

ANÁLISIS
COMPARATIVO
ENTRE LA EMISIÓN DE
BONOS Y EL CRÉDITO
BANCARIO PARA
PYMES- CASO DE
ESTUDIO EMPRESA
TEMPLARIO S.R.L.

Melby Riera Rojas¹

¹ Graduada de Ingeniería Financiera de la UPSA.

Resumen

Las empresas bolivianas, ya sean pequeñas, medianas o grandes, buscan expandir sus operaciones; objetivo que se ve afectado y en muchas ocasiones no logran concretar por la falta de recursos financieros, los cuales en su mayoría son obtenidos mediante financiamientos inadecuados que afectan sus costos operacionales.

La fuente más común de financiamiento en Bolivia es la banca, que posee condiciones de financiamiento muy limitadas y sobre todo exigentes, que para pequeñas o medianas empresas pueden llegar a ser inaccesibles o con obligaciones financieras difíciles de cumplir.

El presente trabajo consiste en proporcionar a ejecutivos de empresas una alternativa de financiamiento para alcanzar su objetivo, para lo cual se realizó un análisis sobre la situación financiera actual de una empresa en particular para así determinar si puede acceder a una fuente de financiamiento.

Este estudio de caso contempla la evaluación de la empresa "Templario S.R.L.", una empresa de servicios que opera en el sector de seguridad empresarial e industrial en Santa Cruz de la Sierra y se encuentra en una situación financiera en la cual debe pagar altas tasas de interés, lo que incrementa su gasto financiero. Conjuntamente tiene como objetivo incrementar su capital de trabajo y mejorar su servicio mediante la adquisición de activos fijos aumentando su capacidad para así ampliar su nivel y expandirse a lo largo del país.

Palabras clave: Empresas bolivianas, alternativa de financiamiento, gasto financiero, condiciones de financiamiento.

Abstract

Bolivian companies, whether small, medium or large, seek to expand their operations; objective that is affected and in many cases they fail to materialize due to the lack of financial resources, which are mostly obtained through inadequate financing that affects their operating costs.

The most common source of financing in Bolivia is the bank, which has very limited and above all demanding financing conditions, which for small or medium-sized companies can become inaccessible or with financial obligations that are difficult to meet.

The present work consists of providing company executives with a financing alternative to achieve their objective, for which an analysis was carried out on the current financial situation of a particular company in order to determine if it can access a financing source.

This case study contemplates the evaluation of the company "Templario S.R.L.", a service company that operates in the business and industrial security sector in Santa Cruz de la Sierra and is in a financial situation in which it must pay high rates of interest, which increases your financial expense. Together, it aims to increase its working capital and improve its service through the acquisition of fixed assets, increasing its capacity in order to expand its level and expand throughout the country.

Keywords: *Bolivian companies, financing alternative, financial expense, financing conditions*

1. Introducción

Templario S.R.L. se constituyó como una empresa unipersonal en febrero del 2009. Templario empezó brindando servicios únicamente de capacitación de seguridad al personal de empresas mineras. Con el paso del tiempo incursionó en el rubro de la seguridad de infraestructuras y ahora brinda servicios de seguridad también en condominios cerrados.

A lo largo de estos 13 años el rubro de la seguridad fue cambiando, actualizándose a las especificaciones y requerimientos de la coyuntura no sólo departamental, si no también boliviana lo cual llevó a desarrollar un proyecto de inversión por parte de los socios para incursionar en el mercado de los equipos de seguridad, siendo el objetivo principal la dotación de equipos de protección para personal de seguridad propio y de terceros.

Uno de los mayores inconvenientes que se enfrenta con los contratos petroleros es que en muchos casos la empresa debe correr con los altos gastos operativos por al menos dos meses; ya que dichas empresas realizan el pago al término del mes, con la factura vencida y con previa verificación y visto bueno por parte de su casa matriz.

Actualmente la empresa no tiene financiamiento a largo plazo mediante una institución de intermediación financiera. Esta situación no ayuda en la estructura óptima de capital, que realmente puede tener mejores condiciones ya que existen diferentes opciones de financiamiento para las PyMEs, que se están desaprovechando.

La propuesta es encontrar el mecanismo de financiamiento óptimo por medio de la emisión de títulos valores de deuda (Bonos) o de un préstamo bancario que solventen los gastos operativos y de inversión.

Para analizar cada una de las propuestas se debe evaluar el escenario de la situación

financiera de la empresa, en caso de que ésta decida seguir recurriendo a la banca como fuente de financiamiento, determinando las ventajas y desventajas que dicha fuente ofrece a la empresa.

