Opciones optimas de Estructura de Capital. CASO: APROARE S.A.T (Asociación de Productores de Aguacate de El Retiro S.A.T)

MODALIDAD

Trabajo de Grado de pregrado con aplicación profesional

AUTOR

Miguel Moreno Palacio

DIRECTOR:

Luis Horacio Moreno Toro

ESCUELA DE INGENIERÍA DE ANTIOQUIA

Ingeniería Administrativa

ENVIGADO

2011

INFORMACIÓN GENERAL DEL PROYECTO			
Título del proyecto	**Opciones optimas de Estructura de Capital. CASO: APROARE S.A.T (Asociación de Productores de Aguacate de El Retiro S.A.T)**		
Instituciones participantes	Escuela de Ingeniería de Antioquia y Aproare S.A.T		
Grupo de investigación con el que esté vinculado	NA		
Esfera de actuación a la que corresponde	Finanzas		
Duración del proyecto (Meses)	12 meses		
Costo Total del proyecto	2 973 000		
Entidad(es) que financian	NA		
Persona responsable del proyecto (director del trabajo de grado)			
Nombre	**Luis Horacio Moreno Toro**		
Empresa / Institución	**Aproare S.A.T**		
Nivel de formación más alto	**Postgrado (Universidad Eafit)**		
Correo electrónico	**liushmoreno@hotmail.com**	**Teléfono**	**230 32 16**

Evaluación del anteproyecto (para ser diligenciado por la EIA)					
Fecha de evaluación (dd/mm/aaaa)					
Resultado					
	Aprobado con modificaciones		**Pendiente**		**Rechazado**
Observaciones					
FIRMA					

Compromiso del Director del trabajo de grado

Yo _____, he revisado y estoy de acuerdo con el anteproyecto que se presenta.

Estoy dispuesto a ser el director de este trabajo de grado en caso de que sea aprobado por el Consejo Académico.

Las responsabilidades de ser director de trabajo de grado son:

a) Realizar la dirección **temática** y **metodológica** del trabajo de grado. En cada reunión con los estudiantes deberá diligenciar el formulario de seguimiento diseñado para tal fin, y que está disponible en el FTP institucional.

b) Brindar asesoría relacionada con el proyecto específico, ayudando a identificar el problema, a preparar la propuesta y a plantear y orientar el desarrollo de la metodología adecuada para cumplir los objetivos del trabajo.

c) Controlar el desarrollo del cronograma de trabajo.

d) Informar al Comité de Trabajos de Grado o al director de Programa académico sobre todos los aspectos del proyecto y su desarrollo, cuando éste lo considere necesario o se le solicite.

e) Presentar, al director de Programa, los informes parciales del avance del proyecto e informar oportunamente al director del programa sobre la necesidad de prórroga, la cancelación o reprobación de la asignatura por parte de los estudiantes.

f) Verificar el cumplimiento de los objetivos aprobados, teniendo la autoridad para recomendar la reprobación del proyecto si a su juicio los estudiantes no cumplen lo propuesto en el anteproyecto.

g) Enviar al director del Programa la evaluación del informe final del trabajo.

h) Asistir a la sustentación pública y evaluarla.

i) Participar de las reuniones de seguimiento programadas por la Dirección de Investigación.

Firma del director del trabajo de grado: _____

TABLA DE CONTENIDO

1 PROBLEMA 5

1.1 CONTEXTO Y CARACTERIZACIÓN DEL PROBLEMA 5

1.2 FORMULACIÓN DEL PROBLEMA 6

2 ANTECEDENTES 10

3. JUSTIFICACIÓN 13

3 OBJETIVOS DEL PROYECTO 18

3.1 OBJETIVO GENERAL 18

3.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS 18

4 MARCO DE REFERENCIA 19

4.1 MARCO TEÓRICO 19

4.2 CONTEXTO ACTUAL 28

5. PROCEDIMIENTO O DISEÑO METODOLÓGICO 32

6. RESULTADOS DEL ESTUDIO 99

7. CONCLUSIONES

8. BIBLIOGRAFÍA

DESCRIPCIÓN DEL PROYECTO

1. PROBLEMA

1.1 CONTEXTO Y CARACTERIZACIÓN DEL PROBLEMA

Uno de los aspectos más importantes en la gestión financiera de una compañía es la forma como están financiados los activos, pues esto tiene implicaciones directas en el nivel de riesgo, en el crecimiento y en la liquidez de la compañía.

Existen dos maneras de financiar los activos de una compañía, con patrimonio, que son los fondos de los mismos accionistas, o con deuda financiera, que generalmente son los créditos bancarios y en ocasiones, dependiendo de la solidez y del tamaño de la compañía, están los bonos privados, que son emitidos por la misma organización al mercado financiero con el fin de buscar financiación. La combinación de cómo están financiados los activos en una compañía se llama estructura financiera, la cual es la proporción tanto de pasivos (deuda) como de patrimonio en relación al total de activos.

Una compañía tiene dos tipos de pasivos, los corriente o de corto plazo y los no corriente o de largo plazo. En los primeros encontramos los créditos de corto plazo, las obligaciones laborales de corto plazo, la cuenta proveedores y demás obligaciones financieras o laborales de corto plazo. En los pasivos de largo plazo encontramos la deuda a largo plazo o obligaciones financieras, las obligaciones laborales de largo plazo, entre otras.

Dentro de la estructura financiera de una compañía, existe otra estructura relacionada con el endeudamiento que se denomina estructura de capital o financiación permanente. Esta se encuentra representada por los pasivos a

largo plazo y el patrimonio. También se le denomina capitalización total, en razón a que los pasivos a largo plazo y el patrimonio constituyen una financiación de tipo permanente para la empresa (Garcia S, 1999).

La decisión de cuanta porción de deuda y de patrimonio tomar es todo un reto, pues requiere de analizar entre otras, variables como el riesgo financiero, la capacidad de la empresa para generar liquidez y el potencial de crecimiento proyectado de la empresa, pero más complejo aun, es saber cuáles son los factores y las variables que una empresa debe tener en cuenta para poder determinar dicha estructura, esto sin dejar de lado, que el problema más determinante está en que según López (2009), para poder determinar una estructura de capital óptima, primero una empresa debe saber cuáles son las condiciones entrópicas y neguentrópicas que priman en su contexto, a fin de no cometer errores en los que generalmente caen las pequeñas y medianas empresas: las decisiones empresariales sin una fundamentación económica y financiera válida para el medio, y peor aún, la selección de una estructura de capital descontextualizada.

1.1 FORMULACIÓN DEL PROBLEMA

Aproare S.A.T es una sociedad agraria de transformación sin ánimo de lucro dedicada a la comercialización de Aguacates tipo Hass como producto principal, y algunas otras variedades de Aguacates injertos. Fundada el 26 de Junio de 2007 por 70 productores iniciales. Actualmente cuenta con 270 productores asociados, donde se combinan una gran base de pequeños, medianos y grandes productores, todos con iguales derechos dentro de la organización.

Ubicada en el Municipio de El Retiro, en el Departamento de Antioquia, Aproare S.A.T es una organización con un excelente potencial de crecimiento y desarrollo –afirma su gerencia-, con objetivos de alcanzar el liderazgo regional en la comercialización de aguacates y con la ventaja que el aguacate esta dentro de los cinco productos agrícolas con mayor respaldo por parte del gobierno nacional, además de que tiene una demanda tanto local como internacional que se está incrementando cada vez mas.

En tan solo cuatro años de su fundación, la empresa que tiene un carácter de cooperativismo, ha entrado en un período de estancamiento, especialmente influenciado en el año 2011 por las dificultades de carácter ambiental y climático que ha azotado al país, lo que sin lugar a dudas repercute en el nivel de producción, en la capacidad de transporte y sobre todo en los precios.

En este contexto, tras analizar el comportamiento financiero proporcionado por la gerencia de la empresa, se han encontrado notables mejoras y una aceleración en el período de recuperación de la inversión, un hecho que se presentó hasta finales de 2010, más para el año 2011, los estados financieros han fluctuado considerablemente, pese a que la empresa ha tenido la posibilidad de invertir en nuevos y mejorados canales de distribución.

Según la gerencia, uno de los problemas más considerables en los cuales ha incidido la empresa, es el desconocimiento de una estructura de capital óptimo que les sirva como guía para la determinación de las fuentes de capitalización, de financiación y de sostenibilidad en épocas de crisis, un hecho que ha incidido en la toma de decisiones erradas, al acceder a créditos bajo aparentes condiciones favorables, pero que no obedecen a la actual capacidad de pago de la empresa.

Tras no contar con una estructura de capital, Aproare S.A.T. desconoce cuál es la estructura de capital más conveniente como cooperativa del sector Agro en Colombia, y por lo tanto no cuenta con el conocimiento o definición argumentada acerca de la mezcla de deudas, acciones preferentes e instrumentos de capital contable con la cual la empresa planea financiar sus inversiones, es decir, desconocen cuáles son las deudas que aumenta el riesgo de las utilidades de la empresa y si el endeudamiento más alto conduce a una tasa más alta de rendimiento esperada.

En síntesis, el problema bifurca, entre tanto inicialmente Aproare S.A.T no cuenta con una cultura financiera proyectiva que le conduzca a tomar decisiones sustentadas que le guíe en su actividad económica, lo que lleva a que no posea una estructura de capital clara, que le lleve a determinar vías de financiación en caso que la requiera, dependiendo de la identificación de las deudas más críticas urgentes y emergentes.

Se intentará entonces inicialmente, solucionar el problema mediante la definición de una estructura de capital que tenga en cuenta los siguientes elementos decisorios:

a) Riesgo de negocio de la empresa, si no usara deudas, mientras más alto sea el riesgo del negocio, más baja será su razón óptima de endeudamiento.

b) Posición fiscal de la empresa, el interés es deducible, lo cual disminuye el costo efectivo de las deudas. Si tiene una tasa fiscal baja la deuda no será ventajosa.

c) Flexibilidad fiscal o la capacidad de obtener capital en términos razonables.

d) Actitudes conservadoras o agresivas de la administración.

Posteriormente, el contar con los elementos determinantes que en Colombia definen los procesos sociales y de producción aplicados al Agro, se podrán identificar cuáles son las variables que dentro del contexto agro, influyen en la generación de una estructura de capital, lo que llevará a generar ideas de financiación de activos más determinantes para Aproare S.A.T. al momento de acceder a un plan de acción

2 ANTECEDENTES

Respecto a la estructura de capital, que es el resultado de un modelo económico fundamentado en variables de carácter financiero, enfocado en amortización y apalancamiento, Wadnipar Herazo & Cruz Merchan (2008) realizaron un análisis de la estructura del pasivo de las empresas colombianas, durante el período de 1996 a 2006, donde encontraron que los factores que influyen en mayor proporción en los pasivos totales son en orden de importancia: las obligaciones financieras, proveedores, y cuentas por pagar. También se observo que, dependiendo del sector, la razón del valor de cada fuente sobre el pasivo total cambia notablemente. Además, es de resaltar que las empresas colombianas utilizan en gran proporción las fuentes de financiamiento a corto plazo.

Wadnipar Herazo & Cruz Merchan, 2008 muestran que para el 2003 la estructura financiera de las empresas en Colombia era la siguiente: las obligaciones financieras son las que más influyen en la determinación del financiamiento de las empresas; en promedio como segunda opción se encuentra la reinversión de utilidades o capital propio, sin embargo, la diferencia con proveedores es muy pequeña; en el caso de las pymes, los proveedores constituyen la segunda fuente de financiamiento. Además, se encontró que en Colombia, la deuda a corto plazo se convierte en el principal ingrediente de la estructura de financiamiento de las empresas, el 61% de ella. Estos datos reflejan un endeudamiento muy alto de las empresas en el corto plazo, lo cual a su vez podría deteriorar la capacidad de inversión, utilidades y la liquidez, ya que los costos financieros deben ser amortizados o pagados en un corto tiempo.

Por otro lado, Zamudio Gomez (2005) encontró que después de haber crecido dos puntos porcentuales por encima del patrimonio, en 2002, el pasivo

decreció 1,4% durante 2003 y 2004 para el total de empresas, mientras que el patrimonio creció 3,9% y 9% respectivamente. En cuanto al pasivo se destaca la disminución de las obligaciones financieras; y en el patrimonio, el crecimiento de las utilidades y las reservas, las cuales reflejan el uso de recursos propios.

Zamudio Gomez, (2005) luego de realizar su estudio obtuvo las siguientes conclusiones frente a la estructura financiera y al endeudamiento de las empresas del mercado colombiano: La disminución de las obligaciones financieras, particularmente las obligaciones con entidades del exterior, parece reflejarse en general para todos los grupos de empresas. Los bonos y papeles comerciales son importantes en la estructura de financiamiento de unas pocas empresas que tienen características particulares, como un gran volumen de ventas o una actividad desarrollada en sectores específicos, como la industria y las comunicaciones. Las acciones son una de las fuentes a las que menos acuden las empresas, pues generalmente no cumplen con las exigencias mínimas, o simplemente no quieren que la información se divulgue al público, lo que unido al porcentaje con el que participan los bonos, permite afirmar que el mercado de valores esta todavía poco desarrollado y solo un número reducido de empresas acuden a él en busca de recursos. Los recursos internos, representados por las utilidades retenidas y el capital para invertir han mostrado una dinámica muy importante y en los últimos dos años los datos parecen dar evidencia de la sustitución entre el crédito financiero y estos recursos.

La mayor financiación con estos recursos puede estar explicada por el flujo positivo de utilidades en los últimos años, los beneficios tributarios para reinvertirlas y los menores costos y riesgos que implica usar las fuentes

internas frente a las que provienen de los mercados de deuda tanto domésticos como internacionales.

Finalmente, Liliana Varela, en su tesis de grado para optar al grado de Especialista en Finanzas Corporativas y Mercados de Capitales (2011,Universidad Pontifica Bolivariana) encontró que según el Banco Mundial (2010) y al Conpes (3484 de agosto de 2007), las PYME en Colombia no logran tener acceso a préstamos de largo plazo que sean suficientes para permitirles modernizar sus operaciones y no cuentan con fuentes de financiamiento no bancario alternativas, lo que se debe especialmente a factores vinculados con el acceso al financiamiento, las condiciones de crédito, relacionadas principalmente con tasa de interés, plazo, requerimientos de garantía y procedimientos para otorgar préstamos, además del desconocimiento de la necesidad de contar con un modelo económico que fundamente una estructura de capital asertivo para su empresa, entre otros factores limitantes más significativos, lo que conlleva a que las PYMES recurran a fuentes de financiamiento informales, bien sea a la familia del propietario o al llamado mercado extrabancario, para financiar sus actividades.

En este caso, el gobierno nacional ha desarrollado instrumentos no financieros que “incluyen programas de capacitación para aumentar la competitividad y promover el desarrollo tecnológico y las exportaciones, mientras que los instrumentos financieros incluyen programas de apoyo al financiamiento para el desarrollo” (Banco Mundial, 2010. 16 p); además ha desarrollado programas de apoyo financiero por parte de entidades como Cooperativas y Bancos, dando pie a que desde el año 2006, se venga dinamizando el leasing como una alternativa para las PYMES, especialmente porque

> …actualmente las empresas con activos inferiores a $13.452 millones al 31 de diciembre de 2007 (límite establecido por la norma tributaria),

> pueden deducir como gasto de arrendamiento la totalidad de los cánones causados por la operación de leasing financiero, es decir, capital más intereses.
>
> Esto les permite a las compañías deducir los gastos en su declaración de renta y por consiguiente pagar menos impuestos. El leasing ha ganado mucho terreno en la preferencia de las pequeñas y medianas empresas como alternativa de financiación accesible y adecuada para sus proyectos. (Gómez, 2010. En. Misión PYME)

Con estas ventajas, las diferentes modalidades de leasing, factoring y prestamos emanados de entidades como cooperativas financieras, significan para las PYMES de Medellín y de Colombia, una alternativa de financiación, especialmente si son empresas que proyectan la internacionalización y por supuesto, se ven obligados a rescatar las normas internacionales de contabilidad, ya que ciñe su aplicación a los acuerdos mediante los cuales se ceda el derecho de uso de activos, incluso en el caso de que el arrendador quedara obligado a prestar servicios de cierta importancia en relación con la explotación o el mantenimiento de los citados bienes.

Como hallazgo altamente importante para esta tesis, Varela (2011), identificó que para el caso de las cooperativas o empresas sin ánimo de lucro, existen dos alternativas de financiamiento altamente viables por sus condiciones: el leasing operativo y financiero, y el denominado factoring.

3. JUSTIFICACIÓN

Competitividad, diferenciación, integralidad y sostenibilidad, son conceptos que se hacen necesarios al momento de emprender negocios cuyo enfoque se centra en el crecimiento y en el desarrollo económico sectorial del agro.

Pero lo más sencillo es identificar esta necesidad, siendo lo más difícil, gestar caminos y estrategias que permitan desarrollar y liderar empresas sostenibles en el espacio y en el tiempo.

Existen un sin fin de caminos que pueden conducir a un estado equilibrado de las empresas, pero para llegar a éste, es imprescindible que los empresarios de hoy cuenten con dos elementos básicos: el primero de ellos es una mente estratégicamente legal, dotada de una serie de premisas que destacan la importancia de la formalidad y del reconocimiento de las acciones 100% legitimadas.

El segundo elemento es quizá el más complejo, pues se refiere a una mente multisensorial, o mejor, una mente abierta, permeable a nuevas ideas, al riesgo controlado y sobre todo, a nuevas alternativas que pueden llegar a posicionar las empresas, aunque esto parezca un proceso largo y sea inacabado.

Es con base en una mente empresarial multisensorial, que los empresarios pueden evidenciar en la estructura de capital, como una oportunidad de aprovechar activos, sin necesidad de asumir una responsabilidad financiera que no puede acatar según las condiciones de capital empresarial.

