

Suponiendo que no haya cambios en los gastos operativos en efectivo, una disminución del 15% en los ingresos reduciría el ROE al 5% (escenario de capital del 100%) o al 0% (escenario de deuda y capital 50/50). Si la disminución de los ingresos superaba el 15%, los ingresos no habrían sido suficientes para cubrir los gastos operativos, y los inversores en deuda recibirían menos de los intereses prometidos del 10%. Una vez más, los inversores en deuda no tienen ninguna ventaja, solo una posible desventaja.

Debido a la diferencia en sus perfiles de riesgo, los intereses de los tenedores de deuda pueden entrar en conflicto con los intereses de los tenedores de acciones. Los tenedores de deuda se preocupan principalmente por la capacidad de una empresa para pagar sus obligaciones y menos por sus perspectivas de crecimiento. Los accionistas pueden favorecer acciones que aumenten el crecimiento potencial de una empresa, pero también aumenten su nivel de riesgo, como agregar apalancamiento financiero mediante la emisión de nueva deuda. La emisión de deuda adicional en lugar de capital también evita la **dilución** de la propiedad proporcional de los accionistas. Los tenedores de deuda existentes de una empresa pueden oponerse a tales acciones porque aumentar el riesgo de la empresa (y la probabilidad de incumplir con sus deudas) no aumenta su rendimiento esperado. Por lo tanto, los inversores en deuda suelen limitar las acciones de los prestatarios mediante la inclusión de disposiciones contractuales como el apalancamiento máximo o una tasa de cobertura de intereses mínima (conocidas como covenants, que examinaremos en el área temática de Renta Fija) en los contratos de deuda.

LOS 23.b: Describa los grupos de interés de una empresa y compare sus intereses.

Según la **teoría de los accionistas**, el objetivo principal del gobierno corporativo son los intereses de los accionistas de la empresa, que es maximizar el valor de mercado del capital ordinario de la empresa. Según esta teoría, el gobierno corporativo se ocupa principalmente del conflicto de intereses entre los directivos de la empresa y los propietarios (accionistas).

El enfoque del gobierno corporativo bajo la teoría de los grupos de interés es más amplio. Considera los conflictos entre varios grupos que tienen interés en las actividades y el desempeño de la empresa.

Grupos de interés de una corporación

Los **accionistas** tienen un interés residual en la corporación, en el sentido de que tienen derecho a los activos netos de la corporación después de que se hayan liquidado todos los pasivos. Los accionistas tienen derecho a voto para elegir a la junta directiva y para otros asuntos corporativos importantes, lo que les da control sobre la empresa y su administración. Tienen interés en la rentabilidad continua y el crecimiento de la empresa que aumentará el valor de sus acciones de propiedad.

Los **prestamistas** pueden ser tenedores de deuda públicos o privados. Los tenedores de deuda pública o **tenedores de bonos** suministran capital de deuda a la empresa y son principalmente propietarios de los bonos en circulación de la empresa, mientras que los tenedores de deuda privados, como los bancos, otorgan préstamos, líneas de crédito y arrendamientos a la empresa.

Por ejemplo, considere a un agente de seguros al que se le paga una comisión por las pólizas emitidas. Sería de interés para el agente suscribir pólizas de seguro sobre personas o propiedades que no son buenos riesgos para maximizar los ingresos por comisiones. El mandante (el dueño de la compañía de seguros) no quiere emitir pólizas que sean de mal riesgo, ya que es una propuesta que pierde dinero. Las compañías de seguros mitigan este conflicto imponiendo estándares de suscripción para las pólizas que emitirán y continuando trabajando solo con agentes que actúan consistentemente en el mejor interés de la compañía.

Los **costos de agencia** son los costos de un conflicto principal-agente. Los costos de agencia pueden ser directos, como la contratación de empleados para monitorear al agente, o indirectos, como el costo de oportunidad de la pérdida de negocios.