Una de las alternativas de financiamiento propuesta consiste en realizar una emisión de bonos en la Bolsa Boliviana de Valores. Los que compran o invierten mayormente en este mercado son los inversionistas institucionales tales como los fondos mutuos, fondos de inversión, AFP, Bancos y Compañía de Seguros.

En ese orden de ideas, este mercado se caracteriza en que se puede obtener un rendimiento mayor que en el sistema de banca tradicional, asimismo porque se posee información de los instrumentos sobre los que se invertirá, el cual es supervisado y regulado, velando siempre por la protección del inversionista.

El mercado de Valores es fundamental para la existencia y desarrollo de la economía ya que en él se llevan a cabo transacciones relativas a determinados activos financieros. El objetivo de este mercado es canalizar los recursos o fondos prestables de los agentes superavitarios hacia los agentes deficitarios, para su inversión en actividades productivas. Es importante indicar que en este mercado se llevan a cabo transacciones con distintos instrumentos, entre los cuales se pueden mencionar: instrumentos accionarios, instrumentos de deuda (bonos), instrumentos de efectivo e instrumentos derivados.

2. Análisis de Financiamiento Actual

Actualmente la empresa Templario S.R.L. financia sus operaciones mediante la captación de préstamos a personas naturales externas, contrayendo dichas obligaciones con plazos que no favorecen la generación de utilidades sostenibles con el tiempo, dado que los préstamos actuales tienen tasas altas en comparación

al mercado bursátil o bancario. Además, cuenta con plazos cortos, lo cual limita los fondos de reinversión como también las utilidades mencionadas anteriormente.

El siguiente cuadro muestra el cálculo del porcentaje correspondiente al pago de intereses que se realiza con la fuente de financiamiento actual.

Tabla 1. Pago de intereses

BALANCE GENERAL			
PASIVO CORRIENTE	2016	2017	2018
CUENTAS POR PAGAR A CORTO PLAZO	508.936	502.180	991.430
OTRAS CUENTAS POR PAGAR	255.406	126.328	126.328
TOTAL	764.343	628.508	1.117.757
ESTADO DE RESULTADOS			
INTERESES PAGADOS	2016	2017	2018
GASTO FINANCIERO	64.152	193.212	165.506
% DE INTERESES PAGADOS "Kd"	6,3%	23,1%	11,1%

Fuente: Estudio de factibilidad para la empresa Templario S.R.L.

Para descontar los flujos futuros que se generarían con esta alternativa de financiamiento se debe utilizar el WACC (Weighted average cost of capital), el cual calculado con la estructura de capital actual es:

$$WACC=14,8\%$$

Gracias a este cálculo, se obtendrá el valor de mercado de la empresa. Lo cual ayudará en la objetividad de la comparación de fuentes de financiamiento que se quiere adquirir.

2.1. Valor de Mercado

Luego de calcular el costo promedio ponderado (WACC) de la situación actual, se descuenta el flujo proyectado para hallar el valor de mercado de la empresa. Con la cual se evaluará la situación actual y se podrá comparar las diferentes fuentes de financiamiento que se quiere adquirir.

Tabla 2. Valor de Mercado (Situación Actual)

VP(FCL)	8.241.444
VP(VCO)	5.467.429
VM ACT OP	13.708.873
CAJA (+)	69.819
VM ACT TOTAL	13.778.692
PASIVO (-)	(3.089.752)
VM PAT = E	10.688.940
VM / VL	3,74

Fuente: Estudio de factibilidad para la empresa Templario S.R.L.

El valor de mercado llega a los 10.688.940 Bolivianos, lo cual se traduce que la empresa tiene un valor de mercado 3,74 veces mayor al valor en libros.

El valor de mercado de una empresa es un buen indicador de la percepción de los inversores sobre sus perspectivas de negocio.

3. Análisis del Crédito Bancario

En esta sección se analizará el impacto que causa al valor de la empresa la

alternativa de financiarse mediante el crédito bancario analizando las tasas de los créditos para PyMEs en diversos bancos.

Para elegir una tasa de interés se debe escoger la que mejor se ajusta a las necesidades de financiamiento, como

también escoger la que ofrece la menor tasa.

La tasa de los bancos que se analizaron son las siguientes:

- Banco Fassil
- Banco de Crédito
- Banco Bisa

Tabla 3. Tasas de interés de diferentes Bancos

Tasas de Interes		
DESCRIPCIÓN	1er Año	1 año +1
Banco Fassil	12%	12% + TRE
Banco de Crédito	12%	12,60% + TRE
Banco Bisa	13,90% + TRE	

Fuente: Elaborado con datos del Banco Fassil, Banco de Crédito, Banco Bisa.