Pero el problema que puede surgir en la mente de un empresario, va desde el miedo a incursionar en prácticas administrativas y contables de exigencia importante –como el leasing o el factoring-, hasta el desconocimiento de las normas que lo regulan y por supuesto, las oportunidades que puede generar para las empresas.

En este caso, el problema más radical, es el desconocimiento que los pequeños y medianos empresarios tienen en torno a la importancia de la estructura de capital, y más grave aún, es el caso de aquellos empresarios que no cuentan con una asesoría contable y financiera estratégica en la que puedan depositar su confianza y sus asuntos financieros.

Se convierte entonces en una bola de nieve, especialmente porque al no contar con una asesoría contable y financiera pertinente, las PYMES incurren en ilegalidades por omisión o por desconocimiento, además dejan de beneficiarse de normas y de ventajas que normas nacionales –como la Ley 1429 de 2010 - e internacionales como la Norma Internacional de Contabilidad nº 17(NIC 17) –enfocada en la prescripción para manejo de activos, en las políticas contables adecuadas para contabilizar y revelar la información relativa a los arrendamientos- pueden ofrecerle como empresario.

Al desarrollar esta investigación, se podrá saber cuáles son los factores y variables más determinantes en Colombia, para la selección de opciones de financiación y específicamente se contará con información contextualizada de Aproare acerca de los siguientes aspectos necesarios para la definición de una estructura de capital óptima:

Riesgo comercial.

Nivel de riesgo de las operaciones de la empresa cuando no usa deudas,

El riesgo que se asocia con la proyecciones de los riesgos futuros de la empresa sobre los activos o de los rendimientos sobre el capital contable (ROE) si la empresa no usa deudas.

Variabilidad de la demanda,.

Variabilidad del precio de ventas.

Variabilidad de los precios de los insumos, cuando estos son inciertos.

Capacidad para ajustarse a los precios de los productos como resultado de los cambios en los precios de los insumos.

Grado en el cual los costos son fijos, apalancamiento operativo.

Riesgo adicional que asumen los accionistas comunes como resultado de las decisiones de la empresa de usar deudas.

El apalancamiento financiero.

Uso de deudas concentra el riesgo comercial de la empresa sobre sus accionistas.

Forma de determinar la estructura óptima de capital

Efectos del apalancamiento financiero EBIT / EPS

Posteriormente se podrá seleccionar una estructura de capital adecuada para Aproare S.A.T, la cual contribuya al crecimiento de esta organización, el cual no se traduce únicamente en un incremento en la comercialización de aguacates, sino que también significa generación de nuevos empleos en la zona de El Retiro a razón de dicho crecimiento, lo que a larga significa un fuerte aumento en la calidad de vida de toda la comunidad.

Además, al conocer las formas optimas o adecuadas de financiamiento para las cooperativas del sector agrícola, en especial el de la comercialización de aguacates, se está haciendo un aporte muy significativo que no solo beneficiara al sector en cuestión, sino a toda la academia en materia de documentación para futuras investigaciones y posibles proyectos.

3 OBJETIVOS DEL PROYECTO

3.1 OBJETIVO GENERAL

Seleccionar la estructura de capital contextualizada y pertinente al sector agro colombiano y que sea adecuada para Aproare S.A.T., a fin de permitirle el cumplimiento de los objetivos de crecimiento, manteniendo un nivel moderado de riesgo que no comprometa su liquidez.

3.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS

Identificar cuáles son los factores más importantes que Aproare S.A.T. debe tener en cuenta al momento de seleccionar alternativas y combinaciones de financiación a largo plazo, basado en la definición de las estructuras de capital más adecuadas para las cooperativas del agro en Colombia.

Realizar un análisis financiero al detalle para conocer el estado actual de la organización.

Evaluar las diferentes alternativas y combinaciones de financiación a largo plazo posibles, basados en los hallazgos de Varela (2011).

Seleccionar la estructura de capital más adecuada y exponerla a Aproare S.A.T. de una manera comparativa respecto a otras alternativas.

4 MARCO DE REFERENCIA

4.1 MARCO TEÓRICO

4.1.1 Estructura de capital. La selección entre deuda y capital determina un elemento muy importante de análisis financiero: El costo de capital, que se define como el costo que a la empresa le cuesta tener activos y se calcula como el costo promedio ponderado de las diferentes fuentes que se utilizan para financiar los activos, es decir, como el costo de la estructura financiera (Garcia S, 1999).

La estructura financiera es la forma como se van a financiar los activos de una empresa, donde se incluye deuda a largo y a corto plazo, así como el capital contable de los accionistas. Es de gran importancia resaltar que el capital propio de los accionistas de la compañía es más costoso que la deuda financiera, por lo que a mayor proporción de deuda, menor será el costo de capital y viceversa. La estructura financiera se divide en dos estructuras: La estructura corriente y la estructura de capital. La primera es básicamente toda la deuda a corto plazo de la empresa y la segunda está más relacionada con el endeudamiento a largo plazo.

La estructura de capital se define como la financiación permanente o a largo plazo que tiene la empresa y está representada por los pasivos a largo plazo y el patrimonio. También se le denomina capitalización total en razón que los pasivos constituyen una financiación de tipo permanente para la empresa, en forma similar a como lo hace el patrimonio (Garcia S, 1999).

En muchos casos el costo de capital se puede calcular utilizando la estructura de capital en vez de la estructura financiera total de la empresa. Pero es de

vital importancia hacer una selección detallada de la estructura adecuada, pues se supone que mientras mayor sea la proporción de deuda, mayor será el riesgo que corre la empresa, pues una disminución incontrolable en el volumen de operación podría crearle una situación grave de liquidez como consecuencia de la alta carga financiera que dicha deuda implicaría (Garcia S, 1999).

El flujo de caja libre se define como el saldo disponible para pagar a los accionistas y para cubrir el servicio de la deuda (Intereses de la deuda + Principal de la deuda) de la empresa, después de descontar las reposiciones pertinentes, ya sea en activos fijos o en capital de trabajo (Cardozo Pulido, 2008).

El capital de trabajo operativo incluye el inventario y las cuentas por cobrar, que básicamente son las ventas que se hacen a crédito y no se han cobrado aun. La reposición de capital de trabajo es la suma correspondiente que la empresa tiene que poner para tapar el hueco que dejo la venta a crédito, pues de alguna manera la compañía debe seguir operando normalmente.

Existe otra figura similar a la anterior que se denomina capital de trabajo neto operativo, que difiere del anterior en que este tiene en cuenta la cuenta proveedores, que de cierto modo es un pequeña financiación comercial a corto plazo y que operativamente disminuye un poco las reposiciones en capital de trabajo.

El 28 de Mayo de 2006, se establecieron las sociedades agrarias (agrícolas) de transformación (S.A.T), que como objetivo principal se fundamentan en el establecimiento y mejoramiento de las empresas y organizaciones que conforman las diferentes cadenas del sector agropecuario: Pesquero, Forestal, Acuícola, Pecuario y Agrícola; en este último sector se encuentra el subsector

de la cadena del Aguacate, donde se encuentra la Asociación de Productores de Aguacate de El Retiro, APROARE S.A.T.

La creación de las cadenas productivas pretende mejorar y proyectar el sector agropecuario como parte del incremento en la productividad de la inversión realizada en dicho sector. Se pretende a través de las cadenas mejorar la competitividad, desarrollo de mercados nacionales e internacionales, disminución de los costos de transformación y establecimiento de alianzas estratégicas con empresas tanto del sector privado como público, así como también las del área universitaria y de investigación, además de promocionar el crecimiento de este sector a todo nivel y bajo los mejores términos competitivos.

Según Macías García, "…la estructura de capital óptima es aquella que produce un equilibrio entre el riesgo del negocio de la empresa y el rendimiento de modo tal que se maximice el precio de las acciones.

Mientras más grande sea el riesgo de la empresa más baja su razón óptima de endeudamiento.

Existen 4 factores fundamentales que influyen sobre las sea decisiones de estructura de capital:

a) riesgo de negocio de la empresa, si no usara deudas, mientras más alto sea el riesgo del negocio, más baja será su razón óptima de endeudamiento.

b) Posición fiscal de la empresa, el interés es deducible, lo cual disminuye el costo efectivo de las deudas. Si tiene una tasa fiscal baja la deuda no será ventajosa.

c) Flexibilidad fiscal o la capacidad de obtener capital en términos razonables.

d) Actitudes conservadoras o agresivas de la administración.

Riesgo comercial además de que permite la satisfacción del cliente en el campo.

El riesgo comercial denota el nivel de riesgo de las operaciones de la empresa cuando no usa deudas

Es el riesgo que se asocia con la proyecciones de los riesgos futuros de una empresa sobre los activos o de los rendimientos sobre el capital contable (ROE) si la empresa no usa deudas.

El riesgo comercial depende de muchos factores:

Variabilidad de la demanda, si son constantes las ventas el riesgo será más bajo.

Variabilidad del precio de ventas, mayor riesgo si el mercado es volátil.

Variabilidad de los precios de los insumos, cuando estos son inciertos.

Capacidad para ajustarse a los precios de los productos como resultado de los cambios en los precios de los insumos.

Grado en el cual los costos son fijos, apalancamiento operativo.

Riesgo financiero: es el riesgo adicional que asumen los accionistas comunes como resultado de las decisiones de la empresa de usar deudas.

El apalancamiento financiero se refiere al uso de valores de renta fija.

El uso de deudas concentra el riesgo comercial de la empresa sobre sus accionistas.

Forma de determinar la estructura óptima de capital: siempre se debe elegir la opción que permita maximizar el costo de las acciones, ya sea con deudas o con capital contable.

Efectos del apalancamiento financiero EBIT / EPS: los cambios en el uso de deudas provocan variaciones en las utilidades por acción y en el precio de las mismas. Entre más alto sea el porcentaje de deudas, más riesgosa será la deuda y más lata será la tasa de interés que carguen los prestamistas.

Análisis de indiferencia de las utilidades por acción, es el nivel de ventas en el cual las utilidades por acción serán las mismas ya sea que la empresa use un financiamiento por medio de deudas o de acciones de capital común.

El efecto de la estructura de capital sobre los precios de las acciones y el costo de capital, la estructura óptima de capital es aquella que maximiza el precio de las acciones, lo cual exige una razón de endeudamiento que sea inferior a aquella que maximice las utilidades por acción esperadas.

La prima del riesgo comercial no depende del nivel de endeudamiento, sin embargo la prima de riesgo financiero varía dependiendo del nivel de endeudamiento, entre más alto sea el nivel de deudas, mayor será la prima para el riesgo financiero.

//Grado de apalancamiento (DOL) //

Apalancamiento operativo, el cual es el cambio porcentual en las utilidades antes de intereses e impuestos que resulta de un cambio porcentual dado en las ventas.

El apalancamiento operativo afecta a las utilidades antes de intereses e impuestos (EBIT)

Donde

DOL es el grado de apalancamiento operativo

Q son las unidades iniciales de producción

P es el precio promedio de venta por unidad de producción

V es el costo variable por unidad

F costos fijos en operación

S ventas iniciales en pesos

VC costo total variable

DOL = cambio porcentual en EBIT = EBIT

Cambio porcentual en ventas Q

DOL es un número índice, que mide el efecto de un cambio en las ventas sobre el ingreso en operación o sobre EBIT.

DOL = grado de apalancamiento operativo en el punto = Q (P - V)

Q(P-V)-F

O basándose en las ventas en $ y no en unidades

= S - VC

S-VC-F

Cuando una empresa opera a un nivel cercano de su punto de equilibrio, el grado de apalancamiento operativo (DOL) será alto

//Grado de apalancamiento financiero (DFL) //

Es el grado en el cual se utilizan los valores de renta fija (deudas y acciones preferentes.

El apalancamiento financiero afecta a las utilidades después de intereses e impuestos o a las utilidades disponibles para los accionistas comunes. El apalancamiento financiero inicia cuando el apalancamiento operativo termina, afectando las utilidades por acción resultantes de los cambios en los niveles de ventas.

Se define como el cambio porcentual en las utilidades disponibles por acción para los accionistas comunes que resulta de un cambio porcentual determinado en las utilidades antes de intereses e impuestos (EBIT).

EBIT = Q(P-V) – F

Utilidades por acción = EPS = {(EBIT-I)(1-T)} / N

Donde I es el interés pagado

T es la tasa fiscal corporativa

N número de acciones en circulación

El apalancamiento financiero = DFL = EBIT

EBIT – I

Forma de combinar el apalancamiento financiero y operativo en el grado de apalancamiento total (DTL), que es el cambio porcentual en utilidades por acción producido por un cambio porcentual determinado en las ventas, el DTL muestra los efectos del apalancamiento operativo.

DTL = (DOL)(DFL) = Q (P - V) = S - VC

Q(P-V)-F-I S-VC-F –I

Análisis de liquidez y del flujo de efectivo

La razón de rotación de intereses, la cual mide la capacidad de una empresa para satisfacer sus obligaciones anuales de intereses, las cuales se calculan dividiendo las utilidades antes de intereses e impuestos entre los cargos por intereses"[1].

En la literatura financiera se destacan dos teorías que se basan en la explicación de los criterios de decisión que utilizan las empresas para determinar su estructura de capital óptima. Ellas son: Static Tradeoff Theory y Pecking Order Theory.

"La teoría de Static Tradeoff se originó a partir de los aportes de Modigliani y Miller (1958). No obstante, la teoría de Static Tradeoff considera la importancia de las imperfecciones del mercado en la estructura de capital.

Esta predice que al considerar las imperfecciones del mercado en las decisiones de financiación, las empresas pueden maximizar su valor,

[1] MACÍAS GARCÍA, Enrique. Estructura de capital y apalancamiento. E –learning. Vía Internet: www.elarnig.com. Actualización: octubre de 2009. Consulta: 4 de junio de 2011.

estableciendo una tasa de deuda óptima que considere un equilibrio entre los costos de deuda y los beneficios generados por ellas (Myers, 2001). Dentro de las ventajas generadas por la deuda se encuentran el ahorro en el pago de intereses debido al escudo fiscal de la deuda, la disminución de los costos de agencia generados entre los directivos y accionistas de la empresa. Los costos asociados a la deuda son el apuro financiero o financial distress originado cuando la empresa no puede pagar los intereses y el capital de la deuda, costos de agencia entre acreedores y accionistas, costos de insolvencia, costos de subinversión y costos de quiebra.

Swinnen, Voordecker y Vandemaele (1999) explican que Titman y Wessels (1988), Rajan y Zingales (1995) y Graham (1996) encontraron que en mercados perfectos las empresas ajustan inmediatamente su tasa de deuda óptima; sin embargo, cuando se presentan imperfecciones en el mercado tales como costos de transacción, ajustes y restricciones del Estado, las empresas no alcanzan una tasa de deuda óptima de forma inmediata, sino en un intervalo de tiempo. Spies (1974), Taggart (1977), Jalilvand y Harris (1984) y Ozcan (2001) mostraron que el comportamiento financiero de las empresas se explicaba mejor por un modelo parcial de ajustes integrado por dos etapas.

La primera consiste en la obtención de la información para alcanzar la tasa de deuda óptima, y la segunda se refiere a un ajuste gradual de la estructura de capital de las empresas para alcanzar la tasa de deuda objetiva.

Por otro lado, la segunda teoría se basa en los costos de asimetrías de información y afirma que las empresas determinan su estructura de capital óptima por la diferencia entre el flujo de caja interno y el déficit financiero.

Para esto imponen una jerarquía en sus decisiones financieras que se representan en el siguiente orden:

1. Las empresas prefieren financiamiento interno (utilidades retenidas).

2. Si se necesita financiamiento externo, escogen deudas seguras antes que riesgosas.

3. Ponen a la venta acciones. Esta posibilidad se puede presentar en un nivel muy bajo.

Cuando no existen utilidades retenidas para financiar proyectos, las empresas prefieren deuda antes que financiarse con patrimonio debido a los costos que representa el dilema de información asimétrica. Myers y Majluf (1984) afirmaron que cuando los inversionistas externos no tienen toda la información de la empresa, el valor de las acciones en el mercado puede ser menor al real. Los futuros inversionistas tienen la creencia de que la administración está sobrevalorando el precio de las acciones y, por lo tanto, ajustan el precio de las acciones por un valor inferior al precio verdadero"[2].

4.2 CONTEXTO ACTUAL

Según Wadnipar y Merchán (2008), Al realizar un análisis de la estructura del pasivo de las empresas colombianas, durante el período de 1996 a 2006, se encuentra que los factores que influyen en mayor proporción en los pasivos totales son en orden de importancia: las obligaciones financieras, proveedores y cuentas por pagar. También se observa que, dependiendo del sector analizado, la razón del valor de cada fuente sobre el pasivo total cambia notablemente.

[2] WADNIPAR HERAZO, Milena. CRUZ MERCHÁN, Juan Sergio. Determinación de la estructura de capital de las empresas colombianas. Revista Soluciones de Posgrado EIA. Número 1. Págs 23 – 44. Medellín. 2008.

Asimismo, se observa que, en promedio, el pasivo total de las empresas que hacen parte del sector de Comercio menor tiene la menor proporción de obligaciones financieras. La mayor proporción se encuentra en el sector de Fabricación de telas y actividades relacionadas.

Por otra parte, se observa que el financiamiento con los proveedores ha ido creciendo en los últimos años y es un componente importante en el endeudamiento de las empresas. El sector de Construcciones de obras residenciales es el que tiene un menor financiamiento con los proveedores, seguido del sector Agrícola con predominio exportador.

Finalmente, el tercer factor que más influye en la deuda total de las empresas en Colombia son las cuentas por pagar.

“Se encuentra que el sector de Fabricación de telas y actividades relacionadas tiene la menor proporción de financiamiento con cuentas por pagar.

