

¿ES NEGOCIO ENDEUDARSE?

Ing. Néstor Santos Jiménez

RESUMEN

La condición fundamental para que una empresa busque financiamiento es que debe contar con una alternativa de inversión rentable. Desde el punto de vista privado o empresarial, la rentabilidad estimada antes del financiamiento viene a ser la rentabilidad económica. El costo de capital de cualquier esquema de financiamiento (deuda y capital propio) debe ser igual o mayor que la rentabilidad económica, condición necesaria para que el negocio sea viable financieramente y se concrete su ejecución.

ABSTRACT

A company that is searching for financing must have a profitable investment opportunity. From the private point of view, the economic profitability is the estimated return before the interest payment deduction. The cost of capital of any financial structure (Debt or equity) must be equal or greater than the economic profitability. This key condition is necessary to get a financial feasibility of the company.

Presentación

El financiamiento con deuda mejora la rentabilidad de la inversión para el inversionista (accionista), porque gracias a la deuda, el inversionista aporte menos capital, por el efecto del palanqueo financiero; a su vez, los intereses que la empresa paga por la deuda al contabilizarse como gastos financieros, permiten un ahorro fiscal (menor pago de participación laboral e impuesto a la renta). En principio, es un buen negocio endeudarse, pero para que ello sea realidad, el inversionista, que es el responsable de la gestión de la empresa, debe hacer los esfuerzos necesarios para que la inversión se concrete según el nivel previsto y que los márgenes de ganancia proyectados sean los esperados. Si las premisas que sustentan las proyecciones económico-financieras de una alternativa de inversión no se cumplen, el riesgo de perder aumenta, con lo cual la bondad de la deuda, en lugar de ser conveniente, se vuelve en un problema crítico para el accionista, pudiendo poner incluso en peligro el futuro de la empresa.

Una decisión de suma importancia en toda organización empresarial es cómo financiar una alternativa de inversión, sea ésta relacionada a un negocio nuevo, la modernización de planta, la diversificación de la producción, la ampliación de capacidad instalada, la compra de una empresa en marcha, entre otras opciones. La inversión tiene su proceso de maduración en el tiempo, por lo que la generación de recursos financieros tiende a ser gradual, razón por la cual, el financiamiento de la inversión tiene que llevarse a cabo con productos o instrumentos de mediano y largo plazo, es decir con recursos financieros cuyo período de devolución sea concordante con la evolución del negocio financiado.

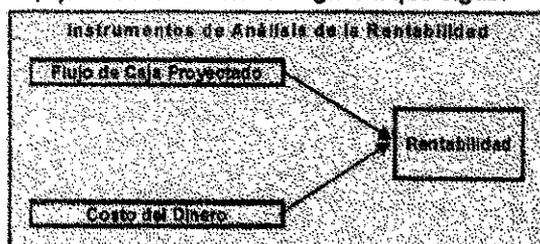
El esquema de financiamiento de una inversión comprende deuda y capital propio. La deuda es una obligación financiera que la empresa debe pagar según un determinado calendario comprometido con los acreedores, en cambio el inversionista que aportó capital propio recibirá su compensación

financiera de parte de la empresa en la medida que ésta previamente cumpla con sus obligaciones operativas, financieras, tributarias e inversiones adicionales y genere saldos de efectivo positivos. Por lo tanto, para la empresa, la deuda es una acreencia y el aporte del inversionista un capital de riesgo, por lo que el accionista o inversionista se encarga de la gestión del negocio, en el marco de lo establecido en la Ley General de Sociedades.

Toda alternativa de inversión tiene su rentabilidad y su riesgo. La decisión de financiamiento con deuda, desde el punto de vista del inversionista o accionista, debe mejorar la rentabilidad, así como afectar el riesgo del negocio. Esta condición es la que se analiza en el presente artículo.

Rentabilidad y Riesgo de una Inversión

Para determinar la rentabilidad de una alternativa de inversión se requieren dos instrumentos de análisis, que se indican en el diagrama que sigue.



Donde, en el flujo de caja proyectado se muestran los ingresos y egresos de efectivo que el negocio le reportaría al inversionista, siendo el flujo neto (ingresos menos egresos) del período 0 la inversión comprometida por el inversionista y el de los períodos 1 al n corresponde a los resultados netos esperados también por el inversionista. Los períodos de proyección pueden ser mensuales, trimestrales, semestrales o anuales y se asume que el saldo neto del flujo de caja se estima al final de cada período.

