PARTE I
PERSPECTIVA GENERAL

TEMA 1. INTRODUCCIÓN A LAS FINANZAS CORPORATIVAS

ÍNDICE

1.1. ¿Qué son las finanzas corporativas?

1.2. La empresa corporativa

1.3. La importancia de los flujos de efectivo

1.4. La meta de la administración financiera

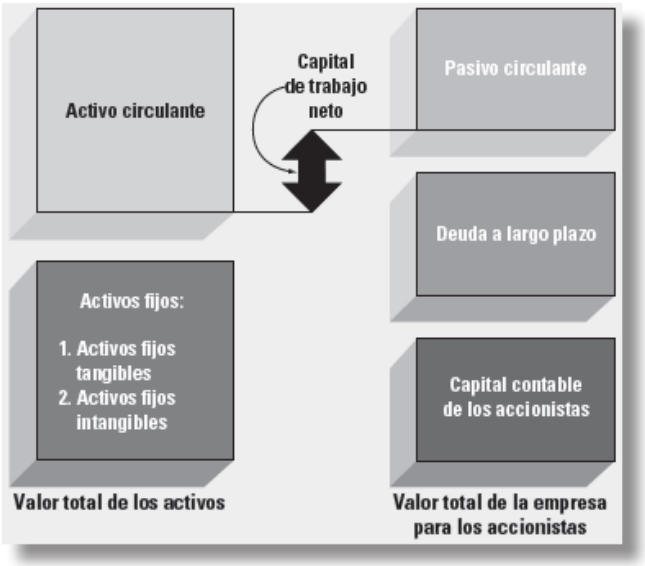
1.5. El problema de agencia y el control de la corporación

1.1. ¿Qué son las finanzas corporativas?

EL MODELO DE BALANCE GENERAL DE LA EMPRESA

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

Figura 1.1
Modelo del balance general de la empresa



1. **Activos de la empresa:** aparecen al lazo izquierdo del balance general, diferenciamos entre:

   - Activos fijos (activo no corriente): bienes propiedad de la empresa que van a durar a largo plazo. (Ejemplo: edificio). Se utilizan para producir. Diferenciamos entre:
     - Activos fijos tangibles: maquinaria, ordenadores, etc.
     - Activos fijos intangibles: patentes, marcas comerciales

   - Activos circulantes (a corto plazo): comprenden aquellos que tienen corta duración. Lo que se va a consumir dentro del próximo año. Ejemplo: existencias.

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

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

Las finanzas corporativas responden a estas tres preguntas:

1. ¿Qué inversiones a largo plazo (ANC) debería elegir la empresa? → **Presupuesto de capital**

2. ¿Cómo debería obtener financiación la empresa para pagar las inversiones elegidas? → **Estructura de capital**

3. ¿Cómo deberían gestionarse y financiarse los activos a corto plazo? → **Capital de trabajo neto, capital circulante o fondo de maniobra.**

EL GERENTE/DIRECTOR FINANCIERO

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

El **principal objetivo del director financiero** → incrementar el valor de a la empresa mediante:

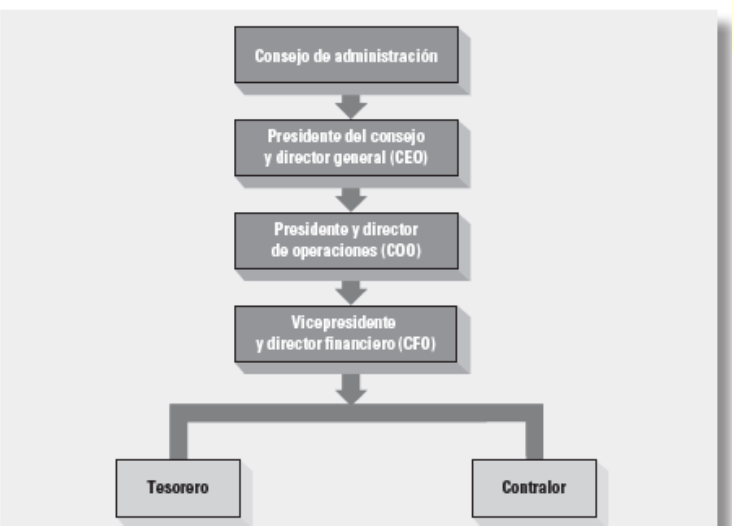
- Elección de proyectos que creen valor
- La toma de decisiones financieras inteligentes.

