

CAPITULO DOCE

FUENTES DE FINANCIACION

Una vez que se han adelantado las estimaciones preliminares en torno a los costos de instalación y los de funcionamiento, estamos en condiciones de estudiar las diferentes opciones de financiación disponibles, para atender las necesidades de capital en las distintas etapas del proyecto.

FUENTES DE FINANCIACION**PRESENTACION****12.1 FUENTES INTERNAS**

- 12.1.1 Utilidades por Distribuir
- 12.1.2 La depreciación
- 12.1.3 Venta de Activos

12..2 FUENTES EXTERNAS

- 12.2.1 Acciones
- 12.2.2 Bonos

12.2.3 Boceas

12.2.4 Crédito Nacional

- A. Financiación a Corto Plazo
 - a. Sobregiro Bancario
 - b. Cartera Ordinaria
 - c. Cartas de Crédito
 - d. Carta de Crédito Internacional
 - e. Aceptaciones Bancarias
 - f. Descuentos de Bonos de Prenda
 - g. Titulación de Activos
 - h. Tarjetas de Crédito

- B. Financiación a Mediano y Largo Plazo
 - a. Créditos de Fomento
 - b. Financiación con Leasing
 - c. Financiación con Factoring
 - d. Banca de Inversión
 - e. Multibanca
 - f. Organización del Sistema Financiero Colombiano

12.2.5 Crédito Internacional

12.3 LA PRESENCIA DEL GOBIERNO EN LA FINANCIACION DE PROYECTOS

12.4 APALANCAMIENTO

12.5 PRESUPUESTO DE CAPITAL

12.6 COSTO DE CAPITAL

FUENTES DE FINANCIAMIENTO

Una vez que se han adelantado las estimaciones preliminares en torno a los costos de instalación y los de funcionamiento, estamos en condiciones de estudiar las diferentes opciones de financiamiento en las distintas etapas del proyecto. En este punto podemos establecer pues, cuando dinero necesitamos y proceder entonces a identificar las posibles fuentes de financiación.

Aparecen en primera instancia, y antes de tomar cualquier decisión de invertir, restricciones de orden financiero que puedan cambiar notablemente el rumbo del proyecto; puede suceder que, las necesidades de dinero sean muy superiores a las posibilidades de conseguirlo, entonces habrá que replantear las hipótesis iniciales en torno al cubrimiento, tecnología y organización. Las restricciones de orden financiero, pueden descartar en forma definitiva la consideración de un proyecto o reducir su capacidad a niveles económicos menores.

Parece una práctica muy generalizada la de satisfacer las necesidades de capital para inversiones fijas y diferidas, mediante la utilización del capital social, vale decir, aportes de socios; y si se requieren recursos adicionales se apela al crédito de corto o mediano plazo. Las necesidades de capital de trabajo se suelen atender con créditos bancarios a corto plazo, o acudiendo a concesiones de parte de los proveedores.

En los países donde la capacidad de ahorro es relativamente pequeña, y el capital institucional escaso; determina entonces que los recursos financieros sean muy costosos, implicando que el crédito solamente puede ser atractivo en proyectos que garanticen una adecuada rentabilidad. Si a un proyecto, por ejemplo, se le ha estimado una rentabilidad anual del 36%, sería inconsecuente financiarlo con recursos bancarios ordinarios cuyo costo pudiera estar cercano al 44% anual.

No se debe pasar por alto, el equilibrio que debe existir entre el capital social y los créditos a largo plazo; cuando mayor sea la proporción del capital social, menor será el ingreso por unidad accionaria, dado que los dividendos deberán repartirse entre mayor número de unidades; cuando mayor sea la financiación por conceptos de créditos, mayores serán las obligaciones por concepto de intereses. En cada proyecto, se deben estudiar cuidadosamente las consecuencias de utilizar una u otra alternativa de financiación, teniendo en cuenta obviamente, tanto la disponibilidad de recursos como los rendimientos económicos esperados del proyecto.

Las distintas modalidades de financiación suelen tener efectos diferenciados en las distintas etapas del proyecto, por ejemplo, los créditos de los proveedores ofrecen ventajas en la inicialización de las operaciones, puesto que permiten cubrir las deficiencias de recursos en los primeros momentos del proyecto. Por otro lado, la amortización de los créditos a corto plazo tienen una alta incidencia en la estructura de costos de los primeros períodos de funcionamiento, tienen la ventaja, eso sí, que se pueden considerar como deducción en el cálculo de las cargas tributarias.

Cuando los inversionistas tienen que acudir al crédito internacional se recomienda ser muy cautos en el cálculo de la capacidad de pago, y orientarse con mucha precisión en cuanto a política de devaluación del gobierno central se refiere, dado que el servicio de la deuda se tiene que cubrir con divisas o de todos modos con su equivalente en moneda nacional del precio del momento en se compromete el pago. Es el caso que con alguna frecuencia se presenta en las Empresas de Servicios Públicos, que para atender necesidades de expansión, o mejoramiento en la prestación de servicios, acuden al crédito internacional avalado por el Gobierno Central, sin formular planes financieros que garanticen la atención del servicio de la deuda, debiendo apelar entonces a incrementos de tarifas con graves perjuicios para los usuarios.

Podemos hacer entonces, una digresión práctica, en cuanto a las fuentes de financiamiento, por un lado tenemos las llamadas fuentes internas, que corresponden a recursos generados como consecuencia de la operación de la empresa; y por otro lado, los recursos externos a la empresa, ya sean de origen nacional o extranjero. Mas adelante diremos algo en torno a la importancia de la presencia directa o indirecta del gobierno en la financiación de proyectos, promulgando disposiciones y asumiendo compromisos para atraer la inversión privada interna o internacional.

12.1 FUENTES INTERNAS

12.1.1 Utilidades no distribuidas

Las utilidades no distribuidas sirven como fuente de capital para expansión o para nuevas inversiones; sin embargo, vale la pena enfatizar que ese mismo excedente constituye la fuente de ganancias del capital invertido por los propietarios; por esta razón entran a competir entre sí los intereses de la empresa con los de sus accionistas; si la rentabilidad esperada de la empresa es

claramente llamativa, será también para los propietarios, sin embargo, estos no estarían interesados en colocar su capital adicional en una opción que no ofreciera mejores garantías que otras alternativas, ya sean estas de inversión o de consumo.

Cabe anotar además, que como este capital tiene su origen en utilidades, está sujeto a impuesto sobre la renta. En efecto, la práctica de utilizar las utilidades no distribuidas como fuente de financiación tiene los siguientes inconvenientes:

- a. el deseo manifiesto de los propietarios de orientar las utilidades de la empresa en opciones más llamativas de consumo o de inversión;
- b. los gravámenes fiscales que pesan sobre las utilidades.

12.1.2 La Depreciación

Una de las finalidades que se le asigna a la partida de depreciación, es la de recuperar el capital invertido en activos depreciables. Los fondos de depreciación acumulados sirven para financiar diferentes sectores de desarrollo de la empresa y para hacer frente a nuevas necesidades. Parte de esos fondos son destinados a la renovación de activos necesarios, pero los fondos restantes proporcionan un crédito libre de impuestos para atender diferentes frentes de la empresa.

12.1.3 Venta de Activos

La venta de activos fijos, o de la cartera o la disminución de los inventarios, pueden constituirse en mecanismos alternos de financiación interna de la empresa. Sin embargo, esta práctica puede resultar bien azarosa pues los activos fijos negociados o los niveles menores en los inventarios podrían comprometer seriamente la producción de la empresa, y por ende su importancia y prestigio frente a sus habituales consumidores.

12.2 FUENTES EXTERNAS

Una empresa puede conseguir recursos externos en dos formas principalmente: permitiendo la participación de terceros a través de acciones o bonos; y por medio de una variada modalidades de créditos.

12.2.1 Acciones³⁰

Para los nuevos propietarios el rendimiento de su inversión está representado en dividendos o en el aumento en el valor de su participación; para los poseedores de títulos de deuda, el rendimiento está representado en los intereses que reciben periódicamente. La propiedad de una empresa

³⁰.En el capítulo correspondiente a los Aspectos Legales se hace una presentación complementaria al tema.

puede estar en manos de un solo dueño, o en miles de accionistas, que es el caso de las sociedades anónimas. Las acciones suelen clasificarse en dos grupos: las acciones ordinarias y las acciones preferentes. El poseedor de acciones ordinarias está en situación muy similar al propietario individual de una empresa: no se le garantiza un rendimiento fijo por la inversión, acompaña a la empresa en épocas de bonanza y también en situaciones difíciles, tiene acceso a los libros de la sociedad y tiene voz en la gestión de la empresa. Además la acción representa la participación en la propiedad real de la empresa. Por otro lado, las acciones preferentes tienen normalmente garantizado un rendimiento, medido en términos porcentuales del valor de la acción, también tienen prioridad para la distribución del patrimonio en caso de quiebra de la sociedad.

12.2.2 Bonos

Los bonos constituyen una forma alterna de financiación externa para la empresa. La adquisición de bonos representa una hipoteca o derecho sobre los activos reales de la empresa. En caso de liquidación, los bonos hipotecarios son pagados antes que cualquier otro derecho sobre los activos; además, los bonos tienen garantizado un rendimiento independiente del éxito de la empresa.

Cabe anotar que las acciones determinan derechos sobre la empresa en tanto que los bonos son títulos de crédito.

12.2.3 Boceas

Frente al ocaso de las fuentes tradicionales de financiación, y ante la saturación y dificultad del crédito externo y, sobre todo ante la declinación del movimiento accionario, anteriormente reseñado, aparece la figura interesante del “Bono” y la más reciente “Bono Obligatorio Convertible en Acciones” .

El bono es un mecanismo idóneo para la obtención de recursos de financiamiento externo a la empresa ; este se suscribe como un Título Valor con propósito crediticio por medio del cual las sociedades captan recursos en calidad de préstamo, reembolsable a mediano o largo plazo, a cambio de una renta constante. Por otro lado, los “bonos convertibles en acciones”, representan un instrumento de crédito negociable por medio del cual las sociedades captan recursos en calidad de préstamo, reembolsables también a mediano y largo plazo, a cambio del pago de una renta constante, pero que son transformables legal y contractualmente, en acciones ; cambiando de este modo su condición de acreedor a accionista.