A simple vista se aprecia que el Banco Fassil es el que cuenta con las mejores condiciones, respecto a tasas de interés, de la porción de bancos analizada del sistema financiero, la cual se utilizará como el nuevo costo financiero “kd” para modificar el Costo Promedio Ponderado del Capital.

3.1. Características finales del crédito bancario

Dado que ya se cuenta con la tasa de interés óptima y apropiada para la empresa, se debe estructurar el plan de financiamiento que tendrá las siguientes características.

Tabla 4. Características crédito bancario

CARACTERÍSTICAS		
DESCRIPCIÓN		
<i>Monto</i>	7.000.000	Bolivianos
<i>Tiempo</i>	5	años
<i>Tasa de Interes</i>	12% el 1er. Año, a partir del 2do. 12% + TRE	

Fuente: Elaboración con base a datos del Banco Fassil.

Para descontar los flujos futuros que se generarían con esta alternativa de financiamiento se debe utilizar el siguiente WACC:

$$WACC=13,9\%$$

Dicha tasa se obtuvo a partir de la fórmula del Costo Promedio Ponderado. Por lo tanto, los siguientes valores son los estimados para la alternativa de financiamiento mediante crédito bancario.

Tabla 5. Valor de Mercado con crédito bancario

VP(FCL)	14.636.203
VP(VCO)	16.101.810
VM ACT OP	30.738.013
CAJA (+)	69.819
VM ACT TOTAL	30.807.833
PASIVO (-)	(3.089.752)
VM PAT = E	27.718.080
VM / VL	9,71

Fuente: Estudio de factibilidad para la empresa Templario S.R.L.

El valor de Mercado llega a los 27.718.080 Bolivianos, lo cual se traduce que la empresa tiene un valor de mercado 9,71 veces mayor al valor en libros.

4. Análisis de la emisión de Bonos. Los bonos participativos

La Bolsa Boliviana de Valores está en constante crecimiento. En ese sentido, con el objetivo de insertarse con mayor fuerza en la sociedad, se lanzan los bonos participativos mediante Decreto supremo del 2017.

Estos Bonos son un nuevo tipo de valor que puede ser emitido exclusivamente por pequeñas y medianas empresas (PyMEs), con el propósito de obtener financiamiento a corto, mediano o largo plazo.

Éste se caracteriza por el pago de un interés fijo y adicionalmente un interés variable, asociado al desempeño económico y financiero de la empresa. Lo cual ayuda de sobremanera cuando se habla de PyMEs.

Una emisión de bonos participativos puede contener varias series, con distintos montos, plazos y tasas de interés (BBV, 2019).

Para emitir estos valores, los futuros emisores deben estar constituidos

como alguno de los siguientes tipos de sociedad:

- Sociedad Anónima (S.A.)
- Sociedad de Responsabilidad Limitada (S.R.L.)

Adicionalmente, la empresa debe recabar una certificación de cumplimiento con la ponderación de Pequeña y Mediana Empresa (PyME) resultante de la aplicación de la "Metodología de Estratificación Empresarial PyME". Cabe aclarar que esta certificación es otorgada por la Bolsa Boliviana de Valores S.A.

4.1. Cálculo de los intereses

Para el cálculo de los intereses que serán pagados a los tenedores de los bonos, la entidad que realiza la estructuración de la emisión al igual que el prospecto, determina la tasa de interés que será pagada.

Para efectos académicos se deben comparar prospectos de emisión históricos de empresas que sean parecidas a la analizada, en este caso "Templario S.R.L."

Dado que existe información histórica limitada, el cálculo del interés no se podrá realizar comparando diversos prospectos de emisión, ya que los bonos participativos son un nuevo mecanismo de financiamiento de la Bolsa Boliviana de Valores que hasta el momento tiene únicamente una emisión de dichos bonos.

El interés que se paga del bono se compone de una parte fija y otra variable que depende de las utilidades de la empresa.

Para el cálculo del interés fijo se debe utilizar la siguiente formula:

Fórmula 4.1. Interés Fijo - Bonos Participativos

$$Vci = K * \left(\frac{Tr * PI}{360} \right)$$

Donde:

VCi = Monto de los intereses en el periodo "i" expresado en la moneda de la emisión.

K = Valor Nominal o saldo de capital pendiente de pago expresado en la moneda de la emisión, según corresponda.

Tr = Tasa de interés nominal anual.

PI = Plazo del periodo "i" (Número de días calendario)

Por otro lado, el interés variable se lo realiza en base a las utilidades que la empresa genere en cada gestión.

La tasa de interés variable será aplicada al saldo de capital de la emisión de Bonos Participativos y será pagada en los cupones número 3, 4, 5, 6 de manera sucesiva.

