al factor); aunque no

implica realmente un préstamo a corto plazo, el factoring es similar al préstamo con garantía colateral.

El factor es una institución financiera que compra cuentas por cobrar a las empresas, aceptando generalmente todos los riesgos de crédito. Custodia los créditos y realiza físicamente la cobranza, el cargo financiero de la operación puede ser cobrado al inicio, o bien, cuando se haya realizado la cobranza de las cuentas por cobrar.

Un arreglo de factoring se lleva a cabo, celebrando un contrato entre la empresa y el factor, en el que se especifican las obligaciones legales y convenios de procedimientos sobre la selección, notificación, falta de recurso, reservas del factor, fechas de pago, excedentes y costos de factorización.

Cuando la empresa recibe un pedido, formula un documento de aprobación de crédito que envía al factor, el cual verifica el crédito e informa a la empresa sobre la confiabilidad del mismo. Como puede verse, el factor toma a su cargo las gestiones previas al cobro de la cartera, la obligación de efectuar la cobranza, así como también la verificación del crédito (investiga la solvencia y moralidad del comprador), el otorgamiento de fondos y la captación del riesgo.

El factor tiene un departamento de crédito que reúne referencias sobre los clientes, para determinar el nivel de riesgo de las cuentas y su aceptación o rechazo. El convenio firmado puede ser, con derecho de rechazo o sin derecho; cuando se firma con derecho, toda cuenta que no este dispuesto a comprar el factor implica un pedido rechazado, a menos que la empresa asuma el riesgo por su propia cuenta; en caso contrario, sin derecho, el factor asume los riesgos.

Para protegerse, el factor separa un porcentaje del total de las cuentas después de la selección, para cubrir cualquier devolución o descuento sobre mercancías vendidas, abriendo así, una reserva para eventualidades.

La factorización se realiza normalmente con notificación, lo cual es razonable, ya que al adquirir el factor las cuentas, tiene derecho de recibir directamente los pagos, sin embargo, puede no notificarse a los clientes que sus cuentas han sido factorizadas y pedirseles simplemente que giren los cheques a favor del factor, o que los envíe a una nueva dirección, esto lo determina el grado de reserva que la empresa desee.

Algunas ventajas del factoring como medio de financiamiento son:

1. La capacidad que da a la empresa para convertir en efectivo sus cuentas por cobrar, sin preocuparse de su cobro.
2. Asegura un patron conocido de flujos de caja.
3. La empresa puede librarse de toda tarea de calificación de clientes, reduciendo costos de administración y de control y contabilización.
4. Puede contratarse una factorización con base en continuidad.

El factoring también tiene desventajas, y dos de ellas son:

1. El costo es más elevado que los préstamos sin garantía.
2. Puede debilitar la dignidad de crédito de la empresa ante bancos y otros acreedores, porque se utiliza un activo altamente líquido.

En México ha comenzado a tener mayor difusión en los últimos

años, a pesar que desde 1960 se realizan esta clase de actividades ; existen actualmente varias empresas que se dedican al factoraje financiero, naciendo en 1988 la Asociación Mexicana de Empresas de Factoraje (AHEFAC), que tiene como fin , el promover su producto y ayudar a sus integrantes a estudiar el mercado del mismo.

La AHEFAC esta constituida actualmente por alrededor de 60 empresas, existiendo solicitudes de otras tantas. Dentro de la ley referente a las organizaciones auxiliares de crédito, se ha establecido un capítulo especial para el factoraje financiero.

Desde el punto de vista de la AHEFAC , el factoraje financiero es un mecanismo que proporciona a la empresa dos tipos de servicio: uno que son los servicios financieros , y el otro que son los servicios administrativos. Las empresas de la AHEFAC operan los mismo con títulos de crédito, contrarecibos, talones de embarque y diferentes documentos de crédito.

Para pertenecer a la asociación debe cumplirse con los requisitos establecidos en su reglamento interno y obtener la aceptación de la misma; el respaldo de la asociación garantiza la alta calidad del servicio de factoraje y su seriedad; algunos miembros de la AHEFAC son:

ARKA FACTORING
BASE DE MEXICO
BURSAFAC
CITYBANK CORPORACION MUNDIAL DE SERVICIO
FACTORING COMERHEX
FACTORING CREDIHIX
FACTOR DE CAPITALES
FACTOR DEL NORTE

FACTOR FINAMEX
FACTOR INVEST
FACTORING INLAT
IPSO FACTORAJE ESPECIALIZADO
IMPULSORA MEXICANA DE FACTORAJE
LEASCO
LIQUIDEZ EMPRESARIAL AUTORIZADA
PROFACHEX
TECNICA PROFESIONAL DE INVERSIONES
PROFACTORING MEXICAN

INVENTARIO

El inventario de una empresa al igual que las cuentas por cobrar, representan una inversión significativa, en el sentido de que obliga a la empresa a darle uso racional a su dinero.

Los principales tipos de inventario que pueden existir en una empresa son:

1. Inventario de materia prima
2. Inventario de producción en proceso
3. Inventario de producto terminado

El nivel de inventario depende de diferentes circunstancias, el primero se ve afectado por la producción anticipada, la estacionalidad del producto, las fuentes de abastecimiento, la eficiencia del programa de compras y de las operaciones de producción.

El inventario de producción en proceso se ve afectado por el tiempo de producción, esto desde la colocación de la materia

prima en la planta, hasta el producto terminado.

El inventario de producto terminado se realaciona con la coordinación de la producción y ventas.

Las principales determinantes del nivel de inventarios son en resumen:

1. Nivel de ventas.
2. Período y naturaleza del proceso de producción.
3. Durabilidad contra calidad perecedera del producto

final.

El inventario puede utilizarse como fuente de fondos, esto se hace, gravando los inventarios como garantía colateral. El grado en que pueda ser aprovechado el financiamiento con garantía en inventarios, dependerá en buena parte del tipo de bienes de que se trate. Los inventarios de materia prima y de producto terminado son los que generalmente se consideran aceptables.

Para el financiamiento, se exige que los bienes sean duraderos, identificables y susceptibles de ser vendidos al precio que prevalezca en el mercado, y que este sea estable, así como el grado en que los productos pueden descomponerse. Los rasgos que hacen inaceptable el inventario como garantía son: nivel de deterioro, la baja del valor o condiciones especiales de almacenaje.

El inventario es conveniente como garantía, ya que posee un valor de mercado mayor al que aparece en libros (por lo general), el cual se utiliza a su vez para establecer el valor como garantía; un fuerte volumen de créditos se encuentran garantizados mediante los inventarios de la empresa. El principio en que se funda el uso

del inventario como garantía es que concede al acreedor el derecho de tomar posesión de la misma en caso de que la empresa deje de cumplir.

Una forma de financiamiento muy importante es a través de almacenes de depósito, en esta, el almacén representa una tercera parte independiente, la cual participa en el negocio de almacenar bienes, actuando como agente de control (supervisor), para una institución prestamista.

DEPRECIACION Y AMORTIZACION

Un activo fijo no se consume de manera inmediata, como es el caso de las materias primas en el producto, pero ambos tienen una erogación que debe asignarse al costo del artículo; al designarse el precio de venta de una mercancía se tienen presentes costos inmediatos y costo desembolsados hace cierto tiempo, este último grupo está representado por los activos fijos, y de ellos, una proporción del costo original se carga cada año a los artículos vendidos, es a esta aplicación a lo que se denomina como DEPRECIACION.

Un cargo o costo de depreciación, es un gasto que no constituye un desembolso real, sino que se suma a este, para obtener los costos de la empresa, reduciendo el valor en libros del activo fijo.

El concepto tradicional de depreciación, nos dice que es la pérdida del valor de un bien por el transcurso del tiempo, por el uso o por la obsolescencia, y cuyo fundamento es presentar el valor del activo más apropiado a la realidad.

Desde un punto de vista financiero, la depreciación es la recuperación de una inversión, siendo un origen de fondos en el sentido de que la recuperación que se haga de estas inversiones, a través de cada uno de los artículos vendidos, es utilizada dentro de la empresa sin necesidad de pagar intereses por su uso. Es una fuente interna pero es escasa y limitada dependiendo de la magnitud de los activos fijos⁽¹⁾ de la empresa, sin embargo, se corre menor riesgo de insolvencia. Los métodos para calcular la depreciación son:

1. Método de línea recta
2. Método de depreciación acelerada
3. Método de depreciación en función de unidades de extracción u horas uso
4. Dedución inmediata (fiscalmente)

Método de Línea recta

Es el método aceptado fiscalmente y consiste en depreciar una cantidad igual durante los períodos de vida útil del activo. El porcentaje anual de depreciación lo asigna la ley del ISR.

Este método tiene la ventaja de facilitar su aplicación en los planes y presupuestos de la empresa, por que la depreciación es la misma durante todos los períodos.

(1) Todos los activos fijos se deprecian excepto los terrenos

Depreciación Acelerada

Consiste en aplicar una depreciación mayor a la normal durante los primeros años de vida útil de los activos, provocando cargos a costos o gastos por cantidades mayores que la depreciación normal, implicando una rápida recuperación financiera de la inversión los primeros años y menor en los últimos.

Los años de depreciación no cambian con este método, únicamente inciden en una depreciación mayor en los primeros años. Los métodos de depreciación acelerada tienden a propiciar un equilibrio económico en los costos, por ser mayor en los primeros años, cuando los gastos son menores y, al contrario en los últimos.

Los métodos de depreciación acelerada no están autorizados fiscalmente y son difíciles de incluir en los planes y presupuestos, ya que las cantidades varían cada año.

Para que este método sea autorizado fiscalmente y cualquier otro diferente al de línea recta, se requiere autorización de la SHCP, la cual la otorga a una empresa, cuando ésta soporta la solicitud con datos técnicos convincentes. Dos son los métodos de depreciación acelerada:

1. Método de doble cuota sobre valor en libros. Consiste en aplicar una tasa de depreciación doble a la normal.

2. Método de suma de dígitos. Se suman los años de vida del activo, aplicando en cada ejercicio un dígito de depreciación, usando en los primeros años los mayores.

Método en función de unidades de extracción u horas uso

Este método se aplica en función de las unidades extraídas u horas uso, que estima el fabricante se obtendrán con una máquina o equipo, estableciendo esto como la vida útil de los activos.

Método de Deducción Inmediata

La S.H.C.P. en su afán de hacer menos gravosa la carga fiscal, otorga porcentajes altos de depreciación para bienes adquiridos, en el primer y único año. Los bienes deben ser nuevos, considerándose como tales, los que se utilizan por primera vez en México. Si esto no se planea bien por parte de la empresa, puede repercutir en costos bajos.

Se deducirá la cantidad que resulte de aplicar al monto original de la inversión, los porcentajes establecidos por la ley del ISR, la parte excedente no será deducible en ningún caso. Esta opción no se aplica a equipo de oficina, automóviles, autobuses, camiones de carga, tractocamiones, remolques o aviones.

La opción sólo podrá ejercerse en áreas distintas a las metropolitanas y de influencia del D.F., Guadalajara y Monterrey; siendo determinadas por la S.H.C.P.

AMORTIZACION

La amortización se aplica a los cargos o activos diferidos de la empresa, los cuales deben amortizarse de acuerdo con la vida conocida del activo, o en el tiempo que se estime tendrá, siendo esta generalmente de 20 años.

Es la extinción gradual del valor del cargo diferido, por el

transcurso del tiempo, y es la destinación del costo o gasto a resultados.

Al igual que la depreciación, la amortización se calcula por el método de línea recta, autorizado fiscalmente. Es una fuente de recursos, la cual funciona de manera similar a la depreciación.

PASIVOS ACUMULADOS

Los pasivos acumulados o acumulaciones son obligaciones o adeudos por servicios recibidos que aún no han sido pagados y que se trata de diferir su pago lo más posible. La empresa reconoce que adeuda esas cantidades, solo pospone su pago y utiliza de forma temporal el efectivo en otra cosa, el cual deberá tener cuando ya no sea posible diferirse ese pago por más tiempo. Las partidas más comunes son: sueldos y salarios, y los impuestos.

Aunque no hay un costo implícito o explícito relacionado con las acumulaciones, una empresa puede ahorrar dinero al acumular tanto en salarios como le sea posible; los empleados proporcionan servicios por los que no reciben pago (normalmente), sino hasta un determinado momento.

El empleo de pasivos acumulados como fuente de recursos está acorde con la política de pagar las cuentas lo más tarde posible (política bastante generalizada), siempre que no se ponga en peligro la posición crediticia de la empresa. En el caso de salarios acumulados, no debe permitirse que decaiga el ánimo del empleado por un retraso excesivo en el pago del mismo. Los impuestos también pueden manipularse sólo hasta cierto tiempo, ya que son pagados al gobierno, y debe evitarse que su utilización pueda provocar un sobrecargo por atraso en el pago del mismo.

El pago de alquiler o gastos de arrendamiento que algunas empresas realizan, también pueden considerarse como acumulados, si son pagados al final de un período.

UTILIDADES RETENIDAS

Toda empresa que logra obtener una utilidad neta (esto es, una vez satisfecho las obligaciones con acreedores y accionistas preferentes), debe decidir si dicha utilidad se retiene, se reparte o ambas cosas. Esta es una decisión difícil que afecta el objetivo de la empresa, maximizar la riqueza del dueño.

Las utilidades retenidas son las utilidades que no se capitalizan o no se distribuyen a los accionistas y que son conservadas en la empresa, formando parte del capital de la misma; estas forman dos grupos:

1. Utilidades retenidas aplicadas a reserva de una manera específica. Estas reservas son constituidas de acuerdo a disposiciones de la ley, a la escritura constitutiva de la empresa o por acuerdos en la asamblea de accionistas.

En México la ley de Sociedades Mercantiles nos dice que toda sociedad anónima deberá separar un 5% de su utilidad neta para formar un fondo de reserva, que deberá representar la quinta parte o el 20% del capital social; tal separación incrementa el capital no distributable de la empresa.

2. Utilidades retenidas pendientes de aplicar, estos son los recursos que puede utilizar la empresa, reinvirtiéndolas, y se consideran como una fuente de financiamiento, debido a que la distribución del dividendo a los

accionistas comunes, disminuye el activo de caja, y para aumentar el nivel de activos al que prevalecería de no haberse pagado dividendos, la empresa deberá recurrir a la deuda o al financiamiento de capital contable adicional, al retener utilidades puede sino eliminarse tal necesidad, si reducir el tener que recurrir a ciertas fuentes de financiamiento.

Las utilidades retenidas son una fuente de fondos de origen natural interna, generadas por la operaciones internas de la empresa, y son además fondos obtenidos de los accionistas comunes (no se paga dividendos=utilidades retenidas), suministran capital igual que lo hacen los préstamos a largo plazo, como las obligaciones, y al igual que estas, los fondos de utilidades retenidas no son libres, tienen un costo, representan una inversión adicional de los accionistas, debiendo tener su correspondiente retribución.

El dividendo decretado tiene relación directa con el patrimonio de los accionistas comunes, que incluye las utilidades retenidas; una política sana de reinversión y decreto de dividendos evita la descapitalización de la empresa.

Es recomendable la retención de utilidades para la continuidad de la empresa, pudiendo ayudar a su expansión; así como para garantizar a los accionistas un dividendo, aún cuando llegue la empresa a tener un mal año, similar a los demás; toda reinversión se ve limitada por el monto de utilidades retenidas.

Obtener capital a través de la retención de utilidades plantea las siguientes ventajas:

1. Evita la pérdida de control por parte de los accionistas comunes, al evitar la reducción de su proporción en

el capital original.

2. No existen costos de emisión y, temporalmente evita a los accionistas el pago del ISR , que debe pagar al recibir dividendos.

Apesar de estas ventajas existen, sin embargo, desventajas tales como:

1. Los montos de recursos necesarios son altos normalmente, resultando casi imposible, el financiamiento con utilidades retenidas.

2. El no pagar dividendos a los accionistas puede provocar reacciones, si estos, se inclinan a obtener una corriente de efectivo, más que a lograr ganancias de capital.

C A P I T U L O I I

FUENTES EXTERNAS DE FINANCIAMIENTO

En el capítulo anterior se vieron las fuentes internas de financiamiento, en el presente, atenderemos las fuentes externas provenientes de personas ajenas a la empresa, gracias a las cuales, ésta puede obtener recursos para financiarse. Estas fuentes se caracterizan por ser recursos frescos provenientes del medio y que fluyen a través de intermediarios como directamente; generan diferentes tipos de crédito con tasas de interés distintas.

Las fuentes externas de financiamiento son:

- Crédito Comercial
- Crédito Bancario
- Obligaciones
- Fideicomisos o fondos de desarrollo del Banco de México y Nacional Financiera
- Arrendamiento Financiero
- Incrementos de Capital

CREDITO COMERCIAL

Por crédito suele entenderse la capacidad de obtener inmediatamente, o en un plazo convenido, un servicio o producto, bajo compromiso de pago posterior.