Vale la pena a propósito, enunciar algunas diferencias y semejanzas entre unos y otros :

Entre las semejanzas podemos anotar las siguientes :

- Tanto las acciones como los bonos son Títulos Valor que garantizan el derecho que ellos acreditan.
- Los dos constituyen herramientas de financiación externa de la Empresa.

Las diferencias más notables entre las dos clases de títulos son las siguientes :

- El accionista se convierte en socio de la Sociedad, en tanto que el tenedor del bono es acreedor de la misma.
- Por lo anterior, las acciones son constitutivas de capital, y los bonos constituyen crédito.
- Dado que las acciones son valores de especulación, en tanto que los bonos son valores de inversión, su naturaleza jurídica es diferente.
- El dividendo que recibe el tenedor de la acción está condicionado al buen desempeño de la empresa, vale decir a la generación de utilidades, por tanto se mueve en circunstancias inciertas, variables y aleatorias.
- En tanto que el poseedor del bono recibe un interés fijo, independiente del buen suceso en las operaciones de la empresa.
- El capital principal que forman las sociedades está representado en acciones que obviamente no se tienen que amortizar ; en tanto que los bonos son necesariamente amortizables pues representan un crédito que debe ser pagado.
- El ser los bonos títulos de deuda, en caso de liquidación de la sociedad, estos gozan del derecho de preferencia.
- Los bonos solo se pueden emitir por parte de las sociedades ya constituidas, en tanto que las acciones se emiten en el momento de constituirse la sociedad.
- El bono se puede convertir en acción, mientras que la figura contraria no está contemplada en la legislación.

12.2.4 Crédito Nacional

El sistema crediticio colombiano ofrece un paquete de servicios financieros para atender las necesidades de corto, mediano y largo plazo, a todo tipo de empresa, pública, privada, mixta o de economía solidaria.

Entre los recursos de financiación de corto plazo encontramos los sobregiros bancarios, la cartera ordinaria o comercial, las cartas de crédito con financiación, las aceptaciones bancarias y el descuento de bonos de prenda.

Las fuentes de financiación más frecuentemente ofrecidas para el mediano plazo son: el crédito bancario de libre asignación y el crédito de fomento, el cual se tramita a través de bancos y corporaciones financieras y ocupa el mayor porcentaje de nuestro sistema financiero. Opera mediante el mecanismo de redescuento y con cargo a los llamados fondos financieros, como el Fondo Financiero Agropecuario, El Fondo Financiero Industrial y el Fondo de Inversiones Privadas, entre otros.

El "leasing" como veremos más adelante es un instrumento de crédito a mediano plazo que cada día toma mayor importancia en nuestro medio.

También la "titulación de activos" es un mecanismo de crédito que comienza a tomar cierta notoriedad e importancia en nuestro sistema financiero, lo mismo que la "banca de inversión", que se convertirán con absoluta seguridad en las armas más idóneas para afrontar el desafío de la apertura económica; y desde luego la "multibanca" que bajo un mismo techo ofrece todo el

paquete diverso de servicios.

A. Financiación a Corto Plazo

Para la atención a las necesidades de capital de trabajo principalmente, para las empresas públicas y privadas, los bancos y las corporaciones ofrecen, entre otros los siguientes servicios a corto plazo:

a. Sobregiro Bancario

Que corresponde a un cupo de crédito automático, a un costo habitualmente más elevado que el ordinario.

b. Cartera Ordinaria

Son los créditos que conceden los bancos para variados usos de sus clientes, cuyo compromiso de amortización se suelen estipular para un año o menos.

c. Cartas de Crédito

Las cartas de crédito se utilizan para facilitar las negociaciones entre un comprador y un vendedor que no se conocen o no se tienen entre sí la suficiente confianza comercial. Vale la pena anotar que aunque se les llama de "crédito", en algunas ocasiones los pagos se hacen de contado. Se podrían llamar en general "cartas de confianza" para cualquier negociación, y con más propiedad "cartas de crédito" cuando la operación incluye algún nivel de financiación.

La carta de crédito tiene tres protagonistas principales: por un lado el vendedor, por otro lado el comprador y garantizando la operación un banco intermediario. La operación se realiza en la siguiente forma: el vendedor le exige al comprador que le garantice la operación con una carta de crédito, y le determina las condiciones para su cancelación, si se trata de carta de crédito a la vista, esto es, si su cancelación se debe producir inmediatamente a la presentación de documentos, o si se concede algún plazo obviamente con el pago de intereses. El paso siguiente ocurre cuando el banco del vendedor, entra en contacto con el banco del comprador y este se hace responsable y garante de la operación; esta forma da confianza al vendedor, ya que su banco le responderá por el éxito de la operación.

d. Carta de Crédito Internacional

La carta de crédito internacional, es un instrumento de pago en el cual un comprador de un país pide a su banco nacional que le solicite a un banco extranjero el pago de una mercancía a un proveedor, cuando este haga el despacho correspondiente.

e. Aceptaciones Bancarias

La filosofía de las aceptaciones bancarias es la misma que la de las letras de cambio que son aceptadas por una institución bancaria. El vendedor entrega al comprador una mercancía, y con base a la factura comercial se elabora un título valor en que se estipula el compromiso del comprador con el vendedor, y el plazo convenido para su pago. El banco elabora el documento y asume la responsabilidad de la cancelación. La operación se efectúa así: el comprador recibe la factura comercial y ordena a su banco donde tiene un cupo de crédito, que emita una aceptación a nombre del vendedor. Esa aceptación constituye la garantía de pago, y el vendedor puede conservarla para su redención en la fecha acordada, o puede negociarla en el mercado secundario descontándola con propósitos de liquidez.

f. Descuentos de Bonos de Prenda

En esta operación financiera interviene en primer lugar un almacén general de depósitos, que expide un bono de prenda con base a una mercancía almacenada en su bodega o en cualquier otro almacén prendario; y la financiación la concede una corporación financiera o un banco, mediante el descuento de los bonos.

g. Titulación de Activos

En el lenguaje financiero moderno la "titulación" o "secularización" es el proceso mediante el cual se transforma en títulos valores, la cartera crediticia o los activos financieros.

La operación bancaria convencional consiste en la captación del dinero del público por parte de los bancos para luego prestarlo a sus clientes, asumiendo ellos mismos el riesgo de la operación, así como la realización de todos los trámites conducentes al cobro de la deuda. Al contrario, en las nuevas tácticas de "secularización" estas operaciones suelen ser desempeñadas por entidades diferentes; en efecto, a una entidad le corresponde la realización del crédito, otra se dedica a la estructuración financiera de la transacción, una tercera asume el riesgo del crédito, otra podría encargarse del cobro y al final un inversionista podría utilizar el crédito. De ahí que los títulos respaldados en activos tienen una gran posibilidad de desarrollo, ya que son papeles muy líquidos y son transados en el mercado. Los últimos logros de la "ingeniería financiera" han puesto al servicio de los usuarios de crédito, la posibilidad de titular hipotecas públicas y privadas, contratos de leasing, cuentas de tarjetas de crédito, etc. En general cualquier flujo permanente de caja puede ser titulado.³¹ La titulación inmobiliaria permitirá a constructores e inmobiliarios acceder a recursos frescos en el mercado de capitales y desde luego beneficiarse de las ventajas de la desintermediación. La nueva figura no sólo retribuirá al comprador de los títulos las ventajas de la valorización de la finca raíz, reconocida como la más alta y segura en nuestra economía, sino que facilitará los desarrollos inmobiliarios de gran envergadura, que por su costo y características

³¹. La resolución 645 de agosto 14 de 1992, abre el camino para que en Colombia se pueda utilizar la figura de la secularización.

encuentran restricciones de orden financiero. Otra ventaja de la nueva figura está en que facilitará la negociación de un bien inmueble en las bolsas con muchas personas, cuando la costumbre y la tradición restringía la negociación a una sola persona.

La titulación inmobiliaria distingue tres modalidades de títulos: el de contenido crediticio, cuando el inmobiliario se compromete a pagar una renta fija; el de participación, cuyo beneficio está condicionado al éxito del promotor del inmueble; y el título mixto, que ofrece una rentabilidad fija y un porcentaje adicional dependiendo del comportamiento comercial del inmueble. De esta forma, en las bolsas de valores se ofrecerán edificios, obras públicas en concesión, y centros comerciales, entre otros.

h. Las Tarjetas de Crédito

Una forma muy socorrida en el mundo moderno del consumo es el "dinero plástico", representado en las Tarjetas de Crédito. La clientela de los bancos y corporaciones tienen un cupo asignado de crédito diferido a 6, 12 o 18 meses para sus compras rutinarias, con la sola presentación de la tarjeta y el diligenciamiento de un cupón. Se trata de liberar a usuarios sedentarios o a los viajeros de los inconvenientes de llevar dinero, así como la dependencia de horarios y lugares forzosos de precaria atención.

B. Financiación a Mediano Plazo y Largo Plazo

a. Créditos de Fomento

Con el fin de estimular el crecimiento de determinados sectores en Colombia se dispone de los créditos de fomento, cuyos períodos muertos, plazos medianos y bajas tasas de interés con relación al mercado bancario, los hace muy atractivos; si a esto se añade que existe un Fondo Nacional de Garantías su acceso por parte de agricultores, ganaderos, industriales y exportadores se presenta más expedito.

b. Financiación con Leasing

El "leasing" o "arrendamiento financiero" es una forma alterna de financiación que día a día se está abriendo campo en nuestro medio; que consiste en que el acreedor financia al deudor, vale decir, el acreedor compra el bien para que lo use el deudor. En efecto, el acreedor mantiene la propiedad del bien durante el período financiado, y el deudor le reconoce por su usufructo un canon de arrendamiento previamente acordado. La negociación incluye una opción de compra por parte del deudor después de un tiempo de uso y por valor residual también pactado de antemano y que suele ser un porcentaje pequeño de su valor inicial. Dado el proceso anteriormente descrito, podemos afirmar que el "leasing" es un crédito indirecto, pues el deudor podría tomar un crédito directo de un banco o corporación, y proceder entonces a comprar el activo de su interés, o asumir el crédito directamente con el proveedor del bien, comprometiéndose desde luego en cualquier caso, a cubrir cuotas periódicas para pagar tanto el valor del capital como de los intereses. Pero en esta modalidad la empresa de leasing compra al contado el activo que el deudor desea y se lo

entrega en arrendamiento.

