



NOTA TECNICA N° 11

La Gestión Financiera Internacional de la Empresa

Ana María Nappa

**Universidad Argentina de la Empresa
Facultad de Ciencias Económicas**

Versión Original: 14 de agosto de 2008 - Última Versión: 16 de marzo de 2009

- 1.Objetivo de la dirección financiera de las empresas 2*
- 2.Los riesgos financieros de la empresa 4*
- 3.Limitaciones a la financiación en moneda extranjera 5*
- 4.Criterios de decisión en el endeudamiento en divisas 6*
- 5.Elementos para una gestión activa del riesgo de cambios 6*
- 6.Colocación de capital propio en el exterior y cotización en bolsas
extranjeras 7*
- 7.Importancia de las Finanzas Internacionales 8*
- 8.Cuestionario 8*
- 9.Bibliografía 9*

1. OBJETIVOS DE LA DIRECCION DE LAS EMPRESAS: LA FUNCION FINANCIERA

Al estudiar la empresa es frecuente adoptar dos enfoques que suelen considerarse complementarios por un lado cabe analizar la empresa como una **realidad económica**, esto es como una unidad de producción de bienes y servicios que combina y transforma factores productivos físicos (capital, trabajo, materias primas).

Un segundo enfoque es el que concibe a la empresa como una **realidad financiera**. Desde esta perspectiva se considera a la empresa como una sucesión temporal de proyectos de inversión y financiación, que genera un flujo de fondos de entradas y salidas en la tesorería.

Cualquiera sea el enfoque adoptado, el estudio de los objetivos de la empresa puede enmarcarse en dos categorías el **enfoque tradicional** y otra alternativa, denominada por los autores **enfoque actual**, que consiste en suponer que el objetivo de la empresa consiste en maximizar el valor de mercado.

El **enfoque tradicional** sería el que considera la **maximización del beneficio** como el objetivo de la dirección de la empresa. El interrogante es definir de qué beneficio se habla, del contable o económico si se considera el costo de oportunidad. También se debería distinguir entre beneficio absoluto o relativo, es decir, beneficios sobre recursos propios o por acción. Por otro lado se podría considerar al beneficio en términos estáticos o dinámicos y en ese caso la variable relevante sería la tasa de crecimiento de beneficios.

Hay una complejidad de objetivos de la empresa ligados a variables tales como: ventas, crecimiento, rentabilidad, supervivencia, cuota de mercado, autofinanciación, liquidez. Como así también cabe separar los objetivos de los dueños y de los directivos ya que pueden surgir problemas de agencia. Si bien los accionistas suelen desear como objetivo que oriente la evolución de la empresa a maximizar el beneficio, los directivos pueden estar más interesados en otras variables, como el tamaño o el crecimiento de la empresa.

Ante esta ambigüedad a la hora de determinar el beneficio, algunos autores consideran que realmente el objetivo de la empresa consiste en **maximizar el valor de mercado**. Este planteamiento supone que el horizonte temporal a tener en cuenta es el largo plazo y que en este contexto es compatible el establecimiento de diversos objetivos, tales como crecimiento, autofinanciación, liquidez, innovación tecnológica, diversificación, cuota de mercado.

Todo ello conduce al objetivo básico que es el de maximizar el valor de la empresa y aquí el mercado figura como criterio de decisión. Incluso, aunque no coticen en bolsa, toda empresa tiene un valor de mercado y el objetivo de los responsables de ella será tratar de maximizarlo.

Cuando la empresa cotiza en bolsa conviene que aumente su valor de mercado por que si el precio baja corre peligro de una OPA (Oferta Pública de Adquisición) hostil, o de una toma no deseada por agentes externos. Pero por otro lado, las imperfecciones de los mercados, generan una gran volatilidad en las cotizaciones de

corto plazo de las acciones, lo que es una desventaja para el criterio expuesto, en el corto plazo.