El crédito comercial es el crédito de proveedores generado

mediante la compra o adquisición de bienes o servicios que la empresa utiliza para realizar sus operaciones .

El crédito de proveedores es una fuente de financiamiento a corto plazo, sujeto a la política de pago de la empresa (en cierta medida), y habitual en la mayoría de las empresas, siendo la fuente más común y frecuente.

La magnitud del crédito crece o disminuye por lo general en la medida en que crece o disminuye la oferta, debida a excesos de producción o del mercado, así como de las buenas relaciones crediticias entre proveedores y clientes.

Hay tres tipos de crédito de proveedores y son :

1. En cuenta corriente. Es el más generalizado, en el cual el vendedor remite las mercancías a la empresa junto con la factura, esta no firma ningún instrumento formal de deuda, el vendedor otorga el crédito en base a la investigación realizada sobre capacidad financiera y demás condiciones de la empresa.

2. En documentos. En este caso la empresa firma uno o más pagarés, que evidencian el monto de la deuda, indican la fecha de vencimiento al proveedor.

3. En aceptaciones. Es otra forma en la cual la empresa reconoce formalmente su deuda. El proveedor libra una letra contra la empresa, la que designa un banco al que remitirá la letra para ser pagada a su vencimiento.

El crédito de proveedores es una fuente de recursos ya que la empresa pagará las mercancías después de un tiempo de recibirlas.

CREDITOS BANCARIOS

La banca es una importante fuente de recursos a la cual puede recurrir una empresa, siendo una fuente principalmente a corto y mediano plazo; representa para la pequeña y mediana empresa su fuente más importante, no así para las grandes empresas que pueden recurrir a la emisión de obligaciones o a la colocación de acciones en la bolsa.

La banca comercial constituye el centro de la actividad financiera, captando recursos del público y, constituye sobre esto su capacidad de financiamiento, que utiliza principalmente en operaciones activas de crédito.

Para el otorgamiento de financiamientos se estimará la viabilidad de los proyectos de inversión, desde el punto de vista económico, considerando plazos de recuperación, estructura financiera, garantías necesarias, así como la calidad administrativa y moral de los administradores.

Los montos, plazos y modo de amortización deberán ser acordes con la naturaleza de los proyectos de inversión y con la situación actual y futura de la empresa.

El sistema bancario ofrece los siguientes créditos para que la empresa se financie:

- Crédito simple o En cuenta corriente
- Descuento en documentos
- Crédito directo
- Créditos prendarios
- Crédito de habilitación o avío
- Crédito refaccionario

- Crédito hipotecario
- Líneas globales

Crédito Simple o En Cuenta Corriente

Es un crédito revolvente por medio del cual la institución financiera (de crédito), se obliga a pagar, por cuenta del acreditado, los bienes o servicios que este adquiera.

Se documenta con pagarés, los cuales tienen un plazo no mayor de 180 días, amortizándose al liquidarlos, lo cual puede hacerse en uno o varios pagos.

Estas operaciones tienen como objeto ayudar al financiamiento de la pequeña y mediana empresa, que por su estructura carece de un sistema de planeación que permita determinar con certeza el momento en que se presentarán sus necesidades de crédito. Su propósito principal es dar liquidez inmediata al acreditado.

Descuento de Documentos

Se refiere a una operación financiera donde el acreditado solicita la apertura de una línea de crédito para que, con cargo en ella, descuenta documentos provenientes de sus clientes.

Son operaciones que se realizan a corto plazo principalmente, con un vencimiento por lo general de 90 o hasta 180 días. Es un crédito revolvente. la tasa de interés se basa en el costo porcentual promedio (C.P.P.), más un sobretasa fijada por el banco acreditante, cobrandose los intereses de manera anticipada.

Se transfiere en propiedad títulos de crédito a una institución, la cual paga por anticipado el valor nominal de los títulos, menos el importe de los intereses correspondientes entre la fecha de descuento y la fecha de vencimiento, más una comisión por la operación.

Estos documentos provienen principalmente de operaciones de compra-venta de mercancía, denominándose tal operación, descuento mercantil; existiendo también descuentos no mercantiles realizados por particulares.

Préstamos Directos

Este es un crédito otorgado en base a la solvencia y moralidad del solicitante. Puede disponerse de él de manera revolvente, pero debe liquidarse a su vencimiento.

Es muy utilizado, representando un tipo comercial de crédito donde se suscribe un pagaré. El banco acreditante otorga una determinada cantidad de dinero al acreditado, el cual se obliga a devolverla en la fecha pactada, pagando la cantidad recibida y los intereses, aunque normalmente estos últimos se pagan por anticipado, recibiendo el cliente el monto líquido esto es, el monto autorizado menos los intereses.

Los intereses se basan en el C.P.P. más una sobretasa fijada por el banco acreditante. Ahora bien, éste crédito puede requerir de un aval; es un crédito generalmente a 90 días pudiendo llegar a tener un plazo de hasta un año. Cuando tienen garantía se les llama préstamo colateral, siendo las garantías documentos o contrarecibos de clientes; se amortiza al vencimiento.

Crédito Prendario

Se otorgan generalmente con garantía en certificados de depósito o bonos de prenda. Los almacenes generales de depósito expiden certificados sobre inventarios que tienen en custodia, cuando estos son emitidos como no negociables, se denominan bonos de prenda.

Los créditos pueden tener un vencimiento de hasta 10 años, sin embargo, el plazo varía de acuerdo al destino que tenga.

Normalmente tal financiamiento puede canalizarse para dos objetivos: a) financiar la adquisición de activo fijo, b) financiar la compra de materia prima o las compras de almacén, requiriendo la participación de una almacenadora para pignorar las existencias.

Crédito de Habilitación o Avío

Este crédito tiene un fin específico, y se refiere al financiamiento de cualquiera de los tres elementos del costo: materia prima, mano de obra y, los gastos indirectos; siendo también adecuado para financiar gastos de producción, y en general, todo lo que habilite al solicitante para obtener el producto final para su venta en el giro de actividad, la cual deberá ser industrial, agrícola o ganadera.

Este crédito se otorga a corto y mediano plazo, con garantía, siendo el tiempo máximo autorizado de 5 años, aunque generalmente es de 2 a 3 años.

El máximo del crédito no excederá el 75% de las compras o costos

adquiridos, pudiendo llegar a otorgarse el 100%, si se dan garantías adicionales, para que el crédito represente el 66% del valor total de las garantías.

La tasa de interés se basa en el C.P.P., más un sobretasa fijada por el banco, además de pagarse un 1% por la apertura de crédito sobre el importe total del financiamiento a la firma del contrato.

Los intereses son cobrados sobre saldos insolutos vencidos; el crédito puede amortizarse de manera mensual, trimestral o semestral, dependiendo esto, de las necesidades específicas del cliente.

La garantía esta constituida por los bienes, así como los frutos, productos o usufructos que se obtengan con el crédito.

El crédito es establecido en contratos privados, ratificados ante corredor público e inscrito en el registro público de la propiedad el gravamen sobre las garantías.

Crédito Refaccionario

Este crédito es el complemento del crédito anterior destinado para financiar el capital de trabajo, el crédito refaccionario tiene como fin específico la adquisición o compra de activo fijo (terreno, edificio, equipo de transporte, maquinaria, etc.), y en general cualquier tipo de inversión que permita al acreditado, crear la estructura necesaria para realizar su actividad industrial, agrícola o ganadera. También puede utilizarse para pagar pasivos o adeudos fiscales.

Son créditos con garantía otorgados a mediano y largo plazo.

teniendo un plazo legal para la industria de 15 años, de 5 para la agricultura y la ganadería; otorgándose por lo general a 10 y 3 años respectivamente, no superando jamás la vida útil del activo financiado.

El importe, lo mismo que el de habilitación no excederá del 75% de la inversión, pudiendo financiarse el 100% si se otorgan garantías adicionales, de modo que las garantías representen un 66% del crédito, las cuales deben estar libres de gravamen.

Las tasas de interés, la comisión por apertura y la amortización del mismo, son similares a las del crédito de habilitación. La operación se documenta con pagarés, siendo el pago de intereses de una manera mensual, trimestral, semestral o anual, dependiendo de las necesidades del acreditado.

Los créditos se celebran por contrato en escritura pública, inscribiéndose los gravámenes en el registro público de la propiedad. Los créditos de habilitación son preferentes a los refaccionarios, y ambos a los hipotecarios inscritos con posterioridad.

El acreedor tendrá derecho de preferencia para el pago de su crédito con el producto de los bienes gravados, sobre todos los demás acreedores del deudor, a excepción de los llamados de dominio inscritos con anterioridad.

Crédito Hipotecario

Son financiamientos a largo plazo, muy flexibles para la adquisición, construcción o mejoras de inmuebles destinados al objeto social de la empresa, para pago o consolidación de pasivos

originados por las operaciones normales, excluyendo pasivos por financiamiento de otras instituciones bancarias; puede destinarse también para apoyar el capital de trabajo.

La garantía se constituye por los activos tangibles, requiriéndose en algunas ocasiones de garantías adicionales, además el acreditado debe demostrar su capacidad de pago.

El valor del crédito no excederá del 50% del valor de las garantías, el que deberá comprobarse mediante avalúo.

La tasa de interés se basa en el C.P.P. , más una sobretasa fijada por el banco acreditante, pudiendo cobrarse el 1% sobre el importe del financiamiento por apertura de crédito; los intereses se cobran sobre saldos insolutos vencidos, mensualmente si se trata de industrias y semestral a empresas agrícolas y ganaderas.

Los plazos del crédito destinados a la industria son máximo de 15 años, pudiendo tener hasta dos de gracia; para las empresas agrícolas y ganaderas es de 5 años , con uno de gracia. Es amortizable mensual, trimestral o anual de acuerdo a las necesidades de la empresa, siendo por lo general de manera mensual.

Una modalidad de este crédito es el crédito hipotecario industrial, que es también un financiamiento a mediano y largo plazo para empresas industriales; se otorga con garantía hipotecaria en primer lugar de la unidad industrial, incluyendo todos los activos; su destino debe ser diferente al de los créditos de habilitación o avío y refaccionario; se utiliza para consolidar pasivos por lo general y cuando no existe un préstamo específico al cual acudir.

Para amortizar el capital, pueden realizarse pagos de una manera mensual, trimestral o semestral, pudiendo existir períodos de gracia con pago de intereses.

La tasa de interés tiene como base el C.P.P., más una sobretasa fijada por el banco, cobrandose comisión por apertura de crédito. El contrato debe ser autorizado por el Banco de México y ratificarse ante corredor público o notario.

Líneas Globales

Nacional Financiera como agente del gobierno federal y como banca de fomento, tiene establecidas líneas de crédito con organismos y agencias gubernamentales de los principales países del mundo, para financiar importaciones.

Las líneas globales permiten que el proveedor del extranjero reciba su pago de contado, pudiendo negociarse mejores condiciones de precio, calidad y tiempo de entrega.

Para ser sujetos de crédito se requiere dedicarse a la actividad industrial, que el préstamo tenga como fin la adquisición de bienes nuevos y, que estos sean utilizados en el proceso industrial, además debe tener derecho a divisas del mercado controlado.

El monto del crédito puede ser de hasta el 100% en insumos y refacciones, y del 85% en el caso de maquinaria y equipo. Los plazos varían de 180 días a 2 años en el primer caso y de 2 a 10 años en el segundo, dependiendo del tipo de producción y del monto. Las tasas son por lo general fijas, menores a las de los mercados internacionales.

OBLIGACIONES

Cuando una empresa pública o privada requiere aumentar sus recursos, cuenta con dos alternativas: incrementar su capital social emitiendo nuevas acciones o contratando créditos; la emisión de obligaciones para obtener financiamiento forma parte de la segunda alternativa.

La emisión de obligaciones es una operación que origina recepción de recursos, es una fuente que puede utilizarse para incrementar el capital de trabajo adicional y/o financiar inversiones permanentes adicionales, requeridas para expansión o desarrollo de una empresa. Además, para las grandes empresas que requieren una cantidad considerable de recursos, la emisión de obligaciones resulta viable, ya que es difícil que una sola fuente satisfaga sus demandas de crédito, obteniendo financiamientos a plazos más largos que los que comúnmente se conceden en el sistema bancario nacional.

En épocas de inflación los bancos captan la mayoría de sus inversiones a corto plazo, por lo que procuran colocar sus recursos a plazos que no sean muy largos.

Concepto

Desde el punto de vista bursátil el término obligación tiene una doble connotación, significa derecho de crédito de un obligacionista y se utiliza también para denominar al título en que se consigna ese derecho.

Se define también como el título de crédito a través del cual, se establece el derecho de un obligacionista (prestamista o

invercionista), para obtener de una empresa pagos periódicos por concepto de intereses, así como el valor nominal de la obligación a su vencimiento, en virtud de que previamente se participo colectivamente en el otorgamiento de un préstamo a la empresa emisora.

La obligación es un título de crédito nominativo que emite una sociedad anónima a través del cual, se compromete a pagar intereses por el uso de capital durante un período de tiempo determinado, al vencimiento regresará el capital a los tenedores de las obligaciones.

Características

Este recurso a que la empresa tiene acceso, es pagadero en pesos, y algunas de sus características son:

1. Es una deuda a cargo de una empresa, que recibió dinero previamente en calidad de préstamo.
2. El obligacionista es un prestamista que invierte sus recursos en la compra de obligaciones.
3. La emisión es un operación de crédito pública y requiere que la empresa emisora, este inscrita en la bolsa Mexicana de valores u obtenga autorización de la misma.
4. Las obligaciones deberán ser nominativas y emitirse en denominaciones de cien o múltiplos, a excepción determinada por la ley, que establece que al tratarse de obligaciones a colocar en el extranjero, pueden emitirse al portador.
5. Los títulos llevarán adheridos cupones.
6. Las obligaciones deberán contener:
 - Nombre, nacionalidad y domicilio del obligacionista

- Denominación, objeto y domicilio de la sociedad
- Importe del capital de la sociedad, activo y pasivo
- Importe de la emisión, número y valor de las obligaciones
- Interés pactado, fecha de pago de capital e intereses, plazos, condiciones y forma de amortización
- Lugar y fecha de emisión, lugar de pago
- Especificación de garantías
- Firma autógrafa o impresa en facsimil de los administradores y del representante de los obligacionistas

Colocación

La colocación de las obligaciones se realiza entre el público inversionista que invierte sus recursos adquiriendo una o varias obligaciones, atraídos por una tasa de rendimiento mayor. Esta colocación se realiza a través de casas de bolsa (colocación pública), que funge como intermediario entre la empresa y el público inversionista. Los costos de colocación comprenden: comisión de la casa de bolsa, impresión de folletos, publicidad; sin embargo, no se incurre en gastos por apertura o renovación de crédito, ni debe mantenerse una reciprocidad, aspectos usuales en la banca.

La tasa de rendimiento deberá ser más alta que la de los instrumentos bancarios para hacer atractiva la inversión; desde hace algunos años la tasa de rendimiento es revisable en forma mensual, determinándose en base a las tasas de interés pasivas. La tasa se fija por lo general en base al rendimiento más alto que paguen los depósitos bancarios a largo plazo o la tasa ofrecida por los CETES, adicionándose a esta, una sobretasa que

oscila entre 3 y 7 puntos; debiendo realizarse el pago lo más frecuente que sea posible.

Podría suponerse que la emisión de obligaciones es el medio más recomendable para la obtención de crédito y el mejor instrumento de inversión, sin embargo, esto no es del todo cierto, ya que existen limitaciones y desventajas de acuerdo a lo que se desee (empresa o inversionista), y necesite, así como lo que puede pedir o invertir. Además cabe señalar que no todas las empresas tienen acceso a la emisión, solo las inscritas o autorizadas por la bolsa Mexicana de Valores; para obtener autorización es necesario presentar información de tipo general, jurídica y financiera ante la cámara nacional de valores.

Información General

- Prospectus de la emisora
- Integrantes del consejo de administración
- Organigramas
- Sindicatos de la empresa
- Descripción del o los productos
- Participación en el mercado nacional y/o extranjero
- Detalle y monto del plan de inversión del producto de la emisión, y los motivos de la misma.

Información Jurídica

- Acta constitutiva y sus últimas reformas
- Acta de la asamblea de accionistas donde se proponga y autorice la emisión; acta del consejo de administración donde se aprobó la emisión. ⁽¹⁾

(1) Todos los documentos deberán estar notariados.

Información Financiera

- Estados Financieros⁽²⁾ dictaminados por contador público independiente, de los últimos cinco ejercicios, o desde su inicio si se trata de una empresa de nueva creación (incluyendo efectos de inflación).

- Explicación de las causas de las variaciones importantes en la estructura financiera.

- Aplicación de las utilidades; monto de las cuentas por cobrar, política de cobro y resumen de antigüedad.

- Procedimiento de cálculo de la depreciación y amortización.