Conflictos de intereses entre accionistas y gerentes o directores

En el contexto de una corporación, los accionistas son los principales (propietarios), y la gerencia de la empresa y los miembros de la junta directiva (directores) son sus agentes. Los gerentes y directores pueden elegir un nivel de riesgo comercial más bajo que el de los accionistas. Los gerentes tienen sus ingresos laborales vinculados a la empresa y pueden perderlos si la empresa quiebra. Los accionistas pueden diversificar sus carteras de forma barata y, por lo tanto, pueden preferir que las empresas individuales asuman más riesgos.

Los conflictos pueden surgir si los directores internos favorecen los intereses de la administración a expensas de los intereses de los accionistas, o si los directores favorecen a un grupo de accionistas a expensas de otro. Algunos conflictos son el resultado de la **asimetría de información** entre accionistas y gerentes, que se refiere al hecho de que los gerentes tienen más y mejor información sobre el funcionamiento de la empresa y su dirección estratégica que los accionistas. Esto disminuye la capacidad de los accionistas o directores no ejecutivos para monitorear y evaluar si los gerentes están actuando en el mejor interés de los accionistas. La asimetría de la información es más aguda para las empresas más grandes que operan en muchos negocios y mercados geográficos, las empresas que venden productos complejos y las empresas con niveles más bajos de propiedad institucional y el capital flotante.

Los conflictos comunes entre el principal y el agente surgen de las siguientes maneras:

- Los gerentes pueden hacer un esfuerzo insuficiente. Esto conduce a una evaluación deficiente de las oportunidades de inversión y los riesgos asumidos, lo que resulta en costos totales más altos en general.
- Es posible que los gestores que obtienen concesiones de opciones quieran aumentar el riesgo porque las opciones no tienen ningún riesgo a la baja. Por otro lado, los gerentes que son compensados principalmente con dinero en efectivo pueden estar inadecuadamente motivados para asumir riesgos.
- La remuneración de los gerentes vinculada al tamaño de la empresa crea incentivos para la construcción de imperios a través de adquisiciones deficientes o innecesarias.
- Los gerentes pueden tratar de atrincherarse asumiendo riesgos inadecuados, imitando las acciones de los competidores en lugar de generar ideas originales, o participando en proyectos que de otro modo no serían rentables y que requieren su conocimiento individual específico. Los directores, a su vez, podrían tratar de atrincherarse aceptando las decisiones

- Asegurarse de que la empresa cumple con todas las leyes y regulaciones aplicables, así como con las políticas de gobierno corporativo de la empresa.

Un **comité de compensación o comité de retribuciones** recomienda al consejo los importes y tipos de retribuciones que deben pagarse a los consejeros y altos directivos. Este comité también puede ser responsable de la supervisión de los planes de beneficios de los empleados y de la evaluación de los altos directivos. Debido a que los gerentes no deberían estar en condiciones de evaluarse o compensarse a sí mismos, un comité de remuneración debería (y en muchos países se requiere que) estar compuesto únicamente por directores independientes.

Otros comités son específicos de la industria. Un comité de riesgos (industria de servicios financieros) informa a la junta sobre la política de riesgos apropiada y la tolerancia al riesgo de la organización, y supervisa los procesos de gestión de riesgos de toda la organización empresarial. Un comité de inversiones (industria de seguros) revisa e informa a la junta directiva sobre las políticas prudentes de inversión y gestión de capital.

El número y el tamaño de los comités de la junta directiva dependerán del tamaño, la complejidad y la naturaleza de la empresa. Las regulaciones a menudo requieren que las empresas tengan comités de auditoría. La composición de un comité de consejo de administración suele basarse en su función, y los comités de auditoría, los comités de remuneración y los comités de gobernanza suelen estar formados únicamente por directores no ejecutivos o independientes.