Además se observa que las empresas colombianas utilizan en gran proporción las fuentes de financiamiento a corto plazo. Clemente del Valle (1995), basado en los datos de Supervalores, muestra que la estructura financiera de las empresas colombianas en el 2003 era la siguiente:

Las obligaciones financieras son las que más influyen en la determinación del financiamiento de las empresas; en promedio como segunda opción se encuentra la reinversión de utilidades o capital propio, sin embargo, la diferencia con Proveedores es muy pequeña; en el caso de las Pymes, los proveedores constituyen la segunda fuente de financiamiento. Además encontró que en Colombia, la deuda a corto plazo se convierte en el principal ingrediente de la estructura de financiamiento de las empresas, el 61% de ella. Estos datos reflejan un endeudamiento muy alto de las empresas a corto plazo, lo cual a su vez podría deteriorar la capacidad de inversión, utilidades y la

liquidez, ya que los costos financieros deben ser amortizados o pagados en un corto tiempo.

Por otro lado, una encuesta realizada por la ANIF en el 2004 acerca de las razones de selección de la fuente de financiamiento. En esta encuesta, aproximadamente el 23% de los empresarios afirmaron que la principal razón para la selección de la fuente de financiamiento era la facilidad de acceso; el 13% consideraba como criterio de selección el nivel de complejidad de los trámites, que a su vez está muy relacionado con la respuesta anterior; un 10% eligió como respuesta el ajuste de la fuente a las necesidades de la empresa; otro 8% escogió como opción la garantía que le suministraba la fuente de financiamiento al accionista para que siguiera con el control de la empresa; aproximadamente un 8% escogió la opción de un plazo más largo; la alternativa de tradición en el uso de las fuentes de financiamiento fue seleccionada por el 7% de los encuestados; otro 7% prefirió como opción los menores costos de la fuente; un 7% escogió la alternativa de beneficios tributarios, el 17% restante señaló otras razones.

De esta forma, se observa que la menor complejidad que representa la fuente de financiamiento es el factor más relevante en el momento de la selección entre las diferentes alternativas que se presentan en el mercado.

Además, se observa que factores tales como el costo de la fuente y la ventaja tributaria son menos relevantes para las empresas; sin embargo ambos representan un 14%.

En el mismo documento, también se presenta una encuesta realizada a los empresarios acerca de las causas por las cuales no emiten acciones. Las principales razones, en orden de importancia, fueron las siguientes:

Por políticas de la casa matriz (26%); no perder el control de la empresa (16%); no hacer pública la información de la empresa (14%); desconocimiento de la alternativa (17%); percepciones de que las condiciones de la empresa no son adecuadas (10%); impedir el acceso a desconocidos (9%); costos (8%).

Se observa que el factor de la revelación de información privada de la empresa al mercado se convierte en una amenaza para el incremento de emisión de acciones. Los empresarios muchas veces temen revelar información que pueda ser utilizada por la competencia en su propio beneficio, incrementando así los costos por asimetrías de información" (Wadnipar y Merchán, 2008).

Por su parte, la generación interna de recursos de la sociedad (Aproare S.A.T) se da a través de dos medios: el primero es la cuota mensual que pagan los asociados por este derecho, y el segundo es una pequeña comisión que se le cobra al productor por cada Kilo que se le vende (10%).

Por ser una sociedad sin ánimo de lucro e incluyente, tiene una gran posibilidad de obtener recursos financieros por parte del estado y entidades no gubernamentales internacionales, ya sea por subsidios o por préstamos a muy bajas tasas de interés, factores que jugaran un papel fundamental en el momento de diseñar la estructura de capital.

5. PROCEDIMIENTO O DISEÑO METODOLÓGICO

El primer paso fue realizar un análisis de sensibilidad donde se identificaron los factores que más afectaran la valoración de la compañía y por consiguiente el valor del patrimonio, para así crear escenarios de posibilidad de ocurrencia, donde de acuerdo al potencial del sector y de la organización se le asigna una probabilidad para que cada una de estas alternativas ocurra.

Luego se ponderaron estos resultados, teniendo en cuenta que esto será un factor clave a considerar a la hora de tomar la decisión final.

Luego, se propone a la empresa una serie de beneficios económicos que tienen organizaciones como Aproare S.A.T con el gobierno, así como también con entidades bancarias a la hora de conseguir créditos, subsidios, y entre otros beneficios. Esto con el fin de evaluar y obtener la mejor estructura financiera.

Después se buscaron diferentes alternativas de financiación a largo plazo y se seleccionó la que mejor relación crecimiento-riesgo ofrece, especialmente guiados por la tesis de Varela (2011).

Los criterios que se utilizaron para seleccionar la estructura de capital más adecuada serán los niveles máximos de riego financiero establecidos por la compañía o analizando si los flujos que generara la compañía son lo suficientemente grandes como para cubrir un determinado nivel de deuda.

Además, también será de gran importancia factores como el capital de trabajo, los ingresos operacionales y las inversiones, pues todos estos factores están directamente relacionados con la liquidez de la compañía, y esta dirá hasta

qué punto se puede tomar deuda a largo plazo y el resto será financiado con el patrimonio.

La investigación obedece a un tipo de estudio descriptivo, exploratorio y con un enfoque cuantitativo, el cual utiliza técnicas inductivas como método preferencial.

6. RESULTADOS DEL ESTUDIO

6.1 HALLAZGOS FINANCIEROS

Valga decir que Aproare S.A.T. solo proporcionó el estado de resultados y el Balance general, lo que condujo a la elaboración de un análisis concienzudo que se detalla a continuación, utilizando el Modelo de Valoración diseñado por BANCOLOMBIA para PYMES en Colombia, donde se intenta identificar la sensibilidad de las empresas para su incursión en créditos y financiaciones a corto y largo plazo (Bancolombia, 2011).

Estado de resultados Aproare

		2006	2007	2008	2009	2010	2011p	2012p	2013p	2014p	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p
1	Ventas Netas	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	106,0	112,4	119,1	126,2	133,8	141,9	150,4	159,4	168,9	179,1
2	Costo de Ventas	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	63,6	67,4	71,5	75,7	80,3	85,1	90,2	95,6	101,4	107,5
	Utilidad Bruta	**40,0**	**40,0**	**40,0**	**40,0**	**40,0**	**42,4**	**44,9**	**47,6**	**50,5**	**53,5**	**56,7**	**60,1**	**63,8**	**67,6**	**71,6**
	Margen Bruto	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%
3	Gastos de Administración	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,2	3,3	3,5	3,6	3,8	4,0	4,2	4,4	4,7	4,9
4	Gastos de Ventas	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,2	4,5	4,8	5,0	5,4	5,7	6,0	6,4	6,8	7,2
5	Depreciaciones	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,1	2,2	2,3	2,5	2,6	2,7	2,8	2,9	3,0	3,1
6	Amortizaciones	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	0,9	2,2	3,4	4,5	5,4	6,1	6,6	7,1	7,6	8,1
	Utilidad Operativa (EBIT)	**30,0**	**30,0**	**30,0**	**30,0**	**30,0**	**32,0**	**32,8**	**33,7**	**34,9**	**36,4**	**38,3**	**40,5**	**43,0**	**45,6**	**48,4**

	Margen Operacional	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
	EBITDA	**33,0**	**33,0**	**33,0**	**33,0**	**33,0**	**35,0**	**37,1**	**39,4**	**41,8**	**44,3**	**47,0**	**49,9**	**52,9**	**56,2**	**59,6**
	Margen EBITDA	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%
7	Ingresos Financieros	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	0,4	1,4	1,4	1,5	2,2	3,0	4,0	5,1	6,4	7,9
8	Otros Ingresos no Operacionales	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,1	2,2	2,4	2,5	2,7	2,8	3,0	3,2	3,4	3,6
9	Egresos Financieros	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	5,9	5,6	4,8	4,4	4,4	4,3	4,2	4,2	4,2	4,2
10	Otros Egresos no Operacionales	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,2	3,4	3,6	3,8	4,0	4,3	4,5	4,8	5,1	5,4
11	Diferencia en Cambio	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	-0,9	-0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
12	Corrección Monetaria	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	-0,9	-1,5	-2,3	-3,0	-3,6	-4,4	-5,3	-6,2	-7,2	-8,4
	Utilidad antes de Impuestos	**29,0**	**29,0**	**29,0**	**29,0**	**29,0**	**23,6**	**25,7**	**26,8**	**27,7**	**29,2**	**31,2**	**33,5**	**36,1**	**38,8**	**41,9**
13	Impuesto de Renta	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	7,8	8,5	8,8	9,1	9,6	10,3	11,1	11,9	12,8	13,8
	Utilidad Neta	**19,0**	**19,0**	**19,0**	**19,0**	**19,0**	**15,8**	**17,2**	**18,0**	**18,6**	**19,6**	**20,9**	**22,4**	**24,2**	**26,0**	**28,1**
	Margen Neto	19%	19%	19%	19%	19%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	16%

Balance Aproare

		2006	2007	2008	2009	2010	2011p	2012p	2013p	2014p	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p
	ACTIVOS															
	ACTIVOS CORRIENTES															
1	Disponible	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,3	5,6	6,0	6,3	6,7	7,1	7,5	8,0	8,4	9,0
2	Inversiones Temporales	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	22,6	22,1	24,3	37,7	53,7	72,4	95,0	120,6	149,5	181,7
3	Cuentas por Cobrar (Deudores)	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,1	2,2	2,4	2,5	2,7	2,8	3,0	3,2	3,4	3,6

4	Otras Cuentas por Cobrar	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,1	2,2	2,4	2,5	2,7	2,8	3,0	3,2	3,4	3,6
5	Inventarios	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,2	2,3	2,5	2,6	2,8	2,9	3,1	3,3	3,5	3,7
6	Pagos x Anticipado	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,1	2,2	2,4	2,5	2,7	2,8	3,0	3,2	3,4	3,6
7	Otros Activos Corrientes	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
	Activos Corrientes	**17,0**	**17,0**	**17,0**	**17,0**	**17,0**	**36,5**	**36,7**	**39,9**	**54,2**	**71,2**	**91,0**	**114,7**	**141,5**	**171,5**	**205,1**
	ACTIVOS LARGO PLAZO															
8	Propiedad Planta y Equipo, PPE	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0	28,1	31,2	34,4	37,6	41,0	44,4	47,9	51,5	55,2	59,0
9	Depreciación Acumulada	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	5,1	7,3	9,6	12,1	14,7	17,4	20,2	23,1	26,1	29,3
	Propiedad Planta y Equipo, Neto	22,0	22,0	22,0	22,0	22,0	23,0	23,9	24,8	25,6	26,3	27,0	27,7	28,4	29,1	29,7
10	Activos Diferidos e Intangibles	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	14,0	24,0	34,0	44,0	54,0	64,0	74,0	84,0	94,0	104,0
11	Amortización Acumulada	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,9	3,1	6,5	11,0	16,4	22,4	29,0	36,1	43,6	51,7
	Diferidos e Intangibles, neto	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	13,1	20,9	27,5	33,0	37,7	41,6	45,0	47,9	50,4	52,3
12	Otros Activos	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,3	5,6	6,0	6,3	6,7	7,1	7,5	8,0	8,4	9,0
13	Valorizaciones	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
14	Inversiones	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
	Activo Largo Plazo	**37,0**	**37,0**	**37,0**	**37,0**	**37,0**	**47,4**	**56,4**	**64,2**	**70,9**	**76,6**	**81,7**	**86,2**	**90,3**	**93,9**	**97,0**
	Total Activos	**54,0**	**54,0**	**54,0**	**54,0**	**54,0**	**83,8**	**93,2**	**104,1**	**125,0**	**147,8**	**172,6**	**200,9**	**231,8**	**265,4**	**302,1**
	PASIVOS															
	PASIVOS CORRIENTES															
14	Obligaciones Fin. de Corto Plazo	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
15	Proveedores	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,1	1,1	1,2	1,3	1,3	1,4	1,5	1,6	1,7	1,8
16	Impuestos y Retenciones	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	7,8	8,5	8,8	9,1	9,6	10,3	11,1	11,9	12,8	13,8
17	Dividendos x Pagar	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

18	Otros Acreedores	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,1	1,1	1,2	1,3	1,3	1,4	1,5	1,6	1,7	1,8
19	Otros Pasivos Corrientes	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,1	1,1	1,2	1,3	1,3	1,4	1,5	1,6	1,7	1,8
	Pasivos Corrientes	**7,0**	**7,0**	**7,0**	**7,0**	**7,0**	**11,0**	**11,8**	**12,4**	**12,9**	**13,7**	**14,5**	**15,6**	**16,7**	**17,9**	**19,2**
	PASIVOS LARGO PLAZO															
20	Obligaciones Fin. de Largo Plazo	15,0	15,0	15,0	15,0	15,0	26,1	15,8	6,0	5,0	4,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
21	Otros Pasivos de Largo Plazo	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
	Pasivos Largo Plazo	**17,0**	**17,0**	**17,0**	**17,0**	**17,0**	**26,1**	**15,8**	**6,0**	**5,0**	**4,0**	**3,0**	**3,0**	**3,0**	**3,0**	**3,0**
	Total Pasivos	**24,0**	**24,0**	**24,0**	**24,0**	**24,0**	**37,1**	**27,7**	**18,4**	**17,9**	**17,7**	**17,5**	**18,6**	**19,7**	**20,9**	**22,2**
	PATRIMONIO															
22	Capital	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
23	Reservas	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	3,9	5,5	7,2	9,0	10,9	12,8	14,9	17,1	19,6	22,2
24	Revalorización del Patrimonio	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,9	3,5	5,7	8,6	12,0	16,1	20,9	26,5	32,9	40,2
25	Utilidades Retenidas	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	18,1	32,3	47,8	64,0	80,7	98,3	117,1	137,3	159,1	182,5
26	Utilidades del Ejercicio	19,0	19,0	19,0	19,0	19,0	15,8	17,2	18,0	18,6	19,6	20,9	22,4	24,2	26,0	28,1
27	Valorizaciones	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
	Total Patrimonio	**30,0**	**30,0**	**30,0**	**30,0**	**30,0**	**46,7**	**65,5**	**85,7**	**107,1**	**130,1**	**155,1**	**182,3**	**212,1**	**244,5**	**279,9**
	Pasivos y Patrimonio	**54,0**	**54,0**	**54,0**	**54,0**	**54,0**	**83,8**	**93,2**	**104,1**	**125,0**	**147,8**	**172,6**	**200,9**	**231,8**	**265,4**	**302,1**

Supuestos de proyección APROARE

	2006	2007	2008	2009	2010	2011p	2012p	2013p	2014p	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p

SUPUESTOS MACROECONÓMICOS

Precios al consumidor (IPC)	4,48%	5,69%	7,67%	2,00%	3,17%	3,4%	3,6%	3,8%	3,7%	3,6%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,
Precios al Productor (IPP)	5,55%	1,27%	9,00%	-2,18%	4,37%	4,0%	3,6%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,
PIB (variación anual)	6,80%	7,52%	2,73%	0,83%	4,31%	4,06%	4,20%	4,36%	4,47%	4,6%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,
Devaluación (fin de año)	-1,99%	-10,01%	11,60%	-8,89%	-6,37%	-3,60%	-4,07%	3,28%	-4,27%	-5,1%	-3,6%	-3,6%	-3,6%	-3,6%	-3,
Devaluación (promedio anual)	1,63%	-11,86%	-5,46%	9,75%	-12,00%	-2,00%	-4,30%	3,93%	-5,95%	-2,3%	-2,9%	-2,9%	-2,9%	-2,9%	-2,
Precio del dólar ($. fin de año)	2.239	2.015	2.244	2.044	1.914	1.845	1.770	1.828	1.750	1.660	1.600	1.542	1.486	1.433	1.
Precio del dólar ($. promedio anual)	2.359	2.078	1.965	2.157	1.898	1.860	1.780	1.850	1.740	1.700	1.650	1.601	1.554	1.509	1.
Tasa de interés (DTF E.A. fin de año)	6,82%	8,53%	10,12%	4,12%	3,50%	4,63%	4,93%	5,43%	5,30%	4,9%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,
Tasa de interés (DTF promedio anual)	6,25%	8,01%	9,70%	6,14%	3,66%	4,02%	4,59%	5,24%	5,35%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,
Fed Funds Rate (fin de año)	5,25%	4,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	1,00%	2,00%	2,50%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,
Euro (US$/€)	1,32	1,45	1,40	1,43	1,34	1,40	1,43	1,37	1,40	1,47	1,50	1,50	1,50	1,50	1,
Precios al consumidor (IPC) (EE.UU)	2,60%	4,10%	-0,80%	-0,35%	1,60%	2,40%	1,40%	2,00%	2,20%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,

Fuente: Investigaciones Económicas y Estratégicas Grupo Bancolombia

Actualizado Marzo 25 de 2011

					Control	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0

SUPUESTOS ESTADO DE RESULTADOS

1	**Ventas netas**	**100**	**100**	**100**	**100**	**100**	**106**	**112**	**119**	**126**	**134**	**142**	**150**	**159**	**169**	**1**
	Incremento Ventas Netas		0%	0%	0%	0%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6
2	**Costo de Ventas**	**60**	**60**	**60**	**60**	**60**	**64**	**67**	**71**	**76**	**80**	**85**	**90**	**96**	**101**	**1**
	Costo de Ventas/Ventas Netas	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	6
3	**Gastos de Administración**	**3**	**3**	**3**	**3**	**3**	**3**	**3**	**3**	**4**	**4**	**4**	**4**	**4**	**5**	
	Gastos Generales y de Administración	3	3	3	3	3	3	3	3	4	4	4	4	4	5	
	Incremento Gastos de Administración		0%	0%	0%	0%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5
	Canon Leasing Operativo	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
4	**Gastos de Ventas**	**4**	**4**	**4**	**4**	**4**	**4**	**4**	**5**	**5**	**5**	**6**	**6**	**6**	**7**	
	Gastos de Ventas/Ventas Netas	0,04	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4