- Planes futuros de la empresa, estados proyectados para los próximos cinco años.

- Estudio de mercado

- Capacidad de pago

- Características de la emisión

Las empresas no pueden emitir obligaciones por una cantidad mayor a su activo neto, reflejado en el balance general, a menos que el valor se realice en representación del valor o precio de los bienes cuya adquisición o construcción tuviera contratada la sociedad; además ésta no puede reducir su capital sino en proporción al reembolso de las obligaciones emitidas; ni cambiar su objeto, domicilio o denominación.

La empresa que emita deberá publicar anualmente su balance general en el Diario Oficial de la Federación certificado por contador público.

No todas las épocas son propicias para emitir obligaciones, ya

(2) Estado de situación financiera, estado de pérdidas y ganancias, estado de variaciones de capital contable, estado de origen y aplicación de recursos en base a efectivo; notas.

que es necesaria una liquidez en el mercado para lograr su colocación. Al emitir obligaciones las empresas no enajenan ningún activo, salvo en las hipotecarias, dejando libres de gravamen los mismos, para poder utilizarlos como garantía en otros créditos que llegará a contratar.

La acción sobre los cupones de interés vencidos prescribe a los 3 años a partir de la fecha de vencimiento; la acción sobre las obligaciones vencidas prescribirá a los 5 años contados a partir de la fecha estipulada para su amortización o de la fecha en que se sorte el título.

Clases de Obligaciones

a) Obligaciones Quirografarias

Son aquellas en las que el deudor responde del cumplimiento de sus obligaciones con todos sus bienes, a excepción de aquellos que conforme a la ley son inalienables o no embargables.

Son las más comunes en el mercado, siendo su principal característica el que están respaldadas únicamente por la firma de la empresa que las emite, sin existir otra garantía de pago. La seguridad de que será liquidadas se basa en la confianza y seriedad que tenga la empresa deudora. En caso de suspensión de pago o quiebra, los tenedores de las obligaciones se sumarán a la masa de acreedores sin privilegio.

b) Obligaciones Hipotecarias

Como lo indica su nombre, estas obligaciones están respaldadas

por una garantía hipotecaria, y a diferencia de los tenedores de las obligaciones quirografarias en caso de insolvencia, los titulares de estas tendrán una situación preferente en relación con los acreedores inmuebles.

Se garantiza mediante bienes inmuebles, con valor superior al monto del crédito con el fin de poder realizarlos sin dificultad y a un precio atractivo, pudiendo cancelarse la hipoteca solo de conformidad con lo estipulado en la emisión.

La ley establece que las obligaciones son bienes muebles, aun cuando se encuentren garantizadas con hipoteca, y también nos dice que la hipoteca cubre, sin necesidad de anotaciones posteriores, todos los saldos que eventualmente queden insolutos por concepto de obligaciones no pagadas o amortizadas.

c) Obligaciones Convertibles

Son aquellas susceptibles de convertirse en acciones de la empresa emisora a petición del tenedor, dentro de un plazo señalado para ejercer el derecho de conversión, lo cual se establece en el momento de efectuar la emisión.

La empresa emisora de este tipo de obligaciones debe mantener en tesorería acciones por el importe que requiera la conversión, debiendo cancelarse en su momento, aquellas acciones que en definitiva no sean canjeadas. En el acuerdo de emisión se establecerá el plazo en que podrá ejercerse el derecho de conversión, a partir de la fecha de colocación; estas obligaciones no podrán colocarse bajo la par.

d) Obligaciones Prendarias

Tienen como garantía un derecho real constituido sobre un bien inmueble enajenable, garantizando el cumplimiento y su preferencia de pago.

Son una modalidad de las prendarias las garantizadas con aval, con fianza y las fiduciarias, en estas últimas la prenda es un fideicomiso creado con activos de la emisora (valores, cartera, inventarios, acciones de su propiedad de otras empresas).

PAPEL COMERCIAL

El llamado papel comercial consiste en pagarés sin garantía a corto plazo, emitidos por empresas que cuentan con un sólido prestigio de crédito, por esto, sólo las empresas con solidez financiera incuestionable pueden emitir estos documentos negociables. El vencimiento del papel comercial fluctúa entre 3 y 270 días, siendo una fuente externa a corto plazo. Una gran parte de estos documentos son emitidos por compañías financieras.

Para el inversionista es un medio en el cual puede invertir fondos temporalmente inactivos, adquiriendo documentos que redituen un interés. En México está comenzando a propagarse este tipo de financiamiento.

La mayoría de los compradores retienen el documento hasta su vencimiento, aún no está desarrollado el mercado secundario de los mismos. La empresa, a fin de proporcionar liquidez al inversionista suele convenir readquirir el documento a un precio menor antes de su vencimiento.

Los intereses pagados por el emisor, estan determinados por la magnitud del descuento y la duracion del vencimiento. El papel se vende con un descuento respecto a su valor nominal, esto es, la empresa emite el papel con un determinado valor nominal, vendiendolo un precio menor de este.

Normalmente tiene un rendimiento menor a la tasa minima del prestamo bancario, allegandose la empresa fondos a un costo menor.

Estos documentos se venden directamente al comprador o a traves de casas de bolsa, estas ultimas cobran un comision por dicha tarea; la mayoria de los papeles se colocan en otras empresas, se consideran una inversion segura.

FIDEICOMISOS O FONDOS DE DESARROLLO DEL BANCO DE MEXICO Y NACIONAL FINANCIERA

El gobierno federal destina fondos para el apoyo y desarrollo de ciertas actividades que, por alguna circunstancia (tamano de la empresa o riesgo), no son atendidos por la banca comercial; estos son fondos manejados a traves de fideicomisos, los cuales estan operados como bancos de segundo piso o de redescuento, apoyando a la banca comercial y de desarrollo.

En el caso de los fideicomisos de desarrollo los sujetos que interviene son:

Fideicomitente

S. H. C. P.
(gobierno federal)

<i>Institución fiduciaria</i>	<i>NAFINSA</i> <i>Banco de México</i>
<i>Intermediario</i>	<i>La Banca</i>
<i>Fideicomisario</i>	<i>Usuarios</i> <i>Empresas</i>

En el fideicomiso, el fideicomitente destina ciertos bienes o derechos con un fin lícito determinado encomendando la realización a una institución fiduciaria, el fideicomiso será válido aunque no se señale el fideicomisario.

Los fideicomisos tienen como mira apoyar actividades prioritarias de desarrollo, sus tasas de interés son preferenciales (normalmente tomando como base el costo porcentual promedio), no pagandose comisiones por apertura de crédito, ni tampoco se requiere de porcentajes de reciprocidad; se obtiene también asistencia técnica y asesoría administrativa.

Los principales fideicomisos son los que a continuación se mencionan, mencionandose primero los administrados por NAFINSA.

**Fondo Nacional de Fomento Industrial (FOHIN)*

Promueve la creación de una nueva capacidad productiva industrial, así como la ampliación y mejoramiento de la existente, opera sin intervención de la banca comercial. Participa a través de aportaciones temporales de capital social, en acciones comunes o preferentes, y con créditos subordinados

convertibles en acciones, cuya proporción nunca será mayor del 49% del capital social.

El fondo toma el carácter de un socio minoritario corriendo el mismo riesgo del empresario, participa en el consejo de administración sin privilegio alguno, siendo temporal su presencia en la empresa. Apoya de manera principal a la pequeña y mediana empresa.

FOHIN da asistencia técnica administrativa, legal y financiera; los requisitos para obtener la participación del fondo son: presentar un estudio de factibilidad técnica, económica y financiera del proyecto, donde muestre que la empresa tiene una adecuada administración, tecnología apropiada, mercado con demanda comprobada, así como la falta de capacidad instalada del producto por fabricar y un abastecimiento regular de materia prima.

***Fondo de Garantía y Fomento a la Industria Mediana y Pequeña
(FOGAIN)**

Su objeto es el apoyo a la mediana y pequeña industria, ofreciendo además de financiamiento, asistencia técnica. La clasificación de las empresas es determinada por el fondo, el cual establece las características para pertenecer a cada grupo.

Las empresas sujetas al apoyo del fideicomiso deben tener un capital 100% mexicano, y cuando menos el 60% de sus ingresos deben provenir de la actividad industrial. Se apoyan proyectos que se consideren actividades prioritarias para el fomento, estipuladas por la SECOFI.

Los créditos que otorga son:

1. Crédito de habilitación y auto
2. Crédito refaccionario
3. Crédito hipotecario industrial

Los plazos de los créditos son los normales del mercado, variando las tasas de acuerdo con el tamaño, actividad y zona de ubicación de la empresa.

***Fondo Nacional de Estudios y Proyectos (FONEP)**

El objeto de este fondo es el financiamiento para la realización de estudios de preinversión de alta prioridad que mejoren o aceleren la preparación de proyectos concretos.

Los créditos se otorgan tanto al sector público como al privado, a instituciones docentes y de investigación. Los estudios no podrán durar más de 2 años, otorgándose el crédito en relación al tiempo de terminación.

***Fondo Nacional de Fomento al Turismo (FONATUR)**

Su objeto es promover las inversiones en el sector turístico, para lograr un desarrollo; son sujetos de crédito personas físicas o morales dedicadas a actividades turísticas o conexas.

Los proyectos financiables son: construcción, ampliación y/o remodelación de hoteles, condominios hoteleros, instituciones de tiempo compartido, establecimientos que expendan alimentos y bebidas, así como otros proyectos relacionados con esta actividad.

FONATUR otorga crédito a corto, mediano y largo plazo a través de préstamos refaccionarios, habilitación o auto y apertura de crédito, con garantía de la unidad hotelera.

*Fidelcomiso para el Desarrollo de Conjuntos, Parques, Ciudades Industriales y Centros Comerciales (FIDEIN)

Este fondo tiene por objeto habilitar terrenos para el asentamiento de industrias, zonas habitacionales, centro comerciales, áreas verdes, áreas recreativas y zonas cívicas.

Otorga financiamiento para construcción, concediendo crédito a mediano y largo plazo; ofrece incentivos fiscales para promover estas actividades, el tipo de crédito otorgado es preferentemente el refaccionario.

*Programa de Financiamiento Integral para la Reversión Industrial (PROFIRI)

Su objeto es promover la reorientación productiva, rehabilitación financiera y modernización de las empresas, para lograr mayor eficiencia y productividad, en términos de calidad, precio y servicio, con el fin de incrementar las exportaciones y sustituir las importaciones; fortalecer las empresas medianas y pequeñas.

El PROFIRI utiliza recursos del Banco Internacional de Reconstrucción y de Fomento (BIRF), destinados a empresas que llevan a cabo las siguientes acciones:

1. Modernizar sus aparato productivo
2. Aumentar la calidad del producto

3. *Desarrollar programas de mantenimiento*
4. *Rehabilitación de sus líneas, áreas o procesos*
5. *Lleve a cabo medidas que mejoren su competitividad*
6. *Programas de reentrenamiento del personal*

El fondo otorga los créditos en moneda nacional o en dólares estadounidenses, según las necesidades de la empresa; la tasa de interés aplicada a los créditos en dólares, será semejante a la de los mercados internacionales.

FIDEICOMISOS ADMINISTRADOS POR EL BANCO DE MEXICO

***Fondo de Equipamiento Industrial (FONEI) .**

Fomenta la producción eficiente de bienes industriales y de servicio, así como incrementar la productividad de las plantas industriales; siendo sujetos de crédito las empresas mexicanas dedicadas a la producción de bienes de capital y de servicio, que ahorren divisas por la sustitución de importaciones o las generen por exportaciones; que propicien además, nuevas fuentes de empleo y desarrollo regional.

Algunos proyectos que financia son: estudio de viabilidad y asesoría, incremento de la productividad, control de la contaminación y desarrollo tecnológico. Los fondos se destinan a la ampliación, modernización y relocalización de la industria; los créditos son otorgados por proyecto y no por empresa, de modo que el monto está en relación a la prioridad que tenga para el país. Los tipos de crédito son:

1. *Crédito simple*

2. Crédito refaccionario
3. Crédito en cuenta corriente

El crédito puede otorgarse a largo plazo con períodos de gracia para el pago de capital.

•Fondo para el Fomento de las Exportaciones de Productos Manufacturados (FOMEX)

Su objeto es apoyar las exportaciones de productos manufacturados y de servicio, así como la sustitución de importaciones de bienes de consumo, operando el fideicomiso con dos programas:

1. Apoyo a las Exportaciones
2. Apoyo a la Sustitución de Importaciones

Los financiamientos se otorgan a empresas con un grado de manufactura nacional del 40% en adelante, aunque los créditos de preexportación (programa uno), son exclusivos para empresas de capital mexicano mayoritario.

En resumen, los financiamientos que otorga son para.

1. Ventas de exportación a corto y mediano plazo.
2. Sustitución de importaciones con amplia cobertura.
3. Prestación de servicios al exterior.
4. Financiamiento mientras se dan los créditos definitivos.
5. Preexportación, orientada a la adquisición insumos.
6. Equipo de transporte.
7. Investigación y desarrollo de los productos de exportación.
8. Construcción de bodegas en el extranjero.

***Fondo para el Desarrollo Comercial (FIDEC)**

El fin de este fondo, es la modernización y aumento de la competitividad del comercio; siendo sujetos de crédito: comerciantes en general (detallistas y mayoristas), productores de bienes que se comercializan, empresas promotoras de infraestructura. El financiamiento puede ser a través de:

1. Crédito simple
2. Crédito refaccionario
3. Crédito de habilitación o avío (apoyo al capital de trabajo)

Algunos de los proyectos son: Adquisición de mercancías, insumos para la comercialización, equipo de operación y transporte, así como la construcción, ampliación, adquisición y remodelación de módulos de abasto, bodegas y mercados.

***Fidelcomiso para la Cobertura de Riesgos Cambiarios (FICORCA)**

Su fin es efectuar operaciones que liberen de riesgos cambiarios a la empresa por pasivos en moneda extranjera.

El apoyo de FICORCA es un financiamiento a través del cual, la empresa obtiene un crédito en moneda nacional para adquirir los dólares necesarios a un tipo de cambio controlado, para liquidar la deuda contraída. El fondo entrega en el extranjero los dólares comprados por la empresa, al acreedor correspondiente, sustituyendo la empresa el adeudo en moneda extranjera por adeudos en moneda nacional.

Para que la empresa pueda recibir apoyo del fondo requiere:

1. Que el plazo de vencimiento de la deuda sea de por lo menos 8 años

2. Que el monto de la misma sea de \$ 100 000 dólares o más, o su equivalente en otra moneda

***Fideicomisos Constituidos en Relación a la agricultura (FIRA)**

Estos fideicomisos han sido creados para apoyar a los ejidatarios, campesinos, colonos, pequeños propietarios, y agroindustriales que administren o trabajen sus tierras con financiamiento y asistencia técnica; impulsar las actividades agropecuarias, industrializar los productos primarios, así como su comercialización, fomentar las exportaciones y sustituir las importaciones.

Los principales fideicomisos que constituyen el FIRA son:

1. FONDO. Fondo de garantía y fomento para la agricultura.

2. FEFA. Fondo especial de financiamientos agropecuarios.

3. FEGA. Fondo especial para la asistencia técnica y garantía, el cual apoya a la banca para la recuperación de sus préstamos otorgados a productores.

Los primeros dos fondos otorgan créditos de habilitación y refaccionario, siendo los primeros a corto plazo y utilizados principalmente por el FONDO, y los segundos a largo plazo otorgados preferentemente por el FEFA.

***Fondo de Garantía y Fomento a la Producción, Distribución y Consumo de Productos Básicos (FOPROBA)**

Su objeto es definir y coordinar las políticas del programa nacional de productos básico, apoyando técnica y financieramente las actividades relacionadas con el programa. Las principales actividades del fondo son :

1. Satisfacer la demanda de leche, promoviendo y apoyando a ganaderos y pasteurizadores.
2. Mejorar la productividad y rentabilidad de tal actividad.
3. Disminuir las importaciones.

Son sujetos de crédito los productores, distribuidores y comerciantes de productos básicos, otorgándose financiamiento a través de:

- a) Crédito simple
- b) Crédito de habilitación o avío
- c) Crédito refaccionario
- d) Crédito prendario
- e) Crédito hipotecario industrial a corto, mediano y largo plazo

La tasa de interés depende de la actividad, ubicación y proporción del producto básico comprometido.

ARRENDAMIENTO FINANCIERO

El arrendamiento financiero es un contrato sui-generis, agrupado

dentro de los contratos innominados, es la yuxtaposición de dos contratos de carácter civil, uno es el arrendamiento y el otro, la compra-venta.

En este contrato intervienen dos partes, el arrendador, que es la persona física o moral (en la práctica es una persona moral), que entrega una cosa para que el arrendatario, la otra parte, haga uso de ella en los términos que establezca el contrato. Este contrato prevé que el arrendatario vaya adquiriendo la propiedad de los bienes arrendados.