Mecanismos para empleados, clientes y proveedores

Las leyes laborales, los contratos de trabajo y el derecho a formar sindicatos son los principales mecanismos para que los empleados manejen las relaciones con los empleadores. Algunos países tienen leyes que exigen que los consejos de administración de las grandes empresas incluyan a representantes de los empleados, por ejemplo, los **planes de propiedad de acciones de los empleados (ESOP, por sus siglas en inglés)** pueden ayudar a alinear los intereses de la empresa y de los empleados. Para los clientes y proveedores, los contratos suelen ser el mecanismo a través del cual gestionan sus relaciones con las empresas. En los últimos años, los clientes y otras partes interesadas han utilizado cada vez más las redes sociales como un mecanismo para influir en el comportamiento de la empresa.

Mecanismos de gobierno

Los gobiernos promulgan y hacen cumplir las regulaciones que rigen las acciones de las empresas. A menudo lo hacen mediante la creación de organismos para regular industrias o sectores, como los mercados financieros, o mediante la supervisión de cuestiones específicas, como la seguridad en el lugar de trabajo y la protección del medio ambiente. En algunos países, los reguladores elaboran códigos de gobierno corporativo que las empresas deben adoptar o explicar por qué no lo han hecho. En algunos países, las bolsas de valores especifican las normas de gobierno corporativo como parte de sus requisitos de cotización.

El proceso de asignación de capital implica los siguientes principios clave:

- Las decisiones se basan en los flujos de efectivo después de impuestos, no en los ingresos contables. El resultado contable se basa en los valores devengados y no tiene en cuenta el momento de los flujos de efectivo. El impacto de los impuestos debe tenerse en cuenta a la hora de analizar todos los proyectos de asignación de capital. El valor de la empresa se basa en los flujos de efectivo que las empresas pueden mantener, no en los que envían al gobierno. Cualquier ahorro fiscal derivado de deducciones fiscales no monetarias, como la depreciación y la amortización, también debe incluirse en el análisis. Solo flujos de efectivo incrementales.
- Los flujos de caja incrementales son aquellos que cambian si se emprende el proyecto. Los costos hundidos son costos que no se pueden evitar incluso si el proyecto no se lleva a cabo. Debido a que estos costos no se ven afectados por la decisión de aceptar/rechazar, no deben incluirse en el análisis. Un ejemplo de un costo irrecuperable es una tarifa de consultoría pagada a una empresa de investigación de mercados para estimar la demanda de un nuevo producto antes de tomar una decisión sobre el proyecto. El análisis del proyecto debe considerar el impacto del flujo de caja en otras partes del negocio. Un efecto negativo, llamado canibalización, se produce cuando un nuevo proyecto sustituye las ventas de un producto existente. Un ejemplo de canibalización es cuando una empresa de refrescos introduce una versión diferente de una bebida existente. Existe una externalidad positiva cuando la realización del proyecto tendría un efecto positivo en las ventas de otras líneas de productos de una empresa.
- El momento de los flujos de efectivo es importante. Las decisiones de asignación de capital tienen en cuenta el valor temporal del dinero, lo que significa que los flujos de efectivo recibidos anteriormente valen más que los flujos de efectivo que se recibirán más tarde.

Los errores comunes que cometen los gerentes al evaluar proyectos de capital tienen dos categorías: errores cognitivos (errores de cálculo) y sesgos de comportamiento (errores de juicio).

Errores cognitivos

- *Mala previsión.* Algunos ejemplos son la asignación incorrecta de los gastos generales o la falta de anticipación de cómo responderán los competidores a un proyecto.
- *No tener en cuenta el coste de los fondos internos.* A menudo, el costo de los fondos generados internamente no se contabiliza (debería ser el mismo que el costo del capital porque esos fondos se habrían pagado como dividendos si no fuera por el proyecto). Las empresas que tienen aversión a pagar dividendos están utilizando potencialmente las ganancias retenidas para financiar proyectos pobres.