Si la inversión comprometida se financia en su integridad con capital propio, el costo del dinero viene a ser el costo de oportunidad del inversionista, que



no es otra cosa que el retorno mínimo requerido por el accionista para que el negocio le resulte atractivo. Si la inversión se financia con una proporción de deuda y de capital propio, el costo del dinero es el costo de capital, es decir el costo promedio ponderado del costo de las dos fuentes de financiamiento. La rentabilidad para el inversionista, cuando la empresa se financia con deuda, se analiza con el flujo de caja después de pagar la deuda, por lo tanto el costo del dinero corresponde al costo de oportunidad del accionista, el mismo que no forma parte del flujo de caja, sino que se utiliza como referencia para decidir sobre la rentabilidad que espera el inversionista.

Para los fines del análisis, en el presente artículo, se utilizará como criterio de rentabilidad a la Tasa Interna de Retorno (TIR), la cual se determina como la tasa de interés que hace posible que los resultados netos esperados actualizados sean equivalentes a la inversión comprometida. De esta manera, la TIR representa el rendimiento porcentual de la inversión por cada período de tiempo. La inversión es rentable si la TIR es igual o mayor que el Costo de Oportunidad del inversionista.

A continuación se desarrolla un ejemplo básico, para un horizonte de proyección de 4 años, con flujo de caja al final de cada año y a valores constantes del período 0. Se planea una inversión inicial de \$/100 000, que se deprecia al 10% anual, siendo el valor residual equivalente a su valor en libros. La utilidad operativa antes de depreciación, que es la diferencia entre los ingresos por ventas y el costo de ventas, gastos administrativos y gastos de ventas, sin considerar el costo por depreciación de la inversión, asciende a \$/30 000 en el 1er. año, \$/45 000 en el 2do. año y \$/55 000 anuales en los siguientes períodos. Se asume que las operaciones comerciales son al contado y no hay variación de inventarios de un año a otro. Asimismo se considera una deducción por participación laboral del 10% y el pago del impuesto a la renta del 30% de las utilidades después de dicha deducción; obligaciones que se pagan al final de cada año. El

costo de oportunidad del inversionista en términos reales es 20% anual.

"La inversión es rentable si la TIR es igual o mayor que el Costo de Oportunidad del inversionista".

Los resultados de estas proyecciones económico-financieras se muestran en cuadro adjunto, dando lugar a una TIR del 24,3% anual, la cual se denomina Tasa Interna de Retorno Económica (TIRE). La inversión propuesta genera utilidades y saldo neto de caja positivo, desde el primer año de proyección. En esta etapa del análisis de rentabilidad no se está considerando endeudamiento, se asume que el inversionista financia el 100% de la inversión con su capital propio, cuyo costo real es 20% anual (costo de oportunidad del inversionista). La totalidad del saldo neto de caja de cada período es de libre disponibilidad del inversionista o accionista, toda vez que el negocio, según el flujo de caja ya cumplió con todas sus obligaciones.

Otro hecho que resalta es que en el flujo de caja no se está considerando como costo el retorno mínimo exigido por el inversionista (su costo de oportunidad), más bien este concepto es utilizado como tasa de corte para decidir sobre la rentabilidad de la inversión para el accionista. La inversión es rentable, porque la TIRE (24,3% anual) es mayor que el costo de oportunidad del inversionista (20% anual).

De otro lado, para predecir el nivel de riesgo del negocio, antes del financiamiento, se llevan a cabo simulaciones de diversos escenarios, los cuales se definen para diferentes valores de los principales factores del negocio, por ejemplo: tasa de crecimiento del mercado, precio de venta, margen de

Proyecciones Económico-Financieras, sin Deuda

Censato	0	1	2	3	4
ESTADO DE GANANCIAS Y PÉRDIDAS					
Utilidad Operativa antes de Depreciación		30 000	45 000	55 000	55 000
(-) Depreciación		10 000	10 000	10 000	10 000
(-) Gastos Financieros		0	0	0	0
Utilidad antes de Deducciones e Impuestos		20 000	35 000	45 000	45 000
Utilidad Imponible		20 000	35 000	45 000	45 000
(-) Participación Laboral		2 000	3 500	4 500	4 500
(-) Impuesto a la Renta		5 400	9 450	12 150	12 150
Utilidad Neta		12 600	22 050	28 350	28 350
FLUJO DE CAJA					
Ingresos					
Utilidad Operativa antes de Depreciación	0	30 000	45 000	55 000	55 000
Desembolso de la Deuda	0	0	0	0	0
Valor Residual	0	0	0	0	60 000
Total Ingresos	0	30 000	45 000	55 000	115 000
Egresos					
Amortización de la Deuda	0	0	0	0	0
Gastos Financieros	0	0	0	0	0
Participación Laboral	0	2 000	3 500	4 500	4 500
Impuesto a la Renta	0	5 400	9 450	12 150	12 150
Inversión Inicial	100 000	0	0	0	0
Total Egresos	100 000	7 400	12 950	16 650	16 650
Saldo Neto del Período	-100 000	22 600	32 050	38 350	98 350
		TIR = 24,3% anual			

ganancia, costos operativos, inversión inicial, entre otros. La metodología básica, consiste en hacer cambiar el valor de uno o más factores del negocio y determinar el nuevo valor del índice o criterio de rentabilidad. Cuando una mínima variación del (los) factores genera una variación importante (significativa) en el índice o criterio de rentabilidad, se concluye que el negocio es altamente riesgoso para el(los) factor(es) considerado(s).