El arrendamiento financiero es un contrato por medio del cual, se obliga a una de las partes (arrendador), a entregar un bien, sea este mueble o inmueble, durante un plazo previamente pactado e irrevocable para ambas partes, al final del cual se puede optar (de acuerdo con el contrato), por las siguientes opciones:

1. La compra de los bienes, es decir, el traslado de la propiedad, a cambio de un precio menor al valor de mercado del bien (el bien se adquiere normalmente al 1% del valor original).
2. Prorrogar el plazo del uso del bien, con rentas inferiores a las originalmente pactadas.
3. Participar con la arrendadora en la enajenación del bien a un tercero, quedando la diferencia entre el precio de venta y el 1% del valor del bien a favor del arrendatario.

Como vemos, el arrendamiento financiero puede asumir la forma de un contrato de arrendamiento directo o de un arreglo de venta y arrendamiento.

Para el arrendatario, el arrendamiento financiero es una fuente de financiamiento externa, ya que a través de él obtiene bienes de capital, sin tener que efectuar erogaciones considerablemente

fuerles en el momento de iniciar la utilización del bien, y hace pagos periódicos cubriendo capital e intereses, hasta el término del contrato momento en que puede hacerse efectiva una de las tres opciones.

Al igual que en la adquisición de activo a través de un crédito bancario, las rentas mensuales en el arrendamiento financiero, representan una carga periódica y obligatoria, que deberá considerarse en la evaluación de la fuente; así como la composición del monto total del contrato para determinar con mayor seguridad el costo implícito de la misma.

Modalidades del Contrato de Arrendamiento

Debido a la diversificación de aplicaciones del arrendamiento, cabe hacer mención de los diferentes tipos existentes. En primer término esta el arrendamiento natural o puro, en el cual, el arrendador y el arrendatario, contratan la duración, las rentas, el uso y la parte que cubrirá los gastos, tanto de expedición del contrato como el mantenimiento del bien.

En segundo lugar, está el arrendamiento natural documentado, similar al anterior, con la adición de títulos de crédito, a favor de la arrendadora, que ampara el total de las rentas.

En tercer lugar viene el arrendamiento financiero, siendo sus aspectos característicos:

1. Plazo forzoso e irrevocable del contrato para ambas partes, el cual es menor a la vida útil del bien.
2. Monto de las rentas del plazo inicial forzoso
3. Tres opciones a escoger al terminar el contrato

4. Generalmente se trata de bienes con características especiales

5. El arrendador retiene el título de propiedad otorgando los valores económicos del activo

Una vez establecidas de una manera general las diferentes clases de arrendamiento existentes, puede analizarse las distintas modalidades del arrendamiento financiero.

Arrendamiento Neto.

Es la modalidad más aceptada en México, consiste en que el arrendatario cubre el total de gastos generados por el aprovechamiento y utilización del bien. Dentro de los gastos generados por el aprovechamiento están: gastos de instalación, seguros de daños, mantenimiento.

Arrendamiento Global.

Es un contrato inverso al arrendamiento neto, los gastos los cubre el arrendador, repercutiendo en el monto de las rentas periódicas.

Arrendamiento Total.

Este permite al arrendador recuperar el costo total del activo arrendado, adicionado por el interés del capital invertido, a través de las rentas pactadas durante el plazo forzoso. Esta es una característica fundamental del arrendamiento financiero, ya que las arrendadoras elaboran sus planes de arrendamiento y

cotizaciones al cliente de tal manera que, estos conceptos sean cubiertos con las mensualidades.

Arrendamiento Ficticio (Sale and lease back).

Es una modalidad muy importante, siendo una operación inversa al arrendamiento clásico o general. A través de éste, la empresa vende un activo de su propiedad a una arrendadora, la que a su vez se lo arrienda. De esta forma la empresa arrendataria no necesita adquirir activos fijos, ya los tiene pero necesita fondos adicionales para operar, por lo que vende y arrienda el equipo al mismo tiempo, no perdiendo la posesión del bien y obtiene capital de trabajo adicional. Aquí el arrendatario tiene los bienes pero necesita fondos, optando por un arrendamiento ficticio.

Los términos y obligaciones del arrendamiento financiero (de cualquier modalidad), se establecen en un contrato que incluye los siguientes puntos:

1. Período durante el cual el contrato es irrevocable.
2. Monto y periodicidad de los plazos de pago.
3. La posible opción de renovación, compra o enajenación del bien a un tercero.
4. Arreglos y acuerdos para mantenimiento, seguro y otros gastos.

Dada la complejidad e importancia del arrendamiento financiero como herramienta de financiamiento, deben analizarse las implicaciones, ventajas y desventajas financiera y fiscalmente para tener presente todos los pormenores del contrato, no tomando así una decisión equivocada. Por cuestiones de estudio se

analizaran estos dos puntos por separado, pero cabe señalar que ambos van unidos.

Consideraciones Financieras

1. Capital de trabajo. Cuando la empresa se financia por medio del arrendamiento financiero para adquirir bienes, el capital de trabajo se conserva casi intacto, debido a que tal operación no contempla la obligación de efectuar fuertes pagos (enganche), al inicio, pudiendo utilizarse el capital para otra cosa.

2. Rendimiento de la inversión. Trabajar con capital ajeno es una buena medida financiera, siempre que se guarden los límites aceptables de apalancamiento financiero⁽²⁾ y se eviten riesgos inútiles, ya que aumenta el rendimiento sobre la inversión.

3. Disminución de costo de financiamiento. En cualquier fuente se tiene una carga financiera que puede cargarse a resultados (en algunas ocasiones), lo que disminuye la utilidad fiscal y afecta así el monto de los impuestos. Con el arrendamiento financiero se tiene la posibilidad de cargar a resultados la depreciación de los bienes, así como amortizar la parte proporcional del contrato.

Consideraciones Fiscales

La principal consideración para efectos fiscales se refiere al diferimiento de impuestos que dicha fuente genere en lo referente a la selección de la fuente más adecuada.

(2) Apalancamiento financiero o factor de apalancamiento es la razón del valor en libros de la deuda total a los activos totales o al valor total de la empresa.

Diferimiento de impuestos significa posponer su pago para el futuro, en lugar de hacerlo en el momento, es decir, por tener cargos adicionales a resultados debidos a intereses de la operación, la empresa pagará menores impuestos los primeros años, compensándose con los últimos años del proyecto.

Ventajas

1. Flexibilidad económica
2. Carencia de restricciones protectivas impuestas en el contrato de arrendamiento puro.
3. En caso de bancarrota o reorganización, los derechos de los arrendatarios respecto a los activos están más limitados que el de los acreedores, teniendo el arrendador derecho a un año de alquiler, el acreedor en cambio tiene derecho a 3 años.
4. No requiere de reciprocidad de saldos.
5. Puede tenerse acceso a mercados internacionales.

Desventajas

La desventaja más grande que tiene es el alto costo de interés.

INCREMENTOS DE CAPITAL

Generalmente los activos o proyectos a largo plazo son financiados con capital a largo plazo, una forma de financiamiento permanente es la emisión de acciones, a través de esta se obtienen los recursos que puede utilizar para incrementar los activos, o cambiar la estructura actual de la empresa, convirtiendo pasivos a capital; la emisión debe manejarse

conservando un adecuado balance entre las diferentes fuentes de recursos, la liquidez, la capacidad de pago, la rentabilidad, la productividad y la capacidad generadora de utilidades.

Existen dos tipos de acciones : las comunes u ordinarias y las preferentes; para decidir el tipo de acciones que emitirá la empresa, debe examinar los requerimientos jurídicos y las características de cada acción. Debe considerar también que emitir acciones significa invitar a nuevos socios que los actuales realicen aportaciones de capital.

El financiamiento puede utilizarse en forma directa o por intermediario(corredor de bolsa, agentes de valores, instituciones financieras). la posibilidad de utilizarlas dependerá del contexto en que este inmerso el proyecto y del prestigio de la empresa.

Acciones Comunes

Los dueños de una empresa son los poseedores de las acciones comunes, los cuales invierten su dinero en ella por las expectativas de los futuros rendimientos, asumiendo los riesgos asociados con la propiedad, sin embargo, su responsabilidad se limita al monto de su inversión. A los accionistas comunes también se les denomina dueños residuales, ya que reciben lo que queda después de que los gastos financieros y las otras reclamaciones sobre utilidades y activos han sido satisfechos.

Por lo anterior podemos decir, que las acciones comunes son certificados de propiedad residual, que otorgan la propiedad de la diferencia entre activo y pasivo; en caso de liquidación tienen derecho a lo que quede después de que se ha pagado a todos

los acreedores y accionistas preferentes.

Características

Las acciones comunes representan una propiedad, no tienen derechos o privilegios especiales, sus principales características son :

1. Capital autorizado, suscrito e integrado. Toda empresa establece en sus estatutos el monto del capital autorizado, representando el número máximo de acciones (comunes o preferentes), que esta autorizada a emitir sin modificar el estatuto, ya que la empresa puede enmendar su constitución y alterar así el número de acciones autorizadas, la enmienda no es un procedimiento difícil pero lleva tiempo, pues requiere la autorización de los accionistas existentes.

Cuando se emiten acciones y son tomadas por un suscriptor, se transforman en capital suscrito, y cuando estas acciones están totalmente pagadas se transforman en acciones en circulación o integradas, estas se hallan en poder del público, representando la parte de acciones emitidas y vendidas que se encuentran fuera de la empresa, y si ésta no ha comprado ninguna de las que se encuentran en circulación, entonces la cantidad de acciones emitidas y en circulación puede ser igual.

La empresa puede comprar sus acciones en circulación si los estatutos lo permiten, teniendo como requisito el que el valor realizable del activo después de la recompensa, sea por lo menos igual a la suma del pasivo y capital declarado de toda clase, existiendo diferentes restricciones que limitan la compra, una de ellas es que la transacción no lleve a la empresa a la

insolvencia si esta es solvente.

2. Las acciones comunes pueden transferirse de un dueño a otro sin afectar operaciones ni recursos financieros; el accionista es el dueño de un título negociable, pudiendo retirarse en cualquier momento, vendiendo las acciones en el mercado bursátil o privadamente.

3. La acción es indivisible.

4. Las acciones no pueden ser retiradas mediante opción para línea de rescate ni de fondo de amortización, ya que la emisión no tiene vencimiento y los accionistas no pueden verse obligados a sacrificar sus reclamaciones al activo neto y al ingreso futuro, salvo en casos que implique reorganización o quiebra.

5. Valor nominal. Las acciones pueden o no tener valor nominal, el cual es una cifra fijada en el estatuto de manera arbitraria, y que carece de significación económica, sin embargo, las empresas no deben emitir acciones a un precio menor del valor nominal, ya que los accionistas son responsables de la diferencia entre el precio pagado y el valor nominal ante los acreedores(si el precio es menor), por lo general el valor nominal es un valor bajo. El valor nominal de una acción es su valor a la par.

Las acciones con valor nominal son las que expresan en su texto lo que vale cada acción, la cuantía de capital y el número en que se divide.

La acción sin valor nominal es un título de crédito que representa una parte del capital, en el que se omite su valor nominal y el importe de capital social, su ventaja es que sea cual sea su precio de venta, siempre están pagadas.

6. El valor de una acción común puede medirse de diferentes formas : a) valor en libros; b) valor de mercado.

a) El valor contable o valor en libros, es igual al patrimonio neto de la empresa, tal como lo muestra su balance general menos el valor a la par de las acciones preferentes en circulación, dividido entre el número de acciones comunes en circulación.

Tal valor no refleja a la empresa como negocio en marcha, considerandola como un conjunto de activos y pasivos sin capacidad para generar utilidades.

b) Valor de mercado. Es el precio a que se cotiza normalmente una acción, en la bolsa o en el mercado privado. Es fácil conocer la cotización al tratarse de empresas que cotizan en bolsa. Existen en el mercado acciones casi totalmente inactivas, siendo difícil obtener tal información. El precio de mercado depende de los dividendos actuales y futuros, así como del riesgo que ofrece la empresa, según los percibe el inversionista, determinando la oferta y la demanda.

Si al evaluar el precio de mercado de una acción, este parece indebidamente inflado o deprimido, suele hacerse referencia al valor intrínseco, el cual es el precio que parece justificado basado en las operaciones, actividades y proyectos futuros de la empresa, incluyendo ganancias y riesgos.

Se dice que pueden distinguirse dos valores de mercado: un valor de liquidación y un valor como empresa en marcha. El primero es su interés proporcional en el importe residual a obtener cuando se venden los activos (todos). El segundo puede verse como su interés proporcional en la cantidad neta que se obtendrá cuando la empresa sea vendida, completa y en marcha. Conceptualmente el valor total en libros podría corresponder al valor de liquidación de la empresa.

7. Las acciones en que se divide el capital social son títulos nominativos que acreditan y transmiten los derechos de socio, son de igual valor y transfieren los mismos derechos

8. Colocación de las acciones comunes y autorización para su cotización. La colocación puede ser primaria o secundaria, la primaria es cuando el dinero entra a la empresa; en la secundaria son los tenedores de la acción los que reciben el dinero al vender. La colocación primaria puede ser pública o privada, en la privada se invita a un grupo de inversionistas a participar en el capital de la empresa, en donde el inversionista no conoce con exactitud el valor de su inversión, son acciones de poca liquidez y difícil venta. Por lo general son las acciones de empresas nuevas las que se comercian en el mercado paralelo o privado, conforme las operaciones aumentan y crece el número de accionistas, puede aspirar a cotizar en bolsa.

La colocación pública es en la bolsa, siendo el mercado de valores un mercado de subasta pública en el que se relacionan vendedores y compradores. Para llevar a cabo la colocación pública y cotización de las acciones, es necesaria la autorización de la Comisión Nacional de Valores y cubrir los requisitos siguientes ante ésta y la Bolsa Mexicana de Valores S. A de C. V.

Requisitos Legales

- a) Escritura constitutiva y reformas a los estatutos.
- b) Lista de asistencia a la última asamblea.
- c) Currículum de los miembros del consejo de administración.
- d) Libro de actas al corriente.
- e) Lista de funcionarios y antigüedad.

Requisitos Financieros

a) Estados dictaminados de los últimos 5 años, con antigüedad máxima de 6 mese para la casa de bolsa y de 3 meses para la comisión.

b) Estados financieros proyectados a 3 años.

c) Relación de valores en poder de la empresa.

Requisitos Económicos

Estudio socio-económico realizado por profesional independiente, consistente en estudios de mercado, producción, proveedores, patentes y marcas, regalías y relaciones obrero patronales, entre otros puntos.

Requisitos de Colocación

a) Por qué se colocan los valores.

b) Política de dividendos histórica y futura.

c) Proyecto en prospecto.

Este último es un cuadernillo informativo donde debe hacerse mención de ser oferta pública, número de valores, precio, monto de la emisión, período de la oferta, posibles adquirientes, autorización de la comisión con el número de oficio, debiendo contener en su interior un resumen de los tres primeros puntos y la aclaración de que la comisión no certifica la bondad del valor y la solvencia del emisor.

La oferta pública se realiza a través de un sindicato colocador, un grupo de casas de bolsa que vende valores a sus clientes.

encabezados por una de ellas. En este tipo de colocación se corre el riesgo de perder el control de la empresa sino se tiene cuidado, se conoce el valor de la inversión a través del precio de la acción, tiene liquidez.

Derechos que otorga la acción

1. Derecho a las ganancias. Las acciones comunes participan de las utilidades a través del pago de dividendos, después que sean cubierto ciertas reclamaciones : pago de impuestos, cargos por intereses y dividendos preferentes. El consejo de administración es el que estipula los pagos de dividendos, importe, tipo y momento. Compartiendo los accionistas las ganancias solo cuando se declaran dividendos.

2. Derecho de voto . A los accionistas comunes les corresponde elegir el directorio, el que elige a su vez a los gerentes, que son los que controlan la actividad de la empresa. Todo socio tendrá derecho a participar en las asambleas, gozando de un voto por cada acción salvo que el contrato establezca sobre partes sociales privilegiadas.

Algunos puntos importantes de la votación que merecen nuestra atención son :

- Voto por poder. Cada acción tiene derecho a un voto, pero los accionistas no siempre concurren a las asambleas, ejerciendo el derecho de voto por poder. El poder es un formulario mediante el cual el accionista transfiere su derecho a otra persona, un apoderado.

- Procedimiento de votación. En México la votación se realiza por lista (mayoría), cada accionista tiene derecho a un voto por cada acción, debiendo votar por cada cargo a elegir en

favor de quien se desee para una posición valiente, eligiéndose los directores que obtengan mayoría.

Otro sistema es de votación acumulada, pero cabe señalar que en el derecho mexicano no es válido, por lo que únicamente debe tomarse como referencia. En este sistema se da un número de votos igual al número de acciones que posee, multiplicándose por el número de directores a elegir, siendo electos los que obtengan mayoría.