- *Contabilización incorrecta de la inflación.* Las empresas pueden analizar los proyectos en términos nominales o reales. Un análisis basado en flujos de caja reales también debe utilizar una tasa de descuento real.

Sesgos conductuales

- *Proyectos favoritos de la alta dirección.* Los proyectos que cuentan con el respaldo personal de los miembros influyentes de la alta dirección pueden contener proyecciones demasiado optimistas que hacen que el proyecto parezca más rentable de lo que realmente es. Además, es posible que el proyecto no esté sujeto al mismo nivel de escrutinio que otros proyectos.
- *Inercia en la fijación de todo el presupuesto de capital.* Los presupuestos de capital de muchas empresas son similares de un año a otro. Esto indica que los presupuestos de capital están anclados al año anterior en lugar de considerar adecuadamente qué oportunidades existen cada año. En una empresa con una cultura de maximizar el valor para los accionistas, los gerentes devolverán el exceso de fondos a los accionistas siempre que haya una falta de proyectos positivos de VAN y argumentarán a favor de expandir el presupuesto cuando haya múltiples oportunidades positivas de VAN. Los analistas deberían estar atentos a las empresas con presupuestos de capital estáticos o en aumento, junto con rendimientos decrecientes, como una señal de este sesgo.
- *Basar las decisiones de inversión en BPA o ROE.* Los gestores cuya compensación de incentivos está vinculada al aumento del BPA o el ROE pueden evitar inversiones positivas en el VAN a largo plazo que se espera que reduzcan el BPA o el ROE a corto plazo.
- *Falta de generación de ideas alternativas de inversión.* La generación de ideas de inversión es un paso crucial en el proceso de asignación de capital. Sin embargo, una vez que a un gerente se le ocurre una "buena" idea, puede ir con ella en lugar de buscar una idea que sea "mejor".

LOS 26.d: Describa los tipos de opciones reales relevantes para las inversiones de capital.

Las **opciones reales** son acciones futuras que una empresa puede tomar, dado que invierte en un proyecto hoy. Las opciones reales son similares a las opciones financieras (opciones de venta y de compra) en el sentido de que otorgan al titular de la opción el derecho, pero no la obligación, de realizar una acción futura. El valor de las opciones reales podría mejorar el VAN de un proyecto. Las opciones nunca tienen valores negativos porque si, en el futuro, la acción especificada tendrá un valor negativo, el titular de la opción no realizará la acción (es decir, no ejercerá la opción).

Entre los tipos de opciones reales se incluyen los siguientes:

- Las **opciones de tiempo** permiten a una empresa retrasar la realización de una inversión porque espera tener mejor información en el futuro.

- Las **opciones de abandono** permiten a la gerencia abandonar un proyecto si el valor presente de los flujos de efectivo incrementales de la salida de un proyecto excede el valor presente de los flujos de efectivo incrementales de la continuación del proyecto.
- Las **opciones de expansión u opciones de crecimiento** permiten a una empresa realizar inversiones adicionales en proyectos futuros si la empresa decide que crearán valor.
- Las **opciones de flexibilidad** ofrecen a los gerentes opciones con respecto a los aspectos operativos de un proyecto. Las dos formas principales son las opciones de fijación de precios y las opciones de flexibilidad de producción.
 - Las **opciones de fijación de precios** permiten a la empresa cambiar el precio de un producto. Por ejemplo, la empresa puede subir los precios si la demanda de un producto es alta para beneficiarse de esa demanda sin aumentar la producción.
 - Las **opciones de flexibilidad de producción** pueden incluir el pago de horas extras a los trabajadores, el uso de diferentes materiales como insumos o la producción de una variedad diferente de productos.
- Las **opciones fundamentales** son proyectos que son opciones en sí mismas porque los pagos dependen del precio de un activo subyacente. Por ejemplo, el pago de una mina de cobre depende del precio de mercado del cobre. Si los precios del cobre son bajos, puede que no tenga sentido abrir una mina de cobre, pero si los precios del cobre son altos, abrir la mina de cobre podría ser muy rentable. El operador tiene la opción de cerrar la mina cuando los precios son bajos y abrirla cuando los precios son altos.