5	**Depreciaciones**	**2**	**2**	**2**	**2**	**2**	**2**	**2**	**2**	**2**	**3**	**3**	**3**	**3**	**3**	
	Depreciaciones Activos Históricos						2	2	2	2	2	2	2	2	2	
	Depreciaciones Activos Nuevos						0	0	0	0	1	1	1	1	1	
6	**Amortizaciones**	**1**	**1**	**1**	**1**	**1**	**1**	**2**	**3**	**4**	**5**	**6**	**7**	**7**	**8**	
	Amortizaciones Activos Diferidos e Intangibles Históricos						0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	Amortizaciones Activos Diferidos e Intangibles Nuevos						1	2	3	4	5	6	6	7	7	
7	**Ingresos Financieros**	**5**	**5**	**5**	**5**	**5**	**0**	**1**	**1**	**2**	**2**	**3**	**4**	**5**	**6**	
	Disponible e Inversiones Temporales	7	7	7	7	7	28	28	30	44	60	80	103	129	158	1
	Rendimiento Promedio Anual						5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5
8	**Otros Ingresos no Operacionales**	**2**	**2**	**2**	**2**	**2**	**2**	**2**	**2**	**3**	**3**	**3**	**3**	**3**	**3**	
	Otros Ingresos no Operacionales/Ventas Netas	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2
9	**Egresos Financieros**	**8**	**8**	**8**	**8**	**8**	**6**	**6**	**5**	**4**	**4**	**4**	**4**	**4**	**4**	
	A. DEUDA ACTUAL LARGO PLAZO (Incluye Leasing Financiero)					15,0										
	Deuda Actual Largo Plazo en Pesos															
	Saldo en MM Pesos					10,0	7,0	4,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0
	Amortización en MM Pesos						3,0	3,0	4,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0
	Tasa de interes promedio anual (E.A)						8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,
	Tasa de Interés (T.A)						8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,
	Tasa de referencia DTF (N.A.T.A)						5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,
	Spread (N.A.T.A)						3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,
	Intereses Pagados en MM Pesos						0,7	0,5	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0
	Deuda Actual Largo Plazo en USD															
	Saldo en MM Pesos					5	3	1	0	0	0	0	0	0	0	
	Saldo en Miles USD					2	1	1	0	0	0	0	0	0	0	
	Amortización en Miles USD						1	1	1	0	0	0	0	0	0	
	Amortizacion en MM Pesos						1	1	1	0	0	0	0	0	0	
	Tasa de interes promedio anual en USD (E.A)						6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,
	Tasa de Interés (N.A.S.V)						6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,
	Tasa de referencia LIBOR (N.A.S.V)						3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,
	Spread (N.A.S.V)						3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,
	Intereses Pagados en MM Pesos						0	0	0	0	0	0	0	0	0	

Diferencia en Cambio en MM Pesos		-1	0	0	0	0	0	0	0	0	
B. DEUDA NUEVA LARGO PLAZO (Incluye Leasing Financiero)											
Deuda Nueva Largo Plazo en Pesos											
Desembolsos en MM Pesos		10	0	0	0	0	0	0	0	0	
Saldo en MM Pesos	0	9	7	6	5	4	3	3	3	3	
Amortización en MM Pesos		1	2	1	1	1	1	0	0	0	
Tasa de interés promedio anual		8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,
Tasa de referencia (E.A)		5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,
Spread (E.A)		3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,
Intereses Pagados en MM Pesos		0	1	1	0	0	0	0	0	0	
Deuda Nueva Largo Plazo en USD											
Desembolsos en Miles USD		5	0	0	0	0	0	0	0	0	
Desembolsos en MM Pesos		9	0	0	0	0	0	0	0	0	
Saldo en MM Pesos	0	7	4	0	0	0	0	0	0	0	
Saldo en Miles USD		4	2	0	0	0	0	0	0	0	
Amortización en Miles USD		1	2	2	0	0	0	0	0	0	
Amortizacion en MM Pesos		2	4	4	0	0	0	0	0	0	
Tasa de interés promedio anual en USD		6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,
Tasa de referencia (E.A)		3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,
Spread (E.A)		3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,
Intereses Pagados en MM Pesos		0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Diferencia en Cambio en MM Pesos		0	0	0	0	0	0	0	0	0	
C. CREDITO DE TESORERÍA	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Tasa de interés promedio anual		9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,
Tasa de referencia (E.A)		5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,
Spread (E.A)		4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,
Intereses Pagados en MM Pesos		0	0	0	0	0	0	0	0	0	
D. LEASING											
Intereses Leasing Financiero Actual		2	2	2	2	2	2	2	2	2	

	Intereses Leasing Financiero Nuevo						2	2	2	2	2	2	2	2	2	
10	**Otros Egresos no Operacionales**	**3**	**3**	**3**	**3**	**3**	**3**	**3**	**4**	**4**	**4**	**4**	**5**	**5**	**5**	
	Otros Egresos no Operacionales/Ventas Netas	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3
11	**Diferencia en Cambio**	**2**	**2**	**2**	**2**	**2**	**-1**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	
12	**Corrección Monetaria**	**1**	**1**	**1**	**1**	**1**	**-1**	**-2**	**-2**	**-3**	**-4**	**-4**	**-5**	**-6**	**-7**	
	AXI Activos						0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	AXI PPE Histórico						0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	AXI PPE Nuevo						0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	AXI Depreciación Acumulada PPE histórica						0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	AXI Depreciación Acumulada Inversiones Nuevas						0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	AXI Inventario						0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	AXI Patrimonio						1	2	2	3	4	4	5	6	7	
13	**Impuesto de Renta**	**10**	**10**	**10**	**10**	**10**	**8**	**8**	**9**	**9**	**10**	**10**	**11**	**12**	**13**	1
	Tarifa Impuesto de Renta					33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33
	Renta Líquida						24	26	27	28	29	31	34	36	39	4
	Utilidad antes de Impuestos						24	26	27	28	29	31	34	36	39	4
	Deducciones, otros ajustes						0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	Renta Presuntiva						2	1	2	3	3	4	5	5	6	
	Patrimonio Ajustado por Valorizaciones Año Anterior						28	45	63	84	105	128	153	180	210	2
	% Aplicado a Patrimonio Ajustado						6,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,

SUPUESTOS BALANCE GENERAL

ACTIVOS

ACTIVOS CORRIENTES

1	Disponible	5	5	5	5	5	5	6	6	6	7	7	8	8	8	
	Días de Ventas Netas	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	1
3	Cuentas por Cobrar (Deudores)	2	2	2	2	2	2	2	2	3	3	3	3	3	3	
	Días de Ventas Netas	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	
4	Otras Cuentas por Cobrar	2	2	2	2	2	2	2	2	3	3	3	3	3	3	
	Días de Ventas Netas	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	

5	Inventarios	2	2	2	2	2	2	2	2	3	3	3	3	3	3	
	Días de Costo de Ventas	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	1
	AXI						0	0	0	0	0	0	0	0	0	
6	Pagos x Anticipado	2	2	2	2	2	2	2	2	3	3	3	3	3	3	
	Días de Ventas Netas	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	
7	Otros Activos Corrientes	2	2	2	2	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	ACTIVOS LARGO PLAZO															
8	Propiedad Planta y Equipo, PPE	25	25	25	25	25	28	31	34	38	41	44	48	51	55	5
	1. Propiedad Planta y Equipo, PPE Histórico	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	2
	AXI PPE Histórico						0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	2. Propiedad Planta y Equipo, PPE Nuevo					0	3	6	9	13	16	19	23	26	30	3
	AXI PPE Nuevo						0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	Inversiones Nuevas (depreciables y no depreciables)						3	3	3	3	3	3	4	4	4	
	a. Inversiones Nuevas Depreciables						1	1	1	1	1	1	2	2	2	
	Opción 1: Inversiones en Millones de Pesos						10	10	10	10	10	10	10	10	10	1
	Opción 2: Inversiones como % de ventas						1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1
	Opción 3: Inversiones como % depreciación						50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	5
	b. Inversiones Nuevas no Depreciables						2	2	2	2	2	2	2	2	2	
9	Depreciación Acumulada	3	3	3	3	3	5	7	10	12	15	17	20	23	26	2
	A.1 Depreciación Acumulada PPE Histórica	3	3	3	3	3	5	7	9	11	13	15	17	19	21	2
	AXI Depreciación Acumulada PPE Histórica						0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	Depreciación del período	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	
	% Depreciación del Período/Saldo 2010	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8
	% Depreciación Acumulada	12%	12%	12%	12%	12%	20%	28%	36%	44%	52%	60%	68%	76%	84%	9
	Check						*ok*	*ok*	*ok*	*ok*	*ok*	*ok*	*ok*	*ok*	*ok*	
	A.2 Depreciación Acumulada Inversiones Nuevas					0	0	0	1	1	2	2	3	4	5	
	AXI Depreciación Acumulada Inversiones Nuevas						0	0	0	0	0	0	0	0	0	

Depreciación del Período						0	0	0	0	1	1	1	1	1	
Inversión Nueva Depreciable						1	1	1	1	1	1	2	2	2	
Inversión Nueva Depreciable a 20 años						0	0	0	1	1	1	1	1	1	
Inversión Nueva Depreciable a 10 años						0	0	0	0	0	0	0	0	1	
Inversión Nueva Depreciable a 5 años						0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Inversión Nueva Depreciable a 3 años						0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Check						*ok*	*ok*	*ok*	*ok*	*ok*	*ok*	*ok*	*ok*	*ok*	
10 Activos Diferidos e Intangibles	4	4	4	4	4	14	24	34	44	54	64	74	84	94	1
A.1 Activos Diferidos e Intangibles Histórico	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	
AXI Activos Diferidos e Intangibles Histórico						0	0	0	0	0	0	0	0	0	
A.2 Activos Diferidos e Intangibles Nuevo					0	10	20	30	40	50	60	70	80	90	1
AXI Activos Diferidos e Intangibles Nuevo						0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Activos Diferidos e Intangibles Nuevo						10	10	10	10	10	10	10	10	10	1
Opción 1: Gastos y Cargos Diferidos Nuevos en Millones de Pesos						10	10	10	10	10	10	10	10	10	1
Opción 2: Gastos y Cargos Diferidos como % de ventas						1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1
Opción 3: Gastos y Cargos Diferidos como % depreciación						50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	5
Amortización Acumulada	0	0	0	0	0	1	3	7	11	16	22	29	36	44	5
A.1 Amortización Acumulada Histórica	0	0	0	0	0	0	1	1	1	2	2	2	3	3	
AXI Amortización Acumulada PPE Histórica						0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Amortización del período	1	1	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
% Amortización del Período/Saldo	25%	25%	25%	25%	25%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8
% Amortización Acumulada	0%	0%	0%	0%	0%	8%	16%	24%	32%	40%	48%	56%	64%	72%	8
Check						*ok*	*ok*	*ok*	*ok*	*ok*	*ok*	*ok*	*ok*	*ok*	
A.2 Amortización Acumulada Gastos y Cargos Diferidos Nuevas					0	1	2	6	10	15	21	27	34	41	4
AXI Amortización Acumulada Inversiones Nuevas						0	0	0	0	0	0	0	0	0	

	Amortización del Período						1	2	3	4	5	6	6	7	7
	Gasto o Cargo Diferido Nuevo Amortizable = Activos Diferidos e Intangibles Nuevo						10	10	10	10	10	10	10	10	10
	Gasto o Cargo Diferido Nuevo Amortizable a 20 años						4	4	4	4	4	4	4	4	4
	Gasto o Cargo Diferido Nuevo Amortizable a 10 años						3	3	3	3	3	3	3	3	3
	Gasto o Cargo Diferido Nuevo Amortizable a 5 años						2	2	2	2	2	2	2	2	2
	Gasto o Cargo Diferido Nuevo Amortizable a 3 años						1	1	1	1	1	1	1	1	1
	Check						ok	ok	ok	ok	ok	ok	ok	ok	ok
11	Otros Activos	5	5	5	5	5	5	6	6	6	7	7	8	8	8
	% Ventas Netas	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
12	Valorizaciones	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
	Incremento Valorizaciones						0	0	0	0	0	0	0	0	0
13	Inversiones	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
	Incremento Inversiones						0	0	0	0	0	0	0	0	0
	PASIVOS														
	PASIVOS CORRIENTES														
15	Proveedores	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	2	2	2
	Días de Costo de Ventas	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6
16	Impuestos y Retenciones	1	1	1	1	1	8	8	9	9	10	10	11	12	13
17	Dividendos x Pagar	1	1	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Dividendos Pagados						1	0	0	0	0	0	0	0	0
18	Otros Acreedores	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	2	2	2
	Días de Costo de Ventas	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6
19	Otros Pasivos Corrientes	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	2	2	2
	Días de Costo de Ventas	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6
	PASIVOS LARGO PLAZO														
20	Obligaciones Fin. de Largo Plazo	15	15	15	15	15	26	16	6	5	4	3	3	3	3
21	Otros Pasivos de Largo Plazo	2	2	2	2	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0

	PATRIMONIO															
22	Capital	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	
	Capitalizaciones						0	0	0	0	0	0	0	0	0	
23	Reservas	2	2	2	2	2	4	5	7	9	11	13	15	17	20	2
	Incremento de reserva						2	2	2	2	2	2	2	2	2	
	% de Utilidad Neta Año Anterior						10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	1
24	Revalorización del Patrimonio	1	1	1	1	1	2	3	6	9	12	16	21	26	33	4
25	Utilidades Retenidas	1	1	1	1	1	18	32	48	64	81	98	117	137	159	1
	Dividendos pagados						0	0	0	0	0	0	0	0	0	
26	Utilidades del Ejercicio	19	19	19	19	19	16	17	18	19	20	21	22	24	26	2

Tesorería Aproare

		2011p	2012p	2013p	2014p	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p
	UTILIDAD NETA	**15,8**	**17,2**	**18,0**	**18,6**	**19,6**	**20,9**	**22,4**	**24,2**	**26,0**	**28,1**
	VARIACIÓN DE ACTIVOS										
	ACTIVOS CORRIENTES	**-1,2**	**0,8**	**0,9**	**0,9**	**1,0**	**1,0**	**1,1**	**1,2**	**1,2**	**1,3**
1	Disponible	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5
3	Cuentas por Cobrar (Deudores)	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
4	Otras Cuentas por Cobrar	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
5	Inventarios	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
6	Pagos x Anticipado	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
7	Otros Activos Corrientes	-2,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
	ACTIVOS LARGO PLAZO	**10,4**	**9,1**	**7,8**	**6,7**	**5,7**	**5,0**	**4,6**	**4,1**	**3,6**	**3,1**
8	Propiedad Planta y Equipo, PPE	3,1	3,1	3,2	3,3	3,3	3,4	3,5	3,6	3,7	3,8
9	Depreciación Acumulada	-2,1	-2,2	-2,3	-2,5	-2,6	-2,7	-2,8	-2,9	-3,0	-3,1
10	Diferidos e Intangibles	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0
11	Amortización Acumulada	-0,9	-2,2	-3,4	-4,5	-5,4	-6,1	-6,6	-7,1	-7,6	-8,1
12	Otros Activos	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5
14	Inversiones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
	VARIACIÓN DE PASIVOS										

	PASIVOS CORRIENTES	**4,0**	**0,9**	**0,6**	**0,5**	**0,7**	**0,9**	**1,0**	**1,1**	**1,2**	**1,3**
15	Obligaciones Fin. de Corto Plazo	-2,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
16	Proveedores	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
17	Impuestos y Retenciones	6,8	0,7	0,4	0,3	0,5	0,6	0,8	0,8	0,9	1,0
18	Dividendos x Pagar	-1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
19	Otros Acreedores	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
20	Otros Pasivos Corrientes	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
	PASIVOS LARGO PLAZO	**9,1**	**-10,3**	**-9,9**	**-1,0**	**-1,0**	**-1,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**
21	Obligaciones Fin. de Largo Plazo	11,1	-10,3	-9,9	-1,0	-1,0	-1,0	0,0	0,0	0,0	0,0
22	Otros Pasivos de Largo Plazo	-2,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
	PATRIMONIO	**0,9**	**1,5**	**2,3**	**2,8**	**3,4**	**4,1**	**4,8**	**5,6**	**6,4**	**7,3**
23	Capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
25	Revalorización del Patrimonio	0,9	1,5	2,3	2,8	3,4	4,1	4,8	5,6	6,4	7,3
	Dividendos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
	Caja del período	**20,6**	**-0,6**	**2,3**	**13,3**	**16,0**	**18,8**	**22,6**	**25,6**	**28,8**	**32,3**
	Caja Inicial	**2,0**	**22,6**	**22,1**	**24,3**	**37,7**	**53,7**	**72,4**	**95,0**	**120,6**	**149,5**
	Crédito de Tesorería	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**
	Caja Final	**22,6**	**22,1**	**24,3**	**37,7**	**53,7**	**72,4**	**95,0**	**120,6**	**149,5**	**181,7**

