Corficolombiana | Trabajamos e invertimos en el progreso del país

Escucha nuestro PodCast semanal
Corficolombiana

FINANZAS CORPORATIVAS

MANUAL DE ESTRATEGIAS PARA 2021

Contenido

Editorial ____ 5

Sostenibilidad y la gestión de riesgos en 2021 ____ 7

Decisiones de inversión y rentabilidad ____ 12

Decisiones de financiamiento ____ 28

Gestión de capital de trabajo y riesgo cambiario ____ 35

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Síguenos en:

@corficolombiana Corficolombiana S.A

Comenzar

Director del Informe

Rafael España Amador
Director Finanzas Corporativas
(+57-1) 3538787 Ext. 6195
Whatsapp (+57) 3017554717
rafael.espana@corficolombiana.com

Analistas

Daniel Espinosa Castro
Analista de Finanzas Corporativas
(+57-1) 3538787 Ext. 6191
daniel.espinosa@corficolombiana.com

Sergio Andrés Consuegra
Analista de Inteligencia Empresarial
(+57-1) 3538787 Ext. 6197
sergio.consuegra@corficolombiana.com

Portada

Lukas Vargas

Diagramación

Consuelo Lozano González
consuelo.lozano@formasfinales.com

Impresión

Citygraf Impresores ltda.
Bogotá Colombia
Diciembre de 2020

Dirección Ejecutiva de Investigaciones Económicas
Corficolombiana S.A.

Carrera 13 No. 26-45, Bogotá D.C., Colombia
www.corficolombiana.com

Corporación Financiera Colombiana S.A. 2020Todos los derechos reservados ©

Prefacio

En Corficolombiana y sus filiales financieras entendemos que la sostenibilidad y desarrollo rentable del sector empresarial y su ecosistema se puede dar solo si las empresas visualizan y gestionan los riesgos financieros con las herramientas que actualmente brinda el sistema financiero y el mercado de valores. Hoy sabemos que factores que en ocasiones se consideran externos a la gerencia, como la tasa de cambio o la disponibilidad de financiamiento en momentos de crisis, realmente se pueden gestionar con una aproximación financiera técnica.

Como entendemos que es necesario construir un puente entre la teoría diseñada para mercados internacionales y la práctica en el contexto actual ejecutada por empresarios locales, ponemos a disposición de ustedes este informe. En éste, el equipo de Investigaciones Económicas resume algunos de los resultados más relevantes de los estudios realizados a lo largo del año con un lenguaje que equilibra la rigurosidad de la teoría con la practicidad y agilidad que requieren los procesos de toma de decisión de los empresarios.

Varios acontecimientos del 2020 nos recuerdan que el cambio sucede, lo queramos o no, y la gestión de riesgos financieros para todas las partes interesadas es una labor en la que el equipo de investigaciones económicas de Corficolombiana participa de forma activa. Este informe es resultado de esa visión.

María Lorena Gutiérrez
Presidente de Corficolombiana

Editorial: gestión de riesgos financieros en un mundo incierto

José Ignacio López
Director Ejecutivo de Investigaciones Económicas
jose.lopez@corficolombiana.com

2020
fue un año particularmente difícil para la economía global y la actividad empresarial local

Por segundo año consecutivo publicamos este informe especializado en temas de Finanzas Corporativas. El año pasado, cuando lo lanzamos por primera vez, invitamos a nuestros clientes, empresarios y financieros, a pensar en temas fundamentales relacionados con la gestión financiera, como la estructura de balance y el nivel de endeudamiento. Este año partimos de una conversación similar, pero en un contexto diferente. Como analizamos en detalle en nuestra publicación de perspectivas para el próximo año, el 2020 fue un año particularmente difícil para la economía global y la actividad empresarial local. Nunca en la historia experimentamos una contracción tan sincronizada y rápida en la actividad económica mundial como la que ocurrió en el primer semestre de este año. El choque en materia económica generó una turbulencia en los mercados financieros internacionales, que, si bien fue de corta duración, todavía produce efectos secundarios en algunos mercados locales.

5,3%
esperamos que sea el crecimiento económico en 2021

Este año fue una prueba concreta de que resulta imposible prever cómo se gestará la siguiente crisis, pero también, que el principal riesgo en la gestión financiera y empresarial es no contemplar escenarios de alta incertidumbre y condiciones extremas. Para 2021 el escenario base de nuestras perspectivas macroeconómicas es relativamente optimista. Esperamos un rebote de la economía de 5,3% y un repunte de la actividad económica en muchos sectores. No obstante, este mejor panorama depende en buena medida, tanto a nivel internacional como local, del balance entre el control epidemiológico, incluyendo las perspectivas de las campañas masivas de una vacuna eficaz, y la respuesta de política económica para minimizar los efectos permanentes de la pandemia.

En este sentido, el próximo año será nuevamente un ejercicio de gestión disciplinada de los riesgos, donde más que nunca las empresas deben pensar en sus estrategias de sostenibilidad. Y cuándo nos referimos a sostenibilidad, no solo lo hacemos en términos de

los criterios ASG (Ambientales, Sociales y de Gobierno), que se han convertido en principios rectores de la gestión empresarial, sino de forma amplia, en todos los planes y proyectos orientados a la mitigación de riesgos financieros o que atenten contra la continuidad de las operaciones de la empresa.

Este informe discute varios temas relacionados con la gestión de riesgos y en la implementación de estrategias de sostenibilidad

En este informe discutimos varios temas relacionados con dicha gestión, partiendo de un análisis de la importancia de tener niveles de liquidez amplios, pasando por la discusión de tener una adecuada política de riesgo cambiario, hasta una serie de recomendaciones prácticas para lograr establecer cupos de crédito con proveedores financieros. Muchas de las secciones de este informe pueden ser entendidas casi como un manual de buenas prácticas, en muchas de las dimensiones relevantes de la gestión financiera de una empresa.

Esperamos que este informe sea lo más parecido a un manual de consulta rápida en estos temas, complementando nuestra tradicional publicación de proyecciones económicas. Los invitamos también a mantenerse actualizado en nuestra página de investigaciones económicas (https://investigaciones.corficolombiana.com) donde no solo podrá encontrar información actualizada de mercados y proyecciones revisadas, sino también las últimas publicaciones del equipo de Finanzas Corporativas, en la página que hemos reservado exclusivamente para los temas tratado en este informe (https://investigaciones.corficolombiana.com/finanzas-corporativas).

El rol de las finanzas corporativas en la gestión del riesgo y la sostenibilidad de las compañías

Rafael España Amador

El año pasado, en nuestro informe "Finanzas Corporativas - Repensando el 2020" argumentábamos que, luego de 3 años de mercados turbulentos, surgía una ventana de oportunidad para que las empresas repensaran su estructura de capital y así enfocaran su proceso de selección de deuda y capital en la minimización del Costo Promedio Ponderado del Capital (CPPC o WACC por sus siglas en inglés), en lugar de solo reaccionar al nivel de las tasas de interés. Hoy lo reafirmamos: **la sostenibilidad de largo plazo de una empresa se pone en riesgo si sus gerentes se limitan a financiar la operación de uno o dos años. En 2021 los departamentos de finanzas deben ir más allá**.

En 2021

las empresas deben enfocarse en financiar sus operaciones a largo plazo, no solo la de uno o dos años

En este sentido, a los departamentos financieros les corresponde enfocarse en la sostenibilidad de largo plazo de las compañías. Esto va más allá de la gestión requerida para obtener recursos para capital de trabajo y para financiar algunos proyectos clave. **Hoy, en plena crisis económica, es tentador pensar que obtener financiamiento para 2021 o 2022 a una tasa de interés más baja que en el pasado es óptimo desde el punto de vista de riesgo de liquidez y desde el punto de vista de optimización del costo de capital. Pero, no lo es**.

Gestionar únicamente uno o dos años, no es sostenible debido a que enfrentarse a un escenario negativo inesperado en un periodo de una economía relativamente estable, como sucedió en Colombia con la pandemia a inicios de 2020, **es diferente a enfrentarse a un escenario inesperado en el 2021, en una situación de partida desfavorable y con una posición de balance menos fuerte**.

De vez en cuando debemos recordar que los eventos poco frecuentes tienden a generar impactos duraderos que cambian nuestros paradigmas y nos hacen repensar nuestra capacidad de solucionar problemas con los mismos métodos del pasado. En esta ocasión, el recordatorio fue una pandemia. Y es que **ajustar una empresa para sobrevivir la normalidad del 2020-2030 puede resultar en gestionar**

una empresa que no solo sobrevive en un escenario normal, sino una empresa que incluso puede ser sostenible si durante la década ocurren escenarios extremos.

La normalidad 2020-2030: nada normal

Cambio climático, inestabilidad política, posiciones sociales más radicales, cambios demográficos, cambio tecnológico acelerado, Bancos Centrales que prueban medidas no-ortodoxas para solucionar problemas de deflación y falta de crecimiento en algunos países desarrollados; todas estas son variables que pueden resultar en eventos que difícilmente consideraremos normales, y eso, sin nombrar la posibilidad de una nueva pandemia o de un desastre natural de grandes proporciones. Por eso, entre las preguntas que seguramente surgirán en el proceso de **planeación estratégica de las empresas en 2021** está si ¿se debería tener un modelo en la empresa para todos esos eventos?, ¿deberían los empresarios actuar únicamente con información certera sobre la posibilidad de eventos extremos?, ¿deberíamos enfocarnos únicamente en proponer soluciones para escenarios que podemos anticipar? La respuesta a estas preguntas contiene una verdad y es que **ya existen herramientas de gestión de riesgos extremos que las empresas pueden utilizar con el objetivo de ser sostenibles**.

2021
puede ser un escenario para que las empresas respondan a las preguntas clave sobre planeación estratégica

Lecciones del 2020

Este documento puede tomarlo como un manual o guía rápida no solo para su plan de trabajo de 2021, sino para planificar pensando en la sostenibilidad a largo plazo de la empresa. Aquí se resumen en parte algunas de las investigaciones realizadas durante el 2020 por el área de Investigaciones Económicas desde el punto de vista de las Finanzas Corporativas. A continuación, citamos algunos de los eventos y lecciones del 2020 que moldean el proceso argumentativo de este documento.

Este documento
no está pensando solo para ser usado en el 2021, sino también para planificar la sostenibilidad a largo plazo de la empresa

- **Mantener buenos niveles de liquidez y un buen gobierno corporativo son vitales para la sostenibilidad de una compañía en tiempos de crisis**. Probablemente, las empresas que sortearon mejor las cuarentenas fueron aquellas cuyos empleados, pro-

veedores, arrendatarios, accionistas y otros interesados eran conscientes de su papel para limitar la salida de efectivo gracias a un fuerte sentido de pertenencia y de visión de largo plazo. Una mala relación con los proveedores o acreedores pudo haber llevado a varias compañías a procesos de insolvencia complejos que se podrían evitar con acuerdos amigables. Para evitar estos escenarios, durante la pandemia presentamos las 2 estrategias para reducir riesgos financieros y hacer frente al 2021.

- **No es seguro que, ante abundante liquidez en los mercados de renta fija, los agentes de los mercados de capitales irremediablemente dirijan sus recursos a activos de riesgo**. Si bien en plena crisis, la reacción inmediata de los Bancos Centrales alrededor del mundo fue implementar medidas de inyección de liquidez a los mercados, la volatilidad e incertidumbre no han permitido que muchos proyectos puedan acceder a ese financiamiento. Para evitar que un proyecto sea castigado con un fondeo costoso, recomendamos ver el informe publicado en la sección de finanzas corporativas de nuestra página web: Liquidez: el secreto para disminuir el Costo del Capital Propio.

- **La gestión de riesgo cambiario no puede depender de un escenario particular**. En un documento publicado en enero de 2020[1] mostramos que la volatilidad de la tasa de cambio no es algo nuevo y que la aproximación a su gestión no se puede limitar a expertos del área financiera. Requiere comunicación clara con los representantes de los accionistas de la compañía.

- **Aún en presencia de una economía fortalecida, algunos agentes pueden tener dificultades para acceder al uso de recursos del sistema financiero por fricciones que surgen a nivel micro**. En este informe en el capítulo Decisiones de Inversión y Rentabilidad resumimos algunas buenas prácticas a seguir. Si quiere ahondar en detalles, recomendamos revisar el documento completo Las 9 prac-

2020
dejó algunas lecciones, como la importancia de mantener niveles adecuados de liquidez, y no confiarse en que las tasas de interés bajas signifiquen que las empresas podrán endeudarse fácilmente

[1] *Empresario, ¿qué nivel de dólar está esperando para implementar una política de riesgo cambiario?, en https://www.investigaciones.corficolombiana.com/finanzas-corporativas*

ticas infalibles que debe seguir para mejorar la percepción crediticia que tienen de su empresa, que se encuentra en la página web.

- **El mayor interés por inversiones en activos alternativos no debe desligarse de las herramientas de análisis de inversión que incorporen variables económicas como el costo de oportunidad de activos de riesgo similar**. Es vital aproximarse a la evaluación de inversiones en activos intangibles con potencial de valorización post-pandemia, como el fortalecimiento de la marca o el desarrollo de licencias de software, mediante el uso de herramientas creadas en un principio para los directores de áreas financieras. Lectura recomendada: Cómo evaluar la eficiencia del mercadeo con el costo del capital.