3. Derecho de preferencia o derecho de tantos. Este asegura al accionista común el derecho de mantener su proporción de interés, otorgándole el derecho de adquirir a prorrata toda nueva emisión de acciones comunes o valores convertibles.

4. Verificación de libros. El accionista tienen el derecho legal de examinar algunos libros y registros de la empresa, incluyendo el registro de accionistas.

5. Readquisición de acciones. La realiza la empresa para cambiar la estructura de capital o aumentar los rendimientos para los dueños, son llamadas acciones de tesorería.

6. En caso de que la empresa venda acciones y no entregue el título, puede dar certificados provisionales, los cuales serán nominativos y se canjearan por el título en un o plazo que no exceda de un año.

7. Modificar la estructura constitutiva con autorización de los funcionarios, así como los estatutos.

8. Cambiar el monto del capital autorizado.

9. Participar en fusiones.

10. Emitir acciones preferentes, bonos u otro tipo de valores.

Los últimos cuatro puntos se realizan a través de votación en asamblea.

Formas de Acciones

Para la mayoría de las empresas, las acciones comunes son de índole inclasificable, lo que significa que una acción tiene los mismos derechos que cualquier otra, sin embargo, una empresa puede tener más de una clase de acciones, siendo clasificadas de acuerdo a necesidades especiales. Por lo general se utiliza para asignar el tipo de acción letras del abecedario.

Ventajas

1. Las acciones comunes no obligan a la empresa a hacer pagos fijos a los accionistas.
2. No tienen fecha de vencimiento.
3. La venta de acciones comunes aumenta la dignidad del crédito de la empresa.
4. Puede en ocasiones venderse más fácil que los instrumentos de endeudamiento.
5. Impone un mínimo de restricciones.

Desventajas

1. Extiende los derechos de votación y control a nuevos propietarios.
2. Dan derecho a participar en el ingreso a más personas.
3. Tienen un costo elevado.
4. Los dividendos no son deducibles.

Acciones Preferentes

Son la segunda clase fundamental en que se puede dividir el capital social autorizado, siendo también una forma de financiamiento permanente que no requiere la cancelación del capital inicial y que combina las características de los pasivos comunes y de las acciones comunes, no corriendo el mismo riesgo de estas últimas. Estas acciones por lo general no se emiten en grandes cantidades y su proporción en el capital contable es pequeña, no funcionando mucho en el mercado mexicano debido a sus características sobre dividendos y voto.

Las acciones preferentes gozan de ciertos privilegios y preferencias como lo indica su nombre, teniendo derechos y reclamaciones anteriores a las acciones comunes, pero posteriores a las de todos los bonos y algunos acreedores. Poseen características especiales, las cuales se especifican en un convenio similar al de un préstamo a largo plazo o a una escritura de obligación, el cual puede incluir también cláusulas proteccionistas.

Características

1. Tienen privilegio en el reparto de utilidades sobre las acciones comunes, siendo normalmente este un porcentaje fijo.

2. Son acciones de dividendo acumulativo, la mayoría de las emisiones mexicanas tienen una característica acumulativa que estipula, que cualquier dividendo no pagado aumenta, el dividendo no pagado en un año se transfiere a los siguientes, sin embargo, los atrasos deben retirarse antes de pagar dividendos comunes, o antes de que las acciones preferentes sean rescatadas.

Cuando la acción es no acumulable, los dividendos que se declaran

en un período no se acumulan y si no se pagan, se pierden para el accionista.

3. Es una inversión permanente, no tiene fecha de vencimiento, sin embargo, a menudo se estipula la condición de opción de compra, pudiendo ser rescatadas también a opción del inversionista.

4. Derecho de voto. Aún cuando tienen derecho de voto, en la práctica estos privilegios se limitan a circunstancias especiales. El derecho puede obtenerlo cuando la empresa infrinje alguna restricción del contrato.

5. Acciones participantes y no participantes. Las acciones no participantes son las más comunes, no recibiendo más que los dividendos especificados, sea cual sea el importe de las utilidades distribuidas a los accionistas comunes. La característica de participación confiere el derecho a participar de la buena fortuna de la empresa, es decir, de las ganancias por encima de los dividendos regulares estipulados, de acuerdo a una determinada fórmula.

6. Generalmente la acción preferente es redimible, lo que quiere decir, que el emisor puede retirar acciones vigentes dentro de un plazo determinado y a un precio establecido, esta opción generalmente no puede ejercerse hasta que hayan transcurridos dos años de la emisión. El precio de amortización se fija por encima del precio de la emisión; no puede asegurarse el rescate de todas las acciones debido a la inexistencia de una fecha de vencimiento. Ahora bien, a falta de una cláusula que otorgue el derecho de rescate, solo pueden ser rescatadas comprándolas en el mercado bursátil, realizando ofertas abiertas. En muchas emisiones se prevee un fondo de amortización, permitiendo el rescate progresivo de valores.

7. Convertibilidad. Algunas acciones preferentes son convertibles en acciones comunes, a opción del tenedor, al ejercerse la opción se rescata la acción preferente ó puede la

acción ser un a unidad de autorización para adquirir acciones comunes.

B. Valor a la par. A diferencia de las acciones comunes, estas si suelen tener valor a la par, que es la cantidad que deberá pagarse en caso de liquidación, además, el dividendo preferente suele presentarse como un porcentaje del valor a la par (aproximadamente 16 al 18%).

Algunas cláusulas que pueden establecerse en una emisión de acciones preferentes son :

1. Venta de valores prioritarios. A menudo prohíbe la venta de valores adicionales sobre los que tenga prioridad; también puede establecer restricciones sobre nuevas emisiones.

2. Puede prohibir las fusiones o consolidaciones, esto se debe a que puede alterar la estructura financiera.

3. Se puede prohibir la venta específica o total de activos.

4. Establecer un nivel mínimo de capital de trabajo neto o una razón mínima de circulante.

5. Prohibirse o limitarse el monto de dividendo o readquisición de acciones por un período determinado.

Estas no son las únicas cláusulas que pueden establecerse, ni tampoco quiere decir que todas las anteriores se presenten, se mencionan a fin de ilustrar el tipo de restricciones que puede imponer una emisión de acciones preferentes. La violación de cualquiera de las cláusulas puede provocar situaciones tales como : otorgar derecho de voto, o que el accionista retire su inversión.

Ventajas

1. *Incrementa el capital social de la empresa y aumenta su poder de empréstito.*
2. *Atrae a una clase de inversionistas diferente a los de las acciones comunes o de deuda.*
3. *Son un medio flexible.*
4. *Puede extenderse el uso de apalancamiento sin riesgo de caer en bancarrota.*

Desventajas

1. *El rendimiento del cupón es más alto que el de los bonos.*
2. *Los dividendos no son deducibles como gasto fiscal.*

CAPITULO III

COSTO DE CAPITAL

Como pudieron darse cuenta en los capítulos anteriores, existe un gran número de fuentes de financiamiento a las cuales puede recurrir una empresa para allegarse de fondos que le permitan realizar sus operaciones o proyectos, sin embargo, es para ésta un problema escoger la que más le conviene.

La selección debe hacerse tomando en consideración las características específicas de la empresa, además de las particularidades de cada fuente y su costo de capital.

Toda estructura financiera tiene un costo, sea cual sea la forma en que haya sido la aportación del capital, esto quiere decir, que todas las personas que habiliten a la empresa para trabajar y lograr los fines para los que fue creada, esperan una recompensa (interés o dividendo), este pago por utilizar recursos se llama Costo de capital (K).

El capital cuesta por ser un recurso escaso, debiendo la empresa recompensar a quienes se lo proporcionen aunque sea temporalmente. El rendimiento que exige el acreedor o inversionista, se considera una compensación por el uso del dinero, y el riesgo que implica el prestar o invertir en una empresa.

DEFINICION

Existen diversas definiciones de costo de capital, algunas de

ellas son:

- Es el precio pagado por una empresa, por los fondos obtenidos de sus proveedores de capital.

- Es la tasa de rendimiento que una empresa debe obtener sobre sus inversiones para que su valor de mercado permanezca inalterable.

- Es la tasa de interés que los inversionistas, tanto acreedores como propietarios, desean les sea pagado para conservar e incrementar sus inversiones en la empresa.

- Es la tasa de interés que iguala el valor presente de los flujos netos recibidos por la empresa, con el valor presente de los desembolsos esperados.

- Es el equivalente de la tasa de rendimiento ajustada al riesgo que exigen los inversionistas por los valores que ofrece la empresa.

En conclusión, y tomando como base las definiciones anteriores, el costo de capital es lo que la empresa debe pagar por financiarse (captar recursos), sea cual sea la fuente de origen.

Cabe señalar, que el costo de capital puede decirnos, que también está diseñada la estructura financiera de una empresa, utilizando K como la tasa mínima para la aceptación o rechazo de un proyecto. Para toda evaluación económica y financiera, es necesario tener una idea de los costos de las fuentes de financiamiento utilizadas o ha utilizar, lo que permitirá la toma de mejores decisiones en lo que respecta a la estructura financiera.

COSTO DE CAPITAL DE LAS FUENTES DE FINANCIAMIENTO

Utilidades Retenidas

Las utilidades retenidas son recursos internos, esto hace que muchas personas consideren que su costo es cero, lo cual es un error, ya que las ganancias son beneficios que corresponden a los accionistas y que, de no ser retenidas, deberían pagarse como dividendos; las utilidades deberán retenerse cuando puedan reinvertirse con rendimientos iguales o superiores a los que pudieran obtener los accionistas si invierten sus dividendos.

El costo de capital de las utilidades retenidas (K_{ur}) es la tasa de rendimientos ajustada al riesgo que hace que los accionistas estén dispuestos a permitir que la empresa reinvierta parte de las utilidades no decretadas como dividendos.

Para el cálculo del costo de capital de las utilidades retenidas, debe tomarse en cuenta que los accionistas pagan impuestos sobre los dividendos que cobra. El inversionista tiene una tasa de impuesto marginal sobre los ingresos por dividendos, por lo que el importe neto que el recibiría, es lo que debe considerarse como su inversión, siendo por esto por lo que deberá recibir el rendimiento y es también lo que determina el costo de capital.

La fórmula para calcular el costo de capital de las utilidades retenidas es:

$$K_{ur} = R(1 - t) / (1 - c)$$

Donde:

K_{ur} = Costo de capital de las utilidades retenidas.

R = Rendimiento bruto obtenido.

t = tasa maginal de impuesto del accionista.

c = Comisión (expresada en porcentaje).

Para ilustrar la aplicación de la fórmula, supongase que una empresa ha decidido retener utilidades para financiarse, el rendimiento generado es del 39% y la comisión que se da es del 6%. Cabe mencionar que el impuesto marginal que el accionista paga es del 35%.

$$K_{ur} = (0.39) (1 - 0.35) (1 - 0.06)$$

$$K_{ur} = 0.23829 = 23.83\%$$

Depreciación y Amortización

Es una fuente de fondos significativa para la inversión en los negocios, proveniente de la propia empresa, aun cuando no existen desembolsos directos de efectivo asociados al uso de fondos disponibles a través de la depreciación, hay un costo de oportunidad que refleja usos alternos para el dinero. El costo apropiado de oportunidad es en realidad el costo general de fondos para la empresa, lo que permitirá ignorar la depreciación al calcular su costo de capital.

Crédito Comercial

Una de las fuentes más utilizadas por la empresa es el crédito comercial, es decir, el crédito de los proveedores, el cual puede clasificarse en dos : a) aquellos que conceden descuento por pronto pago y, b) los que no lo conceden. Si estos últimos además no cobran intereses, el costo del crédito será cero, por lo

que no requiere evaluarse, por ello se prestará atención a la forma de calcular el costo de capital cuando los proveedores otorgan descuento por pronto pago.

El análisis se hará sobre el costo en que incurre la empresa al no aprovechar el descuento ofrecido, ya que al aprovecharlo, la empresa no utiliza el plazo de crédito concedido y por tanto, no existirá costo explícito por tal concepto.

La fórmula para calcular el costo de capital de los créditos de proveedores es :

$$K_{pr} = (C F / P)^{360/x} - 1$$

Es conveniente considerar para el cálculo del costo de capital del crédito comercial el impuesto, ya que la subcuenta de descuentos por pronto pago no utilizados es deducible; tomando en cuenta esto, la fórmula queda de la siguiente manera :

$$K_{pr} = \left[\frac{F - C F - P \text{ I}}{P} \right]^{360/x} - 1$$

Donde :

K_{pr} = Costo de capital del Crédito Comercial

F = Monto de a las compras

P = Monto que se pagaría si se utilizará el descuento por pronto pago

x = Período de financiamiento
i = Tasa de impuesto de la empresa

Para que quede clara la evaluación de no aprovechar el descuento por pronto pago, supongase que los términos de un proveedor en una compra de \$ 2 000 sean : un 4% descuento si la factura se liquida dentro de los 5 días siguientes a la fecha de compra, o el neto a los 30 días.

Antes de impuesto

$$K_{pr} = \left[\frac{2\ 000}{1\ 920} \right]^{305/25} - 1$$

$$K_{pr} = (1.0418887)^{305/25} - 1$$

$$K_{pr} = 0.8148469 = 81.48\%$$

Después de impuesto

$$K_{pr} = \left[\frac{2\ 000 - (2000 - 1\ 920)(0.35)}{1\ 920} \right]^{305/25} - 1$$

$$K_{pr} = \left[\frac{1\ 872}{1\ 920} \right]^{305/25} - 1$$

$$K_{pr} = 0.47722124 = 47.72\%$$

Crédito Bancario

Los créditos bancarios a corto plazo se otorgan de una manera directa y sin ninguna garantía real, la mayoría de las veces, después de que el banco (institución de crédito) ha considerado como sujeto de crédito a la empresa.

El costo principal de tal fuente es el interés que la empresa deberá pagar al banco por hacer uso de tales recursos, siendo cobrados por lo general anticipadamente; además de los intereses, el banco suele solicitar que sus clientes mantengan una reciprocidad o compensación. Este factor significa movilización de fondos para la empresa, por lo que debe tomarse en cuenta al evaluar su costo de capital (K_{pcp}). Finalmente es posible que al solicitar un préstamo de este tipo, se incurra en gastos tales como : comisión por apertura de crédito.

La fórmula para calcular el costo de capital del crédito bancario a corto plazo es :

$$K_{pcp} = \sqrt{\frac{P - RE}{P - I - GB - RE}} - 1$$

El interés que resulta de tal ecuación es mensual, para obtener el interés anual efectivo se debe utilizar la siguiente fórmula :

$$IAE = (1 + K_{pcp})^{12} - 1$$

La fórmula expresa el caso en general, sin embargo, si un préstamo no origina gastos, estos son eliminados de dicha fórmula; los gastos además, suelen ser deducible (algunos), el costo después de impuestos se obtiene :

$$K_{pcp} = \sqrt[x]{\frac{P - RE}{P - I(1-t) - GB(1-t) - RE}} - 1$$

El interés resultante de tal ecuación es mensual por lo que para obtener el interés anual deberá aplicarse la fórmula del IAE.

Donde :

- K_{pcp} = Costo de capital del crédito bancario
- P = Cantidad solicitada
- I = Intereses que genere la cantidad solicitada
- GB = Gastos bancarios
- RE = Nivel promedio en cuenta de cheques
- IAE = Interés Anual Efectivo
- x = plazo del préstamo (en meses)
- t = tasa de impuesto de la empresa

Con el propósito de ilustrar las fórmulas anteriores, supongase que una empresa solicita un préstamo bancario directo a 6 meses por \$ 500 000. La institución bancaria exige una reciprocidad del 15% del valor del préstamo, un interés del 1% mensual simple, pagados anticipadamente, y los gastos en que se incurre ascienden a \$ 80 000. ¿Cuál es el interés anual efectivo que se pagaría

si se aceptará el préstamo (no considerando y considerando la tasa de impuesto) ?

Antes de Impuesto

$$K_{pcp} = \sqrt[0]{\frac{500\ 000 - 90\ 000}{500\ 000 - 36\ 000 - 80\ 000 - 90\ 000}} - 1$$

$$K_{pcp} = \sqrt[0]{\frac{510\ 000}{394\ 000}} - 1$$

$$K_{pcp} = 0.0439483 = 4.39\%$$

$$IAE = (1 + 0.0439)^{12} - 1$$

$$IAE = 0.6755134 = 67.55\%$$

Aplicando la tasa de Impuesto

$$K_{pcp} = \sqrt[0]{\frac{500\ 000 - 90\ 000}{500\ 000 - 36\ 000(1 - 0.35) - 80\ 000(1 - 0.35) - 90\ 000}} - 1$$

$$K_{pcp} = \sqrt[3]{\frac{810\ 000}{434\ 800}} - 1$$

$$K_{pcp} = 0.0270227 = 2.70\%$$

$$IAK = (1 + 0.027)^{12} - 1$$

$$IAK = 0.3770855 = 37.71\%$$

Crédito Hipotecario

Son los créditos que las instituciones bancarias otorgan a un plazo mayor de un año (3 a 10 años), en los que los activos son utilizados para garantizar el préstamo.