La operación leasing presenta ciertas ventajas que vale la pena destacar:

- b1. Se pueden usufructuar activos sin compromiso inicial de liquidez.
- b2. Los cánones de arrendamiento son deducibles como gastos para efectos tributarios.
- b3. Como no se registra como una deuda en los estados financieros, la razón de endeudamiento permanece constante.
- b4. Permite a las empresas contar con los nuevos desarrollos tecnológicos, y evolucionar sin compromiso cuando aparece la obsolescencia.
- b5. El leasing es un sistema cuya tramitación suele ser más ágil que los procedimientos bancarios tradicionales.
- b6. Permite a los empresarios contar con equipos y maquinaria, sin sacrificar liquidez en el primer momento de la empresa.
- b7. El leasing estimula la creación de mercados de segunda para equipos, vehículos y demás bienes comprometidos en éste sistema.
- b8. Con la adaptación de la legislación se podría en Colombia, como ya existe en algunos países generalizar su utilización en transacciones inmobiliarias, para locales comerciales, consultorios y desde luego vivienda.
- b9. Como el tiempo de duración de los contratos de leasing es por lo general de tres años, las compañías tiene que depreciar en forma acelerada sus bienes de capital.
- b10. Se podría pensar que la alta proporción de activos no monetarios que poseen las compañías de leasing, las desfavorece en el momento de efectuar los ajustes por inflación, pero como tienen que depreciar los activos durante el período del contrato, se compensan los ingresos derivados del ajuste por inflación con los ajustes negativo de la depreciación y el resultado tiende a ser nulo.
- b11. Las compañías de leasing suelen ser muy eficientes y son las que reportan mayores índices de rentabilidad en el sector, ya que manejan un gran número de negocios con muy poco personal; y dado que la captación de ahorros del público la adelantan a través de los comisionistas de bolsa mediante certificados de depósito a término, no tendrán que asumir mayores costos en nueva infraestructura.
- b12. Las compañías de leasing tienen la posibilidad de financiar a compradores externos de productos colombianos, en la misma forma, los importadores pueden utilizar a las compañías de leasing con la gran ventaja de que esta adelanta todos los trámites y entrega el producto nacionalizado en el sitio que elija la empresa compradora.

Sin embargo, al emplear el leasing como mecanismo de financiación, se está renunciando a las deducciones tributarias de las depreciaciones y los intereses.

Cabe anotar que cuando no se contempla la opción de compra se suele denominar " leasing operativo".

c. Financiación con Factoring

El "factoring" es el sistema de descuento de cartera que habilita al vendedor a negociar sus cuentas por cobrar con el fin de mejorar sus niveles de liquidez. En efecto, el vendedor entrega al

"factor" sus cuentas por cobrar, y este adelanta la gestión de cobro, anticipando dinero al vendedor. El costo de la operación incluye el valor que cobra el factor por administrar la cartera y además el costo financiero del dinero anticipado.

d. La Banca de Inversión

Cuando hablamos de recursos para financiar el desarrollo, no se nos debe escapar la importancia de los nuevos productos que están actualmente a disposición de los inversionistas nacionales e internacionales, privados o estatales. En Colombia la apertura económica y política bajo la cual se ha querido afrontar el reto del crecimiento y desarrollo de finales de siglo, que significa, por un lado, la modernización del sector industrial, la liberación del comercio exterior, la flexibilidad de su régimen cambiario, la promoción de la inversión extranjera, y por otro lado la modernización del aparato del Estado; precisa entonces de ciertos productos entre los cuales está la denominada Banca de Inversión para poder conseguir, organizar y colocar los recursos financieros necesarios para tan colosal meta. En efecto, a la Banca de Inversión le corresponde el papel de identificar, promover y asignar de la manera más eficiente y dinámica recursos financieros internos y externos, por la vía de la deuda o del capital accionario hacia los sectores económicos prioritarios.

e. La Multibanca

La inserción de Colombia en la economía internacional produce cambios continuos en el sector financiero, que integra entidades nacionales y extranjeras y lanza nuevos productos para modernizarse y hacerse, desde luego, más competitivo, dentro del nuevo escenario donde rigen los procesos computarizados, el dinero plástico y la información inmediata. En este contexto moderno del sector emerge la "multibanca" con el perfil de un supermercado de servicios financieros donde bajo el mismo techo, el cliente puede recibir a la vez los servicios que presta la banca comercial y las entidades especializadas. En efecto, en Colombia y desde abril de 1993 se cuenta con un estatuto orgánico del sistema financiero, en que los bancos comerciales quedan con la posibilidad de desarrollar virtualmente la totalidad de todas las funciones de la banca múltiple, pero con el inconveniente desde la óptica de costos y economías de escala, de tener que hacerlo a través de filiales y con participación en el capital de las corporaciones financieras, como medio de integrar los servicios de banca comercial con los de banca de inversión.

Por otro lado, los bancos comerciales que solo podían prestar a corto plazo, ahora pueden conceder lo mismo que hacían las Corporaciones, crédito a largo plazo; y estas están autorizadas para hacer préstamos a todos los sectores. Las Corporaciones de Ahorro y Vivienda, creadas para financiar la construcción, ahora tienen la capacidad de financiar consumo e inversión en otros sectores; las compañías de Financiamiento Comercial, pueden ahora realizar operaciones de "leasing" (arrendamiento comercial), y las empresas de leasing deben convertirse en compañías de financiamiento comercial. Ciertas entidades financieras, han diseñado organismos especiales para intervenir en el mercado bursátil, en tanto que algunos corredores de bolsa comienzan a officiar como banqueros de sus clientes. También se comienzan a observar en el nuevo escenario la modalidad "banca - seguros", cuyo propósito es la venta de seguros en las entidades financieras.

f. Organización del sistema financiero Colombiano.

1. ***Establecimientos de Crédito*** (captan recursos del público y lo ponen a disposición del mismo)
 - Bancos
 - Corporaciones Financieras
 - Corporaciones de Ahorro y Vivienda
 - Compañías de Financiamiento Comercial.

2. ***Sociedades de Servicios Financieros***
 - Fiducias (desempeñan cargos de confianza).
 - Almacenes Generales de Depósitos (conservan y manejan mercancías y otorgan crédito).
 - Administración de Fondos y de Cesantías (manejan y reconocen fondos para esas prestaciones).

3. ***Sociedades de Capitalización.***

Capitalizan ahorros y anticipan pagos por sorteos.

4. ***Compañías de Seguros***

Realizan operaciones de seguro y reaseguro.

5. ***Intermediarios de Seguros y Reaseguros.***

Ofrecen y renuevan seguros y reaseguros.

6. ***Otras entidades financieras***
 - Sociedades de Factoring (compran cartera).
 - Sociedades de Leasing (arrienda bienes con opción de compra).

- Organismos Cooperativos de Grado Superior (captan recursos del público y conceden crédito)

7. *Entidades con régimen especial*

- Finagro
- Banco Popular
- Banco Central Hipotecario
- IFI
- FEN
- Banco Cafetero
- Findeter
- Bancoldex
- Fonade

8. *Instituciones de Orientación y Control*

- Junta Directiva del Banco de la República.
- Superintendencia Bancaria (ejerce funciones de supervisión y vigilancia del sector).
- Superintendencia de Valores (ejerce funciones del mercado de capitales).
- Fondo de Garantías de Instituciones Financieras (para la protección de acreedores y depositantes).

12.2.5 *Crédito Internacional*

Cuando las necesidades de crédito son suficientemente grandes, ya para el financiamiento de proyectos aislados o para paquetes de proyectos inmersos en planes de desarrollo, se requiere la participación de más de un banco o sea un "sindicato de instituciones financieras", con el fin de diversificar el riesgo y hacer más expeditos los trámites de administración relacionados con la aprobación, desembolso, supervisión y recaudo de los créditos.

Durante las últimas dos décadas la mayoría de los países han estado luchando contra una extrema inestabilidad en la principales variables que soportan su comercio internacional, vale decir: tipos de cambio, tasas de interés, precios de los productos básicos. Especialmente aquellos países que se han venido endeudando para financiar sus proyectos de desarrollo en los mercados de capitales mundiales, ha determinado mayor incertidumbre y en muchos casos, las variaciones desfavorables de los precios han contribuido en forma significativa a la rápida acumulación de la deuda y al incumplimiento de los pagos. Los métodos tradicionales de hacer frente a los riesgos de los precios en el exterior, como los créditos genéricos, el financiamiento para contingencias, los planes de estabilización de los precios de los productos básicos, han dado resultados limitados. En respuesta a estas circunstancias se han venido proponiendo nuevos arreglos y estrategias ingeniosas para la gestión de los riesgos, especialmente en aquellos proyectos importadores de tecnología, cuyos proveedores de recursos exigen el servicio de la deuda en moneda fuerte, a pesar de que los ingresos se estipulan en moneda local.

Técnicas como los futuros, las opciones y los swaps, han sido diseñadas para transferir y distribuir alguno de los riesgos conexos a las operaciones de comercio exterior. En efecto, la gestión de riesgos comprende la reestructuración de arreglos financieros con el objeto de producir ganancias o pérdidas, que compensen, al menos en parte, las ganancias o pérdidas derivadas de la inestabilidad de los precios.

La gestión de riesgos constituye un seguro contra las fluctuaciones desfavorables de los precios en el exterior y transfiere los riesgos propios de la inestabilidad de los precios a los mercados financieros internacionales, en condiciones que resultan atractivas para los países en desarrollo. Es claro que estas herramientas disminuyen el riesgo de sufrir pérdidas pero al mismo tiempo limitan la oportunidad de obtener ganancias imprevistas.

Se han popularizado instrumentos de corto plazo con vencimiento a un año e instrumentos de largo plazo con vencimiento hasta de 20 años:

Instrumentos de corto plazo: futuros y opciones.

Contratos de futuros / contratos a término: son acuerdos de compra o de venta de un activo determinado en una fecha futura y a un precio preestablecido. Los contratos de futuros se transan en las bolsas oficiales de valores mediante el sistema de cámaras de compensación. Los contratos a término son ofrecidos por los bancos en forma extrabursátil. Los contratos de futuros y los contratos a términos difieren en la forma en que enfrentan el riesgo crediticio; los futuros comprenden garantías ajustadas diariamente para reducir el riesgo crediticio, en tanto que los contratos a término no comprenden garantías.