Flujo de caja operativo Aproare

		2010	2011p	2012p	2013p	2014p	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p
	(+) Utilidad Operativa	30,0	32,0	32,8	33,7	34,9	36,4	38,3	40,5	43,0	45,6	48,4
	(-) Impuestos Operativos		9,9	10,6	10,8	11,1	11,5	12,0	12,6	13,4	14,2	15,0
	(=) NOPLAT		**22,1**	**22,2**	**22,8**	**23,7**	**24,9**	**26,3**	**27,9**	**29,6**	**31,4**	**33,3**
	(+) Depreciaciones y Amortizaciones		3,0	4,4	5,7	6,9	8,0	8,8	9,4	10,0	10,6	11,2
	(=) FLUJO DE CAJA BRUTO		**25,1**	**26,6**	**28,6**	**30,7**	**32,8**	**35,0**	**37,3**	**39,6**	**42,0**	**44,5**
	(-) Inversión Capital de Trabajo		**-6,1**	**0,0**	**0,4**	**0,5**	**0,3**	**0,2**	**0,2**	**0,2**	**0,1**	**0,1**
	Aumento Activos Corrientes		**0,8**	**0,8**	**0,9**	**0,9**	**1,0**	**1,0**	**1,1**	**1,2**	**1,2**	**1,3**
1	Disponible		0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5
3	Cuentas por Cobrar (Deudores)		0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
4	Otras Cuentas por Cobrar		0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
5	Inventarios		0,2	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
6	Pagos x Anticipado		0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
	Disminución Pasivos Corrientes		**-6,9**	**-0,8**	**-0,5**	**-0,4**	**-0,7**	**-0,8**	**-0,9**	**-1,0**	**-1,1**	**-1,2**
15	Proveedores		-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
16	Impuestos y Retenciones		-6,8	-0,7	-0,4	-0,3	-0,5	-0,6	-0,8	-0,8	-0,9	-1,0
18	Otros Acreedores		-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
	(-) Inversión PPE		**3,1**	**3,1**	**3,2**	**3,3**	**3,3**	**3,4**	**3,5**	**3,6**	**3,7**	**3,8**
	(-) Inversión Otros Activos		**0,3**	**0,3**	**0,3**	**0,4**	**0,4**	**0,4**	**0,4**	**0,5**	**0,5**	**0,5**

(=) FLUJO DE CAJA LIBRE OPERATIVO (FCLO)		**27,8**	**23,1**	**24,7**	**26,6**	**28,8**	**31,0**	**33,2**	**35,4**	**37,7**	**40,1**
INDICADORES											
Crecimiento FCLO real			**-16,9%**	**6,8%**	**7,7%**	**8,3%**	**7,6%**	**7,1%**	**6,6%**	**6,5%**	**6,5%**
Check crecimiento FCLO			*ok*	*ok*	*alto*	*alto*	*alto*	*alto*	*alto*	*alto*	*alto*
Crecimiento FCLO máximo teórico			**5,9%**	**7,6%**	**7,4%**	**7,0%**	**6,7%**	**6,4%**	**6,1%**	**6,1%**	**6,1%**
Retorno de Capital Invertido Nuevo			-54,3%	57,8%	53,9%	52,3%	54,3%	55,2%	55,7%	57,5%	59,3%
∆ NOPLAT ajustado = Flujo de Caja Bruto			1,5	2,0	2,1	2,1	2,2	2,2	2,3	2,4	2,6
∆ Capital Invertido		-2,7	3,5	3,9	4,1	4,0	4,1	4,1	4,2	4,3	4,4
Tasa de Inversión (∆ Capital Invertido/NOPLAT ajustado)		-11%	13%	14%	13%	12%	12%	11%	11%	10%	10%
ROIC (Retorno del Capital Invertido)		**54%**	**49%**	**46%**	**44%**	**43%**	**42%**	**42%**	**41%**	**41%**	**40%**
NOPLAT	0	22	22	23	24	25	26	28	30	31	33
Capital Invertido	41	45	49	54	58	62	67	72	77	82	88
Capital de Trabajo Operativo	11	12	12	13	14	15	16	17	18	19	20
Propiedad, Planta y Equipo Neto	25	28	31	34	38	41	44	48	51	55	59
Otros Activos	5	5	6	6	6	7	7	8	8	8	9

Supuestos de valoración y estructura de capital Aproare

	2011p	2012p	2013p	2014p	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p
1. COSTO DE PATRIMONIO										
(+) Yield Bonos EE.UU. a 10 años	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%
(+) Spread Bonos República Colombia	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
(=) Tasa Libre de Riesgo (en USD)	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%
(+) Beta Apalancado Aproare S.A.T	0,91	0,91	0,77	0,69	0,68	0,67	0,67	0,67	0,67	0,66
Beta Desapalancado Sector	0,66	0,66	0,66	0,66	0,66	0,66	0,66	0,66	0,66	0,66
Deuda Financiera/Patrimonio	57%	56%	24%	7%	5%	3%	2%	2%	1%	1%
Tasa Impositiva	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%
(X) Prima Mercado Accionario USA	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%
(=) Prima Inversión Aproare S.A.T	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%
(+) Prima Riesgo Compañía	1,7%	1,7%	1,7%x	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%
(=) Costo de Patrimonio (Nominal en USD)	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%
	1,0%	2,2%	1,8%	1,4%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%
(=) Costo de Patrimonio (Nominal en Pesos)	**13,3%**	**14,7%**	**14,2%**	**13,8%**	**13,5%**	**13,4%**	**13,4%**	**13,4%**	**13,4%**	**13,4%**

(=) Costo de Patrimonio (Real en Pesos)	**9,6%**	**10,7%**	**10,0%**	**9,8%**	**9,6%**	**9,6%**	**9,6%**	**9,6%**	**9,6%**	**9,6%**
2. COSTO DEUDA										
Costo de Mercado Deuda en Pesos (E.A.)	6,1%	6,7%	7,3%	7,5%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%
Tasa de referencia (EA)	4,0%	4,6%	5,2%	5,4%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Spread (EA)	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Beneficio Tributario	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%
	4,1%	**4,5%**	**4,9%**	**5,0%**	**4,8%**	**4,8%**	**4,8%**	**4,8%**	**4,8%**	**4,8%**
Costo de Mercado Deuda en USD	6,9%	7,1%	7,3%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%
Tasa de Referencia (NASV)	4,9%	5,1%	5,3%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%
Spread (NASV)	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Beneficio Tributario	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%
	4,8%	**5,0%**	**5,0%**	**5,0%**	**5,0%**	**5,0%**	**5,0%**	**5,0%**	**5,0%**	**5,0%**
3. ESTRUCTURA DE CAPITAL	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Patrimonio	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%
Deuda en Pesos	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Deuda en USD	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%

10,6%	**11,6 %**	**11, 4%**	**11, 2%**	**10, 9%**	**10,8%**	**10,8%**	**10,8 %**	**10, 8%**	**10,8 %**

4. PRIMA RIESGO COMPAÑÍA

Factor	**Puntaje 0-4**	**Menor Riesgo >>> Mayor Riesgo** **0**	**1**	**2**	**3**	**4**
Tamaño de la compañía	4	Multinacional	Muy grande	Grande	Mediana	Pequeña
Acceso a capital patrimonial	3	Transa en Bolsa	Grupo Ec.	S.A.	S.A.T	Unipersonal
Acceso a capital financiero	3	Muy fácil	Fácil	Dificil	Muy Dificil	Imposible
Participación de mercado	3	Monopolio	Oligopolio	Líder	Medio	Pequeño
Nivel de la gerencia	0	Muy preparado				Experiencial
Dependencia de empleados claves	2	Atomización				Único gerente
Capacidad de acceso a publicidad y mercadeo	0	Disponibilidad ilimitada				No disponibilidad
Flexibilidad líneas de producción	2	Muy flexible				Rigidez absoluta
Producción propia	0	100%				0%
Concentración proveedores	2	Atomización				Único proveedor
Concentración de clientes	2	Atomización				Unico cliente
Posibilidad de economías de escala	1	Alta				Nula
Capacidad de distribución	2	Cobertura ilimitada				Dificil cobertura
Manejo de información integrada	0	SI Integrado				Información manual
Sistema de auditoría	0	Permanente				Inexistente
Sistemas de Calidad	0	Certificado				No existente
Riesgo geográfico	4	Zona de alta seguridad				Zona de baja seguridad
Sistema de manejo ambiental	0	No Certificado				No existente
Prima máxima	4,80%					
Total prima compañía	**1,7%**					

5. SUPUESTOS VALOR DE PERPETUIDAD

Crecimiento Real a Perpetuidad	**0,0 %**
Crecimiento Nominal a Perpetuidad	3,5 %

Valoración Aproare

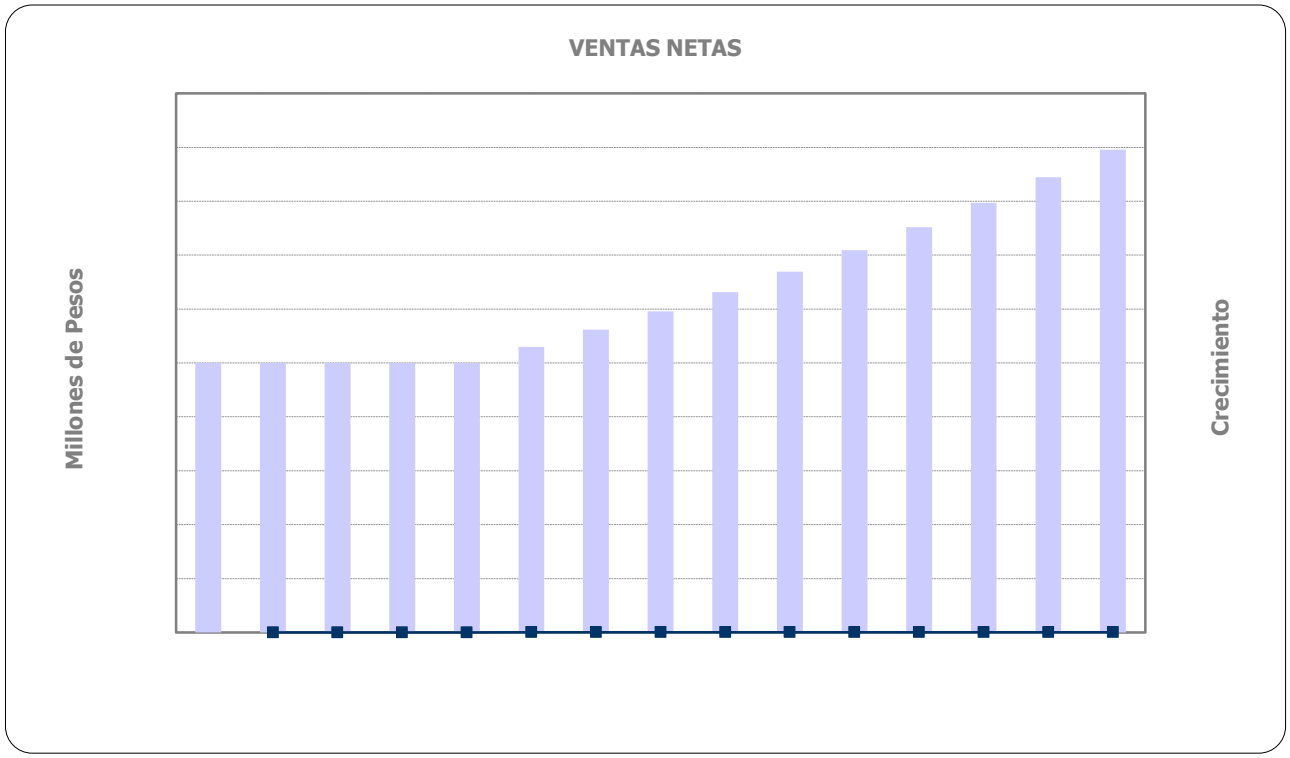
VALORACIÓN POR FCLO	2006	2011p	2012p	2013p	2014p	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p
Flujo de Caja Libre Operativo		28	23	25	27	29	31	33	35	38	40
Valor Perpetuidad											565
Costo de Capital		11%	12%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%
Factor de Descuento		1,03	1,14	1,28	1,42	1,57	1,74	1,93	2,14	2,37	2,63
Valor Presente Flujo de Caja Libre Anual		27	20	19	19	18	18	17	17	16	15
Valor Presente Flujo de Caja Libre		186									
Valor Presente Perpetuidad		215									
(+) Valor de la Operación		401									
(+) Inversiones Temporales		2									
(+) Otros Activos		11									
(=) Valor Compañía		414									
(-) Otros Pasivos		21									
(=) Valor Patrimonio por FCLO		**393**									

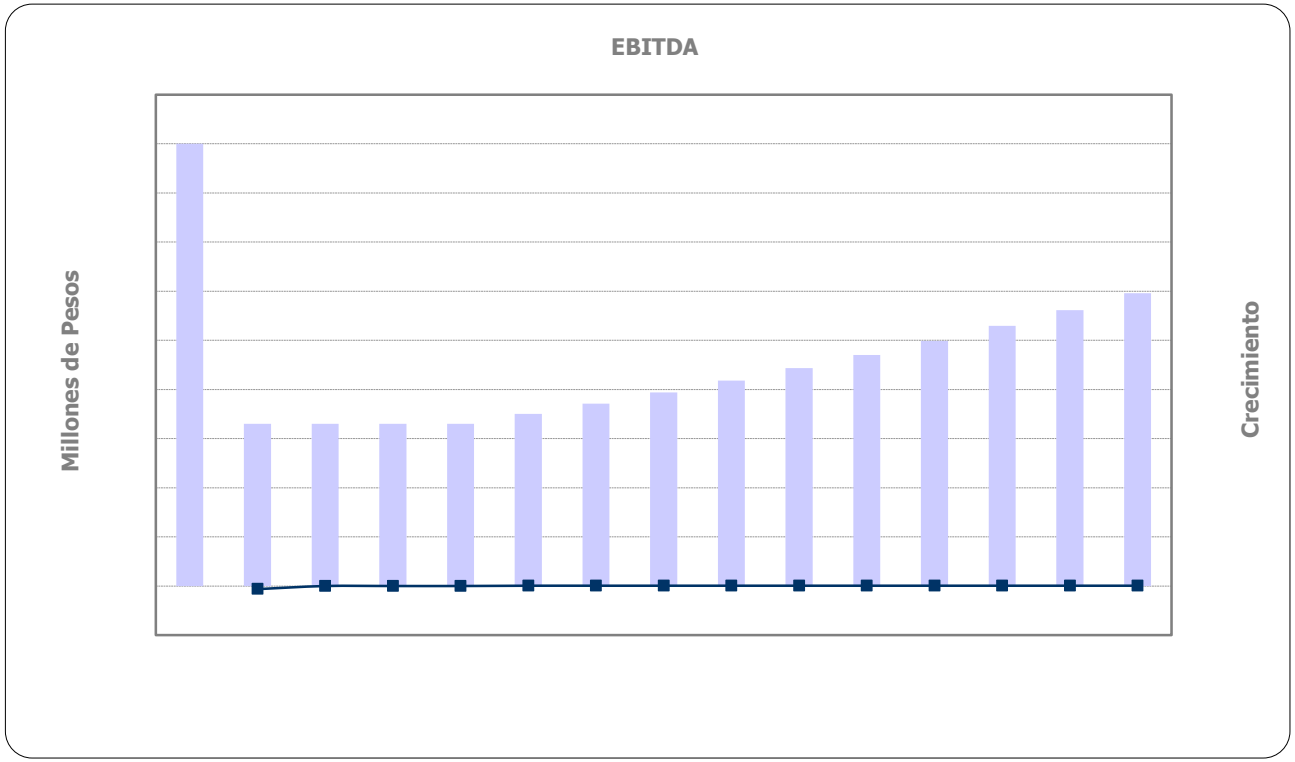
MULTIPLOS DE VALORACIÓN	2006	2011p

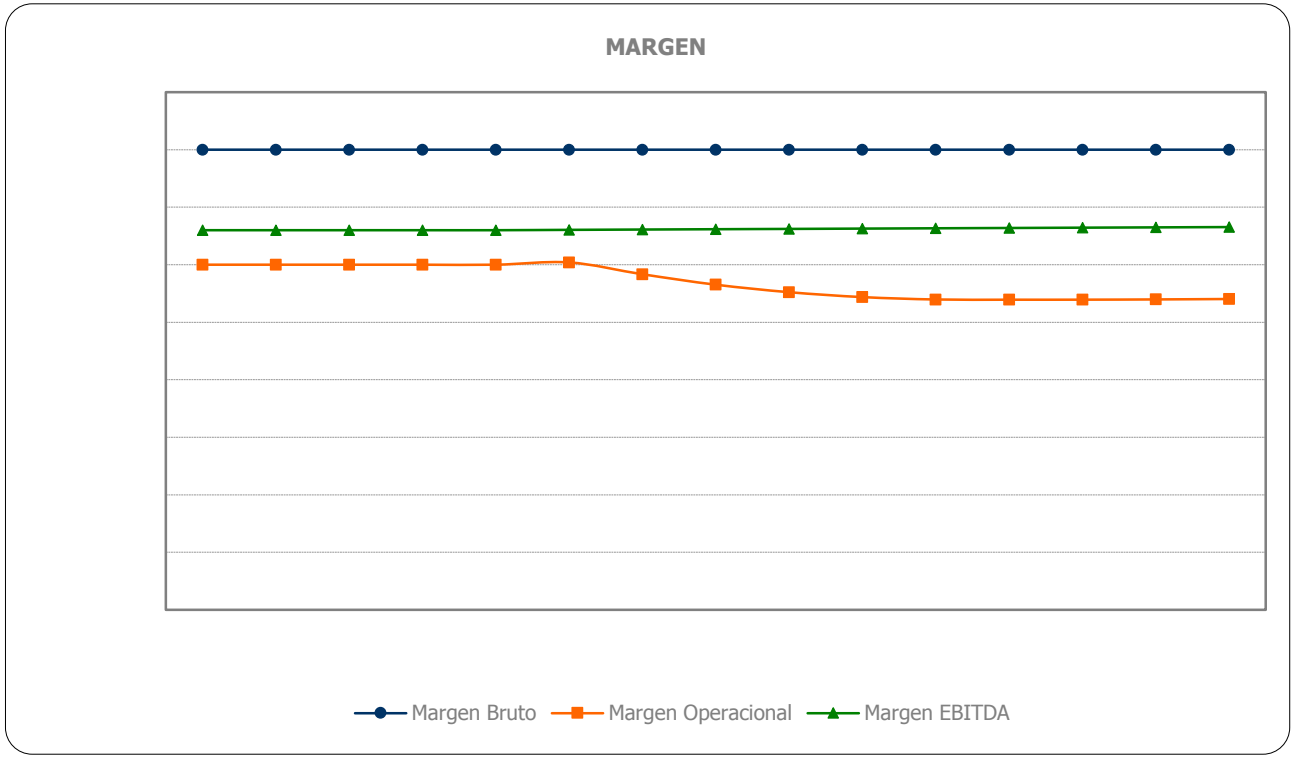
Múltiplo Patrimonio en Libros	13,1	8,4
Múltiplo Valor Compañía/Ventas	4,1	3,9
Múltiplo Valor Compañía/EBIT	13,8	12,9
Múltiplo Valor Compañía/EBITDA	12,5	11,8