Una forma en que las empresas pueden incluir opciones reales en el análisis de sus proyectos es estimar su valor y agregarlo al VAN (restando cualquier costo adicional para adquirir la opción real). Esto puede incorporar las técnicas disponibles, como los modelos de fijación de precios de opciones o los árboles de decisión. Otro enfoque es simplemente considerar que el VAN sin opciones reales es el valor mínimo del proyecto.

CONCEPTOS CLAVE

LOS 26.a

Las inversiones de capital incluyen proyectos de empresa en funcionamiento para mantener un negocio o reducir costos, proyectos regulatorios/de cumplimiento requeridos, proyectos de expansión y otros proyectos que aumentan el tamaño y el alcance de una empresa.

LOS 26.b

La asignación de capital es el proceso de evaluación de proyectos de capital (es decir, proyectos con flujos de efectivo durante un período superior a un año).

Los pasos del proceso de asignación de capital son: (1) generar ideas de inversión; (2) analizar ideas de proyectos; (3) crear un presupuesto de capital para toda la empresa; y (4) monitorear las decisiones y realizar una auditoría posterior.

El VAN es la suma de los valores actuales de los flujos de caja esperados de un proyecto y representa el cambio en el valor de la empresa al emprender un proyecto. Se deben emprender proyectos de VAN positivos, pero no proyectos de VAN negativos, ya que se espera que disminuyan el valor de la empresa.

Una empresa que es propietaria de sus activos productivos directamente en lugar de utilizar activos propiedad de otros (como un modelo de franquicia) tiene más garantías, lo que mejora el acceso a la financiación de la deuda y reduce los costes de los préstamos.

Además de los tipos de activos, otras condiciones específicas del emisor incluyen los niveles de deuda existente y la volatilidad de los ingresos y ganancias. Los altos niveles de deuda o la alta volatilidad de las ganancias indican una menor capacidad para emitir deuda adicional. El apalancamiento (p. ej., deuda-capital o deuda/profit operativo) y los ratios de cobertura (p. ej., cobertura de intereses = EBIT / gastos por intereses) se utilizan para analizar la capacidad de endeudamiento.

Podemos ver los efectos de estos diversos factores en los ratios de endeudamiento de las empresas en diferentes etapas del ciclo de vida de su empresa. Considere las siguientes tres etapas:

1. Etapa de puesta en marcha. Las ventas apenas comienzan, y las ganancias operativas y los flujos de efectivo tienden a ser bajos o negativos. El riesgo empresarial es relativamente alto. La deuda de la empresa es bastante arriesgada y, si se emite, requeriría altas tasas de interés. Los activos, tanto las cuentas por cobrar como los activos fijos, suelen ser bajos; por lo tanto, no están disponibles como garantía de deuda. Por estas razones, las empresas de nueva creación se financian casi exclusivamente con capital. En algunos casos, las empresas de alto crecimiento con precios de acciones en rápido aumento pueden encontrar la posibilidad de emitir deuda convertible, lo que permite a la empresa utilizar una fuente de capital de menor costo y evita la reducción inmediata de los intereses de los accionistas existentes. El arrendamiento de activos es otra fuente de financiación de deuda disponible para las empresas en esta etapa del ciclo de vida.

2. Etapa de crecimiento. Los ingresos y el flujo de caja están aumentando, y el riesgo empresarial se ha reducido un poco. El costo de financiamiento de la deuda se reduce un poco (es decir, el uso es conservador), y los inversionistas pueden estar dispuestos a prestar a la empresa, a menudo con los préstamos garantizados por activos fijos o cuentas por cobrar.