Opciones: contratos que dan al tenedor derecho a comprar (si se trata de una opción de compra) una cantidad fija de una moneda o un producto básico, o establecer una tasa de interés a un precio fijo antes de una fecha futura determinada o en esa fecha. Las opciones aseguran los precios al garantizar un precio mínimo recibido (por ejemplo, por las exportaciones de productos básicos mediante la compra de opciones de venta) o un precio máximo pagado (por ejemplo, por monedas mediante la compra de opciones de compra).

Instrumentos de largo plazo: los swaps

Swaps: Son los acuerdos de intercambio de corrientes de fondos determinadas a intervalos fijos. Los swaps comprende una serie de contratos a término con vencimiento a largo plazo. Las dos partes contratantes se exponen al riesgo crediticio, ya que, dependiendo de que el precio corriente de mercado sea superior o inferior al precio preestablecido, una de las partes deberá el monto neto, o bien se le deberá ese monto.

Precios vinculados al precio de un producto básico: Préstamos en que el monto del interés o de la amortización está vinculado al precio de mercado de un producto básico determinado.

A propósito, vale la pena invocar aquí para guía del lector, los "organismos multilaterales" de crédito más conocidos y de mayor importancia para el desarrollo de nuestras economías regionales:

El Banco Mundial que comprende tres instituciones principales:

A. *El Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF)*

Es propiedad de los gobiernos que han suscrito sus participaciones sociales, y capta recursos en los mercados financieros internacionales, que con los aportes de los socios, constituye su capital básico de operación.

B. *La Agencia Internacional de Fomento (AIF)*

Tiene como objeto principal otorgar créditos a los países más pobres, en condiciones realmente ventajosas, períodos de 50 años, 10 de gracia y sin interés.

C. *La Corporación Financiera Internacional (CFI)*

Tiene como objeto principal promover el crecimiento de la economía de los países en desarrollo, mediante la movilización de capital interno y externo, estimulando el crecimiento del sector privado principalmente. Su operación se suele realizar en dos modalidades: otorgando crédito o participando en el capital social de las empresas.

D. *El Fondo Monetario Internacional (FMI)*

Su objetivo principal es salvaguardar la estabilidad monetaria internacional ayudando a financiar déficit temporales en la balanza de pagos, y facilitar la remoción de restricciones cambiarias y la aplicación de normas de conducta financiera internacional

Por otro lado:

E El Banco Interamericano de Desarrollo (BID)

Realiza sus operaciones en América Latina, capta recursos de los mercados internacionales para financiar proyectos de desarrollo en la región. Sus funciones principales son: financiar proyectos de desarrollo, promover la inversión de capitales en la región, y promover programas de cooperación técnica.

F. La Corporación Andina de Fomento (CAF)

Su objetivo es el de promover el proceso de integración subregional andina, a través de la financiación de proyectos de comercio entre países miembros y de estos hacia mercados internacionales.

G. Financiación Bilateral

Muchos gobiernos tienen establecidas agencias o bancos estatales que actúan como proveedores de fondos, en condiciones favorables de tasas de interés y plazos, para promover su sector exportador dentro del mercado financiero internacional. Como ejemplo de lo anterior podemos recordar el COFACE de Francia, el EXIMBANK del Japón, el BANCO EXTERIOR DE ESPAÑA, los cuales suelen financiar las compras de sus bienes y servicios, a países del exterior.

h. Cooperación Internacional

Sin duda, una de las grandes limitantes que encuentran los funcionarios de las entidades territoriales y en algunos casos del orden central, es la carencia de información sobre las fuentes de financiación disponibles y su forma de acceso. Una de las oportunidades de complementar los recursos necesarios para financiar los proyectos es mediante la Agencia de Cooperación Técnica Internacional, cuyas exigencias de orden metodológico y los requisitos que se deben cumplir resultan fácilmente superables.

En efecto, la CTI comprende las diferentes modalidades de ayuda que fluyen hacia los países de menor desarrollo relativo. La ley señala que todos los proyectos que solicitan recursos de CTI se haga por intermedio de la Agencia de Cooperación Técnica Internacional, como organismo encargado, junto como la Cancillería. Los recursos de CTI (asistencia técnica, capacitación de personal y equipos) se solicitan mediante la presentación de “proyectos” adecuadamente identificados, formulados y evaluados según formatos diseñados por la misma Agencia.

Tienen acceso a esta clase de recursos: entidades oficiales nacionales, departamentales y locales; privadas sin ánimo de lucro - ONG'S -; pero de todos modos se requiere de una entidad oficial que avale el proyecto y una entidad ejecutora que lo desarrolle.

Es obvio que las entidades beneficiarias tendrán que cumplir ciertos requisitos y establecer determinados compromisos: cuando se trata de recursos existentes en el presupuesto mediante un certificado de “disponibilidad presupuestal”; cuando compromete recursos de años posteriores, se precisa certificado de “vigencia futura”; cuando el aporte de entidades nacionales se realiza en especie, se debe anexar una carta de compromiso firmada por el ordenador del gasto, dirigida a la Agencia de Cooperación Técnica Internacional en donde conste la disponibilidad del recursos o la capacidad para contratar.

Algunos criterios que orientan la asignación de recursos de CTI:

- Los proyectos de CTI se deben enmarcar dentro del plan de desarrollo nacional, regional o local.
- Dado que el propósito de la CTI es facilitar la transferencia e intercambio científico y tecnológico, los proyectos deben incluir el aporte de nuevos conocimientos y nuevas experiencias.
- El apoyo solicitado se debe orientar a la financiación de la inversión en asistencia técnica, en capacitación y entrenamiento de nacionales, y equipo para el desarrollo del proyecto.
- Los proyectos deben realizarse complementados con recursos técnicos y financieros del país a manera de contrapartida, ya sean de nivel nacional, departamental o local.
- Los recursos en ningún caso se podrán emplear para llenar vacíos presupuestales de las entidades contratantes.
- El compromiso de contrapartida debe garantizar la sostenibilidad del proyecto.
- Los aportes del CTI no debe incluir la financiación de gastos de funcionamiento, ni

- compra de terrenos, ni construcciones o adecuaciones.
- Los propósitos de los proyectos deben ser congruentes con la misión y objetivos de la entidad beneficiaria.
 - La entidad beneficiaria deberá demostrar la capacidad necesaria para apropiar los conocimientos y tecnologías derivadas de la cooperación.
 - Las entidades participantes deben suscribir los acuerdos requeridos para la ejecución del proyecto.
 - Los expertos solicitados deben complementar la capacidad nacional, no sustituirla.

Reiteramos, que los funcionarios de las entidades nacionales y territoriales tienen en la CTI una forma expedita de complementar sus recursos para la ejecución y operación de proyectos de desarrollo, mediante la presentación de proyectos en formatos de muy fácil diligenciamiento y con el cumplimiento de requisitos mínimos.

12.3 LA PRESENCIA DEL GOBIERNO EN LA FINANCIACION DE PROYECTOS

Los recursos de un país, que siempre son limitados e insuficientes para adelantar las obras que requiere el desarrollo, deben utilizarse eficientemente buscando siempre el bienestar de la comunidad nacional, por lo tanto se precisa de estudios y análisis objetivos que garanticen este propósito, teniendo en cuenta el equilibrio entre los criterios de equidad y eficiencia. Esto determina la necesidad de que los gobiernos propicien acciones y estrategias permanentes encaminadas a atraer el capital privado nacional e internacional para compartir responsabilidades, riesgos y desde luego beneficios en la ejecución y operación de proyectos de desarrollo.

La regla de oro es que, la participación del gobierno y su apoyo, debe darse solamente si el “*beneficio social*” que se derive del proyecto supere su “*costo social*”.

- *Beneficios que se desprenden de la participación del sector privado:*

Cabría anotar algunos resultados deseables que surgirían de la participación de inversionistas privados en la financiación, construcción y/o operación de la infraestructura de servicios (salud, educación, vivienda, vías, puertos, aeropuertos, generación, transporte y distribución de energía, telecomunicaciones, etc.).

- La posibilidad de contar con una infraestructura básica para el desarrollo con participación de recursos financieros, técnicos, organizativos provenientes del sector privado que aliviaría las cargas del sector público, cuyos recursos liberados se orientarían con mayor eficacia a los servicios de seguridad, justicia, defensa y otras necesidades meritorias que no puede delegar en otros agentes

particulares o que no despiertan su interés al no contener rendimientos financieros.

- La oportunidad de generar empleo a través de estos proyectos y mejorar la calificación de los trabajadores.
- Construcciones de obras adicionales de servicio público como centros de salud, escuelas, alcantarillados, acueductos, vivienda, estaciones de bomberos y otros que se pueden desencadenar a propósito de la construcción y operación de un proyecto de alguna magnitud.
- El establecimiento o expansión de una base industrial que provee de materiales e insumos a las necesidades del proyecto en su etapa de ejecución y durante la operación.
- El incremento de los recursos tributarios generados por renta, valorización, nuevo uso de la tierra, industria y comercio, etc.
- El efecto multiplicador en la industria, el comercio y el empleo que se manifiesta siempre dinamizador de la economía por efecto de la realización de grandes obras de infraestructura.
- La capacidad de la empresa privada de generar y mostrar índices de gestión de alta eficiencia y competitividad, que no se da con frecuencia en el sector público.
- *Necesidad de incentivos para la inversión extranjera:*

Las estadísticas muy precarias sobre nuestros índices de ahorro e inversión pública y privada ratifican nuestra incapacidad para autogestionar nuestro desarrollo, lo que determina la necesidad de acudir a inversionistas extranjeros privados o institucionales, que en su calidad de tal buscan seguridad y rendimientos financieros, por lo tanto, los gobiernos deben allanar el camino y diseñar los mecanismos y estrategias que hagan atractivo y competitivo al país a la inversión internacional.