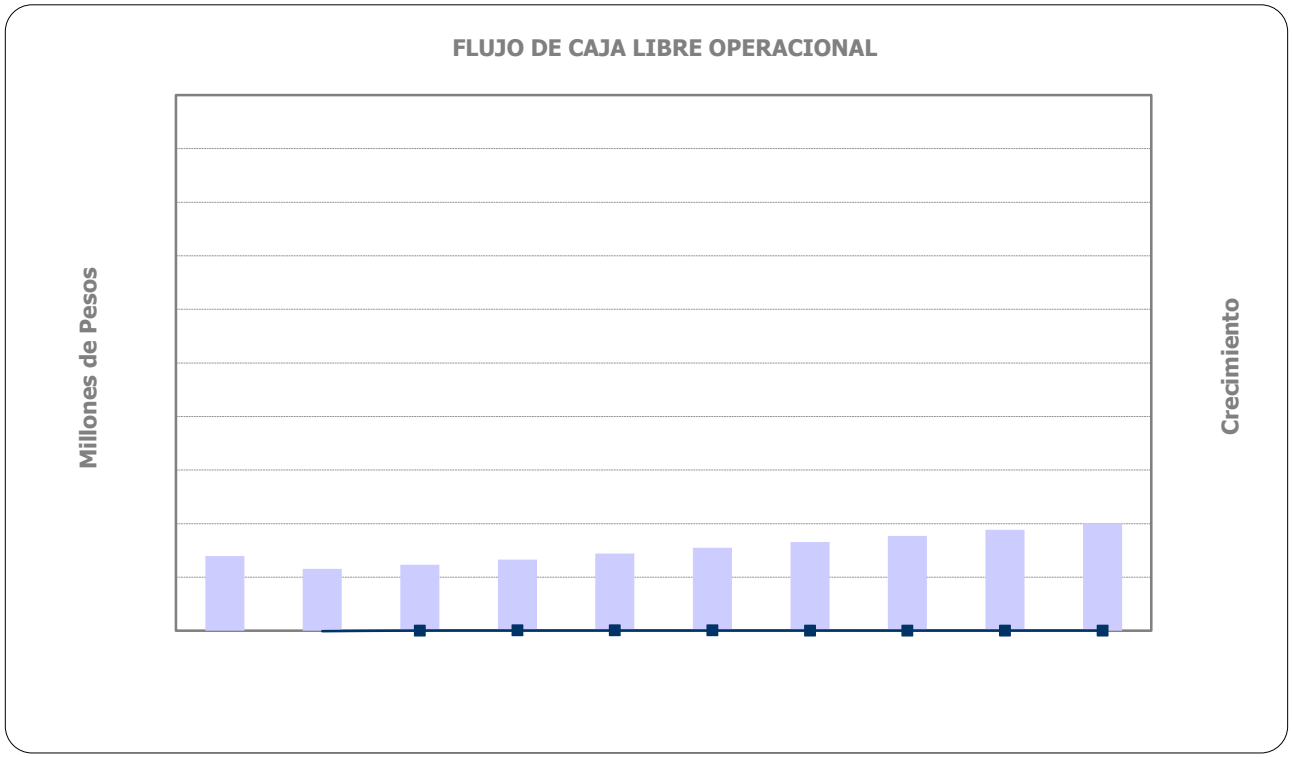
Gráficos interpretativos

	2006	2007	2008	2009	2010	2011p	2012p	2013p	2014p	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p
Crecimiento Ventas Netas		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Margen Bruto	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%
Margen Operacional	30%	30%	30%	30%	30%	30%	29%	28%	28%	27%	27%	27%	27%	27%	27%
EBITDA	90	33	33	33	33	35	37	39	42	44	47	50	53	56	60
Crecimiento EBITDA		-63%	0%	0%	0%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
Margen EBITDA	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%
FCLO						28	23	25	27	29	31	33	35	38	40
Crecimiento FCLO							-17%	7%	8%	8%	8%	7%	7%	7%	6%


VENTAS NETAS
Millones de Pesos
Crecimiento


EBITDA
Millones de Pesos
Crecimiento


MARGEN
Margen Bruto
Margen Operacional
Margen EBITDA


FLUJO DE CAJA LIBRE OPERACIONAL
Millones de Pesos
Crecimiento

6.2 RELACIONAMIENTO TEÓRICO CON LOS RESULTADOS DEL ANÁLISIS FINANCIERO

Se puede decir que respecto a las variables más determinantes para la creación y sostenibilidad de una empresa, con miras a la financiación, se encuentran **Disposición de entidades financieras para el financiamiento de cooperativas** y las **Alternativas de financiamiento que ofrece el sistema a las empresas del agro**, según Varela (2011), por ello es fundamental que las cooperativas cumplan con algunos requisitos para poder seguir asertivamente una estructura de capital contextualizada:

Legalización
Definición de cartera
Balances al día
Mercados definidos
Disposición de requisitos para la financiación
Experiencia o historial crediticio
Respaldo.

Al analizar el informe de gestión de **APROARE S.A.T,** se encontró que cumple con estos requisitos, más en los estados financieros se encontraron elementos vinculados a la falta de proyección respecto al pago de obligaciones financieras y que tal como se mencionó previamente, no serán detallados en esta tesis por motivos de seguridad de la información empresarial.

Se evidenció en el año 2010, un rezago del pago de obligaciones y la disminución de aportes, lo que se debe en gran parte al temporal de invierno que azotó la producción.

En términos generales, el informe de gestión de **APROARE S.A.T** en su sentido financiero, incluye la necesidad de capitalizar y en primera instancia cumplir con sus obligaciones financieras, antes de la inversión en infraestructura y demás.

Por lo anterior, al analizar tres tipos de alternativas de estructura de capital, se definió que el Leasing financiero y operativo no cumple con los requerimientos de **APROARE S.A.T.,** más obedeciendo a Varela (2011) y especialmente a Parra (2010), se sugiere para **APROARE S.A.T** una estructura fundamentada en el Factoring.

Especialmente porque se evidencia entonces una problemática que deriva directamente de la incapacidad de APROARE S.A.T, para responder asertivamente a las nuevas exigencias en términos económicos que son un requisito para crecer en el sector.

Dichas exigencias son la inyección de capital dirigido a mejoras de infraestructura, de máquinas y equipo, de contratación de personal calificado, y en general de optimización de procesos que requieren de una inversión significativa.

El problema es entonces la falta de capacidad financiera para responder integralmente a la las necesidades que genera el crecimiento y la evolución de las empresas, sin embargo es más grave aún, saber que las soluciones a esta problemática, se estigmatizan y se limitan a los muy temidos créditos bancarios.

Es así, que en este contexto de competitividad y de esfuerzos gerenciales por adquirir calidad, sostenibilidad, desarrollo y crecimiento, surgen cientos de estrategias que a nivel financiero se muestran como exitosas, funcionales y altamente aplicables a todos los contextos organizacionales, sin embargo estas estrategias, metodologías, técnicas y métodos de gestión financiera distan mucho de la realidad si se analizan solo desde una perspectiva teórica, puesto que bien se sabe que ante la proliferación de las nociones que erróneamente se homologan con la gestión financiera, teóricos como “Laurent Lapierre” (2009, 45) afirman que se ha llegado a la necesidad de proponer un nuevo rechazo, el cual consiste en negarse a las teorías, los modelos y las modas inútiles, a fin de dejar por sentado la inutilidad de las ideas preestablecidas, los dogmas y las modas a las que hay que afiliarse como nuevos catequismos y otras doctrinas que pretenden enseñar la nueva vía para la acción y la dirección.

Como consecuencia de este rechazo, el autor establece la necesidad de que la gestión financiera de cualquier empresa, sea el producto de conocimientos contextualizados, por lo tanto, difícilmente la gestión financiera puede ser transferida como un conjunto de conocimientos de una realidad a otra, o de una organización a otra, dado que todas las compañías son diferentes y así mismo el talento humano que gestione, es tan diferente como sus objetivos y ni qué decir de las organizaciones del sector agro en Colombia que operan bajo entornos muy regulados, con economías de escala y con grandes limitaciones a la competencia.

De lo anterior Lapierre afirma que no existe una manera única de gerenciar y de gestionar las finanzas de una empresa, así como no hay un modelo infalible de organización o de dirección financiera, por lo tanto en la práctica, cada uno, incluido el dirigente, se informa, construye sus propias teorías, sus propias

líneas de conducta, tanto implícitas como explícitas en función de su situación, buscando definirla y comprenderla para actuar mejor, sin impedimento de servirse de las ideas de los demás.

No obstante a esta postura, Lapierre afirma que los dirigentes de las compañías deben formarse y que el desafío de las escuelas de gestión financiera es el de darles a los futuros financieros, Ingenieros Financieros y Contadores Públicos conocimientos susceptibles de guiar sus movimientos cuando llegue el momento de actuar; de enseñarles a hacerlo en la complejidad de las situaciones de gestión reconciliando conocimiento, intenciones y acciones.

Es con base en la propuesta contextualizadora de Lapierre, que esta propuesta de una estructura de capital óptimo, que es a su vez el resultado de un trabajo investigativo, se enfoca en una de las estrategias que han sido consideradas a nivel teórico, como una de las opciones de gestión financiera más eficaces en ámbitos empresariales donde los mercados se han modificado de tal forma, que han dado paso al crecimiento económico acelerado y por lo tanto a la implementación de técnicas cada vez más arriesgadas y que a su vez, son sugeridas por Varela (2011) y por Escobar (2010) como una de la más asertiva para el caso de las cooperativas.

La estrategia que se analizará para el servicio de **APROARE S.A.T** es: el Factoring, entendiéndolo como una "…alternativa de financiación para obtener capital de trabajo, a través del cual las empresas pueden transformar en efectivo las cuentas por cobrar de sus negocios" (IFA, 2010).

Si bien se encuentran múltiples acepciones, se propone para este análisis, la establecida por la “International Factoring Asociation” (2010), cuya formulación parte del carácter estratégico del Factoring.

Teniendo como hipótesis los hallazgos de Juan Guillermo Ferrer Hernández y Pedro Nel Correa Medina en torno al factoring como una estrategia de apalancamiento financiero dispuesto para las empresas colombianas, es preciso entender el concepto de “apalancamiento” desde la “Teoría de la estructura de capital” (Weston, 2007), la cual afirma que al apalancar, existe la posibilidad de financiar determinadas compras de activos sin la necesidad de contar con el dinero de la operación en el momento presente, o lo que es lo mismo a utilizar la deuda para aumentar la rentabilidad esperada del capital propio.

Con base en lo anterior, se puede decir que el factoring propende por: amparar, proteger e impulsar las finanzas y por ende la liquidez de una empresa, desde la figura comercial de compra de facturación circunstancial, o en palabras más sencillas, el factoring ayuda a las empresas a alivianar su carga financiera (pago a proveedores, pago de responsabilidades, inyección de capital, entre otras) a partir de la compra de sus facturas dentro de un monto económico y temporal acordado, esto con el fin de que las compañías puedan responder oportunamente a sus obligaciones.

El apalancamiento que ofrece el factoring desde la teoría, es de tipo financiero positivo, el cual se hace necesario cuando la obtención de fondos proveniente de préstamos es productiva, es decir, cuando la tasa de rendimiento que se alcanza sobre los activos de la empresa, es mayor a la tasa de interés que se paga por los fondos obtenidos en los préstamos.

Para efectos de este estudio, se tomará la definición de factoring dada por “Sergio Rodríguez Azuero” (1985), quien afirma que el factoring es un conjunto de servicios administrativos y financieros los cuales ceden a una compañía de factoring los derechos de cobro de toda o parte de la facturación a corto plazo en ventas al contado. De esta forma la compañía de factoring pasa a ser titular de la deuda frente al comprador, asumiendo el riesgo de insolvencia y encargándose de la contabilidad y del cobro.

Según Rodríguez Azuero, el factoring tiene características que lo hacen parecerse a un contrato normal, pero su naturaleza de tipo atípico, genera que éste sea particular en su forma de ser, por lo tanto la empresa factora está encargada de asumir la totalidad de de la deuda del vendedor, prestar ayuda técnica mediante la función de administración, lo que da como resultado, que la empresa factor asuma la totalidad del riesgo y por otro lado, ésta tiene como obligación adelantar una partida a manera de comisión.

Según la empresa “Factoring Security”, existen cuatro modalidades de factoring. El primero de ellos es según se desarrollo y abarca el factoring tradicional –entendida como una cesión de créditos-; el factoring nuevo –en este el servicio no solo es una cesión de créditos, sino servicios administrativos y comerciales-.

La segunda modalidad es según su ejecución, que incluye el factoring con notificación –consiste en que dentro de las facturas, el proveedor notifica al deudor que se está llevando una operación de factoring, además de los detalles de pago al factor-; el factoring sin notificación –contrario al que si presenta notificación-.

La tercera modalidad es según su financiación, el cual abarca el factoring al vencimiento – es decir, que es el factor quien se ocupa de la gestión del cobro, el día en que se vencen las facturas, y de esta manera el facto corre con la totalidad de los riesgos de dicho ejercicio, dejando de un lado el servicio principal prestado por el factor en otros casos como el de financiación-; además del factoring a la vista – donde el factor procede a realizar anticipos por un porcentaje que oscila entre el 60% y el 90% al proveedor del valor total de las facturas, lo cual significa un costo, que se calcula con los días corridos entre la fecha del anticipo y el día en que se vencen las facturas, teniendo en cuenta la tasa de interés y el riesgo, lo cual significa una plusvalía por los intereses adicionales que generan estos avances.

Finalmente, la cuarta modalidad es el factoring según el área geográfica, el cual abarca el factoring nacional, el internacional, el de importación y el de exportación.

Valga decir que en el mercado colombiano, actualmente existen organizaciones de tipo financiero que ofrecen todos los tipos de Factoring y a las que APROARE S.A.T puede tener acceso, sin embargo debe incluirse en los contratos la modalidad, pero para mayor detalle, véase a continuación el estado contextual no solo de las empresas objeto de estudio, sino también de las entidades financieras que coadyuvan al apalancamiento a través de esta herramienta.

De acuerdo a la intención de demostrar la factibilidad práctica del Factoring en **APROARE S.A.T** por encima de la viabilidad teórica del mismo, y con base en las exigencias de este mercado a partir del estudio realizado a **APROARE S.A.T** en su estructura financiera, se han definido una serie de indicadores ambientales y operativos que se desean lograr a partir de la implementación

del Factoring, que en el caso de esta tesis seria, vender la cartera de **APROARE S.A.T** por un monto menor al facturado y así obtener menor cuantía del producido a cambio de una liquidez inmediata.

El objetivo de esta formulación es realizar un pareto entre las necesidades de la empresa y la oferta que actualmente las entidades prestadoras de este servicio tienen, pero sobre todo, con la formulación teórica, la cual aparentemente muestra el factoring como una solución a los problemas financieros.

Entiéndase entonces que según la empresa consultada, los indicadores que certifican un servicio de factoring como una herramienta de apalancamiento eficaz, funcional, eficiente y efectivo son los siguientes:

Obtención de financiación inmediata.

Optimiza el flujo de caja.

Incrementa el efectivo y aumenta los indicadores de liquidez.

Disminuye las cuentas por cobrar.

Disminuye la carga financiera, entre tanto permite pagos a proveedores en tiempos pertinentes.

Minimiza el riesgo crediticio.

Amplía los límites de crédito comerciales para aumentar las ventas.

No consume los créditos habituales.

Obtiene disponibilidad de los fondos en menor tiempo que con un banco.

Mejora sus indicadores de gestión retorno sobre activos y retorno sobre capital).

Permite recibir anticipos sobre los créditos otorgados.

Puede ser usado como una fuente de y obtención de recursos recurrentes.

Agiliza y elimina las tareas administrativas.

Libera las tareas administrativas para la cobranza y se encarga de su recaudo.

Facilita las operaciones recurrentes sin trámites ni documentación adicional.

Brinda operaciones ágiles y oportunas a través de páginas web.

Afianza las relaciones comerciales entre clientes y proveedores, gracias a que estos últimos logran simplificar las políticas comerciales.

El riesgo cambiario y otros no inherentes al negocio tales como estudio de cupos de clientes en el exterior, se eliminan al ceder la posición.

Otorga un servicio integral para empresas en expansión, es decir, que no solo tenga una cobertura nacional, sino internacional, además incluye diferentes tipos de Factoring de acuerdo al proceso de expansión, desarrollo y crecimiento empresarial.

Ahora, es momento de analizar los servicios de Factoring ofrecidos en Colombia en manos de tres grandes organizaciones a las cuales **APROARE S.A.T** puede acceder, a saber, Bancolombia, Factoring Group y Banco de Occidente, donde además de los ya mencionados beneficios, se encontraron algunas incapacidades, respondiendo a los indicadores de **APROARE S.A.T**. Dichas incapacidades son:

El costo de recurrir al Factoring es mayor que el de otros métodos, a saber crediticios.

El ente financiador se reserva el derecho de decidir si el cliente es o no sujeto de crédito y si puede o no aceptar algunos de los documentos a descontar.

Generalmente quedan excluidas las operaciones relativas a productos y las de largo plazo (más de 180 días).

En el caso de Bancolombia, ésta es una compañía que entrega liquidez inmediata y mejor aun, dentro del contrato de Factoring se asegura la mejoría de los indicadores de capital de trabajo y rotación de cartera, también ofrece plazo adicional para el pago de las facturas, los cuales se acomodan al ciclo productivo de los negocios del subsector estudiado.