Sostenibilidad Financiera 2020-2030

La coyuntura actual, en la que las tasas de interés de largo plazo se encuentran en niveles históricamente bajos, debe concebirse, más que como una oportunidad de conseguir financiamiento a bajo costo para la empresa, como una oportunidad de asegurar sostenibilidad de la empresa para la próxima década desde el punto de vista financiero. **Es hora de enfocar su atención más allá del nivel de tasas de interés de corto plazo y analizar cuál es la estructura de capital adecuada**.

2021 o 2022 pueden venir acompañados de eventos inesperados. No hay mejor momento para hacer resiliente a una empresa que ahora

Aunque a primera vista tiene sentido incrementar la deuda cuando su costo se reduce, ir "al son de las tasas de interés" y de la disponibilidad de crédito, no solo expone a las empresas a quedar sin acceso a crédito cuando las tasas de interés aumentan de forma súbita o la liquidez se reduce en los mercados de crédito; sino que puede terminar cargando a la compañía de deuda de corto plazo (la más barata) y la mezcla puede traducirse en a) un costo promedio ponderado del capital más más alto por efecto de una mayor prima de riesgo de iliquidez o b) en un nivel de riesgo financiero diferente al deseado por los accionistas de la compañía.

Nuestra recomendación es que, ante la posibilidad de un evento extremo en 2021 o inclusive 2022, los empresarios deben asegurar, lo más pronto posible, el financiamiento de largo plazo. En palabras más técnicas, deben reducir el riesgo de iliquidez o insolvencia, para

2021 y 2022, aún si eso implica obtener financiamiento en exceso. Quizá la forma más eficiente de hacerlo es documentar las siguientes dos políticas.

Las dos políticas clave para 2021

- Una política de Estructura de Deuda y Capital Sostenible que incorpore análisis de estrés y un plan de acción de los instrumentos financieros necesarios para sortear esas situaciones.

- Una política de Administración de Riesgo Cambiario, establecida y documentada desde el máximo nivel de la corporación que involucre el perfil de riesgo de los accionistas. Así como no es deseable que la sostenibilidad de un negocio dependa de fuerzas ajenas a la compañía, como la tasa de cambio, no siempre es óptimo utilizar coberturas cambiarias y eso no puede ser una decisión de un analista.

2 políticas
clave para 2021 son tener una política de Estructura de Deuda y Capital Sostenible y una política de Administración de Riesgo Cambiario

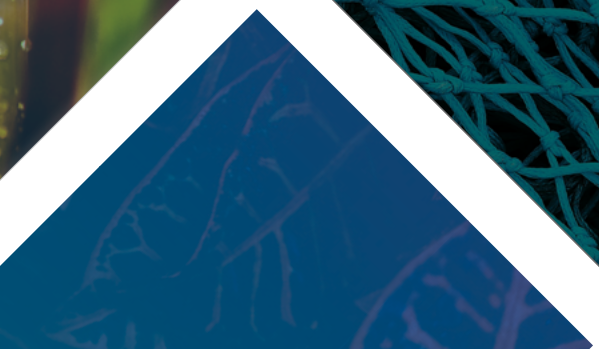
Quizá predecir eventos extremos de la década del 2020-2030 no sea más difícil que en el pasado, pero lo que sí es claro, es que una mayor conciencia de los criterios de sostenibilidad Ambientales, Sociales y de Gobernanza es un buen paso para poner sobre la mesa la necesidad de gestión de riesgos de eventos considerados fuera de lo normal, y el área de las Finanzas Corporativas no puede ser ajena a esta tendencia.

Si su empresa tiene dudas sobre cómo puede gestionar los riesgos financieros de la mejor manera posible, recuerde que el consejo de un experto, como los que encuentra en Corficolombiana, es invaluable. No dude en dejarse asesorar para construir una estrategia que le permita a su empresa sobresalir durante la década de la anormalidad.

DECISIONES DE INVERSIÓN Y RENTABILIDAD

- Costo de la Deuda Financiera (Kd)
- Rentabilidad Esperada del Capital Propio (Ke)

Autores | *Daniel Espinosa Castro*
Sergio Andrés Consuegra



Corficolombiana

DECISIONES DE INVERSIÓN Y RENTABILIDAD

Daniel Espinosa Castro
Sergio Andrés Consuegra

Sabemos que este año presentó grandes retos debido a las tensiones comerciales y a la crisis generada por la epidemia del COVID-19. **La incertidumbre causada** por las restricciones a la actividad económica llevó, de forma inicial, a que algunos de los costos financieros que enfrentan las empresas se elevaran de manera significativa a máximos históricos.

2021
puede ser un año difícil para algunas empresas que desean acceder a financiación, a pesar de su bajo costo

Sin embargo, la crisis y la incertidumbre no vinieron solas. **Los Bancos Centrales** alrededor del mundo reaccionaron a esta situación con mayores estímulos monetarios a los observados en el pasado reciente y que estuvieron acompañados, además, de reducciones en las tasas de interés de referencia, en particular aquellas de corto plazo.

Esta reducción de tasas de interés no tuvo el mismo efecto en los costos de financiamiento, ni afectó a todos los agentes por igual. Por un lado, el costo de la deuda llegó a los niveles promedio más bajos de la década, pero a la fecha de publicación de este documento el costo del capital propio no había retornado a los niveles de diciembre de 2019.

2020
no redujo todos los costos de financiación. La rentabilidad esperada del capital propio permanece elevada, dado que sus primas de riesgo no bajaron al ritmo de la tasa de interés

A pesar de que en este momento las tasas de interés de corto plazo permanecen bajas, y de que varios analistas esperan que se mantengan bajas en el futuro cercano, **es posible que algunas empresas estén enfrentando dificultades para acceder a recursos de financiamiento a tasas favorables** y quizá el panorama para ellas no sea mejor en el 2021. Esto sucede porque, para otorgar créditos, el sistema financiero realiza exámenes de riesgo que pueden reprobarse por no otorgar información clara sobre los movimientos contables de las empresas o por tener balances débiles.

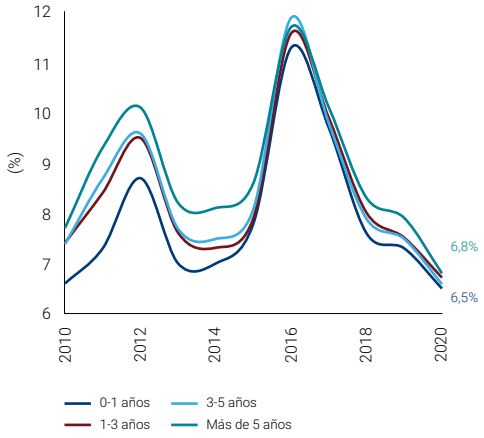
Por otro lado, aunque las tasas de interés se encuentran en niveles mínimos, **el costo de los recursos propios permanece alto** en parte debido a que sus primas de riesgo, como la prima cambiaria o la prima de riesgo país, no descendieron al mismo nivel de las tasas de

interés de corto plazo. Así, el Costo Promedio Ponderado del Capital pudo no haberse reducido de forma significativa respecto a años anteriores para todas las empresas.

Para que las empresas logren reducir los costos de financiamiento y puedan mejorar sus probabilidades de acceder a los cupos de riesgo de crédito y contraparte con el sector financiero, en este capítulo le presentamos: una estrategia para reducir su costo de deuda, una estrategia para mejorar sus probabilidad de acceder a cupos de riesgo de crédito, cuatro razones por las que la liquidez puede reducir el costo de sus recursos patrimoniales en medio de una crisis y 5 estrategias para conseguir liquidez.

Costo de la Deuda (Kd)

Gráfico 1
TASAS DE INTERÉS E.A. PARA LOS CRÉDITOS COMERCIALES



Fuente: Banco de la República. Cálculos Corficolombiana. Noviembre 20 de 2020.

Como ya mencionamos, los Bancos Centrales alrededor del mundo implementaron estímulos monetarios que llevaron a reducir las **tasas de política** a niveles históricamente bajos. Por ejemplo, el Banco de la República llegó a tener su tasa de intervención en el 1,75%, el nivel más bajo desde que se utiliza la tasa de interés como ancla monetaria.

Esta reducción de tasas de política estuvo acompañada de menores niveles en las tasas de interés en los créditos que otorga el sistema financiero y en los bonos de alta calificación crediticia, si se compara con años anteriores. Y aunque parezca que acceder al crédito es más fácil debido a los menores costos, esto no quiere decir que las empresas deban confiarse. Conseguir crédito va más allá de **perseguir las tasas de interés bajas**. Se deben aplicar las reglas mínimas que cualquier empresa debe cumplir para mejorar sus posibilidades de acceder a cupos de riesgo de crédito y contraparte con el sistema financiero y cumplir criterios Ambientales, Sociales y de Gobierno Corporativo (ASG), con el fin de poder financiarse con deuda a un menor costo.

La caída de las tasas de interés empresariales

Con corte a octubre de 2020, podemos afirmar que el costo de la deuda (o **Kd**) se encuentra en su **nivel más bajo** de los últimos años.

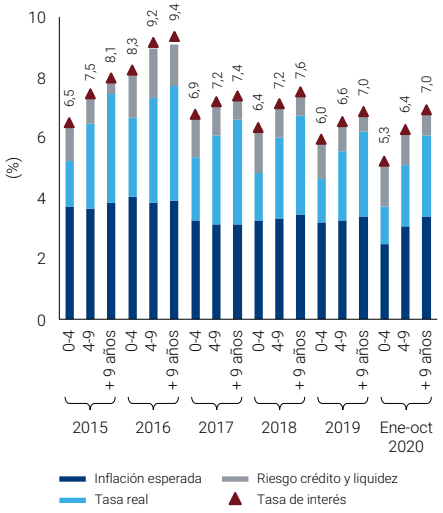
Gráfico 2

MONTO DESEMBOLSADO POR ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITOS POR PLAZO

Fuente: Banco de la República. Cálculos Corficolombiana. Noviembre 20 de 2020.

Gráfico 3

COMPONENTES QUE HAN EXPLICADO LA TASA DE INTERÉS DE LOS TÍTULOS CORPORATIVOS EN TASA FIJA POR PLAZO



* Análisis de tasas que resultan de la agrupación de los plazos de la curva cero cupón para títulos corporativos del sector real del mercado secundario.

Fuente: Precia. Cálculos Corficolombiana. Octubre 30 de 2020.

Como es posible apreciar en el Gráfico 1, **las tasas de interés nominales de los créditos comerciales y corporativos están en su punto más bajo** en la última década para el corto, mediano y largo plazo.

Aunque en algunos casos las tasas bajas no implican que el volumen de crédito aumente, el 2020 es un año con contrastes. Como se puede observar en el Gráfico 2, con fecha de corte a octubre, el monto de crédito colocado se aproxima al monto colocado en 2016, aún sin haber terminado el año. Sin embargo, si se comparan los primeros 3 trimestres de cada año, se puede afirmar que el volumen del crédito fue mayor en 2020 que en 2018 y 2019, como puede verse en la Tabla 1.

Vale la pena aclarar que en el segundo trimestre el mercado de crédito experimentó una desaceleración importante. El monto de crédito colocado el segundo trimestre de 2020 fue $2.586 millones de pesos menor que en el mismo periodo de 2019. Si se hace la misma comparación para los bonos, estos tuvieron una reducción de $3,2 billones de pesos. Esto, sin embargo, fue parcialmente compensando por el desempeño que tuvo el mercado de crédito durante el tercer trimestre de 2020.

Tener tasas en niveles históricamente bajos y con crédito que irriga la economía puede ser una buena noticia para aquellos empresarios que necesiten financiar a bajo costo algunas de sus operaciones. Sin embargo, le recordamos la importancia de mantener una mezcla adecuada entre deuda y recursos propios, como se explica en el siguiente capítulo sobre *Decisiones de Financiación*.

Además del crédito, los bonos empresariales fueron impactados de igual manera por las menores tasas de interés. **Las tasas de los**

Tabla 1

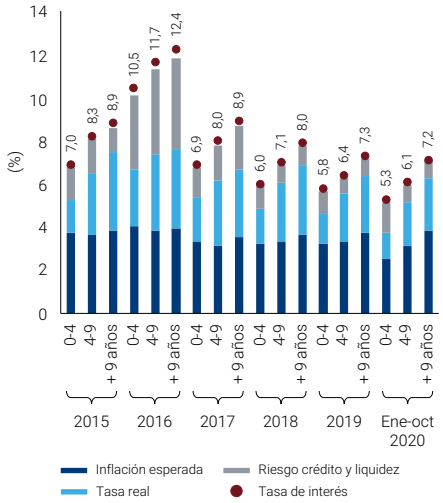
CRÉDITOS COLOCADOS A TODOS LOS PLAZOS
(Cifras en millones de pesos colombianos)

Año	Suma total 3 primeros trimestres
2018	$53.452
2019	$54.034
2020	$56.927

Fuente: Banco de la República. Cálculos Corficolombiana. 20 de noviembre de 2020.

Gráfico 4

COMPONENTES QUE HAN EXPLICADO LA TASA DE INTERÉS DE LOS TÍTULOS CORPORATIVOS EN IPC POR PLAZO



* Análisis de tasas que resultan de la agrupación de los plazos de la curva cero cupón para títulos corporativos del sector real del mercado secundario.