Para el ejemplo que estamos explicando, se tienen los siguientes valores de la TIRE, ante cambios en el monto de la inversión y el valor de la utilidad operativa anual en efectivo (antes de depreciación):

Valores de la TIRE antes de Variaciones de la Inversión y la Utilidad Operativa

		Ajuste Utilidad Operativa antes Depreciación				
		0,80	0,90	1,00	1,10	1,20
Inversión	70000	27,0%	31,7%	36,4%	41,0%	45,6%
	80000	23,0%	27,2%	31,4%	35,6%	39,8%
	90000	19,9%	23,7%	27,5%	31,4%	35,2%
	100000	17,3%	20,8%	24,3%	27,9%	31,4%
	110000	15,2%	18,4%	21,7%	25,0%	28,2%
	120000	13,4%	16,4%	19,5%	22,5%	25,6%
	130000	11,9%	14,7%	17,5%	20,4%	23,3%

Se puede apreciar que la TIRE es más sensible ante variaciones en la utilidad operativa antes de depreciación que ante cambios en el monto de la inversión; por ejemplo, un aumento del diez por ciento en el monto de la inversión genera una reducción de la TIRE en 2,6 puntos porcentuales, en cambio una reducción de la utilidad operativa en diez por ciento, produce una disminución de la TIRE en 3,5 puntos porcentuales.

Efectos de la Deuda

Ahora vamos a considerar que un porcentaje de la inversión se financia con deuda, por lo que la diferencia será cubierta con recursos propios del inversionista (en un monto menor que cuando no hay endeudamiento); como consecuencia de ello, los resultados esperados para el inversionista son menores, toda vez que la empresa tiene que pagar el servicio de la deuda (capital más intereses). Los intereses se registran como gastos financieros

en el estado de ganancias y pérdidas, dando lugar al menor pago de participación laboral e impuesto a la renta. El capital (principal o amortización) y los intereses forman parte de los egresos de caja.

En nuestro ejemplo, se asume que el 60% de la inversión se financia con deuda y el 40% restante constituye el aporte de capital del inversionista. La deuda es a la tasa de interés del 15% anual al rebatir, la amortización de la deuda se cancela en dos cuotas anuales constantes, luego de transcurrir un año de gracia en que sólo se pagan intereses.

Se puede apreciar que la rentabilidad de la inversión mejora significativamente, siendo la Tasa Interna de Retorno Financiera (TIRF) 37,5% anual; mayor en 13,2 puntos porcentuales. Esta mejora en la rentabilidad obedece a que la inversión comprometida por el inversionista es \$/40 000 en lugar de \$/100 000 que era en el esquema anterior (sin financiamiento con deuda); así como por el ahorro fiscal, es decir menor pago de participación laboral e impuesto a la renta, con relación a los valores estimados en el flujo de caja sin endeudamiento.

El ahorro fiscal, se observa por la diferencia entre la participación laboral y el impuesto a la renta del flujo de caja económico (sin deuda) y el flujo de caja financiero (con deuda). Esta situación se da al aumentar los gastos por efecto de los intereses y por tanto la utilidad imponible es menor, dando lugar

Proyecciones Económico-financieras, con Deuda

Concepto	0	1	2	3	4
ESTADO DE GANANCIAS Y PÉRDIDAS					
Utilidad Operativa antes de Depreciación		30 000	45 000	55 000	55 000
(-) Depreciación		10 000	10 000	10 000	10 000
(-) Gastos Financieros		9 000	9 000	4 500	0
Utilidad antes de Deducciones e Impuestos		11 000	26 000	40 500	45 000
Utilidad Imponible		11 000	26 000	40 500	45 000
(-) Participación Laboral		1 100	2 600	4 050	4 500
(-) Impuesto a la Renta		2 970	7 020	10 935	12 150
Utilidad Neta		6 930	16 380	26 515	28 350
FLUJO DE CAJA					
<i>Ingresos</i>					
Utilidad Operativa antes de Depreciación	0	30 000	45 000	55 000	55 000
Desembolso de la Deuda	60 000	0	0	0	0
Valor Residual	0	0	0	0	60 000
Total Ingresos	60 000	30 000	45 000	55 000	115 000
<i>Egresos</i>					
Amortización de la Deuda	0	0	30 000	30 000	0
Gastos Financieros	0	9 000	9 000	4 500	0
Participación Laboral	0	1 100	2 600	4 050	4 500
Impuesto a la Renta	0	2 970	7 020	10 935	12 150
Inversión Inicial	100 000	0	0	0	0
Total Egresos	100 000	13 070	46 620	49 485	16 650
Saldo Neto del Periodo	-40 000	16 930	-3 620	5 515	98 350
		TIR = 37,5% anual			