Por lo tanto los gobiernos deben ofrecer algunos incentivos, tales como:

- La puesta en marcha de un programa de “tregua fiscal” para eximir a los inversionistas del pago de impuestos por un número determinado de años. Sin embargo, los analistas del gobierno deben estimar el flujo de ingresos cuando se termine la tregua.
- Proscribir en la legislación cualquier acción que ponga en peligro la inversión y el patrimonio extranjero, como aquella tan cuestionada de la expropiación por vía administrativa.³²
- Facilidades a través de donaciones, arriendos o comodatos para la ubicación de sus instalaciones.
- Garantías sobre la disponibilidad de materias primas e insumos para la operación, lo mismo que el suministro de energía a tarifas competitivas con las internacionales.
- La utilización de ciertos servicios de infraestructura (vías, puertos, aeropuertos, etc.) a precios subsidiados.

³² Afortunadamente en Colombia la figura constitucional de la expropiación por vía administrativa fue proscrita del ordenamiento jurídico mediante un acto legislativo.

- Garantías con respecto a la disponibilidad de moneda fuerte para los pagos del servicio de la deuda y la repatriación de utilidades. La colocación y venta de los productos o servicios derivados del proyecto en mercados internacionales supone la percepción de pagos en moneda fuerte que facilita el cumplimiento de dichos compromisos. Pero cuando la producción o el servicio tiene destino doméstico los pagos serán en moneda nacional que deberá convertirse a la correspondiente tasa de cambio y crear cuentas con “fondos bloqueados” en instituciones financieras de reconocida solvencia, para atender las acreencias de origen internacional en moneda fuerte.
- Negociación de una participación equitativa y no exagerada en la propiedad o en las utilidades, acorde con la rentabilidad y los riesgos del proyecto.

Se supone entonces que los intereses del país (búsqueda de inversionistas para financiar obras de desarrollo) y los de los inversionistas extranjeros (rentabilidad segura), deben conciliarse en puntos intermedios, con el fin de no conceder más allá de lo recomendable pero tampoco alejar al inversionista hacia otras opciones. Se precisa entonces, que los funcionarios y asesores de gobierno tengan la suficiente información y posean la preparación técnica y de ingeniería financiera, y desde luego, la formación ética necesaria que les otorgue una adecuada capacidad de negociación, para llegar a acuerdos claramente convenientes para el país.

- ***Proyectos de cooperación entre el sector público y el privado:***³³

Se observa una tendencia moderna a nivel mundial en el sentido de que los gobiernos que no cuentan con suficientes recursos financieros para emprender obras de desarrollo acuden al sector privado e impulsan la creación de empresas mixtas o entreguen en concesión la construcción y explotación de servicios u obras de infraestructura. Dado que las empresas o firmas privadas exigen una tasa de rentabilidad financiera mejor a la que podrían obtener en otros proyectos de riesgo comparable, los asesores y analistas del gobierno deberán diseñar estructuras financieras y jurídicas que garanticen la obtención de rentabilidades competitivas.³⁴

La capacitación y entrenamiento del recurso humano de dirección y operación, y la apropiación y adaptación de tecnologías, unidos al aprovechamiento de economías de escala y el manejo gerencial de las entidades de composición dual, posibilita la racionalización de la estructura de costos, el mejoramiento de los servicios, la obtención de rentabilidad y una evolución tarifaria que consulte la capacidad de pago de las comunidades, sin desvirtuar los criterios básicos de eficiencia y suficiencia que tendrán prevalencia en la organización del régimen tarifario. En efecto, la eficiencia hace referencia a que el valor de las tarifas deberá estar próximo al nivel de los precios propios de un mercado competitivo y, además, que las tarifas no reflejarán sólo los costos, sino los aumentos previstos en la productividad que serán distribuidos equitativamente entre la empresa y sus usuarios. Por otro lado, la suficiencia significa la identificación de una tarifa que garantice la recuperación de los costos y los gastos de operación que deben incluir entre otros los gastos de mantenimiento, reposición, expansión y modernización orientados al mejoramiento y cubrimiento del servicio.

³³ La Constitución Política de Colombia y lo mismo que las Leyes 142 y 143 de 1994 introducen elementos básicos que enmarcan las relaciones entre el sector privado y el Estado; la actividad económica y la iniciativa privada son libres dentro de los límites del bien común. El Estado mantiene la obligación de regular, controlar y vigilar su prestación y permite que esta función sea ejercida de manera indirecta, a través de comunidades organizadas o de particulares. Esta interpretación se amplía con mayor fundamento a las obras de infraestructura básica y social.

³⁴ Dado que las responsabilidades financieras y operativas se reparten entre el gobierno y el sector privado, lo mismo que los riesgos y los beneficios, se trata de diseñar un ente mixto acorde con las normas y teniendo en cuenta el equilibrio en la participación.

Las sociedades mixtas definen la cooperación de inversionistas privados y el gobierno y en las que se aprovechan sinérgicamente las fortalezas mutuas, para realizar un proyecto con mayor rapidez y eficiencia, que cada uno independientemente no lo podría lograr. Existen varias modalidades para la participación del sector privado, desde operaciones muy restringidas, como la subcontratación, el arrendamiento, o los contratos de gestión, hasta la entrega total del sistema a través de una diversidad de formatos de contratos de concesión. Desde luego, que las modalidades se pueden aplicar para la totalidad del sistema o para parte de éste, como resultado del proceso de desagregación vertical u horizontal de las actividades de los servicios como en el caso del agua potable: captación, tratamiento, distribución; o en el caso de energía, generación, transporte y comercialización. Es obvio, que la participación privada en los servicios y en las obras de infraestructura requieren medidas y disposiciones adecuadas que aseguren al inversionista un marco tarifario, de precios o de peajes claro y estable, y desde luego rentable que depende de una estructura financiera de largo plazo acorde con la maduración de las inversiones, y por otro lado, la protección a los usuarios mediante mecanismos de control de tarifas y estándares mínimos de calidad aceptable y de continuidad en el servicio definidos por los órganos de regulación.

Poco a poco en los países en vías de desarrollo toma mayor importancia la creación de empresas de naturaleza mixta, en las que el sector público y el privado comparten las responsabilidades, los riesgos y, desde luego, los beneficios que se desprenden del proyecto. El diseño de la estructura debe acordarse en concordancia a la forma en que los agentes participantes - empresa y gobierno – puedan asumir sus respectivos aportes y responsabilidades. Es preciso entonces verificar las respuestas a los siguientes interrogantes: quién asumirá el diseño y la construcción del proyecto?; cuántos son y quién aportará los fondos para la construcción?; quién se hará responsable de la negociación del financiamiento y por qué monto?; cómo se definirá la propiedad de los activos y por cuánto tiempo?; quién y cómo operará el proyecto y por cuánto tiempo?; hasta dónde llega su responsabilidad?; cómo se manejarán las fuentes de ingresos del proyecto?.; cómo se atenderán las acreencias del servicio de la

deuda?; quién será el responsable?. Las respuestas a estos interrogantes darán las pautas para el diseño de diferentes modalidades jurídicas de cooperación entre el sector oficial y el privado

Esta forma de participación del sector privado se puede dar en diferentes opciones. El primer grupo de opciones se caracteriza por que el sector público sigue siendo propietario de los activos, estas modalidades son: contratos de servicios, contratos de gestión, contratos de arriendo y concesiones. El segundo grupo se caracteriza porque el sector privado es el dueño de los activos, por lo menos, por un período largo.

- **Contratos de servicios:** la empresa pública mantiene la plena responsabilidad de la operación y el mantenimiento, y contrata a una firma privada especializada para que esta asuma el cumplimiento de ciertas funciones. Por lo tanto, el contratista debe tener el personal y la tecnología necesaria para prestar los servicios contratados. Es claro entonces, bajo esta modalidad que el ente oficial tiene la responsabilidad de financiar todas las obras, lo mismo que el capital de trabajo y además corre con todo el riesgo comercial. Esta modalidad cada día toma mayor importancia especialmente para ciertas tareas de las empresas de servicios públicos, tales como: el mantenimiento de los activos fijos, la lectura de medidores, la facturación y el recaudo, y algunas obras de construcción complementarias. Mediante este sistema se busca mayor eficiencia en la realización de tareas especializadas, y se puede buscar la competitividad de las empresas contratistas a través de la opción de renovación, en efecto, se hacen contratos por máximo dos años, si el contratista no cumple se abre concurso para buscar firmas más eficientes y responsables.
- **Contrato de gestión:** En esta modalidad el sector público sigue siendo el propietario de todos los activos y tiene que aportar tanto capital de inversión como el capital de trabajo, pero el contratista se compromete a ser el responsable de la operación y el mantenimiento de todo el sistema, incluso, recauda indirectamente las tarifas. Este contrato se suele celebrar por un tiempo más prolongado, de cuatro o cinco años. Este tipo de contratos se constituye en un paso intermedio hacia los contratos más avanzados de arriendo y concesión.
- **Contratos de arriendo:** Este contrato supone la conservación de la propiedad por parte del sector público, pero el sector privado tiene la responsabilidad de generar los fondos para financiar el capital de trabajo.
- **Contratos de concesión:** El ente privado retiene la propiedad durante el período de explotación al término del cual revierte hacia el Estado. La generación de recursos financieros para la construcción y el capital de trabajo para la operación queda en manos del contratista, quien también asume la responsabilidad del funcionamiento y recauda los peajes o tarifas.

Los siguientes contratos se caracterizan por que el sector privado es el propietario de los activos fijos:

- **BOOT (Build, Operate, Own, Transfer):** es una modalidad de contrato según el cual una compañía privada se compromete a **construir y operar, ser propietario** y después **transferir** los activos a la administración. Dada la magnitud de las inversiones esta clase de contratos se suele

suscribir por períodos largos de tiempo, 20 a 25 años. En la utilización de contratos BOOT es preciso ser cuidadosos en la identificación de los riesgos y repartirlos adecuadamente, de tal manera que la contraparte más capaz para controlarlos, los asuma. Muchas veces los funcionarios del sector público no tiene la suficiente capacidad de valorar los riesgos y por lo tanto los asumen sin tener en cuentas consecuencias perversas que pueden aflorar y que determinan disminución de la eficiencia. Puede considerarse una modalidad derivada el contrato BOO en el cual el contratista podrá seguir operando después de terminar el plazo.