Fuente: Precia. Cálculos Corficolombiana. Octubre 30 de 2020.

bonos AAA, tanto en IPC como en Tasa Fija, también cayeron a niveles mínimos de 5 años, como se puede observar en los Gráficos 3 y 4. Estas menores tasas pueden incentivar a las empresas más grandes del sector real del país a buscar recursos en el mercado de capitales con el objetivo de financiar a bajo costo sus operaciones.

Prueba de esto es el comportamiento de las emisiones de bonos a lo largo del año. Como es posible apreciar en la Tabla 2, si bien en el 2019 hubo una emisión de bonos sin precedentes ($13,62 billones de pesos), el año 2020 no se quedó atrás y a octubre de 2020 es el segundo mayor de la década y el tercero desde 1999. De igual manera, la Tabla 3 muestra que las emisiones del sector real crecieron en $1,67 billones entre 2019 y el acumulado de 2020 hasta octubre. Además, las tasas de emisión de estos bonos han sido menores para este sector en 138 puntos básicos.

Cómo obtener cupos de riesgo para crédito a bajo costo

Aunque parece que el crédito continúa fluyendo hacia la economía, no todas las empresas pueden acceder de manera sencilla a este o, si lo logran, lo hacen a tasas de interés más altas que sus pares. Por eso le **traemos una estrategia para acceder con mejores probabilidades a los recursos de deuda y otra para mejorar sus probabilidades de conseguir estos recursos a un menor costo**.

Tabla 2

COMPARACIÓN MONTO COLOCADO Y TASA PONDERADA PARA EL SECTOR REAL Y FINANCIERO EN TODAS LAS TASAS

Año	2019	2020	Variación	Variación %
Monto (millones de pesos)	$13'662.816	$10'953.610	-$2'709.206	-19,83%
Tasa E.A. Ponderada	6,21%	4,92%	-129 puntos básicos	-20,77%

Fuente: Bolsa de Valores de Colombia. Cálculos Corficolombiana. Octubre 30 de 2020.

Tabla 3

COMPARACIÓN MONTO COLOCADO Y TASA PONDERADA EN EL SECTOR REAL PARA TODAS LAS TASAS

Año	2019	2020	Variación	Variación %
Monto (millones de pesos)	$4.208.350	$5.875.513	$1.667.164	39,62%
Tasa E.A. Ponderada	6,48%	5,10%	-138 puntos básicos	-21,30%

Fuente: Bolsa de Valores de Colombia. Cálculos Corficolombiana. Octubre 30 de 2020.

Estrategia 1: Siga al pie de la letra las mejores prácticas para acceder a cupos de riesgo de crédito y contraparte con el sistema financiero.

Para acceder a cupos de riesgo con el sector financiero es indispensable que pase un examen en el que se intenta evaluar sus riesgos y la probabilidad de repagar la obligación financiera con la entidad. Para pasar este examen, hay 9 prácticas que toda empresa debe seguir.

1) Muestre una posición financiera sólida

Sin una posición financiera robusta, resulta muy complicado que una entidad financiera esté dispuesta a usar los valiosos recursos de sus ahorradores y accionistas para realizar operaciones con su empresa. Por esta razón, la mejor práctica que puede seguir un departamento financiero para aumentar sus posibilidades de recibir un cupo de riesgo es mantener sus indicadores financieros en niveles prudentes. Si no está en capacidad de lograrlo, la empresa debe mantener abiertas las posibilidades de suscribir mitigantes de riesgo, como colaterales, que le ayude a mejorar su perfil crediticio.

2) Incluya notas a los estados financieros fáciles de comprender

Estas son un insumo fundamental para los analistas, ya que permiten entender mejor su negocio y conocer a profundidad las variaciones que pueden existir en los balances. La mejor forma para que un analista de riesgo entienda su negocio y sus movimientos de balances, es que pueda encontrar de forma sencilla explicaciones detalladas al respecto.

3) Detalle la composición accionaria de la empresa

Algunas empresas grandes tienen dentro de su composición otras personas jurídicas. **Para el área de riesgos es importante conocer quiénes son los accionistas y representantes legales de las empresas**.

4) Tener como empresa un hábito de pago predecible

Uno de los activos más valiosos que cualquier empresa puede tener, es la confianza de sus acreedores. Para ganarla, es necesario cons-

truir una reputación intachable y la mejor forma de conseguirla es tener un historial de pagos impecable. Para una entidad financiera que realiza un análisis para un cupo de riesgo, **saber si su empresa puede responder a la confianza depositada en ella, es un activo que le ayudará a pasar los exámenes más complicados**.

5) Diversifique la base de clientes y proveedores

Uno de los mayores riesgos que puede enfrentar una empresa es quedarse sin ventas o sin los insumos esenciales para la producción. **Una forma de mitigar este riesgo es no apostar todo a un único proveedor o cliente. Lo más importante es diversificar**.

6) *Pregunte por los prerrequisitos de la entidad financiera con anticipación*

Antes de pasar por un proceso de aprobación para un cupo de riesgo de crédito, **asegúrese de que su empresa cumpla con las políticas internas de la entidad financiera para que así su compañía no sea rechazada por variables que están fuera de su control**. Un agente comercial de la tesorería tiene estas políticas muy claras y es la persona ideal con la que debe hablar para averiguar si su empresa clasifica o no para un estudio de cupo de riesgo en la entidad.

7) *Anticípese y sea proactivo con lo que pueda necesitar un analista de riesgos*

Es muy bien visto por una entidad financiera un tesorero o director financiero que se preocupa y está disponible para ayudar a un analista de riesgo crediticio con todo lo que pueda necesitar durante el análisis para un cupo de riesgo. Este comportamiento es un indicio que el tesorero o el director financiero será igual de diligente al responder por sus obligaciones financieras con la entidad.

8) Realice una presentación llamativa de su empresa

Una presentación con un gran diseño visual, y que explique qué hace la empresa, qué proyectos tiene, de dónde viene, hacia dónde va, cuáles son sus fortalezas, cuáles son las fuentes de crecimiento,

y lo más importante, qué harán exactamente con el cupo de riesgo otorgado, permite a un comité de riesgos no solo tener una imagen más completa de su empresa, sino que da a entender también lo comprometido que está usted con la operación.

9) Cuide la reputación de su empresa y de sus colaboradores

Una empresa con una mala reputación, aunque genere altos ingresos de forma sostenida, será mal vista en un proceso para realizar operaciones con una entidad financiera. Por otro lado, **una buena reputación puede ser la clave que lleve a que un comité apruebe un crédito** cuando existen deficiencias en otras áreas de la aplicación.

Estrategia 2: Procure que su empresa cumpla con criterios ASG

Los empresarios que quieran disminuir el costo de endeudarse en el mercado de capitales deben prepararse para cumplir los criterios que los inversionistas ponderan cada vez más a la hora de otorgar financiamiento, entre ellos, la responsabilidad corporativa en temas Ambientales, Sociales y de Gobierno Corporativo (ASG).

Criterios ASG

hace referencia a las siglas de los criteriosde sostenibilidad Ambientales, Sociales y de Gobierno Corporativo

En la década de los 90's y principios del nuevo milenio, ser una empresa sostenible en países desarrollados no era un factor al que los acreedores le dieran importancia a la hora de ponderar la rentabilidad de sus préstamos. Sin embargo, con el detonante de la crisis del 2008, **la sostenibilidad ganó visibilidad en los países desarrollados al punto de que el costo al que se endeudaban las empresas que se reconocían como sostenibles era menor**. Hemos identificado que, aunque en Colombia existe un rezago, los títulos locales emitidos por empresas sostenibles en promedio son mejor valorados que los de sus pares.

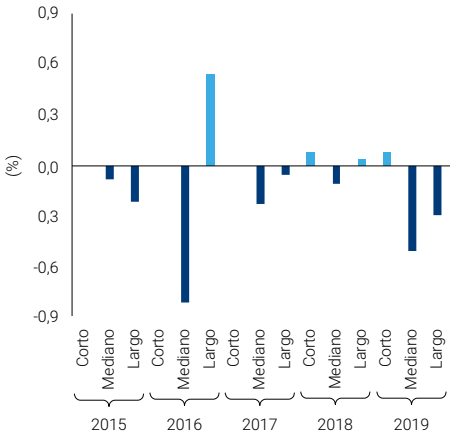
A pesar de que algunos estudios muestran que el costo de la deuda puede aumentar si las empresas requieren de mayor financiación para poder reducir su impacto ambiental, otros encuentran que **compañías con altos puntajes en gobierno corporativo (la G de ASG) o responsabilidad social (la S de ASG) tienden a tener un menor costo de deuda que sus pares no sostenibles**. En el caso colombiano, las empresas con criterios de sostenibilidad tienden a emitir bonos a una

tasa menor que aquellas que no cumplen con estos criterios, como se puede observar en los Gráficos 5 y 6.

En resumen, para mejorar sus posibilidades de acceder a cupos de riesgo de crédito y contraparte, lo mejor que puede hacer un empresario es prepararse para facilitar a que analistas y comités de riesgo de las entidades financieras entiendan el negocio, mostrar quiénes están detrás y con qué objetivos planean usar esos recursos. Además, guiarse por los criterios ASG puede ayudar a las empresas a generar confianza adicional en sus acreedores, lo que puede traducirse potencialmente en menores costos de financiación. **Una relación de confianza con el sistema financiero es una ventaja competitiva enorme en tiempos de dificultad económica**.

Gráfico 5

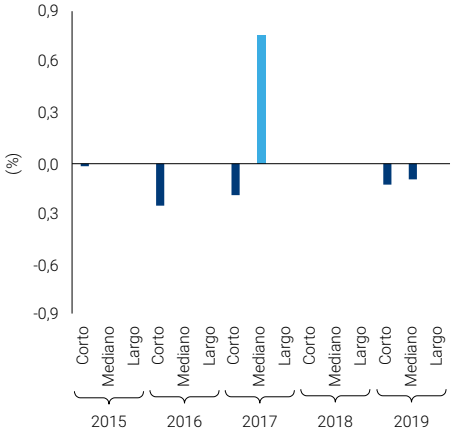
DIFERENCIAS ENTRE LOS SPREADS DE BONOS IPC DE COMPAÑÍAS SOSTENIBLES VS NO SOSTENIBLES, PARA TODOS LOS PLAZOS



Fuente: Bolsa Valores de Colombia.
Cálculos Corficolombiana. Mayo 29 de 2020.

Gráfico 6

DIFERENCIAS ENTRE LOS SPREADS DE BONOS TASA FIJA DE COMPAÑÍAS SOSTENIBLES VS NO SOSTENIBLES, PARA TODOS LOS PLAZOS



Fuente: Bolsa Valores de Colombia.
Cálculos Corficolombiana. Mayo 29 de 2020.

Rentabilidad Esperada del Capital Propio (Ke)

A pesar de que el costo de la deuda cayó a niveles históricamente bajos, no podemos decir lo mismo del costo del capital propio. Luego de alcanzar un pico en marzo de 2020, el costo del capital propio cayó, aunque las primas de riesgo no lograron retornar al nivel que tenían a finales de 2019. Se puede pensar que el costo del capital propio a largo plazo debería ser inferior al observado antes del periodo de la pandemia, dado que la tasa libre de riesgo se encuentra en niveles cercanos a 0%. Sin embargo, la verdad es que no todas las primas de riesgo que componen el Ke son afectadas de forma directa o indirecta por la tasa libre de riesgo. Esto puede observarse en la Tabla 4.

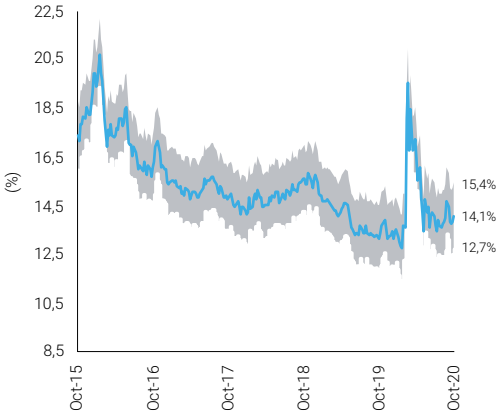
Tabla 4

LAS PRIMAS DE RIESGO DE LA RENTABILIDAD EXIGIDA POR LOS RECURSOS PROPIOS PERMANECEN ELEVADAS

Rentabilidad del capital propio	
Tasa Libre de Riesgo	0,9%
Beta Apalancado	1
Prima de mercado EEUU Rango al 95% de confianza	3,6%-6,2%
Prima de riesgo país COL	3,4%
Rentabilidad Ke (USD) Rango al 95% de confianza	7,8%-10,4%
Prima Cambiaria	4,5%
Rentabilidad Ke (COL) Rango al 95% de confianza	12,7%-15,4%

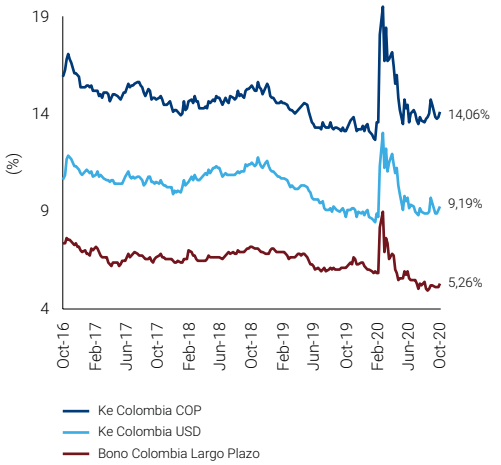
Fuente: Eikon, Cálculos Corficolombiana. Datos semanales. Octubre 30 de 2020.