		Ajuste Utilidad Operativa antes Depreciación				
		0,80	0,90	1,00	1,10	1,20
Inversión	70 000	43,4%	52,7%	61,9%	71,1%	80,2%
	80 000	35,3%	43,5%	51,8%	60,0%	68,1%
	90 000	29,1%	36,5%	43,9%	51,3%	58,7%
	100 000	24,1%	30,8%	37,5%	44,3%	51,1%
	110 000	20,1%	26,2%	32,4%	38,6%	44,9%
	120 000	16,7%	22,3%	28,0%	33,8%	39,6%
	130 000	13,8%	19,1%	24,4%	29,8%	35,2%

a mayor disponibilidad de caja, lo cual influye en la rentabilidad de la inversión para el accionista.

Sin embargo, el nivel de riesgo aumenta; por ejemplo, ante cambios en la inversión y la utilidad operativa, la variación del valor de la TIRF es mayor, según se aprecia en el cuadro superior. Un incremento de la inversión en diez por ciento produce una disminución de la TIR en 5,2 puntos porcentuales (en el caso anterior era de 2,6 puntos porcentuales); y una reducción de la utilidad operativa en diez por ciento genera una reducción de la TIR en 6,7 puntos porcentuales (en el caso anterior sin deuda esta disminución era de 3,5 puntos).

Finalmente, a continuación se muestra el efecto de sensibilizar la TIRF ante cambios en la estructura de financiamiento (mayor o menor porcentaje de deuda de 60%) y en la tasa de interés (mayor y menor a 15% anual) como se muestra en la matriz del cuadro inferior.

El efecto de la variación en el porcentaje de financiamiento es mayor que los cambios en la tasa de interés; por ejemplo, si el porcentaje de financiamiento se reduce de 60% a 54% de la inversión total, la TIRF disminuye de 37,5% anual a 35,1% anual (disminuye 2,4 puntos porcentuales). Por su parte, un aumento de la tasa de interés de 15% anual a 16,5% anual, la TIRF se reduce de 37,5% anual a 36,6% anual (disminuye 0,9 puntos porcentuales).

Conclusiones

Desde el punto de vista privado, la rentabilidad financiera, sobre la base del flujo de caja después del pago de la deuda, es mayor que la rentabilidad económica, ésta última estimada en función al flujo de caja antes del pago de la deuda. La mejora en la rentabilidad obedece al efecto del palanqueo financiero (menor aporte de capital propio) y al ahorro fiscal (menor pago de participación laboral e impuesto a la renta al registrarse los intereses como gastos financieros). Una condición implícita es que el costo efectivo neto de la deuda tiene que ser menor que el costo de oportunidad del inversionista, para que la inversión sea atractiva financieramente con deuda.

Sin embargo, el riesgo de la inversión para el inversionista aumenta, situación que se observa por las mayores variaciones en la TIRF que en la TIRE, ante los mismos niveles de cambios previstos en los principales factores del negocio.

Por lo tanto, para una empresa, endeudarse es un buen negocio financiero, pero el inversionista debe asimilar que el riesgo de esta decisión aumenta; siendo el tema crucial que el inversionista debe buscar el logro de resultados satisfactorios, así como invertir lo estrictamente necesario, para lo cual la gestión de la sociedad está a cargo de los accionistas, a través de la Junta General de Accionistas, el Directorio y la Gerencia, según lo establece la Ley General de Sociedades y lo establecido en el Estatuto Social de la empresa.

		Tasa de Interés de Deuda (% anual)				
		12,0%	13,5%	15,0%	16,5%	18,0%
Porcentaje de Endeudamiento	42,0%	32,4%	31,9%	31,4%	31,0%	30,5%
	48,0%	34,3%	33,7%	33,1%	32,5%	32,0%
	54,0%	36,6%	35,8%	35,1%	34,4%	33,7%
	60,0%	39,4%	38,4%	37,5%	36,8%	35,7%
	66,0%	42,9%	41,7%	40,6%	39,4%	38,3%
	72,0%	47,5%	46,0%	44,5%	43,0%	41,6%
	78,0%	53,8%	51,8%	49,9%	47,9%	46,1%