- ***BOT (Construir, Operar y Transferir)***: Es una modalidad del esquema de concesión que implica la construcción de una obra por parte de un agente privado para su explotación por un tiempo determinado, al final del cual el proyecto se revierte al ente estatal concedente sin costo para éste. La financiación de proyectos viales mediante este tipo de esquema se realiza sobre una base de no recursos, donde la estructura financiera no depende del soporte patrimonial de los accionistas ni de los valores físicos de los activos aplicados en la operación. La estructura financiera se soporta en la confianza del proyecto en su comportamiento futuro. Es por esto que debe contar con una certera fuente de utilidades, que en el caso de la construcción de una carretera, será el ingreso por peajes que se genere durante la vigencia de la concesión, respaldada por un tránsito promedio diario (TPD) garantizado por la entidad concedente. Dado que el excedente en efectivo que el proyecto genere, debe ser amplio y suficiente para cubrir la financiación del proyecto bajo unas condiciones preestablecidas, su costo debe ser razonablemente calculado, y los prestamistas e inversionistas deben tener la suficiente seguridad y confianza en el proyecto, dado que la viabilidad financiera se basa en las proyecciones del flujo de caja para la vigencia de la concesión. El concesionario mediante la constitución de un fideicomiso bajo un contrato de fiducia mercantil constituye un patrimonio autónomo que sirve de eje para la captación administración de los recursos necesarios para la construcción y operación del proyecto, con las siguientes ventajas : la garantía para que los ingresos derivados del proyecto sean aplicados al cumplimiento de las obligaciones con prestamistas e inversionistas, simplificación y facilidad en la adquisición de recursos con terceros, control sobre los recursos de peaje por parte de concedente, interventor y concesionario.
- ***Boot inversa*** : La empresa pública se compromete a construir la planta y luego contrata con una compañía privada su operación y mantenimiento, y a la vez la compañía privada hace pagos anuales para adquirir la propiedad de la empresa en forma paulatina. Se trata de una variedad de contrato cuando los riesgos son muy elevados y, por lo tanto, las firmas privadas no están interesadas en construir y financiar obras. En tal situación , el sector público tendrá que asumir la construcción y financiamiento de la obra. Pero al mismo tiempo el sector público tienen interés en la alta eficiencia que le garantice el sector privado y, por lo tanto, contrata con una firma privada la operación de la planta y a lo largo de los años de ese contrato la firma privada paga un sobrecosto cada año para en forma paulatina adquirir la propiedad de la planta. La planta pasa entonces de manos del sector público a la firma particular. Las ventajas son varias, como los riesgos son menores para el sector privado hay mas interés por parte de las firmas privadas en entrar, que en situación de riesgo; además, se logra la operación eficiente y cómo la firma privada sabe que al terminar el contrato ellos serán los propietarios de la planta, lo cual determina en el incentivo de mantener en buen estado de operación la planta.

Surge adicionalmente la modalidad de empresa mixta:

- ***Empresa de propiedad mixta***: Se trata de construir una empresa de propiedad mixta, una sociedad anónima. El sector público y privado comparten la propiedad, lo mismo que la información, dado que posee una adecuada representación en la junta directiva, no se le puede

ocultar la información (no existe asimetría en la información).

- **Privatización:** Corresponde a la venta total del sistema para que quien lo adquiere haga uso y lo explote en la forma que crea más conveniente, desde luego, atendiendo y siñéndose a las normas de regulación.
- **Franquicia perpetua:** Los inversionistas privados financian y operan el proyecto conforme a una franquicia perpetua que le otorga el gobierno. En esta modalidad el ente privado retiene la propiedad legal de los activos pero también es el responsable de la obtención de financiación a través de créditos o mercados públicos de valores, tanto de deuda como de acciones. Por su lado, el gobierno regula la seguridad, la calidad del servicio y el control de las tarifas o los peajes en caso de vías u obras de infraestructura.
- **Construir, transferir y operar : (build – transfer - operate) . BTO.** La entidad privada diseña, financia y construye el proyecto y transfiere la propiedad al gobierno antes de comenzar a operar. La entidad privada toma en arrendamiento las instalaciones durante un plazo fijo y asume la capacidad de recaudar los ingresos durante la vigencia del contrato. Al final del plazo del contrato de arrendamiento el ente oficial opera el proyecto o lo vuelve a arrendar.
- **Comprar, construir y operar: (buy – build – operate). BBO :** Una firma privada adquiere la propiedad de una instalación existente al gobierno, la moderniza o la amplía y la opera como una instalación de servicio público, lucrativa pero regulada, tal como: aeropuertos, carreteras, puentes, etc. Son muchas las empresas públicas o servicios a cargo del ente oficial que han llegado a tal nivel de deterioro y de disminución en la calidad del servicio que poco a poco se observa la utilización de esta modalidad.
- **Arrendar, desarrollar y operar: (lease - develop – operate). LDO :** El gobierno arrienda unas instalaciones públicas a una entidad privada que la amplía, desarrolla y la opera con arreglo a un contrato de participación de los ingresos con el gobierno por un plazo fijo. Es claro que el gobierno conserva la propiedad legal. Este modelo resulta atractivo cuando la empresa privada no tiene la capacidad financiera para comprar como en el caso anterior y la empresa funciona en condiciones muy precarias de rentabilidad.
- **Privatización temporal:** La entidad privada se hace cargo de la ampliación, mejoramiento, mantenimiento y operación de una instalación del gobierno, y recauda los ingresos durante un tiempo determinado que permita recuperar su inversión con los rendimientos correspondientes, asumiendo desde luego, los riesgos financieros. El gobierno conserva la propiedad .
- **Descubrimiento y aprovechamiento de oportunidades:** Una entidad privada identifica una necesidad pública insatisfecha, y con el permiso del gobierno, planea y diseña soluciones por su propia cuenta y riesgo. A partir de los estudios anteriores puede demostrar al gobierno su viabilidad y conveniencia, y convencerlo de su apoyo y participación para emprenderlo bajo cualquiera de las modalidades antes mencionadas.

- ***Captura y aprovechamiento de valor:*** Las grandes obras de infraestructura como carreteras y aeropuertos desencadenan una serie de actividades comerciales a propósito de su operación. Este valor privado agregado es gravado para contribuir al pago de los costos del proyecto. Por ejemplo, los locales comerciales que se establecen en un terminal de transporte de pasajeros son vendidos o arrendados, los predios aledaños se valorizan, lo que determina mayores impuestos por este concepto que serán destinados al pago del acreencias del proyecto.

Es claro que para atraer a los inversionistas privados, se requiere impulsar, promover y divulgar a mayor escala las distintas modalidades expuestas, tales como: la subcontratación de actividades, los contratos de arrendamientos totales o parciales, los sistemas de concesión tipo BOT y los contratos de asociación con operadores, etc. Para este propósito de atraer la vinculación privada se requieren reglas claras y uniformes, ya sea para la concesión, la vinculación en sociedades simples, sociooperadores u otras modalidades, en donde se establezcan las condiciones y criterios de otorgamiento, obligaciones y garantías del concesionario o contratista, indicadores generales de desempeño y productividad, incentivos y castigos al cumplimiento, tiempo de duración, atributos generales de dominio y causales de caducidad. La estructuración financiera y jurídica de estos entes duales permitirá emprender obras de infraestructura y de servicios que requiere el desarrollo nacional, regional y local.

- ***Los gestores de proyectos en busca de recursos financieros:***

Aunque en la actualidad se formulan muchos proyectos, la mayoría no se ejecutan por problemas

de financiación. En consecuencia, los patrocinadores o emprendedores se ven forzados a preparar paquetes más flexibles y novedosos de cofinanciación con socios de los sectores públicos y privados. Sin embargo, los riesgos comerciales y políticos suelen desalentar a los potenciales asociados. Por lo tanto las agencias multilaterales de crédito, las academias, las firmas consultoras y especialmente los “ingenieros financieros” deben poner especial énfasis en diseñar para los gobiernos y las entidades privadas, mejores e innovadoras fórmulas para administrar y atenuar los riesgos de los proyectos.

Vale la pena, por ejemplo, traer a colación la forma como en el pasado se atendieron las necesidades de financiamiento para proyectos de exploración y explotación petrolera y gas, y también los de infraestructura. Hasta los años setenta las compañías petroleras internacionales financiaban la mayoría de los proyectos de petróleo en los países en desarrollo con recursos propios. Esto cambió en los años setenta cuando los gobiernos comenzaron a intervenir en el sector para controlar mejor sus reservas, lo que determinó que los recursos para proyectos de petróleo y gas provenían entonces de diferentes fuentes: recursos del presupuesto, créditos oficiales y la participación de compañías multinacionales expertas. A principios de los noventa se volvió a la financiación con el sector privado, ya

que muchos gobiernos comenzaron a limitar su participación activa e impulsaron procesos de privatización en todos los sectores. Sin embargo, la tendencia actual que se observa por parte de las compañías internacionales es su renuencia a financiar proyectos exclusivamente por su cuenta, y han comenzado a convocar una amplia gama de socios para compartir riesgos, entre otros, las entidades territoriales, la empresa privada, con el respaldo y coadyuvancia de las agencias internacionales como el Banco Mundial, el BID, la Corporación Financiera Internacional, etc. En consecuencia, el financiamiento de proyectos adquieren cada día mayor complejidad, dada la participación del sector público, el sector privado nacional e internacional y las agencias multilaterales.

Los riesgos: Los riesgos que afectan a los proyectos se pueden clasificar en dos clases: los comerciales y los políticos. Se acepta que los comerciales tales como: sobrecostos, demoras e ingresos inferiores a los previstos por la incertidumbre de las ventas y los precios, pueden controlarse con una buena gestión de los patrocinadores. Pero los riesgos políticos, como la expropiación de activos, disturbios civiles o problemas de tasa de cambio, inestabilidad en las normas, etc., no están bajo el control de los patrocinadores y en consecuencia determinan mayor incertidumbre en los proyectos. Acorde a los métodos tradicionales de financiamiento, los patrocinadores asumen y administran los riesgos comerciales, y contratan seguros contra los riesgos políticos.

Es frecuente encontrar en los países en desarrollo una dimensión del riesgo aun más difícil de encarar. Debido a la carencia o debilidad de los sistemas políticos, jurídicos e institucionales, reglamentarios y de regulación, la conducta del gobierno puede ser impredecible y afectar sustancialmente los costos y la corriente de ingresos - cuando los gobiernos controlan los precios, los impuestos o las regalías - .

Este es, desde luego, el riesgo que más desestimula la inversión privada nacional o internacional.