Gráfico 7
EL RANGO DE RENTABILIDAD ESPERADA DEL CAPITAL PROPIO DESCENDIÓ RESPECTO AL PICO EXPERIMENTADO EN MARZO DE 2020



Fuente: Eikon. Cálculos Corficolombian. Octubre 30 de 2020.

Gráfico 8
COMPORTAMIENTO DE LA RENTABILIDAD ESPERADA DEL CAPITAL PROPIO EN COLOMBIA



Fuente: Eikon, cálculos Corficolombiana. Datos semanales. Octubre 30 de 2020.

Como el costo del capital propio es uno de los costos de financiamiento de las empresas, **es vital que este se mantenga bajo para incrementar el valor de su empresa**. A continuación, presentamos una táctica para disminuir este costo financiero en 2021.

Tasas de interés bajas no implican primas de riesgo bajas

En nuestra estimación de la rentabilidad esperada del capital propio para el mes de octubre de 2020 con la metodología establecida por el modelo de valoración de activos financieros (CAPM, por sus siglas en inglés), encontramos que el rango de esta rentabilidad se encuentra entre el 12,7% y el 15,4% con un 95% de confianza estadística, como puede observarse en el Gráfico 7. Este rango es 425 puntos básicos menor que en marzo, cuando iniciaron las restricciones a la actividad económica. A modo de ejemplo, el punto medio de nuestro cálculo es de 14,1%, mientras que el de marzo fue de 18,3%. **Esto significa que la rentabilidad que exigirían sus recursos para invertir en una empresa en Colombia es menor ahora que al inicio del confinamiento decretado por el gobierno**.

A pesar de esta caída, el rango de la rentabilidad exigida por el capital propio aumentó en 81 puntos básicos respecto a diciembre de 2019. Esto quiere decir que, a pesar de las reducciones de tasas de interés y de las ayudas por parte del gobierno, el riesgo de invertir en el mercado accionario colombiano en pesos no ha logrado retornar a los niveles que se tenían antes de la pandemia. Muestra de ello, es que el costo de invertir en pesos frente a dólares (prima cambiaria) pasó de 4,0% a 4,5% entre diciembre de 2019 y octubre de 2020 y la prima de riesgo por invertir en el mercado accionario colombiano aumentó de 2,3% al 3,4%.

La evolución del costo del capital propio y las diferencias que puede tener con los TES de largo plazo se encuentran en el Gráfico 8, en el que también se puede apreciar el efecto de la prima de riesgo cambiaria.

Aunque los cálculos mostrados hasta ahora hacen referencia a una empresa grande promedio en Colombia, la verdad es que **cada empresa tiene un costo del capital propio que depende de sus características particulares**, como su sector. Muchas de estas se

resumen en el factor β del modelo CAPM. Este factor mide el riesgo adicional que agrega una inversión a una cartera que ya se encuentra diversificada. Se dice que las acciones con un Beta bajo (inferior a 1) son defensivas, pues al agregar esa acción a un portafolio, se disminuye el riesgo de mercado de todo el portafolio. **En épocas de crisis, las acciones defensivas son las preferidas**.

Liquidez, una forma de reducir el riesgo de mercado de su empresa

Además de reducir las fluctuaciones respecto al mercado, **hay una forma de volver a una empresa más defensiva respecto a sus pares** y de esta forma reducir la rentabilidad exigida por sus recursos: aumentar sus niveles de liquidez.

Tener recursos de fácil disposición y ampliamente aceptados como medios de pago les permite a las empresas aprovechar oportunidades que solo aparecen en tiempos difíciles y le ayuda a reducir sus costos financieros al disminuir la deuda neta financiera y el componente cíclico del riesgo de los negocios (implícito en el factor β).

Hay cuatro razones por las que la liquidez impacta directamente en la reducción del costo financiero de la empresa y también les permite a las empresas obtener ventajas en medio de las crisis.

- **Tener liquidez durante una crisis le permite adquirir activos a precios atractivos**. En épocas de dificultad económica muchos negocios necesitan tener recursos de disposición inmediata para continuar su operación y están dispuestos a vender algunos de sus activos, como el inventario, con un descuento a cambio de que les paguen de contado.

- **Varios estudios[1] demuestran que las empresas aumentan sus niveles de efectivo para reducir lo riesgo de refinanciación, lo que puede incentivar a los bancos a dar nuevos créditos, renegociar**

Hay 4 razones

por las que las empresas con mayor liquidez reducen su riesgo de mercado

[1] *Para un ejemplo remítase a: Yepes, David & Restrepo-Tobón, Diego (2016). Determinantes del nivel de efectivo de las compañías colombianas. Lecturas de Economía, No. 85, pp.243-276*

o extender plazos con estas empresas. No hay mejor sello de garantía para los bancos que empresas con recursos disponibles para pagar sus obligaciones.

- **Si tienen suficientes reservas de efectivo, las empresas pueden extender crédito a sus clientes para que estos le paguen una vez se haya superado la crisis**. Lograr que sus clientes sobrevivan a los momentos difíciles aumenta la probabilidad de que las empresas mantengan la demanda por sus bienes o servicios en el futuro.

Si una empresa tiene más costos fijos que variables, en general será una empresa más riesgosa desde el punto de vista operativo, porque en tiempos de pocos ingresos podría quebrar al no poder mantener el ritmo de gasto. Sin embargo, tener reservas de activos líquidos reduce este riesgo ya que les permite a las compañías contar con mecanismos adicionales a los ingresos para cubrir sus costos fijos.

5 estrategias

les presentamos a las empresas para que logren aumentar sus niveles de liquidez en medio de la crisis

5 estrategias para aumentar la liquidez

Conseguir liquidez en tiempos de crisis es vital aunque puede no ser una tarea sencilla. Pero obtenerla es una tarea vital que debe cumplir. En tiempos de poca incertidumbre es importante conseguir utilidades y rentabilidades atractivas para los accionistas; y en tiempos de alto riesgo económico la prioridad es sobrevivir. De poco sirve ser rentable, si no se pueden pagar las deudas de corto plazo y la empresa es llevada a liquidación forzosa.

I. *Revise los supuestos de los proyectos y reescriba los planes de negocios*

Una de las principales fuentes de pérdida de caja son los proyectos implementados en contextos diferentes a los planeados. Iniciar nuevas inversiones con un plan de negocios que incorpora supuestos que parecían válidos en tiempos de calma, puede ser demasiado arriesgado y terminar por consumir recursos que las empresas podrían utilizar para mantenerse a flote. Lo mismo puede suceder al desarrollar un nuevo producto que se ajusta a los presupuestos de clientes en un mercado en crecimiento.

Fortalecer las capacidades actuales y evitar fugas de efectivo, asegura la supervivencia empresarial.

II. *Refinancie la deuda hacia plazos más largos*

Las empresas deben llamar ya a sus bancos para renegociar su deuda y extender su plazo. Aunque les cueste intereses, tener efectivo en las cuentas empresariales en momentos de crisis funciona como un seguro y el costo de estos intereses es equivalente al precio del seguro. Ese efectivo puede salvar las empresas a un bajo costo. Tener menos deuda de corto plazo, aun sí la deuda financiera total crece, hace más resilientes a las compañías en medio de la crisis, pues evita salidas de caja en momentos de necesidad.

III. *Venda o alquile activos poco líquidos o estratégicos*

Sabemos que vender o alquilar a bajo precio algunos activos, como inventarios o maquinaria, no es el mejor negocio y que probablemente sus utilidades se verán afectadas. Sin embargo, asegurar la continuidad del negocio es más importante que el resultado de un año particular. Tener efectivo en lugar de activos poco líquidos mejora las probabilidades de sobrevivir. En juego largo, hay desquite, y todavía la incertidumbre económica no termina. El colchón del efectivo puede ser importante ahora, y más adelante

Tener efectivo en lugar de activos poco líquidos mejora las probabilidades de sobrevivir

IV. *Proteja los márgenes: vuelva variables los costos fijos*

Si una empresa tiene un alto apalancamiento operativo (más costos fijos que variables), es indispensable que busque formas de renegociar contratos que le permitan cambiar la mezcla de sus costos. Por ejemplo, debería considerar salir de activos fijos de largo plazo que se deprecian de forma constante y arrendar su uso. Y, aunque no reciba mucho, recibirá recursos frescos para pagar las deudas. **Lograr que los márgenes sean estables, independientemente del nivel de ventas, le da estabilidad en momentos de crisis a la mayoría de las empresas**. En un futuro podría lamentarse por no tener el activo, pero puede lamentarse aún más en caso de llegar a una liquidación empresarial.

V. *Capitalice y posponga pagos de Dividendos*

Aunque pueda ser una opción costosa en tiempos en los que las acciones tienen alta volatilidad, se puede pedir a los socios que hagan aportes adicionales de capital para proteger a la empresa, o por lo menos evitar descapitalizarla al pagar dividendos. Rescatar una empresa rentable hoy, posiblemente se recompense con los pagos de dividendos en el futuro

Cómo Acceder a Recursos Financieros a bajo Costo en el 2021

A lo largo de este capítulo **argumentamos que una caída en las tasas de interés no implica que otros costos financieros se reduzcan o que las empresas puedan acceder a recursos de deuda sin dificultades**. Como muestra de esto, en la Tabla 5, podemos observar que el rango del Costo Promedio Ponderado del Capital (WACC por sus siglas en inglés) permaneció estable. Este cálculo lo hacemos para una empresa grande en Colombia con un β igual a 1 y suponiendo que logra financiarse con emisión de bonos de largo plazo y de alta calidad crediticia en la Bolsa de Valores de Colombia. Para saber sobre la composición Deuda-Patrimonio de las empresas, diríjase a la siguiente sección.

Si bien **por ahora las empresas pueden endeudarse a un menor costo**, puede que incluso este costo sea aún menor, siempre y cuando

Tabla 5
EL RANGO DEL COSTO PROMEDIO PONDERADO DEL CAPITAL PROPIO WACC, SE VIO PRÁCTICAMENTE INALTERADO ENTRE DICIEMBRE DE 2019 Y OCTUBRE DE 2020

	2019 (%)	2020 (%)
Costo de la deuda	7,1-7,3	7,4-8,0
Costo del capital propio	11,9-14,6	12,7-15,4
Deuda/(Deuda + Patrimonio)	43,8	48,6
Tasa de Impuesto de Renta	33,0	33,0
Costo promedio ponderado del capital (WACC)	8,8-10,3	8,9-10,5

Fuente: Capital IQ, Eikon, Precia. Cálculos Corficolombiana. Octubre 30 de 2020.

empiecen a cumplir con criterios de sostenibilidad (ASG). Eso sí. Que existan tasas de interés de corto plazo en bajos niveles no implica que puedan emitir deuda de forma fácil en el mercado de capitales o que los bancos otorguen créditos sin pasar por un examen de riesgo de crédito riguroso. **Cumplir con los pasos que sugerimos para acceder a cupos de riesgo de crédito y contraparte con entidades financieras puede ayudar a que las empresas pasen el examen de los analistas de riesgo y así facilitar la consecución de recursos**.

Por su parte, si bien el costo esperado de los recursos propios también disminuyó respecto al inicio de las restricciones de movilidad en el país, aun no logra alcanzar los niveles de diciembre de 2019. Para reducir el costo financiero que exigen los accionistas, una táctica que se puede aplicar es mejorar sus niveles de liquidez. Y para aumentarla, puede utilizar alguna de las estrategias que recomendamos, principalmente enfocadas en defender márgenes y evitar salidas innecesarias de efectivo.

NOTAS

DECISIONES
DE FINANCIAMIENTO

- Capacidad de Pago en Tiempos de Crisis
- Apalancamiento Financiero en Tiempos de Crisis

Autores | *Daniel Espinosa Castro*
Sergio Andrés Consuegra

Corficolombiana

DECISIONES DE FINANCIAMIENTO

Daniel Espinosa Castro
Sergio Andrés Consuegra

2 fuentes
básicas de financiación tienen las empresas: deuda y recursos propios

De acuerdo con la teoría de las finanzas corporativas, **las dos fuentes básicas de financiación de las empresas son la deuda y los recursos propios o patrimonio**. Aunque en general la deuda es una fuente de financiación más económica, entre más deuda tenga una empresa, como proporción de sus fuentes de financiación, el riesgo de insolvencia aumenta. Esto lleva a que en general las empresas deban encontrar una mezcla apropiada entre recursos propios y deuda que minimice sus costos financieros y sus riesgos.

En este capítulo expondremos por qué es necesario que cada empresa tenga un "traje a la medida" en cuanto a soluciones financieras se trata, no sólo para reducir sus costos financieros, sino también para ayudar a que los diferentes tipos de riesgos sean gestionados de forma apropiada. Solo así, podemos esperar que las empresas tengan herramientas para navegar el 2021.

Capacidad de Pago en Tiempos de Crisis

2020
fue un año en el que algunas de las empresas del sector real más grandes del país vieron desmejorar su capacidad de pago

Para analizar la capacidad de pago es necesario considerar dos tipos de métricas: la capacidad de pago de la deuda de corto plazo y el tiempo que tardaría la empresa en pagar todas sus obligaciones si destinara para esto la porción líquida de sus ingresos netos.