El valor de mercado de la empresa depende básicamente de dos factores: la rentabilidad de los proyectos de inversión que encare y el costo del capital empleado por la empresa. Desde esta perspectiva la empresa decidirá llevar a cabo un proyecto cuando la rentabilidad del mismo sea superior al costo de capital empleado.

El **costo de capital** y el **riesgo empresarial** están estrechamente ligados. El costo de capital asociado a un proyecto de inversión será tanto mayor cuanto más elevado sea el riesgo operativo y el riesgo financiero de la empresa.

El **riesgo operativo** o del negocio no depende de la forma en que se financie la empresa. Deriva del tipo de producto, es decir, de que la demanda tenga carácter más o menos estable, de la elasticidad precio de la demanda y de la elasticidad renta de la demanda. También depende de la estructura de costos, es decir, de la proporción entre costos fijos y variables y del grado de concentración y del nivel de competencia de la industria.

Con respecto al **riesgo financiero**, este depende de la forma en que la empresa financie su actividad, es decir de la proporción entre deuda y recursos propios. En este enfoque la **función financiera de la empresa** adquiere una importancia determinante, tanto en las decisiones de inversión como en las de financiación.

Las **decisiones de inversión** comprenden la evaluación y selección de proyectos de inversión, tanto a largo como corto plazo, esto determina tanto el inmovilizado como el circulante de la empresa.

Las **decisiones de financiación** son las determinantes de la estructura financiera de la empresa, cuando se toman decisiones a largo plazo y de la gestión de tesorería cuando las decisiones son a corto plazo.

Los objetivos de las decisiones financieras de la empresa se pueden dividir en un objetivo final que será aumentar el valor de mercado de la empresa y una serie de objetivos intermedios. Estos son básicamente tres:

- 1) alcanzar un equilibrio financiero
- 2) preservar la solvencia de la empresa y
- 3) alcanzar unos niveles óptimos de rentabilidad.

Por lo expuesto, podemos afirmar que **las variables claves que van a orientar la gestión financiera de la empresa pueden concretarse en dos puntos: el costo efectivo de los recursos financieros, y el riesgo financiero de los flujos de caja esperados y su impacto tanto en la cuenta de resultados como en el valor bursátil de la compañía.**

Existe una relación de sustitución entre ambos. El intento de reducir el costo efectivo de los recursos financieros puede implicar aumentar el apalancamiento financiero de la empresa, lo que representa un mayor riesgo. Por otro lado, la adopción

de estrategias orientadas a reducir el riesgo financiero pueden conllevar la implantación de una estructura financiera con un costo efectivo excesivo.

2. LOS RIESGOS FINANCIEROS DE LA EMPRESA

La empresa vive en un entorno de **riesgo financiero** referido tanto a *las tasas de interés* como a los *tipos de cambio*. Con respecto a las tasas de interés, una primera alternativa se plantea al decidir entre *tasas fijas o variables*. La elección dependerá de las expectativas sobre la evolución futura del mercado. Si la decisión fue tasa fija y las tasas futuras bajan se producirá un costo financiero mayor. En caso contrario, de haber elegido tasa variable, se producirá un mayor costo en caso de un alza de tasas.

Con respecto a los tipos de cambio, toda decisión de financiación lleva una serie de riesgos. Unos referidos a la cesta de monedas que se elige para financiar a la empresa y otros que dependen de la propia evolución de los tipos de cambio de las monedas con las que se financie la empresa.

La deuda en divisas presentará ventajas para la empresa si el costo nominal es inferior a la financiación en moneda doméstica. Esta decisión sin embargo trae aparejado un problema como consecuencia de la volatilidad de los tipos de cambio lo que eleva el riesgo financiero de la cuenta de resultados y en definitiva incide en el costo efectivo de la deuda.

2.1. Actitudes de la dirección financiera ante el riesgo de cambio

Ante la posibilidad de que una empresa se endeude en moneda extranjera caben dos actitudes extremas: una podríamos calificarla de plena aversión al riesgo y otra como de gestión activa del riesgo de cambio.