Por debajo estarían:

- **Tesorero:** se ocupa de flujos de efectivo, inversiones de capital y preparación de planes financieros.
- **Controlador:** Función contable; impuestos, contabilidad de costes y financiera y sistemas de información.

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

Figura 1.2
Organigrama hipotético



1.2. La empresa corporativa

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

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

***Factores importantes*:**

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

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

- **Sociedad general (en ESP sociedad colectiva):** todos los socios se comprometen a aportar una parte del trabajo y el efectivo y a compartir los resultados. Cada socio es responsable de la totalidad de las deudas de la sociedad
- **Sociedades limitadas (en ESP sociedad comanditaria):** La responsabilidad de algunos socios se limita al capital aportado. Al menos debe haber un socio general. Los socios limitados no participan en la administración.

Factores importantes:

- La constitución de las sociedades no requiere grandes inversiones económicas y son fáciles de formar. Puede ser necesario incurrir en honorarios o pagos de licencias, solitudes o permisos.

- **Socios generales** (socios colectivos en ESP): responsabilidad ilimitada por deudas y obligaciones.
- **Socios limitados** (socios comanditarios en ESP): responsabilidad limitada a su aportación

- La sociedad general termina cuando un socio fallece o se retira (esto no sucede con un socio limitado). Los socios limitados pueden vender su aportación.
- Es difícil que una sociedad obtenga grandes cantidades de dinero. Las aportaciones de capital generalmente se limitan a la capacidad de un socio y su deseo de hacer aportaciones a la sociedad.
- Los ingresos de una sociedad se gravan como impuestos personales de los socios.
- El control administrativo se centra en los socios generales.

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

Las **desventajas** son:

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

La corporación: es la forma mercantil más importante. (En ESP; Sociedad Anónima, Sociedad Limitada, Sociedad cooperativa, etc...).

Factores importantes:

- Más difícil de crear y costosa (escrituras, estatutos).
- Fácil transmitir la propiedad (acciones / participaciones).
- Responsabilidad limitada al capital aportado.
- Vida ilimitada
- Mayor capacidad para obtener financiación.
- Doble imposición o doble gravamen (IS / IRPF para dividendos).

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

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

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

Tabla 1.1. Comparación entre las sociedades y las corporaciones:

Tabla 1.1 **Comparación entre las sociedades y las corporaciones**

	Corporación	Sociedad
Liquidez y negociabilidad	Las acciones se pueden intercambiar sin que sobrevenga el fin de la corporación. Las acciones comunes pueden negociarse en una bolsa de valores.	Las unidades están sujetas a restricciones sustanciales sobre la transferencia. Por lo común, no existe un mercado establecido de compraventa de sociedades.
Derechos de voto	De ordinario, cada acción común le da derecho al tenedor a un voto sobre asuntos que requieren someterse a votación y sobre la elección de los miembros del consejo de administración. A su vez, éstos designan a la alta dirección de la empresa.	Los socios limitados tienen algunos derechos de votación. Sin embargo, los socios generales tienen el control exclusivo y la administración de las operaciones.
Impuestos	Las corporaciones están sujetas a un doble pago de impuestos: la utilidad corporativa es gravable, así como los dividendos que reciben los accionistas.	Las sociedades no están gravadas. Los socios pagan impuestos personales sobre las utilidades de la sociedad.
Reinversión y pago de dividendos	Las corporaciones tienen amplia discrecionalidad sobre las decisiones relativas al pago de dividendos.	Por lo general, a las sociedades se les prohíbe que reinviertan las utilidades que obtienen. Todas las utilidades se distribuyen entre los socios.
Responsabilidad	Los accionistas no son personalmente responsables de las obligaciones de la corporación.	Los socios limitados no son responsables de las obligaciones de las sociedades. Los socios generales pueden tener responsabilidad ilimitada.
Continuidad de la existencia	Las corporaciones pueden tener una vida perpetua.	Las sociedades tienen vida limitada.