Cabe aclarar que el emisor reconocerá como tasa de interés variable hasta un 1% anual respecto a las ventas.

4.2. Características de la emisión de Bonos

Para el análisis del costo de la deuda de la alternativa de emisión de bonos participativos se tomarán las siguientes características:

Tabla 6. Características de la emisión de bonos participativos de Templario S.R.L.

CARACTERÍSTICAS	
DESCRIPCIÓN	
Monto	5.500.000 Bolivianos
Tiempo	5,00 años
Tasa de Interes	6% Fija + % de las utilidades*

Fuente: Estudio de factibilidad para la empresa Templario S.R.L.

Puesto que ya se tiene interés fijado, se hallará el costo de la deuda para así traer a valor presente los flujos de caja de Templario S.R.L. proyectados a 10 años.

Por lo tanto, los siguientes valores son los estimados para la alternativa de financiamiento mediante crédito bancario:

Tabla 7. Valor de Mercado con Emisión de Bonos Participativos

VP(FCL)	15.375.002
VP(VCO)	16.592.898
VM ACT OP	31.967.900
CAJA (+)	69.819
VM ACT TOTAL	32.037.720
PASIVO (-)	(3.089.752)
VM PAT = E	28.947.968
VM / VL	10,14

Fuente: Estudio de factibilidad para la empresa Templario S.R.L.

El valor de mercado llega a los 28.947.968 Bolivianos, lo cual se traduce que la empresa tiene un valor de mercado 10,14 veces mayor al valor en libros.

5. Conclusiones

Dado que la empresa tiene un alto potencial de crecimiento y comparando las diferentes opciones de financiamiento que el mercado ofrece, se puede elegir la opción que maximice el valor de mercado de Templario SRL como también marque el comienzo de una mejor estructura de capital, con la cual los futuros proyectos de inversión se financiarán con mayor facilidad.

El financiamiento se lo realizará con un monto de 5.500.000 Bolivianos, el cual se evaluó mediante la opción de préstamo bancario o por medio de la emisión de bonos participativos.

Tabla 8. Comparativa de opciones de Financiamiento

Escenario con Crédito Bancario		Escenario con Emisión de Bonos	
VM ACT TOTAL	30.738.013	VM ACT TOTAL	31.967.900
VM PAT = E	30.807.833	VM PAT = E	32.037.720
VM / VL	9,72	VM / VL	10,14

Fuente: Estudio de factibilidad para la empresa Templario S.R.L.

Al momento de analizar ambos escenarios se determinó que el financiamiento mediante la emisión de bonos participativos genera un mayor impacto en el valor al negocio, obteniendo un valor de mercado mayor al valor en libros en 10,14 veces más. Dicha opción supera la del crédito bancario con 1.229.887 Bolivianos en el valor del mercado del activo total.

Dado que el flujo de caja de la emisión de bonos es más favorable, se propone realizar un programa de emisión de bonos participativos donde se emitan BOB 5.500.000.- en 5.500 bonos a una tasa nominal de BOB 1.000 cada uno, con una tasa fija del 6% anual más una porción variable que resulte ser un porcentaje de las utilidades que no deberá exceder el 1%, con un plazo de 5 años.

Bibliografía

- Antelo, E. &. (1994).** Determinantes de la inversión privada en Bolivia. Revista de Análisis Económico.
- ASFI, A. D. (2013).** Todo lo que necesita saber del Mercado de Valores. Bolivia.
- Cox, L. A. (1988).** The pure-play cost of equity for insurance divisions. . Journal of Risk and Insurance.
- Diez de Castro, L. &. (1994).** Ingeniería financiera. Madrid: McGraw Hill/ Interamericana de España.
- Flores Villca, J. G. (2018).** La Bolsa Boliviana de Valores como alternativa de financiamiento para las PyMEs de la ciudad de Cochabamba. Revista Perspectivas.
- Galarza, J. P. (2011).** Diferenciando la Intermediación directa y la intermediación indirecta: Retos pendientes en el mercado de capitales. BOLETÍN DE LA REVISTA ETHOS - ASOCIACIÓN JURÍDICA 2011, 3.
- Garrido, M. (2012).** Instrumentos financieros y cambiarios para incentivar el uso de la moneda nacional en el sistema financiero boliviano.
- Gitman, L., & Zutter, C. (2012).** Principios de administración financiera (12 ed.). México: Pearson Educación.
- Mato, M. A. (2001).** Instrumentos de renta fija. Prentice Hall.
- Mishkin, F. S. (1995).** Symposium on the monetary transmission mechanism. Journal of Economic perspectives.
- Verchik, A. (1997).** Mercado de capitales: cómo funciona, visto desde un país latinoamericano.