- a) **Plena aversión al riesgo:** aquí se debe suponer que no es posible ganarle de forma sistemática a los mercados de divisas. Se acepta que los tipos de cambio siguen una senda aleatoria. Desde este punto de vista no se deben mantener posiciones abiertas en divisas y en consecuencia los pasivos denominados en moneda extranjera siempre se deben cubrir. Para llevar a cabo esta cobertura caben al menos tres posibilidades:
- emplear activos denominados en la misma moneda (apropiada para empresas multinacionales);
 - utilizar ingresos en divisas (empresa exportadora) y
 - recurrir a operaciones de cobertura a corto plazo y operaciones forward.
- b) **Gestión activa del riesgo de cambio:** significa suponer que los tipos de cambio observados en los mercados no son de equilibrio o que no reflejan toda la información relevante y que, en consecuencia, es posible aprovechar dichas oportunidades para reducir el costo efectivo de los recursos financieros de la empresa.

Bajo esta perspectiva, la empresa decidirá mantener posiciones descubiertas en divisas y estas posiciones se mantendrán a largo plazo. Se asume un mayor riesgo tanto en la cuenta de resultados como en el balance, concretado en un mayor porcentaje de endeudamiento en divisas extranjeras, pues se cree que con un buen conocimiento del mercado de divisas y con un atento seguimiento del mismo, se pueden aprovechar oportunidades de financiación a un costo efectivo inferior al que se obtendría si la empresa sólo se endeudara en moneda nacional.

2.2. Ventajas de la financiación en moneda extranjera

Tomemos como referencia el caso de una empresa grande, con una elevada intensidad de capital y con un fuerte nivel inversor y una insuficiente autofinanciación, la gestión activa del tipo de cambio se impone como la única alternativa posible debido a las ventajas que presenta la financiación en moneda extranjera. Estas se pueden concretar en los puntos siguientes:

- **Por volúmenes:** cuando el mercado doméstico es estrecho y se muestra insuficiente con relación a los fondos a captar.
- **Por plazos:** si el mercado doméstico no es muy desarrollado y se caracteriza por la ausencia de plazos suficientemente largos en función de las inversiones a financiar.
- **Costos de intermediación:** cuando en el mercado doméstico son más elevados.
- **Desarrollo insuficiente de ciertos instrumentos:** como ser bonos convertibles emitidos con primas sobre el precio de mercado, bonos con warrants, etc.
- **Disponibilidad de inversores finales:** ante la inexistencia de una amplia base de inversores institucionales que configure una oferta de fondos de largo plazo de dimensiones significativas.

3. LIMITACIONES A LA FINANCIACION EN MONEDA EXTRANJERA

Hay una serie de factores que limitan o condicionan la decisión de endeudarse en divisas. Entre ellas:

- **Rating o riesgo país del Estado del país de la propia empresa:** Incidirá directamente sobre la calificación financiera que le concedan a la propia empresa, y esta influirá en el costo de la financiación.
- **Política monetaria y cambiaria del país de la empresa:** restricción crediticia que limita el endeudamiento en el exterior. Política cambiaria que tiende a apreciar la moneda y elevar los tipos de interés puede hacer conveniente endeudarse en divisas a corto plazo, a largo plazo las cosas pueden alterarse. Una futura devaluación complicará las cosas.
- **Impacto de aquellos procesos de política económica en los que esté inmerso el país:** y que incida o puedan incidir en los diferenciales de las tasas de interés y en la evolución de la cotización de la moneda.

Desde la óptica empresarial, la conveniencia o no de endeudarse en divisas y sobre todo el momento adecuado para hacerlo, también dependerá de aspectos tales

como **emisiones realizadas por otros grandes emisores** o el **distinto nivel de retenciones**. Que a una determinada emisión le sea aplicable un nivel de retención u otro, puede hacer que resulte atractiva o no para los inversores extranjeros y que, en consecuencia, se pueda colocar o no.