El crédito se evaluará sin considerar situaciones tales como : tasas flotantes o cambios de paridad. La ecuación para obtener el costo de capital del crédito hipotecario (K_h) antes de impuestos es:

$$P' - \left[\sum_{j=1}^n \frac{PC(1 - C_j - 1)/n + P/n}{1 + K_h^j} \right] = 0$$

Ahora bien, para calcular el costo de capital de esta fuente debe tomarse en cuenta que los gastos son deducibles. La fórmula para

obtener el costo de capital después de impuestos es :

$$(P - GT(1-t)) - \left[\sum_{j=1}^n \frac{PCi(1 - C_j - 1)/n)(1-t) + P/n}{(1 + Kh)^j} \right] = 0$$

Donde :

- K_h = Costo de capital del crédito hipotecario
- P = Magnitud del préstamo
- P^* = Cantidad neta recibida
- GT = Gastos totales
- n = plazo concedido
- i = tasa nominal del interés sobre saldos insolutos
- j = número de período
- t = tasa de impuesto de la empresa

El costo de capital del crédito hipotecario (K_h), se obtiene por prueba y error.

Con el fin de ilustrar la aplicación de la fórmula anterior, supongase que una empresa ha obtenido un préstamo por 25 millones a 5 años de una institución de crédito del país, la cual le cobra el 20% sobre saldos insolutos. También considerese que tal préstamo le ocasiona gastos por 1 millón; la tasa de impuesto ha que esta sujeta la empresa es del 35%. ¿Cuál es el costo de este pasivo a largo plazo después de impuesto?

FLUJO DE EFECTIVO
(En miles de pesos)

AÑO	Flujo de Efectivo antes de impuesto			Flujo de efec- tivo después de impuesto
	Capital	Interés	Deducciones	
0	24'000		1'000	24'350
1	5'000	5'000	5'000	8'250
2	5'000	4'000	4'000	7'600
3	5'000	3'000	3'000	6'950
4	5'000	2'000	2'000	6'300
5	5'000	1'000	1'000	5'650

Costo Real (Kh) = 14.165%

Obligaciones (Pasivos a largo plazo)

Las obligaciones son una alternativa a largo plazo (1 o más años), se captan fondos del público inversionista, al cual se le garantiza un rendimiento, siendo pagaderas en amortizaciones periódicas. El costo principal de las obligaciones son los intereses que debe pagarse a sus tenedores, sin embargo, la emisión lleva implícitos otros gastos, resaltando entre otros los siguientes :

1. Honorarios del profesionista que realiza el estudio técnico económico-financiero.
2. Impresión del prospecto de la emisión.
3. Honorarios del notario.
4. Registro del acta.
5. Comisión del colocador primario.

6. Inscripción en la bolsa.
7. Impresión de certificados provisionales.
8. Impresión de títulos definitivos y sus cupones.

El pago de la emisión de obligaciones en amortizaciones periódicas de igual magnitud, originaría un flujo de fondos similar al crédito hipotecario, visto con anterioridad, por esto solo se analizará el caso en que se amortice el valor nominal en un solo pago. La fórmula para calcular el costo de capital de la emisión de obligaciones (K_0) es :

$$P' - \left[\sum_{j=1}^n \frac{I}{(1+K_0)^j} + \frac{P}{(1+K_0)^n} \right] = 0$$

El interés y los gastos de emisión son deducibles de impuesto por, lo que considerando la tasa de impuesto la ecuación queda de la siguiente manera :

$$(P - GT(1-t)) - \left[\sum_{j=1}^n \frac{I(1-t)}{(1+K_0)^j} + \frac{P}{(1+K_0)^n} \right] = 0$$

Donde :

- K_0 = Costo de capital de la emisión de obligaciones
- P' = Cantidad neta recibida de la emisión ($P-GT$)
- P = Valor nominal de la emisión

GT = Gastos totales

t = tasa de impuesto de la empresa emisora

n = Plazo de la emisión

j = número de período

Para ejemplificar, supongase que una empresa ha emitido obligaciones por 10 millones al 22% anual, con un vencimiento de 5 años. Los gastos de la emisión se estiman en \$ 500 000. La tasa de impuesto a que esta sujeta la empresa es del 35%. ¿Cuál es el costo de capital de esta emisión después de impuesto ?

FLUJO DE EFECTIVO
(En miles de pesos)

AÑO	Flujo antes de impuesto	Deducciones	Flujo después de impuesto
0	9500	500	9075
1	2200	2200	1430
2	2200	2200	1430
3	2200	2200	1430
4	2200	2200	1430
5	2200	2200	1430
5	10000		10000

Costo Real (K_0) = 15.2758%

El costo de capital de la emisión de obligaciones (K_0) se obtiene por prueba y error, al igual que el crédito hipotecario.

Arrendamiento Financiero

El arrendamiento financiero es otra forma que utiliza la empresa para financiarse a largo plazo. Mediante esta fuente la empresa adquiere los servicios de un activo a cambio de una renta establecida en el contrato. Al término del mismo la empresa puede elegir una de tres opciones (mencionadas anteriormente). El costo de capital de dicha fuente es la tasa de interés (Kaf) que satisface la ecuación :

$$P - \left[\sum_{j=1}^n \frac{R}{(1+Kaf)^j} + \frac{VR}{(1+Kaf)^n} \right] = 0$$

Ahora bien, el arrendador puede recibir además de la renta (R), el beneficio fiscal de la depreciación (Dt), por ser el dueño del activo. Aunque el ahorro en impuesto atribuible a la depreciación no es un gasto desembolsable, debe tomarse en cuenta al calcular el costo. El costo después de impuesto cuando el período de depreciación y el plazo del contrato es el mismo, es dado por la siguiente ecuación :

$$(P + AC(1-t)) - \left[\sum_{j=1}^n \frac{Dt + R(1-t)}{(1+Kaf)^j} + \frac{VRC(1-t)}{(1+Kaf)^n} \right] = 0$$

Donde :

- Kaf = Costo de capital del arrendamiento financiero
- R = Renta anual
- VR = Valor de rescate
- AC = Gastos de apertura del crédito
- D = Depreciación anual del activo
- n = Plazo del contrato en años
- i = Tasa de impuesto de la empresa arrendataria

El costo de capital de esta fuente (Kaf) se obtiene por prueba y error.

Para ilustrar la aplicación de las fórmulas anteriores, considérese que se desea arrendar un activo (fijo), el cual tiene un precio de mercado de un millón, teniendo un período de depreciación de 5 años (esto de acuerdo a la ley del ISR), también supóngase que el plazo del contrato es de 5 años y la renta anual asciende a \$ 400 000. Si el contrato estipula la compra del activo al final a un costo de \$ 140 000; los gastos de apertura son de \$ 20 000 y la tasa de impuesto a que esta sujeta la empresa arrendataria es del 35% . ¿ Cuál es el costo de arrendar el activo?.

FLUJO DE EFECTIVO
(En miles de pesos)

Año	Flujo antes de impuesto	Beneficios de la depreciación	Deducibles	Flujo después de impuestos
0	1 010			1 006,5
1	400	70	400	330
2	400	70	400	330
3	400	70	400	330
4	400	70	400	330
5	540	70	540	421

Costo Real antes de impuesto (Kaf) = 30.899%

Costo Real después de impuesto (Kaf) = 20.7404%

Acciones preferentes

Las acciones preferentes forman parte del capital social de la empresa, tienen un dividendo o rendimiento garantizado a cambio de ciertas limitaciones en la participación de la administración de la empresa. La garantía permanece aún cuando la empresa no haya tenido utilidades. Es una forma de financiamiento utilizada en los casos en que no se desea o no se pueda aumentar los pasivos y/o los accionistas comunes no deseen perder el control.

La fórmula para calcular tal alternativa es :

$$K_{ap} = \frac{D}{P}$$

Tal ecuación considera que siempre se reparten dividendos, sin embargo, el costo disminuye si en un período no se reparten dividendos, los cuales se acumulan. Ahora bien, aun cuando los dividendos no son deducibles, los gastos en que se incurre por dicha emisión si lo son, quedando la fórmula de la siguiente manera :

$$K_{ap} = D / (IB - GT(1-t))$$

Cabe mencionar que en ambientes económicos inflacionarios, el costo de la emisión es afectado considerablemente, la siguiente fórmula considera la inflación para el cálculo del costo de capital :

$$K_{ap} = \frac{D / (1 + i_i)}{(IB - GT)(1 - t)} - \frac{i_i}{(1 + i_i)}$$

Donde :

K_{ap} = Costo de capital de las acciones preferentes

D = Dividendo

IB = Ingresos brutos recibidos de la emisión

GT = Gastos totales

P = Cantidad neta recibida ($IB - GT$)

t = tasa de impuesto de la empresa emisora

i_i = tasa promedio de inflación

Para ilustrar la forma de evaluar el costo de capital, supongase que una empresa emitió acciones preferentes por valor de 2 millones, los gastos incurridos ascienden a \$ 150 000. Considere también que el dividendo anual garantizado es de un 15% del valor nominal de la acción, el cual será repartido siempre. La empresa paga una tasa de impuesto del 35% y considera que la inflación promedio anual en los próximos años es del orden del 10%. ¿Cuál sería el costo de la emisión : a) sin considerar impuesto ni inflación, b) considerando impuesto y, c) considerando impuesto e inflación?

a)

$$K_{ap} = \frac{300\ 00}{1'830\ 000}$$

$$K_{ap} = 0.1621621 = 16.21\%$$

b)

$$K_{ap} = \frac{300\ 000}{2'000\ 000 - 150\ 000(1 - 0.35)}$$

$$K_{ap} = 0.1576872 = 15.77\%$$

c)

$$K_{ap} = \frac{300\ 000 / (1 + 0.10)}{2'000\ 000 - 150\ 000(1 - 0.35)} - \frac{0.10}{(1 + 0.10)}$$

$$K_{ap} = 0.0524429 = 5.24\%$$

Acciones Comunes

Una de las partes que forman el capital de la empresa son las acciones comunes, estas son aportaciones de capital y/o de especie de los accionistas, los cuales esperan un rendimiento libre de riesgo, y una prima por el riesgo. La incertidumbre con respecto al futuro del negocio es lo que dificulta el cómputo del

costo de capital de las acciones comunes, siendo uno de los costo más difíciles de medir, debido al hecho de no poder pronosticar con exactitud los que la empresa pagaría en el futuro al accionista.

Algunos autores han definido al costo de capital de las acciones comunes como el rendimiento mínimo que la empresa debe garantizar a fin de que el valor de mercado de las acciones permanezca inalterable.

Se han desarrollado algunos métodos para realizar la evaluación (simulación del rendimiento obtenido, razón de utilidad de capital contable), los cuales implican pronosticar una serie de eventos futuros, cuyo grado de seguridad es relativo; uno de estos métodos considera que los dividendos son conocidos y que crecen a una razón constante, siendo este método el que se considerará, el cual se basa también en un pronóstico. La fórmula para calcular el costo bajo este método es :

$$K_{ac} = \frac{D}{P} + g$$

Por otra parte, los gastos originados por la emisión son deducibles, así que el costo después de impuesto de tal fuente se calcula :

$$K_{ac} = D / (IB - GT(1-t)) + g$$

Finalmente, al tratarse de una fuente a largo plazo es necesario

considerar la inflación, quedando la fórmula de la siguiente manera :

$$K_{ac} = \frac{D / (1 + i_i)}{(IB - GT)(1-t)} + \frac{g - i_i}{(1 + i_i)}$$

Donde :

- K_{ac}* = Costo de capital de las acciones comunes
- D* = Dividendo del primer período
- IB* = Ingreso bruto de la emisión
- GT* = Gastos totales
- P* = Cantidad neta recibida de la emisión
- g* = Razón de crecimiento del dividendo
- t* = tasa de impuesto de la empresa emisora
- i_i* = tasa promedio de inflación

Con el fin de ilustrar la aplicación de las fórmulas anteriores, supongase que una empresa ha emitido acciones comunes por valor de 3 millones, originándole gastos por \$ 150 000. La empresa piensa repartir en el primer año \$ 200 000 en dividendos, los que espera crezcan a una razón del 7% . Pronostica además que la inflación promedio será en los próximos años de 10% . La tasa de impuesto ha que esta sujeta la empresa es del 35% . ¿Cuál es el costo que representa para la empresa tal emisión, a) sin considerar impuesto ni inflación, b) considerando impuesto y, c) considerando impuesto e inflación?

a)

$$K_{ac} = \frac{200\ 000}{2\ 850\ 000} + 0.07$$

$$K_{ac} = 0.1401754 = 14.02\%$$

b)

$$K_{ac} = \frac{200\ 000}{3'000\ 000 - 150\ 000(1 - 0.35)} + 0.07$$

$$K_{ac} = 0.1389081 = 13.89\%$$

c)

$$K_{ac} = \frac{200\ 000 / (1 + 0.10)}{3'000\ 000 - 150\ 000(1 - 0.35)} + \frac{0.07 - 0.10}{(1 + 0.10)}$$

$$K_{ac} = 0.0353691 = 3.54\%$$

COSTO PONDERADO DE CAPITAL

Una vez determinado el costo individual de cada fuente (externa o interna), el siguiente paso es calcular el Costo ponderado de capital, que es el costo promedio de los costos de capital a los que incurriría la empresa al utilizar dichas fuentes. El cálculo puede hacerse sobre bases históricas, sin embargo, el pasivo y capital actual ya están invertidos, por lo que evaluar su costo sería irrelevante, lo importante es determinar el costo ponderado de las diferentes fuentes que se van a utilizar en el futuro, y compararlo con el rendimiento esperado de los proyectos de

inversión, si estos generan un rendimiento mayor al costo promedio ponderado, el precio de las acciones aumenta en el mercado.

Conociendo las fuentes a utilizar, sus costos después de impuesto y el porcentaje que cada una representa del total obtenido, entonces el costo de capital ponderado se calcula :

$$\bar{K} = \sum_{j=1}^n K_j X_j$$

Donde :

\bar{K} = Costo promedio ponderado de capital

K_j = Costo después de impuesto de la fuente j

X_j = Porcentaje que la fuente j representa del total de fondos a recabarse

n = Número de alternativas de la fuente

La fórmula nos dice que el costo ponderado de capital (\bar{K}), es igual a la sumatoria del resultado de multiplicar el costo de capital de cada fuente por su proporción con respecto al total de la cantidad que se financiará.

Para ilustrar la aplicación de dicha fórmula, supongase que una empresa piensa obtener fondos a través de un crédito bancario, una emisión de obligaciones y otra de acciones comunes. El préstamo bancario asciende a 3 millones, la emisión de obligaciones tienen un valor de 3 millones y la emisión de acciones es de 6 millones. Los costos de estas fuentes después de impuesto son : 12% , 14% y 20% respectivamente. ¿Cuál es el costo ponderado de capital si la empresa se financia de esta

manera#

Fuente	Cantidad	X_i	K_i	\bar{K}
Prestamo bancario	\$3'000 000	25%	0.12	3.0%
Obligaciones	3'000 000	25%	0.14	3.5%
Acciones Comunes	6'000 000	50%	0.20	10.0%
	12'000 000			16.5%

Costo Ponderado de Capital (\bar{K}) = 16.5%

Cabe hacer notar (aunque no se toco el punto dentro del contenido del programa de tesis), que es necesario agregar al costo ponderado obtenido, un porcentaje de riesgo. Al resultado obtenido debe adicionarse un porcentaje de riesgo sobre la inversion(proyecto), que garantice el sanq cumplimiento de lo planeado; en el ejemplo anterior al costo de 16.5% se le agrega el porcentaje de riesgo, que será para el ejemplo del 4%, arrojandose como resultado final un Costo Ponderado (\bar{K}) del 20.5%, el cual servirá para cubrir los adeudos solicitados para la inversion con un margen de seguridad.

CAPITULO IV

Caso practico

Antecedentes

Aullán S.A de C.V. es un grupo constituido por siete empresas, cuya principal actividad es la elaboración y venta de cemento, produce también otros artículos para la construcción tales como : clinker, concreto, cales para diversos usos, yeso, mortero, pegazulejo y tírol.

Aullán nace en 1964 cuando la compañía Mexicana de Cemento Aullán se fusiona con la empresa Producción de Cemento S.A.. En mayo de 1936 la compañía inicia operaciones en la planta del municipio de Tecali en el Estado de Puebla, cuya capacidad anual era de 36 500 toneladas de cemento.

En marzo de 1970 Aullán buscando una integración vertical decide la compra mayoritaria de dos compañías productoras de concreto, las que dan surgimiento en 1977 a la división de concretos Aullán.

En 1984 Aullán adquiere la mayoría de las acciones de Viesca S.A de C.V. , pasando ésta a formar parte integral del grupo. Esta planta tiene una capacidad anual de 1.6 millones de toneladas, siendo parte clave del grupo en su estrategia de cobertura nacional.