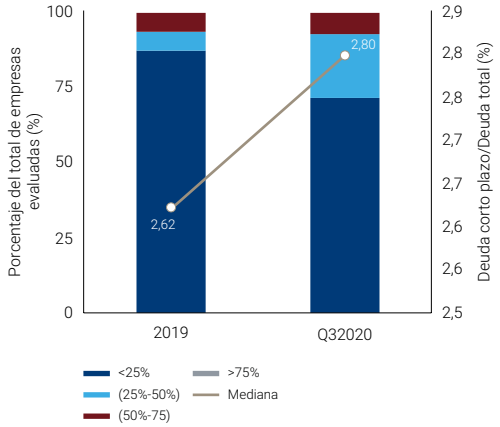
La proporción de deuda de corto plazo

Para poder realizar el pago de algunas actividades relacionadas con el andar habitual de los negocios, las empresas pueden requerir apalancarse en créditos de corto plazo, para pagar nóminas o mercancía, por ejemplo. Por eso, el crédito de corto plazo es tan relevante. Permite a las empresas operar con normalidad o incluso sacarlas de una necesidad temporal de liquidez si se encuentran cortas de efectivo en ese momento.

Sin embargo, la deuda de corto plazo requiere que las empresas consigan recursos de forma ágil para pagar las cuotas del crédito

Gráfico 9

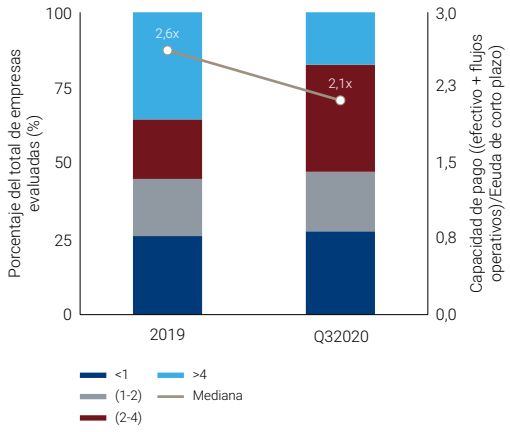
DISTRIBUCIÓN DE LA DEUDA DE CORTO PLAZO COMO PORCENTAJE DE LA DEUDA TOTAL DURANTE EL 2019 Y EL TERCER TRIMESTRE DE 2020



Fuente: Capital IQ, cálculos Corficolombiana.
Octubre 30 de 2020.

Gráfico 10

DISTRIBUCIÓN DE LA CAPACIDAD DE PAGO *(Efectivo más flujos operativos)* SOBRE DEUDA DE CORTO PLAZO ENTRE EL 2019 Y EL TERCER TRIMESTRE DEL 2020



Fuente: Capital IQ, cálculos Corficolombiana.
Octubre 30 de 2020.

o de lo contrario corren el riesgo de tener que iniciar un proceso de insolvencia por impago. **En lo que va de este año, pudimos observar dos características en algunas de las empresas más grandes del sector real en Colombia**: 1) aumentaron su deuda de corto plazo, y 2) se deterioró su capacidad de honrar sus compromisos de corto plazo. Sin embargo, este deterioro no debe tomarse como una señal de alarmismo. En general, la porción de la deuda de corto plazo de las empresas representa menos del 25% del total de la deuda y cuentan con efectivo suficiente para pagar más de dos veces su deuda de corto plazo.

Como se puede observar en el Gráfico 9, las empresas de nuestra muestra con una deuda de corto plazo menor al 25% del total de su deuda disminuyeron entre 2019 y lo que va del 2020, mientras que los segmentos de 25%-75% y 50%-75% aumentaron. Es decir, **las empresas empezaron a usar más deuda de corto plazo**. Al mismo tiempo, este gráfico nos muestra que al menos la mitad de las empresas tienen una deuda de corto plazo que representa menos del 3% de su deuda total. En otras palabras, aunque el uso de deuda de corto plazo aumentó, no hay razones para creer que el incremento sea excesivo.

En cuanto a la capacidad de pago, el Gráfico 10 muestra un análisis que se complementa con el anterior. **Si se combina un mayor uso de deuda de corto plazo y una actividad económica disminuida, es natural que la capacidad de pago de las empresas se reduzca**. Este gráfico muestra cómo la porción de empresas que contaban con efectivo suficiente para pagar hasta 4 veces sus deudas de corto plazo se redujo entre 2019 y lo que va de 2020. Al mismo tiempo, nos muestra que al menos la mitad de estas empresas todavía tiene la capacidad de pagar hasta dos veces su deuda de corto plazo con su efectivo disponible.

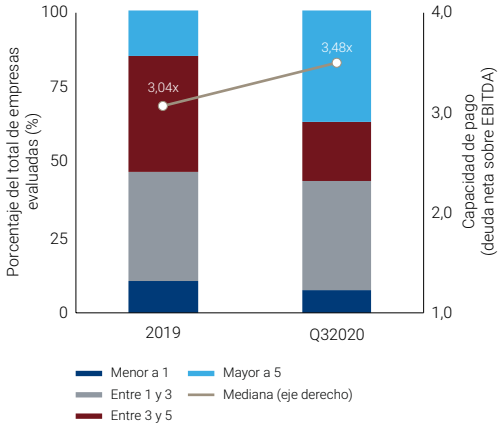
Aunque para estas empresas grandes el uso de deuda de corto plazo no tuvo un incremento alarmante, ni su capacidad de pago se deteriorara de forma considerable, esta puede no ser la realidad para todas las empresas del país. Empresas más pequeñas o sin capacidad de suscribir mitigantes de riesgo de crédito, como colaterales, pueden verse en este momento con altos niveles de deuda de corto plazo y con efectivo limitado para honrar sus compromisos.

Una posible solución para esta dificultad recae en negociar reperfilamientos de la deuda con los acreedores. Esto permitiría disminuir la presión sobre la caja de las empresas, al hacer menor la proporción de la deuda de corto plazo, a cambio de aumentar el valor total de la deuda. El aumento de estos costos financieros puede ser pequeño comparado con la tranquilidad y reducción de riesgo de impago al que se pueden enfrentar las empresas con exceso de deuda de corto plazo en sus balances.

La capacidad de pago de la empresa

Además de conocer su capacidad de honrar la deuda de corto plazo, también debe enfocarse en la sostenibilidad de la deuda a largo plazo. No basta con solo tener recursos para pagar su deuda de corto plazo. Un síntoma de buena salud financiera de su empresa es tener recursos para cubrir los costos relacionados con escenarios adversos y sus deudas a lo largo del tiempo.

Gráfico 11
DISTRIBUCIÓN DE LA CAPACIDAD DE PAGO *(Deuda Neta sobre EBITDA)* ENTRE EL 2019 Y EL TERCER TRIMESTRE DEL 2020



Fuente: Capital IQ, cálculos Corficolombiana.
Octubre 30 de 2020.

De acuerdo con el Gráfico 11, algunas de las empresas del sector real más grandes del país vieron su capacidad de pago de deuda deteriorarse entre 2019 y lo que va del 2020. Con corte a diciembre de 2019, al menos la mitad de las empresas necesitaba menos de 3,04 años de utilidades antes de pago de impuestos, intereses, depreciaciones y amortizaciones (EBITDA) de los últimos 12 meses para pagar toda su deuda. Con la información disponible al tercer trimestre de 2020, la mitad de estas empresas necesitan al menos 3,48 años de EBITDA de los últimos 12 meses para pagar todas sus deudas.

Sea por menores fuentes de ingresos operativos o por la necesidad de tener recursos económicos en tiempos de crisis, las empresas vieron deteriorarse su capacidad de pago respecto al año anterior. Para mejorar este indicador, las empresas requieren reorganizar sus finanzas y buscar formas de reducir su pasivo financiero con el fin de encontrar niveles sostenibles de endeudamiento.

Apalancamiento Financiero en Tiempos de Crisis

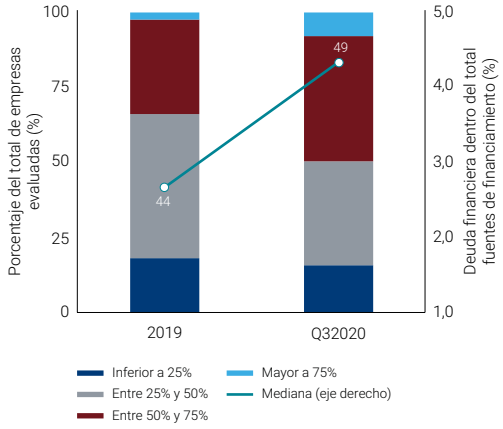
En momentos de dificultad económica las empresas pueden requerir fondos adicionales para poder mantener el giro ordinario de sus ne-

gocios si sus ingresos se deterioran. Como ya lo mencionamos, en principio las empresas tienen dos fuentes de recursos financieros: deuda o recursos propios (patrimonio).

Como las capitalizaciones pueden ser costosas, es posible que las juntas directivas decidan que el mejor curso de acción es aumentar el endeudamiento de la empresa. Esto se puede apreciar al ver que la deuda, como porcentaje de los recursos financieros de las empresas (apalancamiento financiero) creció entre 2019 y el tercer trimestre de 2020. Como se puede ver en el Gráfico 12, en el 2019 la mitad de algunas de las empresas del sector real más grandes del país tenían un apalancamiento financiero del 44% o menos. En cambio, en lo que va del 2020, la mitad de las empresas tienen un apalancamiento financiero de por lo menos el 49%. En otras palabras, a lo largo de este año, las empresas decidieron usar más recursos de deuda que propios para financiar sus operaciones.

Gráfico 12

DISTRIBUCIÓN DE LA DEUDA FINANCIERA DENTRO DEL TOTAL DE LAS FUENTES DE FINANCIAMIENTO ENTRE EL 2019 Y EL TERCER TRIMESTRE DEL 2020



Fuente: Capital IQ, cálculos Corficolombiana.
Octubre 30 de 2020.

Si bien más deuda no es necesariamente indeseable, sí puede ser un limitante para que las empresas puedan lograr tener una mezcla adecuada de recursos financieros. Una mezcla que no es apropiada no tiene que representar el fin de una empresa, pero sí genera que sus costos financieros sean más altos de lo necesario. Recuerde que una mezcla óptima entre deuda y recursos propios significa tener el menor costo de financiación posible sin aumentar el riesgo de insolvencia. Esto se traduce en un mayor valor de la empresa.

Trajes a la medida para el 2021

El aumento de la deuda de corto plazo, y del uso de la deuda como fuente de financiación para las empresas, puede dejar a estas en una posición vulnerable para el periodo 2021-2022. **Para fortalecer su posición, las empresas requieren tener soluciones financieras que se ajusten a sus necesidades**.

Estas soluciones no pueden ser generales, como aconsejar a todas las empresas que emitan acciones, capitalicen o que muevan todos los pagos de obligaciones financieras al 2022. Cada empresa enfrenta retos y riesgos particulares.

2020

fue un año en el que algunas de las empresas más grandes del sector real del país aumentaron su financiación con deuda frente a sus recursos propios

Una empresa que exporte podría beneficiarse de tener deuda en moneda extranjera, mientras que otra podría verse beneficiada si decide retener el pago de dividendos para el próximo año, o incluso desinvertir en activos poco estratégicos con el fin de mejorar su relación deuda/patrimonio.

Lo más importante es que si no tiene claro cuál debe ser su traje a la medida, busque asesorarse con expertos que puedan ayudarlo a idear un plan financiero para que empiece pisando firme el 2021.

El traje debe acompañarse de un gobierno corporativo enfocado en sostenibilidad

No basta solo con diseñar un buen traje a la medida. Las empresas deben enfocarse en formar mejores gobiernos corporativos que sepan cómo usar y portar el traje. Los gobiernos corporativos se entienden como las reglas que dirigen las compañías y como tal, son los que pueden limitar la toma de decisiones riesgosas, que puedan resultar en escenarios negativos, por parte de la gerencia.

Los gobiernos corporativos que se enfocan en la sostenibilidad del negocio gestionan los riesgos de forma responsable y no se embarcan en proyectos que pueden dar retornos de corto plazo pero que pueden comprometer la sostenibilidad de la empresa. Por eso, no es de sorprender que haya estudios que encuentran que las empresas con gobiernos corporativos enfocados en la sostenibilidad de largo plazo del negocio tengan una menor probabilidad de iniciar un proceso de bancarrota.

Los gobiernos corporativos enfocados en la sostenibilidad del negocio serán aquellos que puedan implementar de mejor forma los limitantes y lineamientos de las soluciones financieras que requiere la empresa para gestionar de forma prudente sus riesgos.

NOTAS

GESTIÓN DE RIESGO CAMBIARIO Y CAPITAL DE TRABAJO

- Gestión de riesgo cambiario
- Descuento de facturas para gestionar el riesgo de crédito
- Fondos de inversión colectiva para el riesgo de liquidez

Autores | *Sergio Andrés Consuegra*
Daniel Espinosa Castro

Corficolombiana

GESTIÓN DE RIESGO CAMBIARIO Y CAPITAL DE TRABAJO

Sergio Andrés Consuegra
Daniel Espinosa Castro

3 productos
se presentan en esta sección con el fin de mostrar cómo pueden gestionarse algunos riesgos que enfrentan las empresas

En nuestro último informe anual de Finanzas Corporativas publicado a finales del 2019 **explicamos cuáles son algunos de los mecanismos o productos financieros a los que las empresas colombianas pueden acceder para gestionar su capital de trabajo**. Hoy, con un ambiente de tasas bajas y una economía golpeada por una pandemia que dejará cicatrices que seguiremos viendo en 2021, se hace aún más necesario recordar cuáles son esos instrumentos que le permitirán a su empresa aumentar y preservar su capital de trabajo para salir victoriosos en un 2021 turbio.