1.3. La importancia de los flujos de efectivo

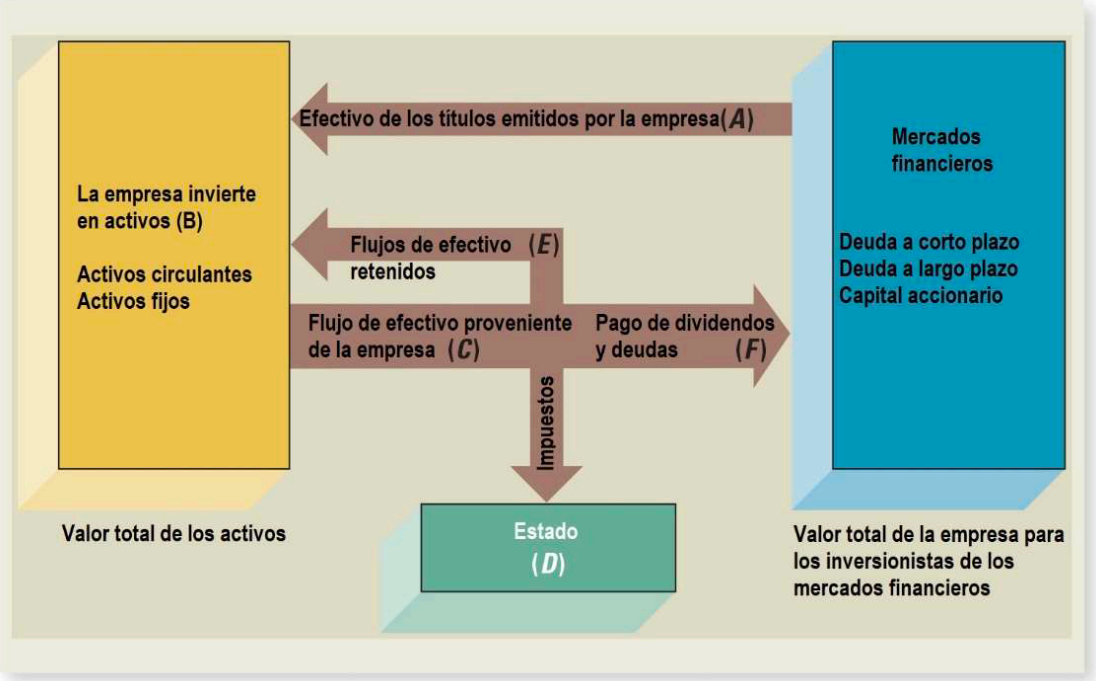
La responsabilidad más importante de un administrador financiero es crear valor a partir de las actividades de elaboración del presupuesto de capital, financiero y capital de trabajo neto de la empresa.

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

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

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

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



Utilidad contable (beneficio) ≠ Flujos de efectivo

EJEMPLO 1.

La compañía Midland refina y vende oro. Según las cifras de final de año, vendió 2500 onzas de oro por ¢1 millón. La compañía había adquirido oro por $900.000 a principios de año y pagó en efectivo. Por desgracia, aún no ha cobrado el dinero del cliente a quien vendió el oro.

The Midland Company Perspectiva contable Estado de resultados Año con cierre al 31 de diciembre	
Ventas	$1 000 000
−Costos	−900 000
Utilidad	$ 100 000

The Midland Company Perspectiva financiera Estado de resultados Año que termina el 31 de diciembre	
Flujo de entrada de efectivo	$ 0
Flujo de salida de efectivo	−900 000
	−$ 900 000

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

PLAZO O "TIMING" DE LOS FLUJOS DE EFECTIVO → el valor de una inversión realizada por la empresa depende de la periodicidad de los flujos de efectivo. Es preferible recibir los flujos de efectivo más pronto que tarde.