Otro factor a considerar es la **existencia de nuevos instrumentos de cobertura**, tales como los **mercados de futuros y opciones en divisas**. Y por último al considerar el **momento de la emisión** se debe tener en cuenta los **planes de los demás emisores** para evitar que en un momento dado el mercado se encuentre saturado, lo que dificultaría la colocación de la emisión de la empresa.

4. CRITERIOS DE DECISION EN EL ENDEUDAMIENTO EN DIVISAS

Si no existe aversión al riesgo para aceptar el endeudamiento en divisas la tasa de interés doméstica se compara con la tasa de interés foránea más la tasa de depreciación esperada de dicha moneda. Si esta suma es menor a la tasa doméstica entonces convendrá endeudarse en dicha moneda.

Cuando existe aversión al riesgo se exigirá una prima de riesgo que será tanto mayor como mayor sea la aversión al riesgo. Entonces la decisión a favor del endeudamiento en divisa dependerá de que la tasa de interés foránea sumado a la tasa de devaluación y a la prima de riesgo foráneo supere a la tasa doméstica.

4.1. Formación de expectativas sobre el tipo de cambio futuro.

Se debe realizar tras un análisis que considere una serie de factores entre los que se deberá analizar los diferenciales de inflación, los diferenciales de tasa de interés y tipos forward, la dinámica de la balanza corriente y de capitales, la política cambiaria, el ciclo largo de la divisa y el consenso del mercado sobre la evolución futura de la divisa.

5. ELEMENTOS PARA UNA GESTION ACTIVA DEL RIESGO DE CAMBIO

1. **Reevaluación continua de las oportunidades que** ofrecen los mercados internacionales con relación al mercado nacional para optimizar el costo efectivo de las operaciones. Tener en cuenta la posibilidad de realizar pre amortizaciones, cambiar una divisa por otra, cambios de denominación, establecer swap de divisas. Es necesario efectuar un seguimiento continuo del endeudamiento para en todo momento, tratar de alcanzar el costo efectivo menor.
2. **Timing:** momento de la operación. Considerar los ciclos y tendencias de los tipos de interés y los tipos de cambio y procurar adoptar las decisiones óptimas.
3. **Diversificación del riesgo:** elegir una cesta de divisas amplia y con una representación adecuada de las monedas que se consideren idóneas.
4. **Plazo:** adecuarse a la duración de los activos que se financien.
5. **Flexibilidad:** incluir cláusulas de prepago, multividisas.
6. **Establecimiento de un límite máximo de endeudamiento en divisas** para poder cuantificar el riesgo de cambio máximo que se desea asumir en balance.

7. **Usar instrumentos híbridos:** convertibles, warrants.

6. COLOCACION DE CAPITAL PROPIO EN EL EXTERIOR Y COTIZACIÓN EN BOLSAS EXTRANJERAS.

El responsable de las finanzas de la empresa no sólo tiene que decidir sobre la tasa de interés y el tipo de cambio, sino también sobre la estructura de capital idónea para la empresa. Cuando hay que cubrir las necesidades de financiación de la empresa, lo primero que hay que decidir es si la empresa debe acudir a ampliar capital o debe endeudarse.

Si se opta por ampliar el capital, la pregunta es dónde emitir las acciones, en el mercado nacional o en el extranjero. Las razones para emitir en el exterior son variadas. En primer lugar existe una creciente diversificación internacional de los grandes inversores institucionales que permite reducir el riesgo sistemático de las carteras y en consecuencia reducir el costo de capital o la tasa de retorno exigida.

La empresa que coloca parte de su capital en el exterior, está tratando de aprovechar las oportunidades de reducir el costo del capital propio. Esta reducción se deriva de:

- diferenciales entre los PER que distintos mercados de valores otorgan a un sector o a una empresa en particular. (PER = Precio de la Acción/Ganancia por Acción).
- distintas clases de inversores existentes en cada mercado con diferentes preferencias por el riesgo, la rentabilidad y la liquidez.
- distintas condiciones de oferta y demanda de capital a largo y corto plazo y de la distinta aversión al riesgo de cada mercado en función de los distintos tipos de ahorristas.
- distintas valoraciones de una misma empresa por el uso de los principios contables generalmente aceptados en cada país.