Mientras que la presente sección en el informe del 2019 se centró en manejar el capital de trabajo desde una posición "más cómoda", por así decirlo (la pandemia todavía no era noticia), **el capítulo de este año tiene como enfoque explicar cómo gestionar el capital de trabajo desde un mercado con tasas bajas, pero liquidez limitada, y escenarios de profundo estrés financiero**. De esta forma, presentaremos tres herramientas muy accesibles para que, como empresario, gestione los riesgos financieros de su empresa:

1) Productos como los derivados financieros que pueden ser usados para cubrir a empresas que no pueden tolerar altas fluctuaciones en la tasa de cambio.

2) Productos como el factoring o descuento de facturas que permiten gestionar el riesgo de liquidez y transferir al sistema financiero el riesgo de impago de los clientes (en algunos casos).

3) Fondos de Inversión Colectiva (FICs) abiertos e invertidos en instrumentos líquidos que pueden ser usados para gestionar la liquidez de las empresas con ventajas administrativas, como la expansión de la red de pago o identificación de pagadores, a la vez que permiten obtener rentabilidad con los recursos líquidos.

Gestión de Riesgo Cambiario

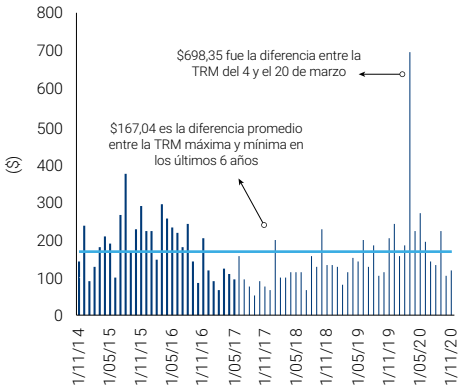
El 2020 fue un año de devaluaciones históricas en tasa de cambio, producto de la volatilidad causada por la crisis del COVID-19. De hecho, en marzo observamos que la diferencia entre la TRM del 4 y el 20 de dicho mes fue de $698 pesos (ver Gráfico 13), valor récord en los últimos 5 años.

De igual manera, la volatilidad no solo se refleja en las diferencias entre precios máximos y mínimos al interior del mes. Los cambios en el precio intradía también sorprenden, como es posible ver en el Gráfico 14, donde también en marzo vimos una devaluación de $219 pesos, ¡en un solo día!

Aunque devaluaciones históricas como estas son extremadamente raras, su ocurrencia puede poner en jaque la supervivencia de un negocio expuesto al riesgo cambiario. Por esta razón, decidimos realizar un ejercicio hipotético al calcular el Valor en Riesgo, también conocido como VaR, para empresas colombianas importadoras y exportadoras, y así encontrar las probabilidades de pérdidas que pueden incurrir estas al realizar operaciones con activos y/o pasivos expuestos a la volatilidad del peso-dólar.

Gráfico 13

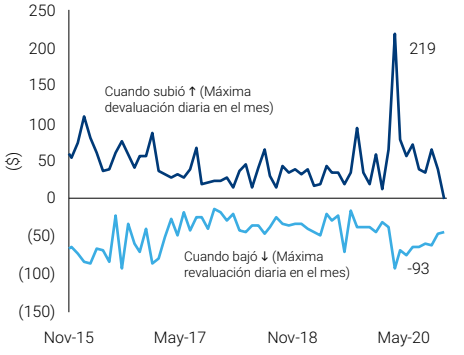
2020 LLEGÓ CON NUEVAS MARCAS DE VOLATILIDAD. MARZO FUE UNA SITUACIÓN ATÍPICA



Fuente: Banco de la República. Cálculos Corficolombiana. Noviembre 20 de 2020.

Gráfico 14

EL DÓLAR ES VOLÁTIL Y ES DIFICIL SABER A DÓNDE IRÁ. LO QUE SÍ SABEMOS ES QUE TIENDE A DEVALUARSE CON MÁS FUERZA QUE A REVALUARSE *(afectando en mayor medida a los importadores colombianos)*



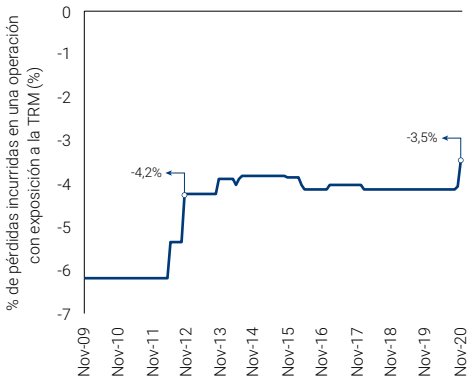
Fuente: Banco de la República. Cálculos Corficolombiana. Noviembre 20 de 2020.

El VaR para empresas colombianas con exposición al dólar

El Valor en Riesgo es una estadística que mide y cuantifica el nivel de riesgo de mercado dentro de una empresa, cartera o posición durante un período específico. Por ejemplo, un VaR mensual al 5% en $100 mil pesos para un portafolio de $1 millón de pesos es interpretado de la siguiente manera: existe una probabilidad del 5% que las pérdidas mensuales en una cartera de $1 millón de pesos superen los $100 mil pesos, o el 10% de la cartera.

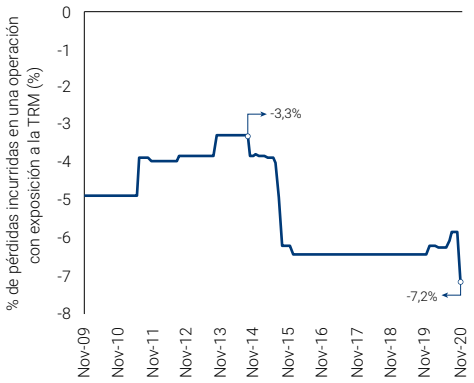
Aunque esta métrica es más utilizada por bancos comerciales y fondos de inversión para determinar la tasa de ocurrencia de pérdidas potenciales en sus carteras, existe la posibilidad de replicarlo en un portafolio con un único activo: una cartera en pesos colombianos con exposición al dólar.

Gráfico 15
CON UNA PROBABILIDAD DEL 5%, LAS PÉRDIDAS INCURRIDAS POR EXPORTADORES DEBIDO A LA VOLATILIDAD EN LA TRM ESTARÁN POR DEBAJO DE LA LÍNEA
(VaR Mensual Histórico)



Fuente: Banco de la República. Cálculos Corficolombiana. Noviembre 20 de 2020.

Gráfico 16
CON UNA PROBABILIDAD DEL 5%, LAS PÉRDIDAS INCURRIDAS POR IMPORTADORES DEBIDO A LA VOLATILIDAD EN LA TRM ESTARÁN POR DEBAJO DE LA LÍNEA
(VaR Mensual Histórico)



Fuente: Banco de la República. Cálculos Corficolombiana. Noviembre 20 de 2020.

- *Los exportadores colombianos*:

Encontramos que el VaR mensual al 5% para exportadores en el mes de noviembre de 2020, al tomar los cambios en la TRM en los últimos cinco años como referencia en el cálculo, fue de 3,5% por operación expuesta a la volatilidad del peso-dólar. Esto significa que hay una probabilidad del 5% que las perdidas mensuales en una cartera de un millón de pesos con exposición al dólar superen los $35 mil pesos (i.e. 3,5% de $1 millón de pesos).

En el Gráfico 15 podemos ver que los exportadores colombianos la han tenido "fácil" desde mediados de 2012 para acá, cuando el VaR pasó de 4,2% por operación expuesta a la TRM, al valor actual de 3,5% en el 2020, todo debido a una devaluación lenta pero recurrente en la última década.

- *Los importadores colombianos*:

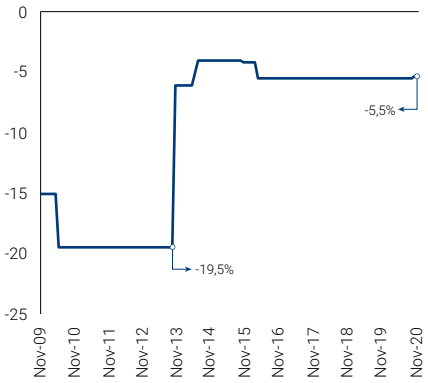
Por otro lado, al tomar la posición de los importadores, a quienes les afecta más una devaluación del peso, encontramos que el VaR mensual al 5% para el mes de noviembre de 2020, al tomar los cambios en la TRM en los últimos cinco años como referencia en el cálculo, fue de 7,2% por operación expuesta a la volatilidad del peso-dólar. Es decir, hay una probabilidad del 5% que las perdidas mensuales en una cartera de un millón de pesos expuesta al dólar superen los $72 mil pesos. ¡Más del doble de la del exportador!

En el Gráfico 16 es posible apreciar que, desde finales de 2013 hasta hoy, la devaluación ha causado pérdidas incrementales en los importadores, al notar que las pérdidas a un VaR al 5% pasaron de 3,3% por operación expuesta a la TRM, a 7,2%.

Ahora, el VaR que hemos presentado representa las pérdidas en condiciones normales. Pero ¿cómo se ven aquellas pérdidas cuando se excede el VaR? Aquí es donde entra el **TVaR** (Valor en riesgo en la cola o *Tail Value-at-Risk*, por sus siglas en inglés), **el cual tiene como objetivo mostrar las pérdidas esperadas en situaciones extremas o inusuales**.

Gráfico 17

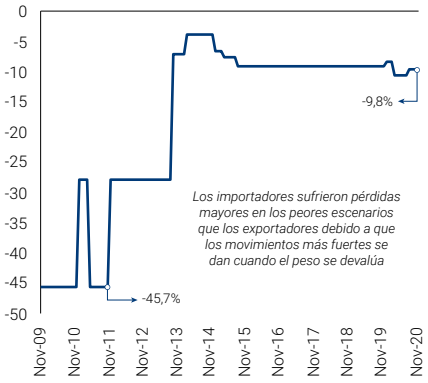
PORCENTAJE DE PÉRDIDA INCURRIDA POR UN EXPORTADOR EN EL PEOR ESCENARIO DE LOS ÚLTIMOS 5 AÑOS A LA FECHA DE CÁLCULO *(TVaR Mensual Histórico)*



Fuente: Banco de la República. Cálculos Corficolombiana. Noviembre 20 de 2020.

Gráfico 18

PORCENTAJE DE PÉRDIDA INCURRIDA POR UN IMPORTADOR EN EL PEOR ESCENARIO DE LOS ÚLTIMOS 5 AÑOS A LA FECHA DE CÁLCULO *(TVaR Mensual Histórico)*



Fuente: Banco de la República. Cálculos Corficolombiana. Noviembre 20 de 2020.

Al emular el ejercicio anterior, calculamos las pérdidas en exceso tanto para las empresas importadoras como exportadoras con exposición al dólar.

- *Las pérdidas en exceso para exportadores colombianos*:

  En el Gráfico 17 es posible apreciar que las pérdidas esperadas por exportadores cuando se excedió el VaR (es decir, en el peor escenario) fueron del 19,5% de una cartera en pesos con exposición al dólar, para el periodo comprendido entre mediados de 2010 y finales de 2013, época en que Colombia experimentaba una revaluación considerable. Posterior a esto, las pérdidas esperadas en casos extremos fueron mucho menores. Hoy, las pérdidas en exceso se encuentran en 5,5% de una cartera con exposición a la TRM.

- *Las pérdidas en exceso para importadores colombianos*:

  Por otro lado, el Gráfico 18 muestra que en los últimos años las pérdidas esperadas en situaciones extremas fueron mucho mayores para los importadores colombianos comparado con los exportadores. Esto era de esperarse, ya que, como mencionamos en el Gráfico 14, las devaluaciones fueron más fuertes que las revaluaciones. Sin embargo, causa impresión que las pérdidas esperadas, entre el 2010 y el 2011, ¡llegaron a 45,7% de una operación con exposición al dólar! Mientras que las de este año llegan "solo" a 9,7%.

Dado esto, podemos considerar que, **aunque estamos sesgados por los eventos más recientes como la devaluación fuerte que ocurrió en marzo, en años pasados también hubo periodos de devaluaciones extremas**. De esta manera, lo único que podemos concluir es que no sabemos hacia dónde se dirige el dólar, pero sí sabemos que sigue siendo volátil.

Exposición al riesgo de transacción

En nuestro último reporte anual explicamos que las empresas con exposición a moneda extranjera están expuestas a tres riesgos de-

pendiendo de su actividad económica: riesgo de conversión, riesgo económico y riesgo de transacción. **En este informe, nos centraremos en el riesgo de transacción debido a que es el que incumbe a las empresas importadoras y exportadoras** (para ver en qué consisten los otros dos riesgos, lo invitamos a leer esta misma sección en el Informe Anual del 2019).

3 riesgos

pueden enfrentar las empresas expuestas a moneda extranjera dependiendo de su actividad económica: riesgo de conversión, riesgo económico y riesgo de transacción

El **riesgo de transacción** es aquel relacionado con el riesgo que los tipos de cambio fluctúen después de que una empresa haya asumido una obligación financiera. Las empresas involucradas en el comercio internacional, como las compañías importadoras y exportadoras, se exponen a que su capital de trabajo sea afectado por fluctuaciones en la tasa de cambio.