Los riesgos de los proyectos se asignan a las distintas partes que intervienen mediante numerosos y complejos acuerdos y contratos incluidos en los instrumentos de seguridad. Estos tienen por fin defender los intereses de los patrocinadores y, con más frecuencia, asegurar a las instituciones crediticias que los riesgos se administrarán razonablemente. Los prestatarios exigirán respuestas a los siguientes interrogantes:

- Será que el proyecto se podrá poner en funcionamiento según el calendario y presupuesto previsto ?.
- El proyecto podrá generar los ingresos estimados en los estudios de preinversión ?.
- Esos ingresos serán suficientes para pagar las erogaciones comprometidas, vale decir, costos de operación y servicio de la deuda ?.
- Quiénes serán los responsables y con qué recursos estarán dispuestos a responder en caso de falla del proyecto ?.

Todos estos interrogantes deben ser respondidos en los rigurosos estudios de preinversión.

Es obvio, que los riesgos políticos se deberán estudiar y analizar en la preparación del proyecto. La mayoría de inversionistas y financiadores están convencidos de que gran número de los riesgos comerciales pueden encararse eficazmente en su momento, pero creen que nadie puede controlar los riesgos políticos. Los riesgos comerciales pueden controlarse y disminuirse de dos formas diferentes: los patrocinadores logran acuerdos con el gobierno o las entidades públicas cuando son compradoras del producto o reciben los servicios, sobre algunos aspectos básicos de la comercialización, mediante

contratos de mediano o largo plazo en firme. Y por otro lado, negocian con contratistas, proveedores de equipos, abastecedores de combustibles, transportadores, etc., para que se comprometan con indemnizaciones en caso de no atender cabalmente sus compromisos.

Dadas las circunstancias propias de los riesgos políticos, los inversionistas, no consideran seriamente una propuesta hasta no recibir alguna seguridad de lo que se pueda hacer frente a los riesgos políticos. Estos pueden atenuarse con diversas medidas, como la selección de distintas formas de garantía y la participación de ciertos tipos de socios, por ejemplo, una entidad estatal importante o compañías o grupos económicos poderosos. Tal como lo anotamos, los gobiernos y los organismos multilaterales pueden ofrecer garantías formales. Con frecuencia en lugar de aceptar una única forma de seguridad por parte de los acreedores, los patrocinadores tratan de combinar con otras para obtener la cobertura más completa al menor costo posible. A menudo los patrocinadores o impulsores de proyectos suelen emprender procesos altamente complejos de diseño de la estructura de propiedad, los instrumento de seguridad y el plan de financiamiento. Deben tratar de alcanzar objetivos que se presentan como contrapuestos, minimizar los riesgos y costos de financiación, y al mismo tiempo maximizar las probabilidades de una ejecución eficaz

y oportuna del proyecto. Se espera diversificar los riesgos tratando de comprometer una mayor número de participantes atraídos por los beneficios observados en los estudios de preinversión y la solidez técnica y financiera y la solvencia ética de los patrocinadores.

A pesar de las grandes diferencias de objetivos e intereses entre las compañías estatales y las privadas, en los últimos tiempos se ha observado una sorprendente convergencia en las técnicas y metodologías con las que ambas procuran financiar sus proyectos. En efecto, las compañías estatales que tradicionalmente han financiado sus proyectos a través del presupuesto general o mediante créditos externos avalados por el gobierno, ahora acuden a fuentes comerciales de financiación, como préstamos de bancos comerciales, colocación privadas de bonos y ventas de acciones en los mercados de valores. A su vez, los inversionistas privados tratan de incorporar a sus proyectos fuentes oficiales de financiación y hasta llegan a formar entidades mixtas.

Un problema esencial del diseño de la estructura de propiedad es la función que le cabe al gobierno u otras entidades estatales en el proyecto. La propiedad parcial de entidades estatales suele dar acceso a diferentes fuentes de fondos oficiales, lo cual constituye una ventaja nada despreciable. Cuando la estructura de propiedad resulta ser equilibrada, los patrocinadores podrían recibir apoyo de las agencias

multilaterales lo que constituye un aval importante para llevar a cabo el proyecto.

Por otro lado, los gobiernos pueden promover más la inversión estableciendo regímenes regulatorios y fiscales claros. Con frecuencia el perfil de riesgos y beneficios de un proyecto pueden mejor sustancialmente si se aclaran las reglas de juego y se asegura a los patrocinadores y financiadores la estabilidad y permanencia de las políticas pertinentes.

Indudablemente existe la tendencia a emplear toda suerte de mecanismos financieros para diferentes proyectos de desarrollo. Esto implica necesariamente, que con mayor número de socios y un abanico amplio de instrumentos financieros, cada vez resulta más compleja pero más atractiva la técnica de formulación de proyectos

12.4. APALANCAMIENTO

Uno de los interrogantes que más preocupa a los gerentes públicos y privados, es lo relacionado con la magnitud tolerable de endeudamiento. Por un lado parece muy llamativo utilizar en gran escala recursos del crédito barato para atender las necesidades de capital de la empresa, cuando esta genera rentabilidad superior al costo del mismo; pero por otro lado, es preciso pensar que las cuotas de amortización altas pueden disminuir el capital de trabajo en forma significativa poniendo en peligro la estabilidad de la empresa, que las condiciones para atender las acreencias serán bien precarias ante declives en el nivel de las ventas, que el patrimonio estará seriamente comprometido y por lo tanto no será garante suficiente para nuevos empréstitos, que la autonomía de la empresa estará sometida a un control incómodo por parte de los acreedores, que los banqueros se presentarán cada vez más cautos con empresas que no quieren invertir en su propio desarrollo y además por que las rentabilidades altas suponen un nivel de riesgo proporcional. Interesante entonces, conocer cual será la estructura financiera óptima que equilibre ventajas y desventajas, y que determine la proporción adecuada entre recursos propios y ajenos de una empresa.

El término palanca a hecho carrera en nuestras costumbres propias del medio empresarial público y privado, y significa en términos latos, la posibilidad de ingreso y ascenso fácil dentro de una organización sin tener en cuenta las calificaciones técnicas y morales indispensables; una extensión es el vocablo "apalancamiento" que en este contexto significa recibir el beneficio de la palanca. En el moderno vocabulario financiero se ha acuñado el término y en este caso no peyorativo de "apalancamiento financiero", que significa el rendimientos de los recursos propios, con el concurso de recursos ajenos. Según lo anterior, el apalancamiento es un mecanismo idóneo para elevar la rentabilidad de la empresa y por ende la de sus accionistas.

Si tomamos la medida de rentabilidad de un accionista, como la relación entre la utilidad neta y su inversión en acciones o en patrimonio, podemos definir su alcance en la siguiente ecuación:

$$R a = U / P$$

R a = rentabilidad del accionista

U = utilidad neta (después de impuestos)

P = patrimonio o inversión

Si multiplicamos la anterior expresión por la relación entre activos y ventas netas (A/V); la ecuación inicial se transforma en:

$$R a = U/P * A/V * V/A$$

y adecuando su presentación:

$$R a = U/V * V/A * A/P$$

pero dado que la ecuación contable universal nos indica que, el Activo (A) es igual a la Deuda (D) más el Patrimonio (P), podemos entonces transformar la ecuación anterior en:

$$Ra = U/V * V/A * (D + P)/P$$

y finalmente

$$Ra = U/V * V/A * (1 + D/P)$$

La relación anterior nos indica que la rentabilidad, depende en gran parte de la utilidad, por un lado, y de los niveles de venta, por otro, y obviamente del mayor apalancamiento; en efecto, cuando P o sea la inversión propia tiende a ser cada vez menor, la rentabilidad se incrementa.

Sin embargo, tal como lo afirmamos anteriormente, existe una clara proporcionalidad entre los incrementos de la rentabilidad y los aumentos del riesgo; en consecuencia, las acreencias altas propias del apalancamiento elevado se deberán cubrir con efectivo sobrante, que depende necesariamente del nivel de las ventas. Podemos concluir entonces, que la tendencia a apalancarse es mayor entre más amplia se establezca la diferencia entre el costo del dinero, y la tasa mínima atractiva de retorno.³⁵ El mecanismo de sustituir fondos propios por deuda, de hecho baja el costo ponderado de capital (a no ser que, el costo de oportunidad de los recursos propios sea igual o superior al costo de los recursos ajenos). También se puede afirmar que al descontar los flujos futuros con una tasa menor, el valor presente de la empresa y obviamente el de las acciones se eleva; en consecuencia, es recomendable sustituir capital propio por deuda, hasta donde el riesgo asociado con la mayor acreencia, neutralice las ventajas del menor costo de capital, propias del apalancamiento.

12.5 PRESUPUESTO DE CAPITAL

Uno de los deberes elementales de la "gerencia financiera" es el de regular los flujos de fondos de tal manera que cumpla con los objetivos de la empresa, representado normalmente en el deseo de utilidades por parte de los accionistas, cuando se trata de empresas privadas o en mayor eficiencia en la prestación de servicios, si hace referencia a empresas estatales. Debe resultar en consecuencia, un grupo balanceado de inversiones, por una parte, y una estructura de capital con

³⁵. En otro capítulo explicaremos el origen, alcance y aplicación de la Tasa Interna de Retorno (TIR).

origen en diferentes fuentes por otra; que den como resultado un modelo de ganancias y crecimiento deseado dentro de las restricciones impuestas por los riesgos propios de la competencia, la tecnología y obviamente la capacidad de gestión administrativa y financiera.

Dado que, tanto las decisiones sobre inversión como sobre financiación se hacen proyectadas hacia el futuro, el marco empresarial está cubierto por un manto de incertidumbre, donde la experiencia pasada representa tan solo un punto de referencia a manera de guía. Cada vez que la gerencia toma una decisión de invertir fondos para: compra de terrenos, construcciones, adelantar investigaciones o procesos de capacitación, por ejemplo, debe ponderar tanto la fuente de fondos necesarios, como la pertinencia de ellos con relación a los objetivos empresariales.

Este proceso de armonizar los usos y las fuentes y hacerlos coincidir con los objetivos empresariales, en condiciones de riesgo e incertidumbre, es lo que se denomina "presupuesto de capital".