Por otro lado, Factor Group ofrece uno de los servicios más importantes para las empresas del sector y que desde la postura teórica, se asumen como vitales para el apalancamiento: los títulos valores derivados del descuento de las facturas, en el caso de Colombia a la luz de la nueva Ley 1231, por la cual se unifica la factura como título valor como mecanismo de financiación para el micro, pequeño y mediano empresario, y se dictan otras disposiciones.

Esta empresa anticipa recursos sobre facturas de venta que hayan sido endosadas, lo cual desde lo teórico es asumido como un riesgo del Factoring, pero que en la realidad es una apuesta a esta herramienta.

Dentro de los indicadores que garantiza Factor Group, como aplicables actualmente en los contratos de Factoring, ofrece:

Liquidez inmediata sobre activos improductivos

Fuente continúa de liquidez.

Aprovechar descuentos por pronto pago con los proveedores, mejorando los ciclos de pago

Aumentar sus volúmenes de ventas o su capacidad de producción

Liberar cupos de crédito bancario

Ampliar plazos de ventas

El Emisor no requiere historial crediticio.

La operación se respalda en la solidez de los pagadores.

A mayores ventas, mayor cantidad de recursos (utilidad marginal).

El programa de factoring se ajusta a la medida del cliente.

Cobertura nacional.

Servicio de recaudo de la facturación.

Concentre su fuerza de ventas en labor comercial.

Posibilidad de vender al descuento una factura de un servicio o bien efectivamente entregado o prestado aprovechando la calidad crediticia del cliente.

Monto mínimo por factura: 1 SMLV.

Monto mínimo antes de IVA por operación 3 SMLV.

Operación es una o varias facturas entregadas para su descuento.

Operación de factoring con recurso. (Permite reclamar el pago al vendedor de la factura. El riesgo de insolvencia no se transfiere al factor. En algunos

eventos se pide recomprar la factura no pagada o cambiarla por otra de igual o mayor valor)

El Pagador debe aceptar el endoso de las facturas y pagar a un tercero el valor de las mismas.

Las facturas originales se endosan por medio de un sello, suministrado por el factor, en el que se establece que el emisor de la factura cede irrevocablemente y con responsabilidad, los derechos económicos de ella a un tercero. El pagador se obliga así a pagar a un tercero, las facturas que porten el sello mencionado.

Debe haber acceso confiable al pagador para verificación.

Los registros del emisor en las centrales de riesgo deben estar dentro de los parámetros considerados aceptables por el área de Riesgos.

Los montos desembolsados dependen de:

El cupo aprobado a cada pagador por la compañía de seguros y el factor.

El cupo aprobado por el Comité de Negocios al emisor para las operaciones que realice con el factor.

Con respecto a los contratos, el Banco de Occidente otorga liquidez inmediata por medio del suministro anticipado de capital de trabajo equivalente a una porción del monto total de un contrato perfeccionado entre una persona jurídica o natural con establecimiento de comercio y otra persona jurídica. Lo anterior se logra a través de la cesión de los derechos económicos derivados del contrato mencionado una vez aceptada por el Contratante. El flujo a negociar son los derechos económicos derivados del contrato a favor del Contratista.

Con respecto a sentencias, es Bancolombia quien ofrece el descuento de sentencias busca proveer liquidez a demandantes y abogados sobre sentencias que ya se encuentren ejecutoriadas, a través del anticipo de un porcentaje de su valor.

En este caso, las fundamentaciones teóricas no establecen dentro de las ventajas del Factoring, el apoyo en cuanto a sentencias, mientras que en la realidad, las compañías como Factor Gruop ofrece:

Vender sentencias ejecutoriadas al descuento.

Contar de manera anticipada con el pago del valor de la Sentencia.

Acelerar el proceso de compensación para el demandante.

Para el abogado o la firma, obtener flujo de caja sin necesidad de acceder al sistema financiero, a través de la cesión de créditos derivados de la sentencia y así incrementar el volumen de sentencias a negociar.

Igualmente, a nivel teórico no se ubica el Factoring como una ventaja para el manejo asertivo de cheques, mientras que compañías como el Banco de Occidente y Bancolombia ofrecen el descuento de cheques, lo que busca la compra de títulos valores al descuento (cheques, pagarés y letras), que se encuentren acreditados por una compañía avaladora y provengan de empresas o instituciones que requieren liquidez a partir de las alternativas de pago con títulos valores posfechados que ofrecen a sus clientes.

Ahora, si se evidencia la demanda del factoring en Colombia, bien se puede decir que el marco regulatorio ha posibilitado un aumento por parte de todo tipo de empresas, además, según la IFA, se ha presentado una mayor difusión al producto y se incrementó la demanda de fuentes de financiación para capital

de trabajo. En Colombia, para el año 2007, el monto de operaciones de factoring en el país austral fue cercano al 12% del PIB.

A saber, en los últimos tres años, la evolución de las operaciones de factoring en la banca colombiana ha sido bastante satisfactoria. Hoy nueve establecimientos de crédito participan activamente en operaciones de factoring y en octubre de 2005 los saldos de factoring ascendían a $304 mil millones, con un crecimiento de 88% entre 2002 y 2005 (IFA, 2009). Además, su calificación ha mejorado notablemente en los últimos 3 años, al punto que el porcentaje de operaciones calificadas en la mejor categoría de riesgo, pasó de 81% a 95% entre 2002 y 2005. A pesar de su dinámico crecimiento, el factoring tan sólo representa el 0,7% de la cartera comercial, lo que para intereses de este estudio, significa una supremacía de su éxito teórico sobre el práctico.

De lo anterior puede decirse entonces que para **APROARE S.A.T,** la estructura más recomendada según su estatus financiero actual, se centra en el factoring, especialmente porque cumple con los requerimientos de la empresa y ésta última cuenta con los elementos o requisitos para acceder a él.

Ahora, después de este relacionamiento teórico, a continuación se establece una modelación según los hallazgos, entendiendo que las proyecciones se han realizado de acuerdo a rubros del 2012 y según las consideraciones de entidades financieras como BANCOLOMBIA, quien sugiere que el pago de facturas sea integral, lo que quiere decir que para efectos de cumplimiento con proveedores y acreedores, puede asignarse un total de endeudamiento que permita a la entidad financiera aportar en su totalidad a dichas deudas, no solo a las más críticas, con el objeto de unificarlas y aminorar riesgos de porcentajes de intereses volátiles y frecuentes.

A continuación se detallan los indicadores más determinantes posterior a la aplicación de la estructura, teniendo en cuenta la convocatoria anual de socios, donde se espera aumentar no solo su número, sino la capacidad de producción en un 45% (Según informe de gestión).

De acuerdo al gerente, APROARE intentará con la estructura de capital seleccionada, el logro de los siguientes indicadores de gestión financiera en el cuarto año proyectado, que es según BANCOLOMBIA, un período adecuado para haber suplido la deuda de factoring en una modalidad para PYMES.

Indicadores de gestión financiera

Contribución financiera. Es la verdadera forma de cálculo para determinar la rentabilidad patrimonial. El accionista al adquirir deuda, está corriendo un riesgo y este debe generar un remanente por encima del costo de capital como consecuencia del endeudamiento. En realidad la contribución financiera es el remanente que queda de la deuda

Efectivo generado en la operación. El indicador por excelencia para medir la gestión gerencial. El valor resultante muestra la capacidad de la compañía para cubrir incremento del activo operativo de la empresa, es decir el capital de trabajo neto operativo y el incremento del activo fijo.

Rentabilidad marginal. Uno de los indicadores más cruciales. Si ésta rentabilidad no es superior al costo de la deuda, la compañía se verá abocada a un déficit financiero de marca mayor. El uso del activo genera obviamente una utilidad operativa, si ésta, después de impuestos, no supera el incremento en el activo operativo, la empresa irá hacia una situación de "ahogo" financiero de grandes proporciones

Rentabilidad operativa del activo. Mide la gestión de la gerencia, es el indicador que verdaderamente muestra la rentabilidad de la inversión. Es de anotar que esta rentabilidad se descompone en dos indicadores: margen operativo y rotación del activo, es decir, una empresa obtiene rendimientos , a través de rotación o a través de margen. Casi ningún balance muestra cómo se llega al resultado final a través del análisis de los dos componentes

Productividad del capital de trabajo neto operativo. Refleja la necesidad de inversión en activo operativo corriente neto debido a un incremento en ventas, es decir, cuantos centavos requiere la empresa para sostener un aumento de $1 en facturación.

Margen EBITDA. Muestra los centavos adicionales que genera un aumento de$1 en ventas. Si la relación de ambos indicadores, muestra un índice menor a 1, la empresa no será capaz de sostener la mayor facturación.

El flujo de caja libre partiendo del flujo de tesorería. La mayoría de los autores financieros calculan el FCL partiendo de la utilidad neta. El suscrito opina que este debe partir del flujo de tesorería. La razón es que la utilidad es una cifra de papel, en cambio el saldo de recaudos menos pagos es una realidad de caja.

Índice de contribución. El uso de este indicador requiere manejar el concepto de Margen de contribución. El índice de contribución muestra la capacidad para cubrir costos y gastos fijos más una utilidad. Muestra cuanto, dada una inversión y/o gasto, tiene que facturar la empresa para obtener ganancias.

Comportamiento del capital empleado. En su más simple definición se considera que el valor del patrimonio es el capital empleado; una mayor refinación considera que al patrimonio hay que sumarle el pasivo. Un concepto

de mayor avanzada dice que el capital empleado es el patrimonio más pasivo financiero.

Autofinanciación. Es la parte del FCL que se reinvierte, son los recursos generados por la empresa. La capacidad de autofinanciación de da a través del FCL y la política de distribución de dividendos. A mayor autofinaciación, mayor autonomía financiera frente al endeudamiento, por ello es el indicador más importante para APROARE, el cual se logrará cuando en el cuarto año se posibilite.

Variables de entrada de la estructura en APROARE

Variables macroeconómicas		Variables calculadas en la investigación de mercados		Variables de inversión inicial		Variales calculadas en los estudios técnicos	
TRM	$ 1.600	Mercado actual anual	62.000 Toneladas	Maquinaria	$ 2.500.000	Requerimiento MP	1,9
Inflación	8%	Participación Inic.	2,5%	Lote	$ 250.000.000	MOD	$ 300.000
Tasa Impuestos	35%	Precio de Vta. Unitario (PUV)	USD 2.500	Materia Prima	$ 70.000.000	CIF	$ 300.000
Devaluación	5%	Crecimiento Vtas.	3,0%		400 Toneladas	Gastos Admón.	$ 250.000.000
		Política de Cartera	70,0%	Edificio	$25.000.000	Gastos Transporte.	$ 100.000.000
				Saldo mínimo en caja	$ 5.000.000	Depr. Maquinaria	5
				Capital Disponible	$ 11.000.000	Depr. Edificio	20
				Costo del crédito	24% efectivo anual	Capacidad instalada	600.000
				Reservas	50%	Compra de inventarios	10,00%
				Inversión excedentes	11% efectivo anual	Sistema de inventarios	PP

Cálculos iniciales

Participación Inicial		1550 TON	Depreciación Maquinaria (Anual)	$	500.000
Precio de Venta Unitario (PUV) (Tonelada)	$	4.329.696	Depreciación Edificio (anual)	$	1.250.000
Costo Unit Materia Prima	$	175.000			
Inversión requerida	$	352.500.000			
Valor del crédito	$	341.500.000	VERIFICACION CONTABLE	CORRECTO	
Materiales Directos (MD)	$	332.500	VERIFICACION FINANCIERA		

Tabla de amortización

Periodo	0	1	2
Saldo Inicial		$ 341.500.000	$ 170.750.000
Intereses		$ 81.960.000	$ 40.980.000
Abono a capital		$ 170.750.000	$ 170.750.000
Cuota		$ 252.710.000	$ 211.730.000
Saldo Final	$ 341.500.000	$ 170.750.000	$ -

Proyección de los Estados Financieros (Estados Financieros Proforma)

BALANCE GENERAL				
AÑO	**0**	**1**	**2**	**3**
ACTIVO				
CAJA	$ 5.000.000	$ 5.000.000	$ 5.000.000	$ 5.000.000
INVERSIONES TEMPORALES	$ -	$ 2.627.140.452	$ 4.522.396.119	$ 6.737.330.233
CUENTAS POR COBRAR	$ -	$ 2.013.308.789	$ 2.177.393.455	$ 2.354.851.022
MAT. PRIMAS	$ 70.000.000	$ 55.260.914	$ 61.729.310	$ 68.832.637
MAQUINARIA	$ 2.500.000	$ 2.500.000	$ 2.500.000	$ 2.500.000
- Depreciación Acumulada	$ -	$ (500.000)	(1.000.000)	(1.500.000)
LOTE	$ 250.000.000	$ 250.000.000	$ 250.000.000	$ 250.000.000
EDIFICIO	$ 25.000.000	$ 25.000.000	$ 25.000.000	$ 25.000.000
- Depreciación Acumulada	-	(1.250.000)	(2.500.000)	(3.750.000)
TOTAL ACTIVO	**$ 352.500.000**	**$ 4.976.460.154**	**$ 7.040.518.883**	**$ 9.438.263.891**
PASIVO				

IMPUESTOS POR PAGAR	$ -	$ 1.678.148.554	$ 1.914.933.329	$ 2.131.790.750
PRESTAMOS DE CORTO PLAZO		$ -	$ -	$ -
PRESTAMOS DE LARGO PLAZO	$ 341.500.000	$ 170.750.000	$ -	$ -
TOTAL PASIVO	**$ 341.500.000**	**$ 1.848.898.554**	**$ 1.914.933.329**	**$ 2.131.790.750**
PATRIMONIO				
Capital	$ 11.000.000	$ 11.000.000	$ 11.000.000	$ 11.000.000
Utilidad del ejercicio		$ 3.116.561.600	$ 3.556.304.754	$ 3.959.039.964
Utilidad ejercicios anteriores	$ -	$ -	$ 1.558.280.800	$ 3.336.433.177
Total Patrimonio	**$ 11.000.000**	**$ 3.127.561.600**	**$ 5.125.585.554**	**$ 7.306.473.141**
Total Pasivo + Patrimonio	**$ 352.500.000**	**$ 4.976.460.154**	**$ 7.040.518.883**	**$ 9.438.263.891**
		$ -	$ -	$ -
VERIFICACIÓN ESTADOS FINANCIEROS	**CORRECTO**	**CORRECTO**	**CORRECTO**	**CORRECTO**

Cálculo de Costo de ventas de materiales directos UNIDADES				
AÑO	**0**	**1**	**2**	**3**
Producción (UNIDADES)		1.550 Toneladas	1.597 Toneladas	1.644 Toneladas
Inventario Inicial de Materias Primas (Unidades)		400 Toneladas	295 Toneladas	303 Toneladas
+ compras	400 Toneladas	2.840 Toneladas	3.042 Toneladas	3.133 Toneladas
= Inventario disponible	400 Toneladas	3.240 Toneladas	3.337 Toneladas	3.437 Toneladas
- Materiales usados en producción		2.945 Toneladas	3.033 Toneladas	3.124 Toneladas
=Inventario Final	400 Toneladas	295 Toneladas	303 Toneladas	312 Toneladas

Cálculo de Costo de ventas de materiales directos $				
AÑO	**0**	**1**	**2**	**3**
Precio de compra unitario	$ 175.000	$ 189.424	$ 205.037	$ 221.937
Inventario Inicial de Materias Primas (Unidades)	$ -	$ 70.000.000	$ 55.260.914	$ 61.729.310
+ compras	$ 70.000.000	$ 537.870.056	$ 623.761.491	$ 695.429.692

= Inventario disponible	$ 70.000.000	$ 607.870.056	$ 679.022.406	$ 757.159.002
- Materiales usados en producción	$ -	$ 552.609.142	$ 617.293.096	$ 688.326.365
=Inventario Final	$ 70.000.000	$ 55.260.914	$ 61.729.310	$ 68.832.637

AÑO	0	1	2	3
VENTAS (UNIDADES)		1550 Toneladas	1597 Toneladas	1644 Toneladas
VENTAS (PUV)		$ 4.329.696	$ 4.546.181	$ 4.773.490
VENTAS		$ 6.711.029.296	$ 7.257.978.184	$ 7.849.503.406
- COSTO DE VENTAS (MD)		$ (552.609.142)	$ (617.293.096)	$ (688.326.365)
- COSTO DE VENTAS (MOD)		$ (465.000.000)	$ (518.427.013)	$ (577.992.619)
- COSTO DE VENTAS (CIF)		$ (465.000.000)	$ (518.427.013)	$ (577.992.619)
- GASTOS ADMON		$ (250.000.000)	$ (270.606.020)	$ (292.910.472)
- GASTOS TRANSPORTE		$ (100.000.000)	$ (108.242.408)	$ (117.164.189)
= EBITDA		$ 4.878.420.154	$ 5.224.982.633	$ 5.595.117.141
- DEPRECIACION		$ (1.750.000)	$ (1.750.000)	$ (1.750.000)
= UTILIDAD OPERACIONAL (EBIT)		$ 4.876.670.154	$ 5.223.232.633	$ 5.593.367.141
+ INGRESOS FINANCIEROS		$ -	$ 288.985.450	$ 497.463.573
- GASTOS FINANCIEROS		$ (81.960.000)	$ (40.980.000)	$ -
= UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS		$ 4.794.710.154	$ 5.471.238.083	$ 6.090.830.714
- IMPUESTOS		$ (1.678.148.554)	$ (1.914.933.329)	$ (2.131.790.750)
= UTLIDAD NETA		$ 3.116.561.600	$ 3.556.304.754	$ 3.959.039.964