Una pregunta común que surge en las empresas que ejercen actividades de comercio exterior es si deben cubrirse ante el riesgo de transacción o no. La decisión para usar herramientas de cobertura debe partir desde la composición accionaria de la empresa en cuestión. Si los accionistas de la compañía están diversificados y no son aversos a la pérdida, es probable que tener exposición a la volatilidad del peso sea deseable para mejorar la relación riesgo-retorno en el portafolio total de los accionistas. Es decir, posiblemente al agregar un activo como lo es el peso colombiano dentro de una canasta de activos con distintos betas (mirar sección *Costo del Capital Propio* para recordar qué es el Beta) le agregue valor a la cartera total, debido a los beneficios que trae consigo la diversificación.

Una pregunta

importante que deben resolver las empresas expuestas a riesgo cambiario, y cuyos inversionistas no están diversificados, es si logran sobrevivir a escenarios extremos sin la ayuda de coberturas

Por esta razón, **aquellos inversionistas diversificados deben evitar el uso de derivados ya que resulta contraproducente reducir la volatilidad del peso-dólar** cuando, en este caso, ese es el objetivo.

¿Y si el inversionista no está diversificado y es averso a la pérdida? En este caso, **lo más sensato es emplear herramientas de cobertura que le permitirán a la empresa proteger su capital de trabajo ante fluctuaciones del dólar**. Ahora, existen situaciones en donde la empresa debe cubrirse sí o sí ya que su solvencia depende de ello, y es en los casos en los que una revaluación o una devaluación fuerte la lleve a la quiebra, y, en consecuencia, a sus inversionistas aversos a la pérdida a perder su inversión. Así, lo más cercano a poder predecir

si ocurrirá una devaluación o una revaluación fuerte en el futuro es mirar el pasado.

45,7%
es la máxima pérdida que han experimentado los importadores en sus activos expuestos a la tasa de cambio en los últimos años

Si retomamos el TVaR o pérdidas en exceso para importadores y exportadores, como empresario no diversificado con exposición al dólar, usted puede tomar los datos presentados y aplicarlos a su negocio. **Si es exportador, se podría preguntar lo siguiente: "¿Mi negocio lograría sobrevivir a una revaluación extraordinaria que traiga consigo pérdidas del 19,5% o más de mis activos expuestos al dólar?"** Por otro lado, **si es importador puede reformular esa pregunta a una pérdida del 45,7% o más de sus activos expuestos a la TRM**.

19,5%
es la máxima pérdida que han experimentado los exportadores en sus activos expuestos a la tasa de cambio en los últimos años

Si la respuesta a esta pregunta es "Sí", su empresa con inversionistas no diversificados y aversos a la pérdida se beneficiaría de usar derivados para estabilizar fluctuaciones en su capital de trabajo. Por otro lado, si la respuesta es "no" y decide no cubrirse ante la TRM, está apostando a que no veremos volatilidades extremas que lleven a que su negocio se quiebre, a la vez exponiendo a sus accionistas a pérdidas que no están dispuestos a tomar. Y aunque la historia no se repite, tiende a rimar.

Derivados para gestionar el riesgo de transacción

Ahora que está claro qué tipo de empresas deben cubrirse frente a la volatilidad de tasa de cambio, explicaremos brevemente algunos de los derivados financieros que tienen a su disposición las empresas con exposición a riesgo de transacción para gestionar su riesgo cambiario.

3 tipos
de coberturas pueden usarse para gestionar el riesgo de transacción: forwards de divisas, futuros de divisas y opciones de divisas

- *Forwards de divisas*: Un forward de moneda es un contrato que se negocia en el mercado de divisas entre una entidad financiera (por ejemplo, un banco) y una empresa. **En este contrato, las dos partes involucradas llegan a un acuerdo de compra o venta de dólares, a una tasa de cambio pactada con anterioridad**. En este, contrato, la empresa que compra o vende dólares, a pesar de minimizar la volatilidad, debe pagar comisiones implícitas calculadas por el banco al momento de pactar la tasa.

  Futuros de divisas: Los futuros de moneda son muy similares a los forwards, con la diferencia de que, en lugar de negociarse con

una entidad financiera, **la negociación de los futuros de divisas se negocia en mercados secundarios regulados** (como la bolsa de valores) que proporcionan un marco regulatorio en términos de precios y liquidaciones.

- *Opciones de divisas*: **Una opción de moneda es un contrato que le da al comprador el derecho, pero no la obligación, de comprar o vender una determinada moneda a un tipo de cambio específico en o antes de una fecha específica**. Por este derecho, se paga una prima al vendedor. La gran diferencia entre las opciones, y los forwards y futuros, es que en la primera el comprador o vendedor tiene la opción más no la obligación de ejercer el contrato mientras que en las otras dos herramientas de derivados es obligatorio cumplir con el acuerdo.

Lo anterior es solo una pizca de lo que es el mundo de los derivados financieros para gestionar el riesgo cambiario de aquellas empresas expuestas a moneda extranjera. En un futuro informe de Finanzas Corporativa **explicaremos con mayor detalle estos tres instrumentos financieros y cómo su uso puede impactar la contabilidad de las empresas que participan en el comercio exterior**. Por el momento, si desea conocer mayor información al respecto, lo invitamos a ingresar a la página de Corficolombiana, donde agentes comerciales incorporan los detalles de su negocio con el fin de evaluar el derivado financiero que mejor se adapta a las necesidades de su empresa.

Descuento de Facturas para Gestionar el Riesgo de Crédito

El descuento de facturas o factoring es una operación en la que una empresa que tiene ventas a crédito transforma en efectivo dichas cuentas por cobrar de forma anticipada con la ayuda de un intermediario, generalmente una entidad financiera. A cambio, la entidad financiera compra las facturas a un descuento, de ahí el nombre de esta operación.

El descuento de facturas puede ser una herramienta útil en una economía estable, pero en condiciones de estrés financiero, su uso puede significar la diferencia entre la supervivencia y la quiebra para

aquellas empresas que tienen una alta dependencia de sus ventas a crédito. De hecho, el Informe de Estabilidad Financiera presentado por el Banco de la República para el segundo semestre del año muestra que la cartera riesgosa para toda la economía[1] va a aumentar. De igual manera, un artículo reciente de Portafolio[2] menciona que la Superintendencia de Sociedades espera un impacto mayor en insolvencia en el 2021 como consecuencia de la pandemia.

Con todo esto en el panorama, **es de esperarse que el riesgo de crédito afecte negativamente el ciclo de conversión de efectivo, reduciendo al mismo tiempo la liquidez de las empresas dependientes de las ventas a crédito**. Es aquí donde el descuento de facturas puede ser el salvavidas que están buscando estas compañías afectadas por la pandemia.

Las ventajas al buscar financiamiento

El descuento de facturas trae consigo beneficios a la hora de buscar financiamiento adicional, más aún cuando acreedores y accionistas tienen mayores escrúpulos al invertir su dinero en una economía en recesión. Esto se debe a que el factoring permite a las empresas mostrar una mejor salud financiera al presentar mejores indicadores de liquidez, a la vez de un ciclo de conversión de caja más rápido. **Incluso el uso del descuento de facturas puede traducirse en una tasa de interés menor para las empresas que deciden aprovechar esta herramienta, dado que su balance general se muestra más "sano" ante mejoras en los indicadores financieros comparado con aquellas empresas que tienen problemas con sus ventas a crédito**. Como fue explicado en la sección *"Cómo obtener cupos de riesgo a bajo costo"*, una de las características que más importan a las entidades financieras a la hora de prestar el dinero de sus ahorradores es que la empresa cuente con una posición financiera sólida.

---

1 *Banco de la República. "Reporte de Estabilidad Financiera". Consultado en: https://www.banrep.gov.co/es/reporte-estabilidad-financiera-segundo-semestre-2020. 2020.*

2 *Portafolio. "Impacto de la pandemia en insolvencias se verá en 2021". https://www.portafolio.co/economia/impacto-de-la-pandemia-en-insolvencias-se-vera-en-2021-545147. 2020.*

Cabe resaltar que el efecto dominó que tiene el descuento de facturas en la salud financiera de una empresa es extenso. Cuando se trata del valor de los pagos relacionados a un préstamo, la tasa de interés acordada es de suma importancia. A mayor la tasa de interés pactada, mayor es el valor de los montos a pagar. Pero el descuento de facturas permite reducir dicho costo de endeudamiento, liberando el flujo de caja de las empresas que adoptan esta herramienta, y así dándoles mayor margen de maniobra para soportar una crisis profunda como la que estamos viviendo, y sus secuelas en el 2021.

Adicionalmente, **otro efecto positivo que acarrea la venta de facturas a instituciones financieras es las ventajas impositivas que trae consigo**. Debido a que el factoring lleva a que las facturas se vendan a un descuento, esta diferencia entre el valor de la factura y el valor de venta representa un gasto financiero. Así, las compañías pueden representarlas en sus balances como un deducible al impuesto de renta.

Los beneficios que trae el descuento de factura son aún mayores durante las crisis que en condiciones normales

Es importante recalcar que el descuento de facturas solo debe ser utilizado si la empresa tiene dificultadores al recolectar sus cuentas por cobrar. **Lo ideal es que la empresa pueda cobrar el 100% de sus ventas a crédito, en la medida en que no ponga en jaque la relación y negocios con sus clientes**. Sin embargo, un mundo con incertidumbre como el actual, y probablemente el del 2021, está lejos de ser ideal.

Como empresario debe pensar en el juego largo, en correr una maratón y no en correr los 100 metros. Si debe escoger entre vender sus facturas a un porcentaje menor al 100% del valor de esta, y arriesgarse a obtener 0 pesos en un mercado golpeado, la respuesta a lo que debe hacer es evidente. Recuerde, **los beneficios que trae el descuento de facturas van más allá de lo que se puede ver a simple vista**: mejores indicadores de liquidez, un ciclo de conversión de caja más rápido, una empresa más atractiva para acreedores y accionistas, una tasa de interés de financiamiento menor, un flujo de caja libre y menor carga impositiva. Señor empresario, no la desaproveche.

Fondos de inversión colectiva para el riesgo de liquidez

Tres de los principales objetivos de las empresas son crecer, generar rentabilidad para sus accionistas y sobrevivir. Aunque parece que todos estos objetivos coexisten de forma armónica, la verdad es que lo que a veces es bueno para cumplir un objetivo, no siempre es bueno para otro.

Para sobrevivir, al menos en el corto plazo, es necesario que las empresas cuenten con liquidez para poder honrar sus compromisos. Tener liquidez, aunque es atractivo, tiene costos de oportunidad asociados, como no poder acceder a la rentabilidad que otorgan los títulos del mercado de valores que requieren esperar para ver los frutos de la inversión.

Para no tener que sacrificar rentabilidad, las empresas pueden generar estrategias de liquidez al poner su dinero es distintos fondos de inversión colectiva que les permitan balancear la liquidez requerida con rendimientos atractivos.

La cantidad óptima de efectivo

Existen varios modelos económicos y financieros que buscan recomendar a las empresas cuál es la cantidad óptima de efectivo que deberían tener a su disposición inmediata para balancear de forma eficiente la liquidez y la rentabilidad. Uno de los más famosos es el modelo Miller-Orr[3]. De acuerdo con este modelo, las empresas deberían usar sus excesos de efectivo para comprar títulos financieros con el objetivo de tener rentabilidad, y vender esos títulos si se tiene efectivo por debajo de un umbral que las empresas definen como una red de seguridad.

Aunque el modelo logra exponer de forma correcta la esencia de la gestión de riesgo de la liquidez, el balance entre tener recursos de fácil disposición y rendimientos financieros, al ser tan general no toma

[3] *Miller, Merton H. & Orr, Daniel (1966). A Model of the Demand for Money by Firms. The Quarterly Journal of Economics, Volume 80, Issue 3, , pp. 413-435*

en cuenta factores particulares de cada empresa, como el apetito por riesgo de sus accionistas, los costos implícitos de la quiebra o la exposición a otros riesgos financieros. **Por esta razón, más allá de tener un número frío y una regla general, las empresas deben escribir y aplicar una política de gestión de riesgo de liquidez (GRL)**.

FICs como herramienta de gestión de liquidez

Los fondos de inversión colectiva o FICs, son instrumentos de inversión en los que personas naturales y jurídicas pueden diversificar sus riesgos y reducir sus costos de inversión si tuvieran que hacerlo ellos mismos. Desde un punto de vista de gestión de la liquidez, ciertos FICs pueden ser usados no solo para generar rendimientos financieros adicionales, sino también para facilitar el manejo de recursos y reducir cobros impositivos.

Por ejemplo, **algunos FICs permiten a las empresas** ampliar su red de pagos y recaudos, permiten consolidar cuentas e identificar pagadores, y las transacciones entre cuenta bancaria y FICs está exenta del gravamen a los movimientos financieros (o cuatro por mil).

A pesar de estas ventajas, esto no quiere decir que las empresas deban abrir una cuenta en un FIC ahora mismo. **No todos los FICs son iguales**. Algunos pueden requerir que la inversión permanezca durante un tiempo definido (pueden ser meses o años), otros invierten en activos de riesgo en el exterior y otros en activos de riesgo alternativos, como en facturas de empresas.