Es comprensible que en algunas ocasiones y a nivel de estudio de prefactibilidad no se adelante un análisis detallado del presupuesto de capital, ya que es precisamente a través de dicho estudio que se comienzan las primeras pesquisas en búsqueda de financiación; pero en estudios de factibilidad o de diseño definitivo, es imperdonable, dado que la rentabilidad de una opción de inversión puede malograrse al restar importancia al origen y destino de los fondos financieros involucrados. Es bien importante establecer que el uso de alternativas de fuentes de fondos, tales como: utilidades retenidas, fondos de depreciación, emisiones de acciones o créditos, implica que existe un costo de oportunidad vinculado a cada fuente; esto resulta muy claro cuando se piensa en un crédito sobre el cual se deben pagar intereses, pues se considera que el uso de una fuente dada de fondos orientada hacia un propósito particular, impide su uso en alguna otra opción cuyo rendimiento económico se pierde; en consecuencia, podemos afirmar que ningún fondo es enteramente independiente, dado que cualquier compromiso de fondos para una inversión implica también un "costo de oportunidad" que se debe asumir, y el cual es de esperarse debe ser menor que el rendimiento económico obtenido. Este concepto de "costo de oportunidad" garantiza por lo menos a nivel teórico, la mejor asignación de recursos, tanto si se observa desde la perspectiva empresarial como desde la órbita económica.

Los conceptos anteriores los podemos explicar mejor en un esquema altamente simplificado del proceso gerencial de "presupuesto de capital" en el cual se deben equilibrar el uso y las fuentes de fondos, hasta que el rendimiento económico de la inversión marginal sea igual al costo adicional involucrado al utilizar fondos para un propósito. En consecuencia, el objetivo básico del análisis de inversiones consiste en la evaluación del capital asignado, en términos del retorno aportado por este, que se compara con el costo de los fondos utilizados. El desembolso de los recursos se representa por la inversión requerida, mientras que los beneficios económicos se manifiestan en los flujos de caja de la operación del proyecto durante el horizonte del mismo.

12.6 COSTO DE CAPITAL

El "costo de capital" es simplemente el costo que para una entidad representa el obtener recursos para financiar la adquisición de activos o garantizar su operación. El identificar el costo de capital

permite, en primer lugar medir los costos financieros de una empresa, y en segundo lugar tener un punto de referencia sobre el cual decidir la rentabilidad potencial aceptable.

El criterio de escogencia de fondos para inversiones se reduce entonces, a que la rentabilidad interna de la inversión exceda los costos de financiación. La identificación del costo de capital de una empresa está sujeta a las expectativas de retorno requerida por los inversionistas. Son muchas las variables, tanto endógenas (rentabilidad, eficiencia en el proceso productivo, eficacia en la gestión gerencial, esfuerzo de protagonismo en el mercado, solidez financiera, etc.), como exógenas (condiciones de oferta y de demanda del mercado de capitales, situación económica general, etc.), que determinan en mayor o menor grado el costo de capital.

Tal como lo anotamos anteriormente, las fuentes de financiación pueden ser de origen interno: las utilidades retenidas y el fondo de depreciación, o de origen externo como los créditos a corto y largo plazo y la colocación de acciones. El costo de capital en consecuencia, debe ser el promedio ponderado de los costos de las diferentes fuentes. Las fuentes financieras representadas en pagarés, bonos y acciones, tiene para la empresa un costo que no es otro que el interés efectivo pagado por ellos.

Es importante relevar que el costo de capital de las fuentes de renta fija son subsidiados por el gobierno ya que estas cargas son deducibles de los impuestos; por lo tanto el costo real de esta fuente estaría dado por el interés multiplicado por uno menos la tasa impositiva.

Por otro lado, cuando una empresa está emitiendo acciones, esta vendiendo participación; diferente al caso en el cual se toma un préstamo que garantiza para su dueño una renta fija, calculada de la tasa de interés negociada.

En el caso de acciones no se está trabajando con valores ciertos de interés, sino con participación en unas utilidades futuras de carácter claramente aleatorio; por lo tanto es bien importante identificar dos tipos de rendimiento: por un lado los rendimientos que recibe el inversionista como pago a su inversión y por otro la expectativa futura del capital invertido; esto significa la estimación del valor de su participación en una entidad que evoluciona a medida que pasa el tiempo, y esto constituye para la empresa un costo implícito al emitir acciones, puesto que está comprometiendo sin saber en que medida su futuro, ya que el rendimiento del dividendo fluctúa por cambios en sí y también dependiendo de la cotización de la acción en el mercado.

Por otro lado, vale la pena hacer algunas consideraciones en torno al "costo de capital" de los fondos generados interiormente en la empresa; tal como: las utilidades retenidas y el fondo de depreciación. Con respecto al superávit es preciso acotar que pertenece a los inversionistas; se trata de un fondo de utilidades que se dejará de repartir para capitalizarlo dentro de la empresa, con la expectativa de generar mayores dividendos en el futuro; su costo en consecuencia está ligado a las posibilidades de crecimiento y desarrollo. Si consideramos que el beneficio retenido no es más que una inversión forzosa exigida al inversionista, en consecuencia el retorno debe ser mínimo aquel en el cual se comprometieron las primeras inversiones, o sea el costo de la acción.

Por otro lado, la depreciación tiene un tratamiento notablemente distinto; al castigar al estado de resultados (Pérdidas y Ganancias) con un costo de depreciación, la empresa está reduciendo el nivel de dividendos o sea el costo de la acción que pueda pagar y el costo de utilidades retenidas;

se supone entonces que la empresa utiliza los fondos generados por la depreciación para invertir en activos fijos de los cuales se espera un retorno, este retorno es en principio un punto de partida para la estimación del costo de esta fuente, y dado que la depreciación proviene de activos adquiridos por diferentes fuentes de capital, su costo se puede determinar como una ponderación de las fuentes de financiación alternas.

12.6 ADMINISTRACIÓN FINANCIERA DEL PROYECTO

Los estudios de preinversión no solamente están orientados a allanar el camino de la toma de decisiones en torno a la asignación de recursos, si no que, en los casos en que se llevan a nivel de pre o factibilidad estos resultan de singular importancia como referente orientador en la ejecución del proyecto, por esta razón entregamos unas líneas al respecto con el propósito único de llamar la atención de los analistas en torno a la importancia de la “**planeación financiera del proyecto**”.

El desarrollo de todo tipo de proyectos y en especial aquellos de alguna magnitud precisan apelar a diferentes fuentes internas y externas (nacionales e internacionales) para su cabal financiamiento. En consecuencia los responsables del área deberán adelantar estudios en torno a los siguientes aspectos :

- a. Identificación de una estrategia de financiación :** La posibilidad de adelantar una adecuada estrategia de financiamiento se basa principalmente en el conocimiento exhaustivo del proyecto y sus necesidades de recursos, de las fuentes disponibles con sus limitaciones y restricciones, y especialmente de la capacidad de gestión del equipo responsable. La estrategia financiera debe conjugar y hacer valer todas las fortalezas potenciales de negociación y disminuir la importancia de las debilidades detectadas, con el fin de lograr una negociación equilibrada que favorezca a las partes.

- b. La planificación financiera :** desde luego que solamente tiene sentido una planificación financiera rigurosa cuando el estudio de preinversión se ha desarrollado repetidos a nivel de factibilidad y se tienen suficientes argumentos para pensar en que el proyecto se ejecutará, pues la información requerida depende que el estudio de ingeniería básica permita respuestas adecuadas en torno a los siguientes aspectos :
 - Programación de actividades y sus necesidades de recursos monetarios.
 - Información relativa a los fabricantes de equipos y proveedores y las condiciones de negociación.
 - Cronología de las operaciones, definición de moneda y condiciones de pago.
 - Requisitos documentarios y garantías exigidas.
 - Fuentes alternativas disponibles y sus respectivos costos, plazos y condiciones.
 - Organización y direccionamiento (usos) de los fondos gestionados y comprometidos.

- c. Determinación de compromisos de financiamiento :** La asunción de compromisos financieros con

agencias, bancos, fabricantes y proveedores nacionales e internacionales requiere estudio, organización y notable trabajo de detalle para consolidar los contratos correspondientes. Cabe anotar que entre las cartas de intención y los primeros giros pueden transcurrir algunos meses especialmente si se trata de agencias internacionales que exigen autorizaciones y avales de parte de las respectivas entidades nacionales, lo cual supone por parte del proyecto contar con profesionales con conocimiento e iniciativa para garantizar la exitosa culminación de los diferentes trámites.

- d. Operaciones financieras de rutina :** Las operaciones financieras hacen referencia a un cúmulo de actividades rutinarias y programadas, y otras imprevistas y accidentales, que desarrolla el equipo de tesorería como : la elaboración de los presupuestos de caja semanales, el manejo de las cuentas corrientes, instrucciones de remesas de fondos, compras de divisas, giros al exterior para cumplir compromisos programados, negociación y apertura de créditos, documentación de garantías, colocación y pago de pólizas de seguros, entre otras.
- e. Control financiero del proyecto :** Una de las tareas más importantes de la administración financiera del proyecto son las tareas de control de las fuentes y usos previstos en el plan, y las exigencias surgidas de la misma dinámica de la instalación del proyecto. El control de las fuentes se ocupa de la magnitud de los desembolsos recibidos, del cálculo de intereses, comisiones, primas de compromiso y de riesgo, saldos por utilizar y todas las relaciones financieras contractuales con los proveedores. El control de usos, corresponde al registro del flujo de caja por rubros diferenciales y en alguna medida a la comprobación física de su aplicación según lo convenido en la programación respectiva.

INTERROGANTES Y TEMAS DE DISCUSION

1. Cómo se calcula en principio la magnitud del crédito necesario.?
2. Cuáles so las fuentes internas de financiación.?
3. Indique las principales fuentes externas de financiación.
4. En qué consiste el presupuesto de capital.?
- 5.Cuál es el concepto de costo de capital.?
6. De qué variables depende el costo de capital.?
7. Qué información se desprende del cálculo preliminar del costo de capital.?
8. Para qué sirve una carta de crédito.?
- 9.Cuál es la aplicación de las aceptaciones bancarias.?
- 10.Cuál es la diferencia entre acciones y bonos.?
11. Qué ventajas le concede Ud. a la financiación por medio de leasing.?
12. En qué consiste el factoring.?