El grupo esta formado por :

1. Cementos Aullán S.A. de C.V.

2. Viesca S.A. de C.V.
3. Concretos Aullán S.A. de C.V.
4. Yeso Aullán S.A. de C.V.
5. Marbol S.A. de C.V.
6. Borne S.A. de C.V.
7. Sacos Nacionales S.A. de C.V.

La inversión de los accionistas (capital suscrito), al 31 de diciembre de 1990 esta representado por 125 890 782 acciones serie A y 120 665 654 acciones serie B , todas nominativas, sin valor nominal, suscritas y pagadas ; existiendo un total de 200 000 acciones serie A y 18 600 000 serie B pendientes de suscribir y pagar.

El grupo Aullán es el segundo productor independiente del país con una participación del 17.5% del mercado, siendo su producción en 1990 de 3.7 millones de toneladas de cemento, con una utilización de su capacidad instalada del 80% en este año.

Ventas Netas en 1990

Cemento y Clinker(miles de toneladas)	3 912
Concreto y premezclado(miles de metros cúbicos)	725
Cal y mortero (miles de toneladas)	738

Cifras Sobresalientes en 1990
(En millones de pesos)

<i>Ventas Netas</i>	676 431
<i>Utilidad de Operación</i>	73 648
<i>Utilidad Neta</i>	58 750
<i>Activo Total</i>	1'814 188
<i>Propiedades, planta y equipo</i>	1'528 930
<i>Capital Contable</i>	1'372 450
<i>Generación Operativa de Efectivo</i>	149 495
<i>Dividendo Pagado</i>	22 600
<i>Personal al finalizar el año</i>	3 204

Aullán con el fin de consolidar más su presencia en todo el territorio nacional, ha decidido adquirir en forma mayoritaria la empresa cementera Arizpe S.A. de C.V. , localizada en el estado de Chihuahua, esta empresa será la encargada de abastecer la zona occidente y noreste del país. El proyecto ha sido evaluado considerandose una buena inversión.

La adquisición de Arizpe por parte del grupo se hará a través de la compra del 100% de las acciones serie A(184 187 900), que representan un 75% del total de las acciones de la empresa. Aullán pagará por cada una de las acciones \$ 1 000 , lo que hace un total a pagar de \$ 184 187.9 millones de pesos.

Arizpe S.A de C.V.

Generalidades

Arizpe es una empresa dedicada a la elaboración y venta de cemento, fue fundada en 1956 por el sr. Domínguez Cusé, alcanzando en ese año un volumen de producción mensual de 20 000 toneladas. Actualmente produce 700 mil toneladas anuales, teniendo una capacidad instalada real de 900 mil; utilizando actualmente el 75% de su capacidad instalada.

Arizpe tiene un total de 245 583 acciones divididas en dos clases, 147 350 320 acciones serie A y 52 185 575 acciones serie B, todas ellas suscritas y pagadas, sin valor nominal y nominativas; además en tesorería tiene 36 837 580 acciones serie Y y 208 395 serie B.

Análisis Financiero de Aullán S.A. de C.V.

El análisis financiero realizado a través de porcentos integrales, razones financieras y, aumentos y disminuciones, es con el fin de conocer la situación de la empresa y determinar a que fuentes puede recurrir. Los aspectos principales ha considerar son : solvencia y estabilidad.

El panorama financiero que nos muestra el análisis a través de porcentos, es el de una empresa firme, sólida; la inversión principal se encuentra en el renglón del activo fijo, lo cual es normal, pues el tipo de maquinaria y equipo utilizado tiene un alto costo.

El análisis muestra también que la deuda a corto plazo (11.05), es menor que el activo circulante (14.96), por lo que puede decirse que posee una buena solvencia. El capital contable (76.79%), en comparación con el pasivo total (23.20), es más alto, no preocupando que la empresa caiga en manos de los acreedores. Otro renglón que merece también la atención es el de utilidades retenidas (24.7), pudiendo considerarse la posibilidad de reinvertirlas.

El estado de resultados arroja datos interesantes, el renglón de costo de ventas posee un porcentaje elevado, siendo este un punto en el cual la empresa deberá tener cuidado, lo mismo que con sus gastos de operación que a aún cuando no son elevados si tienen un porcentaje ha considerar.

El análisis a través de razones financieras (de mayor profundidad), muestra que la empresa posee una buena solvencia, lo que significa que la empresa puede hacer frente a sus deudas a corto plazo sin problema ; cuenta además con capital de trabajo

neto necesario para realizar sus operaciones normales y aunque el margen de seguridad no es muy alto, es una empresa que cuenta con lo necesario para seguir trabajando.

El análisis demuestra que el capital contable se encuentra invertido en activo fijo; además sólo el 30% de la inversión proviene de los acreedores, demostrando que el capital con el cual se encuentra trabajando la empresa proviene de ella misma. Lo anterior muestra que se cuenta con una buena estabilidad. También nos muestra que esta vendiendo, pues sus inventarios se rotan 3 veces al año.

El análisis a través de aumentos y disminuciones muestra que la empresa ha tenido aumento en el término de un año, en la mayoría de sus renglones. Tiene una tendencia ascendente.

El análisis financiero de Autlán muestra a una empresa sólida y estable, la cual puede hacer frente a sus deudas actuales y a las que pudiera llegar a contratar; lo anterior muestra que puede recurrir al financiamiento interno o externo para allegarse de los fondos necesarios para su proyecto de inversión. Cabe señalar que es una empresa que cotiza en bolsa y que es sujeto de crédito.

Por el tipo de proyecto de inversión (adquisición de una empresa), Autlán puede recurrir a las siguientes fuentes :

Internas	Depreciación
	Utilidades Retenidas
Externas	Crédito bancario
	Obligaciones
	Incrementos de capital

Autlán S. A. de C.V.

Balance general al 31 de diciembre de 1990
 Reducido a porcentos integrales
 (Cifras en millones)

Activo	\$	%
Circulante		
Efectivo y valores realizables	23 003	1.268
Cuentas y documentos por cobrar clientes, neto	108 845	5.823
Otros	16 344	0.801
Inventario	124 409	6.858
Pagos anticipados	<u>2 076</u>	<u>0.114</u>
	271 477	14.88
PROPIEDADES, PLANTA Y EQUIPO, neto	2'337 941	128.87
Depreciación	(812 011)	44.48
OTROS Activos, neto	<u>16 778</u>	<u>0.12</u>
ACTIVO TOTAL	1'814 183	100%
	*****	****
Pasivo		
Circulante		
Préstamos bancarios y porción - circulante de la deuda a largo - plazo	130 053	7.169
Cuentas y documentos por pagar a proveedores	57 966	3.195
Otras cuentas por pagar y pas- vos acumulados	7 798	0.429
Impuesto sobre la renta y parti- cipación de utilidades	<u>4 729</u>	<u>0.261</u>
	200 546	11.054
Deuda a largo plazo	<u>220 576</u>	<u>12.198</u>
Pasivo Total	421 122	23.213
Capital		
Reserva para obligaciones labo- rales	10 005	0.551
Reserva para contingencias	9 404	0.518
Interés minoritario	1 204	0.066
Capital social suscrito	180 000	8.819
Actualización de capital social	925 723	51.027
Prima en suscripción de acción	6 412	0.353
Utilidades acumuladas	448 175	24.704
Actualización patrimonial	<u>(167 861)</u>	<u>9.253</u>
Capital Total	1'393 063	76.787
	1'814 183	100%
	*****	****

Aullán S.A. de C.V
Estado de resultados por el año terminado
al 31 de diciembre de 1990
Reducido a porcentajes integrales
(Cifras en millones)

VENTAS NETAS	648 431	100%
Costo de Ventas	443 478	68.56
	-----	-----
Utilidad Bruta	232 953	34.44
GASTOS DE OPERACION		
Venta Y Administración	78 904	11.86
Depreciación y Amortización	80 401	11.89
	-----	-----
Utilidad de Operación	78 648	10.89
COSTO INTEGRAL DE FINANCIAMIENTO		
Interés, neto	40 463	5.98
Pérdida en cambios, neto	31 074	4.59
Utilidad por posición monetaria	(67 768)	(10.0)
	-----	-----
OTROS GASTOS, neto	3 769	0.56
	5 870	0.87
	-----	-----
Utilidad antes de impuesto	64 009	9.46
IMPUESTO SOBRE LA RENTA Y PARTICIPACION DE UTILIDADES	4 931	0.73
	-----	-----
Utilidad antes de interés minoritario	59 078	8.73
INTERES MINORITARIO de subsidiarias	328	0.05
	-----	-----
UTILIDAD NETA	58 750	0.87
	-----	-----

Razones Financieras

1. *Activo realizable a Pasivo realizable*

$$\frac{23\ 003}{200\ 546} = 0.115$$

La empresa tiene \$0.12 de realización inmediata por cada peso que debe.

2. *Activo circulante a Pasivo circulante*

$$\frac{271\ 477}{200\ 546} = 1.35$$

Por cada peso que debe la empresa tiene \$1.35 para responder a las deudas a corto plazo.

3. *Activo circulante menos Pasivo circulante*

$$271\ 477 - 200\ 546 = 70\ 931$$

La empresa dispone para trabajar de \$70 931 millones.

4. *Capital neto de trabajo a Pasivo a corto plazo*

$$\frac{70\ 931}{200\ 546} = 0.35$$

La empresa tiene margen de seguridad de un 35%

5. *Activo fijo a Capital contable*

$$\frac{1\ 525\ 930}{1\ 393\ 063} = 1.09$$

Esta razón indica que el 100% del capital se encuentra invertido en activo fijo.

6. *Pasivo total a Capital contable*

$$\frac{421\ 122}{1\ 393\ 063} = 0.30$$

Nos dice que el 30% de la inversión de la empresa se debe a los acreedores.

7. *Ventas netas a Activo fijo*

$$\frac{676\ 431}{1\ 525\ 930} = 0.44$$

Por cada peso de activo fijo, resultan \$0.44 de ventas netas

8. *Ventas netas a Capital contable*

$$\frac{676\ 431}{1\ 393\ 063} = 0.49$$

Por cada peso invertido de capital contable se vende \$ 0.49.

9. *Costo de Ventas a Inventario*

$$\frac{443\ 478}{124\ 409} = 3.56$$

Los inventarios se rotan 3 veces al año.

Autlán S. A. de C.V.
Balances Generales al 31 de diciembre de 1989 y 1990
(Cifras en millones)

Activo	1990	1989	Aumentos (Disminuciones)
Circulante			
Efectivo y valores realizables	23 003	11 629	11 378
Cuentas y documentos por cobrar-clientes, neto	105 645	74 686	30 959
Otros	16 344	14 607	1 737
Inventarios	124 409	133 464	(9 055)
Pagos anticipados	<u>2 060</u>	<u>1 493</u>	563
	271 477	235 875	
 PROPIEDADES PLANTA Y EQUIPO, neto	 1'525 930	 1'456 167	 69 763
OTROS Activos, neto	<u>16 778</u>	<u>7 789</u>	<u>9 009</u>
Activo Total	<u>1'814 815</u>	<u>1'699 811</u>	<u>114 374</u>
Pasivo			
Circulante			
Préstamos bancarios y porción circulante de la deuda a largo plazo	130 053	47 817	22 236
Cuentas y documentos por pagar a proveedores	57 966	54 616	3 350
Otras cuentas por pagar y pasivos acumulados	7 798	6 825	(2 024)
Impuesto sobre la renta y participación de utilidades	<u>4 729</u>	<u>4 024</u>	705
	200 546	116 282	
Deuda a largo plazo	<u>220 576</u>	<u>254 636</u>	(34 060)
Pasivo total	421 122	370 918	
Capital			
Reserva para obligaciones de caracter laboral	10 005	9 064	941
Reserva para contingencias	9 404	1 570	7 834
Interés minoritario	1 204	2 909	(1 705)
Capital social suscrito	150 000	94 543	55 457
Actualización de capital social	925 723	917 833	7 890
Prima en suscripción de acciones	6 413	25	6 388
Utilidades acumuladas	448 175	414 916	33 259
Actualización patrimonial	<u>(167 881)</u>	<u>(111 967)</u>	(55 914)
Capital Total	<u>1'393 063</u>	<u>1'328 893</u>	
	<u>1'814 815</u>	<u>1'699 811</u>	<u>114 374</u>

Autlán S. A de C.V.
Estados Financieros por los años terminados
al 31 de diciembre de 1990
(Cifras en millones)

	1990	1989	Aumentos (Disminuciones)
VENTAS NETAS	676 431	597 904	78 527
Costo de Ventas	<u>443 478</u>	<u>397 285</u>	<u>46 213</u>
Utilidad Bruta	232 953	200 639	32 314
GASTOS DE OPERACION			
Venta y Administración	78 904	61 071	17 833
Depreciación, Amortización	<u>80 401</u>	<u>84 700</u>	<u>(4 299)</u>
Utilidad de Operación	73 648	54 868	18 780
COSTO INTEGRAL DE FINANCIAMIENTO			
Interés neto	40 463	34 786	5 677
Pérdida en cambios	31 074	38 637	(7 563)
Utilidad por posición monetaria	(67 788)	(44 616)	(23 152)
OTROS GASTOS, neto	<u>5 870</u>	<u>2 610</u>	<u>3 260</u>
Utilidad antes de impuestos	64 009	23 451	40 558
Impuesto sobre la renta y participación de utilidades	<u>4 931</u>	<u>6 340</u>	<u>(1 409)</u>
Utilidad antes de interés minoritario	59 078	17 111	41 967
INTERES MINORITARIO de subsidiarias	<u>328</u>	<u>679</u>	<u>(351)</u>
UTILIDAD NETA	58 750	16 432	42 318

Nota : Todas las cifras están expresadas en poder adquisitivo al 31 de diciembre de 1990

Utilidades Retenidas

El monto de utilidades retenidas que Aullán ha decidido reinvertir es de hasta el 7% (\$ 31 372.25), esto en base a las utilidades obtenidas en 1990 y a las utilidades que se estiman obtener para el próximo año. El rendimiento asciende al 29.15% y la comisión ha otorgar será del 4% .

$$Kur = (0.2915)(1 - 0.35)(1 - 0.04)$$

$$Kur = 18.19\%$$

Depreciación

Por la solidez financiera que tiene Aullán, es posible utilizar la depreciación (y las utilidades retenidas), como fuente de recursos, y aún cuando no tienen un costo para la empresa, ésta ha decidido que se tome como tasa de interés para la depreciación, la tasa mínima que otorgan los instrumentos de inversión.

Se ha decidido que se puede utilizarse hasta un 5% de la depreciación acumulada, para no afectar en demasía la reserva de reemplazo para activos fijos.

Monto de la depreciación	\$ 40 800.55
Tasa de inversión mínima (CETES 28 días)	18.6%

Créditos Bancarios

Aullán para este proyecto puede recurrir a dos tipos de crédito

bancario : crédito directo y crédito hipotecario, siendo el primero a corto plazo y el segundo a largo plazo.

Préstamo Directo

El monto del crédito directo ascendería a \$ 48 047 millones (25% del capital requerido), a un plazo de 9 meses, siendo las condiciones del banco para tal préstamo : tasa de interés simple de 1.8% mensual, pagados por anticipado; una reciprocidad del 10%. Se estima que los gastos a incurrir para obtener el préstamo ascenderán a 20 millones.

$$K_{pcp} = \sqrt[9]{\frac{48\ 047 - 4\ 804.7}{48\ 047 - 7\ 459.814 - 20 - 4\ 804.7}} - 1$$

$$K_{pcp} = 0.0224 = 2.24\%$$

$$IAE = 30.4\% \quad \text{Antes de impuesto}$$

$$K_{pcp} = \sqrt[9]{\frac{48\ 047 - 4\ 804.7}{48\ 047 - 7\ 459(0.85) - 20(0.85) - 4\ 804.7}} - 1$$

$$K_{pcp} = 0.014 = 1.4\%$$

$$IAE = 18.10\% \quad \text{Después de impuesto}$$

Préstamo Hipotecario

El crédito hipotecario ascendería a \$ 92 093.95 millones (50% del capital requerido), a 5 años. El banco cobrará un interés anual del 22.5% anual sobre saldos insolutos, y el 1% por apertura de crédito.

*Flujo de Efectivo
(Cifras en millones de pesos)*

Año	Flujo antes de impuesto		Deducciones	Flujo después de impuesto
	Capital	Interés		
0	91 173.01	-	920.940	91 495.339
1	18 418.79	20 721.139	20 721.139	31 887.530
2	18 418.79	16 576.911	16 576.911	29 193.782
3	18 418.79	12 432.683	12 432.683	26 500.034
4	18 418.79	8 288.458	8 288.458	23 806.286
5	18 418.79	4 144.228	4 144.228	21 112.538

Costo Real (Kb) antes de impuesto = 23.0237%
 Costo Real (Kb) después de impuestos = 14.92041%

Obligaciones

La emisión de obligaciones es una fuente a largo plazo a la cual puede recurrir la empresa para allegarse de los fondos que requiera. Esta emisión tendría un importe de \$110 512.74 millones (50% del capital requerido), a un plazo de 5 años, al

21.98% anual. Se estima que los gastos a incurrir ascenderían a 120 millones. El capital de las obligaciones será pagado al vencimiento. El tipo de obligaciones a emitir serían quirografarias.