EJEMPLO 2.

La compañía Midland intenta elegir entre dos nuevos productos. Ambos generarán flujos de efectivo adicionales durante un período de 4 años, e inicialmente tendrán un costo de $10.000. los flujos de efectivo de los productos son los siguientes:

Año	Nuevo producto A	Nuevo producto B
1	$ 0	$ 4 000
2	0	4 000
3	0	4 000
4	20 000	4 000
Total	$20 000	$16 000

Al inicio, parece que el producto A sería la mejor opción, sin embargo, los FE del producto B llegan antes. Deberíamos usar una tasa de actualización y ver cual crear un valor superior.

RIESGO DE LOS FLUJOS DE EFECTIVO

Los FE futuros no se conocen con certeza. La mayoría de inversiones tienen aversión al riesgo.

EJEMPLO 3.

La compañía Midland considera expandir sus operaciones al extranjero, y está evaluando Europa y Japón como posibles sedes. Se considera que Europa es un sitio relativamente seguro, mientras que operar en Japón se presenta como una opción muy riesgosa. En ambos casos la empresa cerraría sus operaciones después de un año. Luego de realizar un análisis financiero completo, Midland calculó los siguientes flujos de efectivo de los planes alternativos de expansión en tres escenarios:

	Pesimista	Más probable	Optimista
Europa	$75 000	$100 000	$125 000
Japón	0	150 000	200 000

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

1.4. La meta de la administración financiera

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

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

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

La meta del gerente financiero:

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

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

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

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

1.5. El problema de agencia

En una **corporación**, los **accionistas** son los propietarios, pero delegan la gestión en los **administradores**.

Los administradores deberían actuar en beneficio de los accionistas, es decir, **tomar decisiones que aumenten el valor de las acciones**.

Sin embargo, en las **grandes corporaciones** la propiedad está muy dispersa entre muchos accionistas, lo que hace que:

- Los accionistas **no controlen directamente** la empresa
- Los administradores tengan el **control efectivo** de la gestión

RELACIONES (CONFLICTOS) DE AGENCIA

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

Problema de agencia

Como los intereses de accionistas y administradores **no siempre coinciden**, puede surgir un **conflicto de intereses**, llamado: **problema de agencia**

Por ejemplo, cuando los directivos toman decisiones que les benefician a ellos, pero no maximizan el valor para los accionistas.

METAS DE LA GERENCIA

Los objetivos de la gerencia pueden diferir de los de los accionistas. Este conflicto de intereses genera → **Costes de agencia.**

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

Estos costes **pueden ser indirectos o directos**:

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

¿LOS GERENTES ACTÚAN EN FAVOR DE LOS INTERESES DE LOS ACCIONISTAS?

El hecho de que los gerentes actúen efectivamente a favor de los intereses de los accionistas depende de dos factores;

Primero → ¿Las metas de la administración concuerdan estrictamente con los objetivos de los accionistas? Esta pregunta se relaciona, por lo menos en parte, con la manera en que se remunera a los administradores [1].
Segundo → ¿Se puede reemplazar a los administradores si no persiguen las metas de los accionistas? Esta cuestión se relaciona con el control de la empresa [2].

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

[1] Remuneración de los accionistas

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

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

[2] Control de la empresa:

El control de la empresa corresponde a los accionistas. Ellos eligen al consejo de administración, el cual, contrata y despide a los administradores. La amenaza de una toma de control puede llevar a una mejor gestión.

GRUPOS DE INTERÉS (STAKEHOLDERS)

Además de los accionistas y la gerencia, existen otros **grupos de interés** en la empresa, como empleados, clientes, proveedores y el Estado, que tienen interés financiero en ella.

Un grupo de interés es cualquier parte que **puede tener derechos sobre los flujos de efectivo** de la empresa. Como sus intereses pueden **entrar en conflicto** entre sí o con los de la empresa, estos grupos pueden competir por **influir o ejercer control** sobre la compañía.