Otros aspectos a considerar para emitir acciones en el exterior son:

- Publicidad: que implica figurar diariamente en los medios de comunicación internacionales, y estar incluida entre las empresas seguidas por los analistas.
- Prestigio: que se supone reunir los requisitos exigidos por algunos mercados bursátiles.
- Visibilidad entre la comunidad inversora internacional

El argumento más sólido para emitir acciones en el exterior, no solo es bajar el costo de capital, sino la diversificación de la composición accionaria.

Por supuesto existen ciertas exigencias que deben cumplir las empresas tales como mayor rigor en la información que se facilita al inversor, mayor diseminación de la información al mercado lo que implica costos y complicaciones, y una mayor transparencia en la gestión empresarial; como así también la empresa está expuesta a

riesgos asociados tales como mayor volatilidad de las cotizaciones sumado al riesgo de cambio.

7. IMPORTANCIA DE LAS FINANZAS INTERNACIONALES

La importancia que hoy reviste el estudio de las Finanzas Internacionales tiene varias causas, entre ellas podemos citar el crecimiento del comercio internacional con respecto al comercio nacional.

Entre las razones que justifican la creciente importancia del comercio internacional podemos encontrar la liberalización del comercio y de las inversiones a través de la reducción de tarifas, controles monetarios y otros factores que entorpecen el flujo internacional de bienes y servicios. Esto ha sido consecuencia del desarrollo de las áreas de libre comercio tales como:

- **Unión Europea** (EU), de la que participan 15 países europeos.
- **NAFTA** (North America Free Trade Agreement) compuesto por USA, Canadá y México.
- **ASEAN** (Association of South East Asian Nations).
- **MERCOSUR** (Mercado Común del Sur) conformado por Argentina, Brasil, Paraguay y Uruguay.

Por otra parte, gracias al avance en la tecnología de comunicaciones y transportes se ha producido una importante reducción de costos lo que ha dado lugar a la globalización de los mercados y un rápido crecimiento en la actividad financiera internacional.

Concluyendo, el estudio de las finanzas internacionales no sólo permite entender mejor el mundo en que vivimos, sino también contribuye a mejorar la calidad de las decisiones económicas y financieras que tomamos.

8. CUESTIONARIO

1. ¿En qué consiste el estudio de las Finanzas?
2. ¿Por qué es importante el estudio de las Finanzas Internacionales?
3. ¿Cuáles son las ventajas del estudio de las Finanzas Internacionales?
4. ¿En qué consiste la gestión financiera internacional de la empresa?
5. ¿Cómo impacta el riesgo de tasa de interés en las decisiones de financiación de la empresa?
6. ¿Cómo impacta el riesgo de tipo de cambio en las decisiones de financiación de la empresa?
7. ¿Cuáles son las actitudes de la dirección financiera ante el riesgo de cambio?
8. ¿Cuáles son las ventajas de la financiación en moneda extranjera?
9. Detalle las limitaciones a la financiación en moneda extranjera.
10. Destaque los aspectos relevantes que justifique emitir acciones en el exterior.

9. BIBLIOGRAFIA

1. Gitman, Lawrence J.
ADMINISTRACION FINANCIERA BASICA
Editorial HARLA, México
2. Levi, Maurice D.
FINANZAS INTERNACIONALES, Un estudio de los mercados y de la administración financiera de empresas multinacionales
Editorial McGraw-Hill, México 1997.
3. Madura, Jeff
INTERNATIONAL FINANCIAL MANAGEMENT 5ª edición
Editorial South-Western College Publishing, 1997
4. Mochón Morcillo, Francisco- García Aguilera, Francisco- Gomez Miguelañez, Juan José
LA FINANCIACION DE LA EMPRESA EN EL EXTERIOR
Mc.Graw Hill, Madrid, 1995
5. Kozikowski Z., Zbigniew
FINANZAS INTERNACIONALES
Mc.Graw Hill, México, 2000