Flujo de efectivo
(Cifras en millones de pesos)

Año	Flujo antes de impuesto	Deducciones	Flujo después de impuesto
0	110 392.74	120	110 437.74
1	24 290.7	24 290.7	15 788.955
2	24 290.7	24 290.7	15 788.955
3	24 290.7	24 290.7	15 788.955
4	24 290.7	24 290.7	15 788.955
5	24 290.7	24 290.7	15 788.955
5	110 512.74		110 512.74

Costo Real antes de impuesto (K_0) = 22.018%

Costo Real después de impuesto (K_0) = 14.3089%

Incrementos de Capital

Autlán es una empresa que cotiza en bolsa, y que cuenta con acciones, por lo cual puede recurrir a la emisión de acciones para obtener los recursos necesarios para su proyecto. Autlán cuenta con acciones divididas en dos series, de las cuales se pondrán a la venta acciones serie A.

El monto de la emisión ascendería a \$ 45 047 millones, el dividendo neto de primer año sería de \$ 9 131.120 millones, creciendo a una razón anual del 3%. Los gastos de emisión serían de 150 millones.

$$K_{ac} = \frac{9\ 131.12}{45\ 047 - 150} + 0.03$$

$$K_{ac} = 22.89\% \quad \text{Antes de impuesto}$$

$$K_{ac} = \frac{9\ 131.12}{45\ 047 - 150(1-0.35)} + 0.03$$

$$K_{ac} = 22.87\% \quad \text{Después de impuesto}$$

Costo Ponderado de Capital

Calculando el costo de capital de cada una de las fuentes de financiamiento a utilizar (posibles), debe calcularse el costo ponderado de capital de la empresa.

En este caso se obtendrá el costo de capital de cuatro combinaciones que la empresa puede hacer para obtener los fondos requeridos, con el fin de que sirva para decidir cual(fuente o combinación), es la mejor decisión de financiamiento.

Costo Ponderado

Fuente	Cantidad obtenida por fuente	Proporción respecto al total	Costo de Capital	K
Depreciación	27 628.185	15%	0.188	2.49
Crédito bancario				
Directo	46 046.975	25%	0.181	4.525
Obligaciones	110 512.74	60%	0.1431	<u>8.586</u>
				15.601
		+ Porcentaje de Riesgo		<u>3%</u>
			K	= <u>18.601</u>
Utilidades	27 628.185	15%	0.1819	2.728
Crédito bancario				
Directo	46 046.975	25%	0.181	4.525
Obligaciones	110 512.74	60%	0.1431	<u>8.586</u>
				15.839
		+ Porcentaje de Riesgo		<u>3%</u>
			K	= <u>18.84</u>
Depreciación	27 628.185	15%	0.188	3.73
Crédito bancario				
Hipotecario	92 093.95	50%	0.1492	7.48
Incrementos de -				
Capital	64 465.765	35%	0.2287	<u>8.004</u>
				17.954
		+ Porcentaje de Riesgo		<u>3.5%</u>
			K	= <u>21.45</u>

Fuente	Cantidad obtenida por fuente	Proporción respecto al total	Costo de Capital	₱
<i>Crédito bancario</i>				
<i>Hipotecario</i>	48 046.973	25%	0.1492	3.73
<i>Obligaciones</i>	92 093.05	50%	0.1431	7.155
<i>Incrementos de Capital</i>	48 046.973	25%	0.2287	<u>5.715</u>
				16.603
		<i>+ Porcentaje de Riesgo</i>		<u>4%</u>
			₱	= 20.602

CONCLUSIONES

El hecho de que las empresas requieran constantemente de recursos para su funcionamiento y desarrollo, hace necesario que los encargados de obtener dichos recursos, tengan conocimiento de las fuentes a las cuales pueden recurrir.

En las fuentes internas, los recursos provienen y son generados por las operaciones de la empresa, y estas son: cuentas por cobrar, inventarios, depreciación, pasivos acumulados y utilidades retenidas.

Los fondos a través de cuentas por cobrar pueden obtenerse de dos formas: a) Cesión (las cuentas son utilizadas como garantía colateral para un préstamo), y b) Factorización (venta de las cuentas a un factor); en ambos casos se cobra un interés (comisión) por la operación. Ahora bien, no todas las cuentas suelen ser factibles de ser cedidas o factorizadas, dependiendo esto de su calidad; además, debe planearse bien su utilización para no debilitar la dignidad de crédito ante instituciones de crédito, ya que son un activo líquido.

El inventario es un fuente de recursos por ser una excelente garantía; para ser considerado como tal, se requiere que sea durable, identificable y que no requiera condiciones de almacenaje especiales, además debe ser susceptible de venta. Los inventarios de materia prima y producto terminado son los que pueden llegar a utilizarse como garantía.

La depreciación es una excelente fuente de recursos, por no tener un costo para la empresa, ni un plazo para su reposición, pero es escasa y limitada. Es una reserva para la adquisición de activo

fijo (reposición), no siendo una movilización real de dinero, sino que se suma para obtener los costos totales de la empresa. Para su utilización la empresa deberá contar con una buena solvencia.

Los pasivos acumulados son una fuente de fondos que puede utilizarse por un cierto tiempo (corto), están representados por los sueldos y salarios, y los impuestos, los cuales deben pagarse en una fecha determinada, que no puede posponerse ni evitarse. Al utilizarlos, la empresa no incurre en ningún costo, siempre y cuando, los pague en la fecha establecida, de no ser así puede provocar problemas laborales (salarios) o el pago de recargos (impuestos).

Las utilidades retenidas junto con la depreciación, son los rubros más utilizados de las fuentes internas, esto por las ventajas en cuanto a su exigibilidad, plazo y costo. El obstáculo para la utilización de las utilidades pueden ser los accionistas, los cuales pueden no encontrarse de acuerdo con la inversión, esto puede evitarse con una buena política de reparto de dividendos y reinversión. Los fondos de estas no suelen ser muy altos, sin embargo, pueden ayudar a disminuir el importe a utilizar de otras fuentes.

Los beneficios de utilizar las fuentes internas para allegarse los fondos necesarios, es en cuanto a su exigibilidad (depreciación y utilidades), además no se corre el riesgo de perder el control de la empresa, siendo por lo general el costo menor que el de las fuentes externas; sin embargo, una mala planeación de tal utilización de recursos, puede provocar insolvencia o una descapitalización.

Las fuentes externas tienen mayor variación y poseen

características especiales, así mismo la empresa deberá poseer y llenar una serie de requisitos para tener acceso a ellas. Las fuentes externas son : crédito comercial, crédito bancario obligaciones, arrendamiento financiero, fideicomisos e incrementos de capital.

El crédito comercial es una de las fuentes más comunes y utilizadas; no proporciona dinero, pero otorga a la empresa un tiempo para que pague los bienes o servicios adquiridos, está al alcance de la mayoría de las empresas, es una fuente a corto plazo.

La banca es otra fuente importante de recursos (en especial para la mediana y pequeña empresa), la cual otorga diferentes tipos de crédito, acordes con las necesidades. El banco estudia a la empresa y al proyecto que le presenta, para determinar si es o no sujeto de crédito, y a que tipo de crédito puede tener acceso de acuerdo con el proyecto de inversión presentado. La banca otorga créditos tales como :

a) Crédito Simple. El banco paga los bienes o servicios adquiridos por el acreditado, el que irá amortizando su deuda; es a corto plazo.

b) Descuento de Documentos. Cesión de documentos al banco, el cual paga estos de manera anticipada (valor nominal menos intereses y comisión). Es a corto plazo.

c) Préstamos Directos. El banco otorga una cantidad al solicitante, el cual la devolverá en una determinada fecha, junto con los intereses correspondientes. No tiene un fin específico; es a corto plazo.

d) Crédito Prendario. Similar al anterior, solo que es otorgado con garantía la cual suele ser : certificados de depósito o bonos en prenda. Es utilizado generalmente para adquirir materia prima o activo fijo.

e) Crédito de Habilitación o avío. Es otorgado para adquirir materia prima, pagar mano de obra o gastos indirectos. Se da a empresas dedicadas a la actividad industrial, agrícola o ganadera, es a corto plazo.

f) Crédito Refaccionario. Se otorga para la compra de activo fijo a empresas dedicadas a la actividad industrial, agrícola o ganadera. Es un crédito a largo plazo.

g) Crédito Hipotecario. Crédito a largo plazo que puede ser utilizado para la adquisición, construcción o mejoras de inmuebles, destinados al objeto social de la empresa; consolidación de pasivos originados por las operaciones normales de la empresa. Es un crédito con garantía en activos tangibles, otorgados a empresas dedicadas a la actividad industrial, agrícola o ganadera. Una modalidad es el crédito hipotecario industrial.

h) Líneas Globales. Crédito manejado por NAFINSA, que permite el pago de forma inmediata a los proveedores extranjeros, se encarga de pagar por cuenta del cliente, el que pagará a NAFINSA.

La banca es el centro de la actividad financiera, otorgando los créditos, el monto, los plazos y el interés, acordes con el proyecto y la empresa.

La emisión de obligaciones es una fuente a largo plazo, no pudiendo todas las empresas recurrir a ella para allegarse de fondos, sólo las sociedades anónimas inscritas o autorizadas por la bolsa pueden hacerlo. Las obligaciones deberán tener una atractiva tasa de rendimiento para atraer la atención del público inversionista. Cuatro son los principales tipos de obligaciones: girografarías, hipotecarias, convertibles y prendarias, siendo las primeras las más comunes. El tipo de obligación a emitir es acorde con la situación de la empresa.

El papel comercial es un instrumento para obtener recursos a corto plazo, son emitidos por empresas con un gran prestigio. Se venden con un descuento respecto a su valor nominal, el descuento es el interés que la empresa pagará por la utilización del capital.

Los fideicomisos del gobierno federal administrados por el Banco de México y NAFINSA, otorgan la misma variedad de créditos que la banca, en condiciones similares. Son otorgados a empresas que realizan operaciones prioritarias para el crecimiento y desarrollo del país, con tasa de interés preferenciales. Los fideicomisos tienen un objeto específico (FONATUR, FONEP, etc.), dirigidos a un determinado tipo de empresa y proyecto.

El arrendamiento financiero es una fuente de recursos, porque es un medio para adquirir activo fijo, el cual es pagado a través de rentas más una cantidad al momento de terminar el contrato (una opción), si no puede continuarse rentando el bien o enajenar a un tercero, participando la empresa y la arrendadora de dicha enajenación. Su conveniencia radica en que no es necesario desembolsar grandes sumas al inicio de la operación, sin embargo, tiene un costo elevado.

El incremento de capital puede ser a través de la emisión de acciones comunes o acciones preferentes. La emisión de las primeras implica invitar a participar de las utilidades y del control de la empresa. La emisión de acciones preferentes otorga a su poseedor la preferencia en el pago de su rendimiento, y aun cuando su inclusión en la administración y voto está limitado, puede llegar a obtenerlo si la empresa infringe alguna(s) estipulación del contrato. La emisión de acciones no posee fecha de vencimiento. La determinación de emitir o no acciones, y de que tipo emitir, dependerá de si se desea o no invitar a

participar de las ganancias y de la administración de la empresa u otorgar un rendimiento fijo, además de si la empresa puede recurrir o no a otra fuente de financiamiento.

Ahora bien, conocer el costo de capital de las fuentes de financiamiento a las que tiene acceso la empresa es importante, ya que esto permitirá tomar mejores decisiones en lo que respecta a la estructura financiera, también permite comparar las fuentes desde el punto de vista económico, pudiendo determinar el sustituir una fuente por otra.

En lo que respecta a las fuentes externas, de acuerdo al costo de capital es más conveniente financiarse con pasivos que mediante incrementos de capital, ya que los intereses son deducibles y el pago de dividendo no.

No existen reglas establecidas que digan a que fuente debe recurrir la empresa, esto es cuestión de opinión y comparación de las diferentes fuentes; para determinar a que fuente recurrir (interna, externa o ambas), es necesario que la empresa tome en consideración las características, requisitos y costo de capital de las fuentes a las cuales tiene acceso, pero además, deberá tomar en cuenta sus propias características y necesidades, así como sus posibilidades; los aspectos a considerar en lo que respecta a la empresa son: tipo de sociedad, actividad, tamaño, inscripción en la bolsa, solvencia, estabilidad, productividad y monto de recursos necesario. Deberá establecer la conveniencia o inconveniencia de utilizar una u otra fuente, su exigibilidad y el riesgo.

Todo lo anterior ayudará a tomar la decisión más adecuada. La fuente o mezcla de fuentes apropiada será aquella que le permita a la empresa un adecuado desarrollo; además el uso de la fuente

no debe provocar un desequilibrio, ni poner en peligro a provocar insolvencia o descapitalización.

En el caso de Aullán, y de acuerdo a sus características es una empresa que tiene acceso a cualquier fuente (interna o externa); puede recurrir a las fuentes internas porque cuenta con los recursos, además tiene una buena solvencia y estabilidad. La utilización de las fuentes externas es factible también, pues por su situación es una empresa sujeto de crédito, que cotiza en bolsa y que cuenta con acciones en tesorería.

Determinadas las fuentes a las que tiene acceso debe decidirse cual o cuales son la mejor opción de financiamiento, esto es, comparar las características, ventajas, desventajas y costo; y considerar además las necesidades y perspectivas futuras.

La combinación de las distintas alternativas, permite tener más opciones de donde escoger, siendo conveniente la utilización de varias fuentes cuando el monto requerido es alto, pues permite a la empresa no endeudarse con un solo tipo de acreedores y tal vez, a distintos plazos.

Para Aullán lo más conveniente es la combinación de distintas fuentes por el importe de recursos, siendo en este caso la mejor la formada por :

- Utilidades Retenidas
- Crédito bancario directo
- Obligaciones

Las otras fuentes no se consideran por :

1. El crédito hipotecario. Es una excelente fuente pero la empresa ha decidido que si puede recurrir a otras fuentes para

obtener los recursos sin gravar ningún activo es mejor, esto con el fin de si es necesario en un futuro hacer uso de tal medio.

2. Incrementos de Capital. No se ve la necesidad de diluir el control de la empresa o compartir las ganancias, ya que se tiene acceso a otras fuentes; además, la emisión no tiene fecha de vencimiento por lo que sería algo que pertenecería a la empresa de una manera permanente.

3. La Depreciación. Se a preferido que continúe como reserva para la reposición de los activos existente, además como se cuenta con las utilidades no se ve la necesidad de utilizarla; no siendo conveniente utilizar únicamente fuentes internas, ya que esto podría provocar insolvencia y poner en peligro la estabilidad de la empresa.

La opción elegida se considera la mejor por que existe variedad en las fuentes, tienen distintos vencimientos y la empresa cuenta con recursos internos que puede reinvertir; además el costo ponderado de capital es bajo.

B I B L I O G R A F I A

Bolton Steven E.
Administración Financiera
Editorial LIMUSA

Van Horne James C.
Administración Financiera
Editorial Contabilidad Moderna

Schall Lawrence y Haley Charles W.
Administración Financiera
Editorial McGraw Hill

Mao James C.T.
Análisis Financiero
Editorial El Ateneo

Coss Bu Raúl
Análisis y Evaluación de proyectos de inversión
Editorial LIMUSA

C.P. Luis Haimé Leví
El arrendamiento financiero
Ediciones Fiscales

Baca Urbina G.
Evaluación de proyectos
Editorial McGraw Hill

Weston E.J. y Brigham E.F.
Finanzas en Administración
Editorial McGraw Hill

Stanley B. Block y Hirt Geoffrey A.
Fundamentos de Administración Financiera
Editorial CECSA

Sapag Chain Reinaldo y Sapag Chain Nassir
Fundamentos de preparación y evaluación de
proyectos
Editorial McGraw Hill

Lusztig Peter Y Corzo Miguel A.
La Administración Financiera en el contexto
mexicano
Editorial McGraw Hill

Moreno Fernández Joaquín A.
Las finanzas en la empresa
Editorial McGraw Hill

Ejecutivos en finanzas
Financiamiento a largo plazo
Junio de 1988

Ejecutivos de finanzas
Teoría y Praxis
Junio de 1988

Lic Héctor Escojadillo
Introducción al factoraje y a la asociación
mexicana de factoraje
Nego-Bancos
15 de Junio de 1990

Ernesto Flores Z.

*El factoraje, útil herramienta de crédito
Nego-Bancos*

31 de Marzo de 1990