3. Etapa madura. En esta etapa, el crecimiento de los ingresos se está desacelerando y el riesgo comercial es mucho menor. El flujo de caja es significativo y relativamente estable. La financiación de la deuda, incluida la deuda no garantizada, está ampliamente disponible a un costo relativamente bajo.

El costo del capital también está influenciado por factores de arriba hacia abajo. Los factores top-down son factores macroeconómicos que afectan a la tasa de interés de referencia (por ejemplo, la tasa del Tesoro de EE. UU.) y a los diferenciales de crédito con respecto a las tasas de referencia. Estos incluyen la inflación, la tasa de crecimiento del PIB (GDP en inglés) real, la política monetaria y los tipos de cambio. En las recesiones del ciclo económico, los inversores en deuda exigen a los prestatarios corporativos mayores diferenciales de rendimiento de los bonos de referencia para compensarlos por el mayor riesgo de impago. Esto es especialmente cierto para las empresas de industrias cíclicas. Algunas industrias pueden verse afectadas favorablemente por el entorno económico. Por ejemplo, la rentabilidad de la industria petrolera está vinculada a los precios del

- **Agrupación.** Cuando varios productos son complementarios (por ejemplo, un apartamento amueblado), agrupar los productos puede ser una estrategia rentable.
- **Navajas de afeitar y cuchillas.** A una empresa le puede resultar rentable vender un equipo a un precio relativamente bajo (márgenes bajos) y obtener beneficios vendiendo un consumible utilizado con el equipo. Las impresoras y los cartuchos de tinta, y un lector electrónico y libros electrónicos son ejemplos comunes.
- **Precios complementarios.** Las opciones o complementos con precios altos se agregan al producto después de que se haya tomado la decisión de compra. Un ejemplo son las muchas opciones costosas que se pueden ofrecer después de que un cliente haya decidido comprar un automóvil.

Otros modelos de precios son los siguientes:

- **Precios de penetración.** Una empresa ofrece un producto con márgenes bajos o incluso con pérdidas durante un período de tiempo para aumentar la participación de mercado y lograr una mayor escala de operaciones. Net lix siguió esta estrategia para hacer crecer rápidamente su base de suscriptores.
- **Precios freemium.** Ofrezca un producto con funcionalidad básica sin costo alguno, pero venda o desbloquee otras funciones por una tarifa. Los fabricantes de videojuegos han utilizado esta estrategia para fomentar un uso generalizado y luego promover las ventas de una mayor funcionalidad (por ejemplo, armas mejoradas).
- **Ingresos ocultos.** El contenido en línea puede ser "gratuito", pero generar ingresos a través de anuncios. Por ejemplo, una búsqueda en Internet es gratuita para el usuario, mientras que los ingresos del motor de búsqueda provienen de la venta de datos de los usuarios.

Entre los modelos que ofrecen alternativas a las compras directas se incluyen los siguientes:

- **Modelo de suscripción.** El modelo de software de Microsoft ha cambiado de vender el software a una suscripción (pagando mensualmente por el acceso) a su suite de software Office.
- **Licencias y franquicias.** Para una empresa de biotecnología que ha desarrollado un medicamento nuevo y eficaz, puede ser más rentable conceder licencias para la producción del fármaco a un fabricante de medicamentos establecido con una gran fuerza de ventas y canales de distribución establecidos, en lugar de desarrollar esos recursos por sí misma para el medicamento individual. Por lo general, a un franquiciado se le permite vender en un área específica y paga un porcentaje de las ventas al franquiciador, que proporciona cierto nivel de apoyo al producto y al marketing.

Propuesta de Valor y Cadena de Valor

La propuesta de **valor de una empresa** se refiere a cómo los clientes valorarán las características del producto o servicio, dados los productos competidores y sus precios. La forma en que la empresa ejecuta su propuesta de valor se conoce como su **cadena de valor**. La cadena de valor de una