Lo importante es que, a la hora de invertir en un FIC, las empresas busquen asesorarse con expertos que puedan diseñar una estrategia que las ayude a gestionar la mayor cantidad de riesgos posibles, como el de liquidez, basándose en su apetito por riesgo y en las ventajas administrativas que este servicio financiero puede proveerles. Visite la página de Fiduciaria Corficolombiana para más información https://www.fiduciariacorficolombiana.com/

NOTAS

Tabla 7

PUNTO MEDIO DE LA RENTABILIDAD DEL CAPITAL PROPIO PARA LAS EMPRESAS QUE PERTENECEN AL COLCAP (%)

Sector	Empresa	Desviación estándar de los retornos	Beta aplancado[1]	Beta ajustado[2]	Rango rentabilidad del capital propio	
					Beta apalancado	Beta ajustado
Energía	Celsia S.A E.S.P	27,40%	0,25	0,5	9,9% - 10,5%	10,8% - 12,2%
	Empresa De Energía De Bogotá S.A. E.S.P.	31,80%	0,3	0,53	10,1% - 10,9%	11,0% - 12,4%
	Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P.	25,30%	0,81	0,87	12,0% - 14,2%	12,2% - 14,6%
Financiero	Bancolombia S.A.	31,10%	1	1	12,7% - 15,4%	12,7% - 15,4%
	Banco De Bogotá S.A.	23,00%	0,47	0,64	10,7% - 12,0%	11,4% - 13,2%
	Banco Davivienda S.A	24,60%	0,63	0,75	11,3% - 13,0%	11,7% - 13,8%
Holdings Inversoras	Grupo Aval Acciones Y Valores S.A.	26,90%	0,8	0,86	12,0% - 14,2%	12,2% - 14,6%
	Corporación Financiera Colombiana S.A.	25,90%	0,63	0,76	11,4% - 13,1%	11,8% - 13,9%
	Grupo Argos S.A.	36,70%	0,97	0,98	12,6% - 15,2%	12,6% - 15,3%
	Grupo Inversiones Suramericana	30,50%	0,74	0,82	11,7% - 13,7%	12,0% - 14,3%
Cementeras	Cementos Argos S.A.	34,30%	0,87	0,91	12,2% - 14,7%	12,4% - 14,9%
Petróleo y gas	Canacol Energy Ltd	50,40%	0,58	0,67	11,1% - 12,7%	11,4% - 13,3%
	Ecopetrol S.A.	32,40%	1,79	1,53	15,6% - 20,5%	14,6% - 18,8%
Retail de alimentos y bebidas	Grupo Nutresa S.A	21,70%	0,32	0,55	10,2% - 11,0%	11,0% - 12,5%
Telecomunicaciones	Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá S.A. E.S.P	33,00%	0,45	0,64	10,6% - 11,8%	11,3% - 13,0%

[1] El beta apalancando corresponde a la relación de los retornos semanales de la empresa respecto a los retornos de un índice de mercado (COLCAP) en un periodo de 3 años.

[2] El beta ajustado se calcula como una proporción entre el beta apalancado del mercado (1/3) y el de la empresa (2/3).

Fuente: Eikon, cálculos Corficolombiana. Octubre 30 de 2020.

Una política de administración de riesgo cambiario enfocada en los accionistas

Analice al tipo de accionista

ACCIONISTA CORPORATIVO O FONDO DE INVERSIÓN

Generalmente puede tolerar altas pérdidas en el corto plazo, siempre y cuando se mantenga una rentabilidad de largo plazo.

ACCIONISTA TIPO EMPRESARIO O EMPRENDEDOR

Es el tipo de accionista que no tolera pérdidas, generalmente su patrimonio está "apostado" en la compañía.

¿Tiene acceso a mercado de capitales? NO / SI

¿Tiene miles de inversiones en varios paises? NO / SI

Construya una política que ponga un límite que controle o restringa el uso de derivados.

Evalúe los riesgos a los que está expuesto su negocio y construya una política que diversifique y gestione riesgos cambiarios y contables

¿Conoce el tipo de exposición de su empresa?

Exposición de CONVERSIÓN

Problema: Contable
Solución: Técnicas Contables

- Consolide una política que involucre cambios en las estructuras de control societarias, el uso de precios de transferencia o cambios en la moneda funcional en los estados financieros consolidados.

Exposición TRANSACCIONAL

Problema: Transaccional
Solución: Cobertura cambiaria

Consolide una política que:

- Regule el uso de coberturas cambiarias.
- Regule al trading y a las apuestas que toman los encargados de la ejecución.
- Gestione escenarios de pérdidas.

Exposición ECONÓMICA

Problema: Economía y el negocio
Solución: Estrategia empresarial

Consolide una política que:

- Diversifique la ubicación geográfica de las instalaciones de producción.
- Abarque los distintos mercados de productos finales.
- Asegure el acceso a financiamiento por diferentes fuentes, en diferentes países.

Use derivados si ha identificado que su empresa está expuesta a riesgos transaccionales

Más información:
bit.ly/1-arc

Pase brevemente su cámara por encima del código

Equipo de Investigaciones Económicas

José Ignacio López, PhD
Director Ejecutivo
(+57-1) 3538787 Ext. 6165
Jose.lopez@corficolombiana.com

Estrategia Macroeconómica

Julio César Romero
Economista Jefe
(+57-1) 3538787 Ext. 6105
julio.romero@corficolombiana.com

Ana Vera Nieto
Especialista Renta Fija
(+57-1) 3538787 Ext. 6138
ana.vera@corficolombiana.com

María Paula Contreras
Especialista Economía Local
(+57-1) 3538787 Ext. 6164
maria.contreras@corficolombiana.com

Juan Camilo Pardo
Analista de Investigaciones
(+57-1) 3538787 Ext. 6120
Juan.pardo@corficolombiana.com

Laura Daniela Parra
Analista de Investigaciones
(+57-1) 3538787 Ext. 6196
laura.parra@corficolombiana.com

José Luis Mojica
Analista de Investigaciones
(+57-1) 3538787 Ext. 6107
jose.mojica@corficolombiana.com

María Paula Campos
Practicante de Investigaciones Económicas
(+57-1) 3538787 Ext. 6112
Maria.campos@corficolombiana.com

Renta Variable

Andrés Duarte Pérez
Gerente de Renta Variable
(+57-1) 3538787 Ext. 6163
andres.duarte@corficolombiana.com

Roberto Paniagua
Analista Renta Variable
(+57-1) 3538787 Ext. 6193
roberto.paniagua@corficolombiana.com

Daniel Felipe Duarte Muñoz
Analista Renta Variable
(+57-1) 3538787 Ext. 6194
daniel.duarte@corficolombiana.com

Finanzas Corporativas

Rafael España Amador
Director de Finanzas Corporativas
(+57-1) 3538787 Ext. 6195
rafael.espana@corficolombiana.com

Sergio Andrés Consuegra
Analista Inteligencia Empresarial
(+57-1) 3538787 Ext. 6197
sergio.consuegra@corficolombiana.com

Daniel Espinosa Castro
Analista de Finanzas Corporativas
(+57-1) 3538787 Ext. 6191
daniel.espinosa@corficolombiana.com

ADVERTENCIA

El presente informe fue elaborado por el área de Investigaciones Económicas de Corficolombiana S.A. ("Corficolombiana") y el área de Análisis y Estrategia de Casa de Bolsa S.A. Comisionista de Bolsa ("Casa de Bolsa").

Este informe y todo el material que incluye, no fue preparado para una presentación o publicación a terceros, ni para cumplir requerimiento legal alguno, incluyendo las disposiciones del mercado de valores.

La información contenida en este informe está dirigida únicamente al destinatario de la misma y es para su uso exclusivo. Si el lector de este mensaje no es el destinatario del mismo, se le notifica que cualquier copia o distribución que se haga de éste se encuentra totalmente prohibida. Si usted ha recibido esta comunicación por error, por favor notifique inmediatamente al remitente.

La información contenida en el presente documento es informativa e ilustrativa. Corficolombiana y Casa de Bolsa no son proveedores oficiales de precios y no extienden ninguna garantía explícita o implícita con respecto a la exactitud, calidad, confiabilidad, veracidad, integridad de la información presentada, de modo que Corficolombiana y Casa de Bolsa no asumen responsabilidad alguna por los eventuales errores contenidos en ella. Las estimaciones y cálculos son meramente indicativos y están basados en asunciones, o en condiciones del mercado, que pueden variar sin aviso previo.

LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO FUE PREPARADA SIN CONSIDERAR LOS OBJETIVOS DE LOS INVERSIONISTAS, SU SITUACIÓN FINANCIERA O NECESIDADES INDIVIDUALES, POR CONSIGUIENTE, NINGUNA PARTE DE LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO PUEDE SER CONSIDERADA COMO UNA ASESORÍA, RECOMENDACIÓN PROFESIONAL PARA REALIZAR INVERSIONES EN LOS TÉRMINOS DEL ARTÍCULO 2.40.1.1.2 DEL DECRETO 2555 DE 2010 O LAS NORMAS QUE LO MODIFIQUEN, SUSTITUYAN O COMPLEMENTEN, U OPINIÓN ACERCA DE INVERSIONES, LA COMPRA O VENTA DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS O LA CONFIRMACIÓN PARA CUALQUIER TRANSACCIÓN. LA REFERENCIA A UN DETERMINADO VALOR NO CONSTITUYE CERTIFICACIÓN SOBRE SU BONDAD O SOLVENCIA DEL EMISOR, NI GARANTÍA DE SU RENTABILIDAD. POR LO ANTERIOR, LA DECISIÓN DE INVERTIR EN LOS ACTIVOS O ESTRATEGIAS AQUÍ SEÑALADOS CONSTITUIRÁ UNA DECISIÓN INDEPENDIENTE DE LOS POTENCIALES INVERSIONISTAS, BASADA EN SUS PROPIOS ANÁLISIS, INVESTIGACIONES, EXÁMENES, INSPECCIONES, ESTUDIOS Y EVALUACIONES.

El presente informe no representa una oferta ni solicitud de compra o venta de ningún valor y/o instrumento financiero y tampoco es un compromiso por parte de Corficolombiana y/o Casa de Bolsa de entrar en cualquier tipo de transacción.

Corficolombiana y Casa de Bolsa no asumen responsabilidad alguna frente a terceros por los perjuicios originados en la difusión o el uso de la información contenida en el presente documento.

CERTIFICACIÓN DEL ANALISTA

EL(LOS) ANALISTA(S) QUE PARTICIPÓ(ARON) EN LA ELABORACIÓN DE ESTE INFORME CERTIFICA(N) QUE LAS OPINIONES EXPRESADAS REFLEJAN SU OPINIÓN PERSONAL Y SE HACEN CON BASE EN UN ANÁLISIS TÉCNICO Y FUNDAMENTAL DE LA INFORMACIÓN RECOPILADA, Y SE ENCUENTRA(N) LIBRE DE INFLUENCIAS EXTERNAS. EL(LOS) ANALISTA(S) TAMBIÉN CERTIFICA(N) QUE NINGUNA PARTE DE SU COMPENSACIÓN ES, HA SIDO O SERÁ DIRECTA O INDIRECTAMENTE RELACIONADA CON UNA RECOMENDACIÓN U OPINIÓN ESPECÍFICA PRESENTADA EN ESTE INFORME.

INFORMACIÓN DE INTERÉS

Algún o algunos miembros del equipo que participó en la realización de este informe posee(n) inversiones en alguno de los emisores sobre los que está efectuando el análisis presentado en este informe, en consecuencia el posible conflicto de interés que podría presentarse se administrará conforme las disposiciones contenidas en el Código de Ética aplicable.

CORFICOLOMBIANA Y CASA DE BOLSA O ALGUNA DE SUS FILIALES HA TENIDO, TIENE O POSIBLEMENTE TENDRÁ INVERSIONES EN ACTIVOS EMITIDOS POR ALGUNO DE LOS EMISORES MENCIONADOS EN ESTE INFORME, SU MATRIZ O SUS FILIALES, DE IGUAL FORMA, ES POSIBLE QUE SUS FUNCIONARIOS HAYAN PARTICIPADO, PARTICIPEN O PARTICIPARÁN EN LA JUNTA DIRECTIVA DE TALES EMISORES.

Las acciones de Corficolombiana se encuentran inscritas en el RNVE y cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia, por lo tanto algunos de los emisores a los que se hace referencia en este informe han, son o podrían ser accionistas de Corficolombiana.

Corficolombiana hace parte del programa de creadores de mercado del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, razón por la cual mantiene inversiones en títulos de deuda pública, de igual forma, Casa de Bolsa mantiene este tipo de inversiones dentro de su portafolio.

ALGUNO DE LOS EMISORES MENCIONADOS EN ESTE INFORME, SU MATRIZ O ALGUNA DE SUS FILIALES HAN SIDO, SON O POSIBLEMENTE SERÁN CLIENTES DE CORFICOLOMBIANA, CASA DE BOLSA, O ALGUNA DE SUS FILIALES.

Corficolombiana y Casa de Bolsa son empresas controladas directa o indirectamente por Grupo Aval Acciones y Valores S.A.

Finanzas Corporativas

MANUAL DE ESTRATEGIAS PARA EL 2021

Corficolombiana

Descargue el informe aquí

Escucha nuestro PodCast semanal
Corficolombiana

Síguenos en:

@corficolombiana Corficolombiana S.A

investigaciones.corficolombiana.com

www.corficolombiana.com