FLUJO DE TESORERIA				
AÑO	**0**	**1**	**2**	**3**
SALDO INICIAL		$ 5.000.000	$ 5.000.000	$ 5.000.000
+ VENTAS DE CONTADO		$ 4.697.720.507	$ 5.080.584.729	$ 5.494.652.384
+ RECUPERACION VENTAS A CRÉDITO			$ 2.013.308.789	$ 2.177.393.455
- EGRESOS OPERACIONALES		$ (1.817.870.056)	$ (2.039.463.946)	$ (2.261.489.592)
- INVERSION EN ACTIVOS FIJOS Y DIFERIDOS	$ (347.500.000)			
- PAGO DE IMPUESTOS		$ -	$ (1.678.148.554)	$ (1.914.933.329)
=SALDO OPERATIVO	**$ (347.500.000)**	**$ 2.879.850.452**	**$ 3.376.281.018**	**$ 3.495.622.918**
=- PAGO DE PRESTAMOS (Capital e Intereses)		$ (252.710.000)	$ (211.730.000)	$ -
- UTILIDADES DISTRIBUIDAS		$ -	$ (1.558.280.800)	$ (1.778.152.377)
+ RECUPERACION DE INVER. TEMP.		$ -	$ 2.627.140.452	$ 4.522.396.119
+ RENDIMIENTOS FINANCIEROS		$ -	$ 288.985.450	$ 497.463.573
= SALDO DEL AÑO	**$ (347.500.000)**	**$ 2.627.140.452**	**$ 4.522.396.119**	**$ 6.737.330.233**
+ INVERSION DE LOS SOCIOS	$ 11.000.000			
+ PRESTAMOS RECIBIDOS	$ 341.500.000	$ -	$ -	$ -
- INVERSIONES TEMPORALES	$ -	$ (2.627.140.452)	$ (4.522.396.119)	$ (6.737.330.233)
= NUEVO SALDO DEL AÑO	$ 5.000.000	$ -	$ -	$ -
=SALDO ACUMULADO	$ 5.000.000	$ 5.000.000	$ 5.000.000	$ 5.000.000

Evaluación de la viabilidad financiera

Flujo de caja libre de la firma (FCL)				
AÑO	**0**	**1**	**2**	**3**
SALDO OPERATIVO	$ (347.500.000)	$ 2.879.850.452	$ 3.376.281.018	$ 3.495.622.918
- INVERSIONES TEMPORALES	$ -	$ 2.627.140.452	$ 4.522.396.119	$ 6.737.330.233
+RECUPERACIÓN INVERSIONES TEMPORALES (T-1)		$ -	$ 2.627.140.452	$ 4.522.396.119
+RENDIMIENTOS FINANCIEROS		$ -	$ 288.985.450	$ 497.463.573
- SALDO ACUMULADO DE CAJA DEL AÑO	$ 5.000.000	$ 5.000.000	$ 5.000.000	$ 5.000.000
+ SALDO ACUMULADO DE CAJA DEL AÑO ANTERIOR		$ 5.000.000	$ 5.000.000	$ 5.000.000
- AHORRO EN IMPUESTOS POR PAGOS DE INTERESES			$ 28.686.000	$ 14.343.000
+ VALOR TERMINAL				$ 58.583.843.029
= FLUJO DE CAJA LIBRE DEL PROYECTO	$ (352.500.000)	$ 252.710.000	$ 1.741.324.800	$ 60.347.652.406

Flujo de caja de los inversionistas (FCI)				
	0	**1**	**2**	**3**
- APORTES DE CAPITAL (Con nueva convocatoria en 2012- 2013)	$ 11.000.000	$ -	$ -	$ -
+ UTILIDADES DISTRIBUIDAS	$ -	$ -	$ 1.558.280.800	$ 1.778.152.377
+ VALOR TERMINAL				$ 58.583.843.029
= FLUJO DE CAJA DEL INVERSIONISTA	$ (11.000.000)	$ -	$ 1.558.280.800	$ 60.361.995.406

Flujo de caja de la financiación (FCF)				
	0	**1**	**2**	**3**
- PRÉSTAMOS RECIBIDOS	$ 341.500.000			
+ PAGOS DE PRESTAMOS (Capital e intereses)		$ 252.710.000	$ 211.730.000	$ -
= FLUJO DE LA CAJA DE LA DEUDA	$ (341.500.000)	$ 252.710.000	$ 211.730.000	
- AHORRO EN IMPUESTOS POR PAGOS DE INTERESES	$ -	$ -	$ 28.686.000	$ 14.343.000
= FLUJO DE CAJA DE LA FINANCIACIÓN	$ (341.500.000)	$ 252.710.000	$ 183.044.000	$ (14.343.000)

= FLUJO DE CAJA DE LA FINANCIACIÓN	$ (352.500.000)	$ 252.710.000	$ 1.741.324.800	$ 60.347.652.406
VERIFICACION DE LOS FLUJOS	**CORRECTO**	**CORRECTO**	**CORRECTO**	**CORRECTO**

A partir del P&G

Flujo de caja libre (FCL)					
AÑO		**0**	**1**	**2**	**3**
Utilidad neta			$ 3.116.561.600	$ 3.556.304.754	$ 3.959.039.964
+ Depreciaciones y amortizaciones			$ 1.750.000	$ 1.750.000	$ 1.750.000
+ Pago de intereses			$ 81.960.000	$ 40.980.000	$ -
- ahorros en impuestos				$ 28.686.000	$ 14.343.000
- cambio en el capital de trabajo (CT)	CT	$ 75.000.000	$ 3.022.561.600	$ 4.851.585.554	$ 7.034.223.141
	Cambio en CT		$ 2.947.561.600	$ 1.829.023.954	$ 2.182.637.587
- Inversión en el proyecto		$ 11.000.000			

+ Valor terminal				$ 58.583.843.029
= FLUJO DE CAJA LIBRE	**$ (11.000.000)**	**$ 252.710.000**	**$ 1.741.324.800**	**$ 60.347.652.406**

= FLUJO DE CAJA LIBRE	$ (352.500.000)	$ 252.710.000	$ 1.741.324.800	$ 60.347.652.406
VERIFICACION DE LOS FLUJOS	**ERROR**	**CORRECTO**	**CORRECTO**	**CORRECTO**

A partir del EBITDA

Flujo de caja libre (FCL)					
AÑO		**0**	**1**	**2**	**3**
EBITDA		$ -	$ 4.878.420.154	$ 5.513.968.083	$ 6.092.580.714
- Impuestos sobre EBIT			$ 1.706.834.554	$ 1.929.276.329	$ 2.131.790.750
- cambio en el capital de trabajo ajustado (CTA)	CTA	$ 75.000.000	$ 2.993.875.600	$ 4.837.242.554	$ 7.034.223.141
	Cambio en CTA		$ 2.918.875.600	$ 1.843.366.954	$ 2.196.980.587
- Inversión en el proyecto		$ 11.000.000			
+ Valor terminal					$ 58.583.843.029
= FLUJO DE CAJA LIBRE		**$ (11.000.000)**	**$ 252.710.000**	**$ 1.741.324.800**	**$ 60.347.652.406**

= FLUJO DE CAJA LIBRE	$ (352.500.000)	$ 252.710.000	$ 1.741.324.800	$ 60.347.652.406
VERIFICACION DE LOS FLUJOS	**$ 341.500.000**	**CORRECTO**	**CORRECTO**	**CORRECTO**

Flujo de caja libre (FCL)				
AÑO	**0**	**1**	**2**	**3**

+ SALDO DEL AÑO, FLUJO DE TESORERÍA		$ 2.627.140.452	$ 4.522.396.119	$ 6.737.330.233
- APORTES DE CAPITAL	$ 11.000.000			
- INGRESOS POR PRESTAMOS RECIBIDOS RECIBIDOS	$ 341.500.000			
+ PAGO DE PRESTAMOS		$ 170.750.000	$ 170.750.000	$ -
+ PAGOS DE INTERESES		$ 81.960.000	$ 40.980.000	$ -
- AHORRO EN IMPUESTOS POR PAGOS DE INTERESES Y ARRIENDOS	$ -	$ -	$ 28.686.000	$ 14.343.000
+ UTILIDADES O DIVIDENDOS PAGADOS	$ -	$ -	$ 1.558.280.800	$ 1.778.152.377
- INVERSION EN ESPECIE DE LOS INVERSIONISTAS				
+ VALOR TERMINAL				$ 38.552.500.776
AÑO	**0**	**1**	**2**	**3**
= FLUJO DE CAJA LIBRE	$ (352.500.000)	$ 2.879.850.452	$ 6.263.720.919	$ 47.053.640.386
= FLUJO DE CAJA LIBRE	$ (352.500.000)	$ 252.710.000	$ 1.741.324.800	$ 60.347.652.406

Flujo de caja de los inversionistas (FCI)				
	0	**1**	**2**	**3**
+ SALDO DEL AÑO, FLUJO DE TESORERÍA	$ -	$ 2.627.140.452	$ 4.522.396.119	$ 6.737.330.233
- APORTES DE CAPITAL	$ 11.000.000	$ -	$ -	$ -
+ UTILIDADES O DIVIDENDOS PAGADOS	$ -	$ -	$ 1.558.280.800	$ 1.778.152.377
+ VALOR TERMINAL				$ 38.552.500.776
= FLUJO DE CAJA DEL INVERSIONISTA	$ (11.000.000)	$ 2.627.140.452	$ 6.080.676.919	$ 47.067.983.386

Flujo de Caja Libre de la Firma en el año 3 (FCLn)	$	10.237.953.151
Crecimiento esperado entre los años 3 y 4 (A)		3,0%
Tasa de interés en el año 4 (i)		20,00%
Tasa de aumento anual a partir del año 4 (g)		2,0%

Valor Terminal (VT) = [FCLPn x (1 + A)] / [i - g]

Valor terminal = 58.583.843.029

Indicadores de sensibilidad

VARIABLE	CAMBIO DEL VPN
TRM	10,64%
Precio de Vta. Unitario (PUV)	10,64%
Mercado actual anual	9,37%
Participación Inic.	9,37%
Reservas	7,64%
Depr. Maquinaria	0,80%
Inflación	0,74%
Política de Cartera	0,60%
Devaluación	0,42%
Materia Prima (unidades)	0,40%
Inversión excedentes	0,37%
Crecimiento Vtas.	0,23%
Depr. Edificio	0,03%
Capacidad instalada	0,00%
Compra de inventarios	0,00%
Saldo mínimo en caja	0,00%
Gastos Transporte.	-0,09%
Lote	-0,19%
Costo del crédito	-0,21%

Edificio	-0,22%
Gastos Admón.	-0,23%
Requerimiento MP	-0,41%
MOD	-0,43%
CIF	-0,43%
Maquinaria	-2,02%
Materia Prima (precio total)	-2,04%
Tasa Impuestos	-3,78%
Capital Disponible	-4,00%
Sistema de inventarios	

Análisis del VPN

Tasa de Dto.	= FLUJO DE CAJA LIBRE	= FLUJO DE CAJA LIBRE
0%	$55.844.711.756	$61.989.187.206
1%	$54.308.937.734	$60.177.558.619
2%	$52.831.072.054	$58.435.902.638
3%	$51.408.375.567	$56.760.865.909
4%	$50.038.264.030	$55.149.286.291
5%	$48.718.297.947	$53.598.180.247
6%	$47.446.173.172	$52.104.731.179
7%	$46.219.712.200	$50.666.278.624
8%	$45.036.856.094	$49.280.308.241
9%	$43.895.656.998	$47.944.442.531
10%	$42.794.271.181	$46.656.432.221
11%	$41.730.952.588	$45.414.148.259

12%	$40.704.046.827	$44.215.574.383
13%	$39.711.985.591	$43.058.800.203
14%	$38.753.281.455	$41.942.014.773
15%	$37.826.523.039	$40.863.500.593
16%	$36.930.370.492	$39.821.628.033
17%	$36.063.551.283	$38.814.850.129
18%	$35.224.856.277	$37.841.697.724
19%	$34.413.136.064	$36.900.774.943
20%	$33.627.297.534	$35.990.754.957
21%	$32.866.300.675	$35.110.376.032
22%	$32.129.155.578	$34.258.437.824
23%	$31.414.919.630	$33.433.797.930
24%	$30.722.694.888	$32.635.368.638
25%	$30.051.625.627	$31.862.113.904
26%	$29.400.896.022	$31.113.046.503
27%	$28.769.727.994	$30.387.225.365
28%	$28.157.379.180	$29.683.753.078
29%	$27.563.141.021	$29.001.773.539
30%	$26.986.336.979	$28.340.469.753
31%	$26.426.320.852	$27.699.061.759
32%	$25.882.475.193	$27.076.804.689
33%	$25.354.209.820	$26.472.986.936
34%	$24.840.960.419	$25.886.928.435

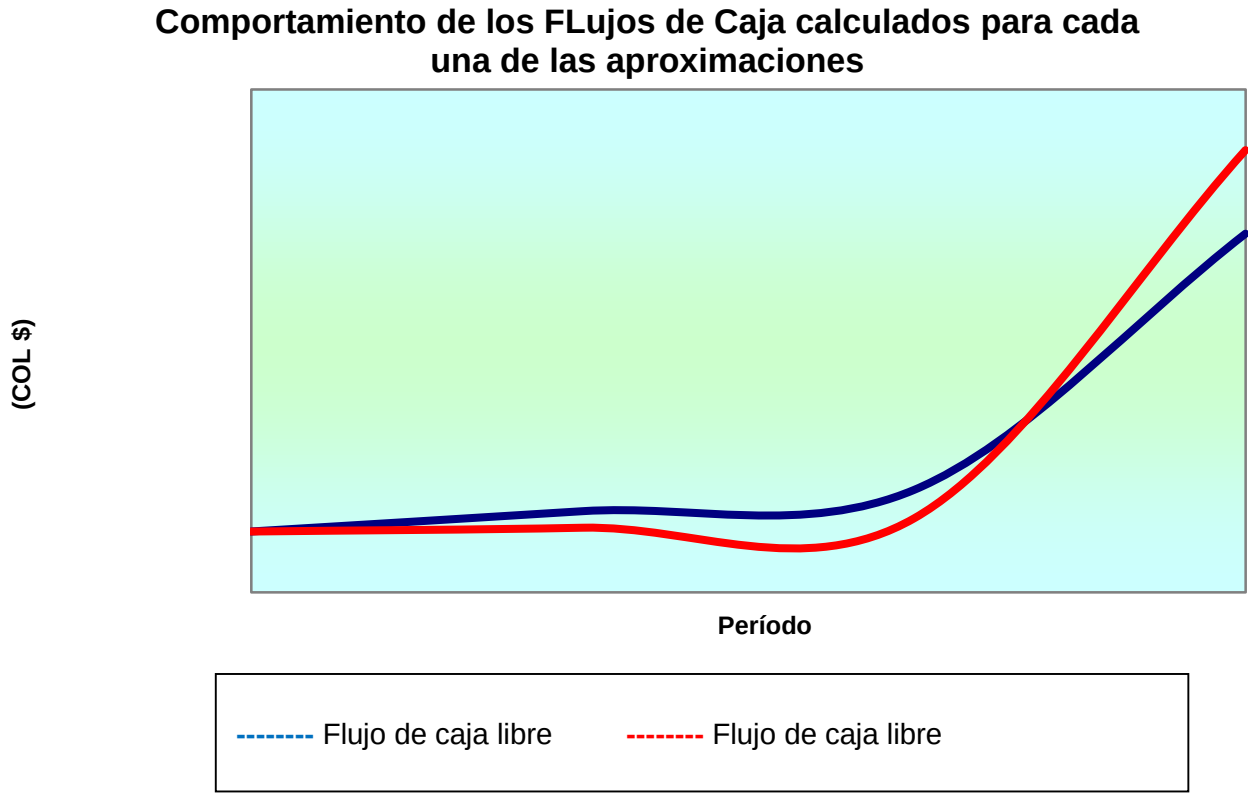
35%	$24.342.187.222	$25.317.979.037
36%	$23.857.373.768	$24.765.516.992
37%	$23.386.025.732	$24.228.947.503
38%	$22.927.669.818	$23.707.701.377
39%	$22.481.852.721	$23.201.233.746
40%	$22.048.140.145	$22.709.022.860
41%	$21.626.115.872	$22.230.568.950
42%	$21.215.380.891	$21.765.393.159
43%	$20.815.552.565	$21.313.036.520
44%	$20.426.263.853	$20.873.059.003
45%	$20.047.162.567	$20.445.038.609
46%	$19.677.910.673	$20.028.570.509
47%	$19.318.183.630	$19.623.266.239
48%	$18.967.669.762	$19.228.752.929
49%	$18.626.069.664	$18.844.672.577
50%	$18.293.095.638	$18.470.681.365
51%	$17.968.471.163	$18.106.449.002
52%	$17.651.930.386	$17.751.658.111
53%	$17.343.217.644	$17.406.003.639
54%	$17.042.087.010	$17.069.192.308
55%	$16.748.301.858	$16.740.942.079
56%	$16.461.634.457	$16.420.981.660
57%	$16.181.865.577	$16.109.050.028

58%	$15.908.784.124	$15.804.895.975
59%	$15.642.186.783	$15.508.277.686
60%	$15.381.877.688	$15.218.962.326
61%	$15.127.668.103	$14.936.725.654
62%	$14.879.376.116	$14.661.351.657
63%	$14.636.826.356	$14.392.632.198
64%	$14.399.849.716	$14.130.366.682
65%	$14.168.283.094	$13.874.361.742
66%	$13.941.969.141	$13.624.430.931
67%	$13.720.756.029	$13.380.394.441
68%	$13.504.497.220	$13.142.078.823
69%	$13.293.051.256	$12.909.316.730
70%	$13.086.281.549	$12.681.946.665
71%	$12.884.056.190	$12.459.812.746
72%	$12.686.247.756	$12.242.764.475

Según APROARE, al cuarto año estas cifras podrán ser revisadas de una manera positiva, entre tanto se proyectan convocatorias a socios que puedan satisfacer la demanda actual del producto.

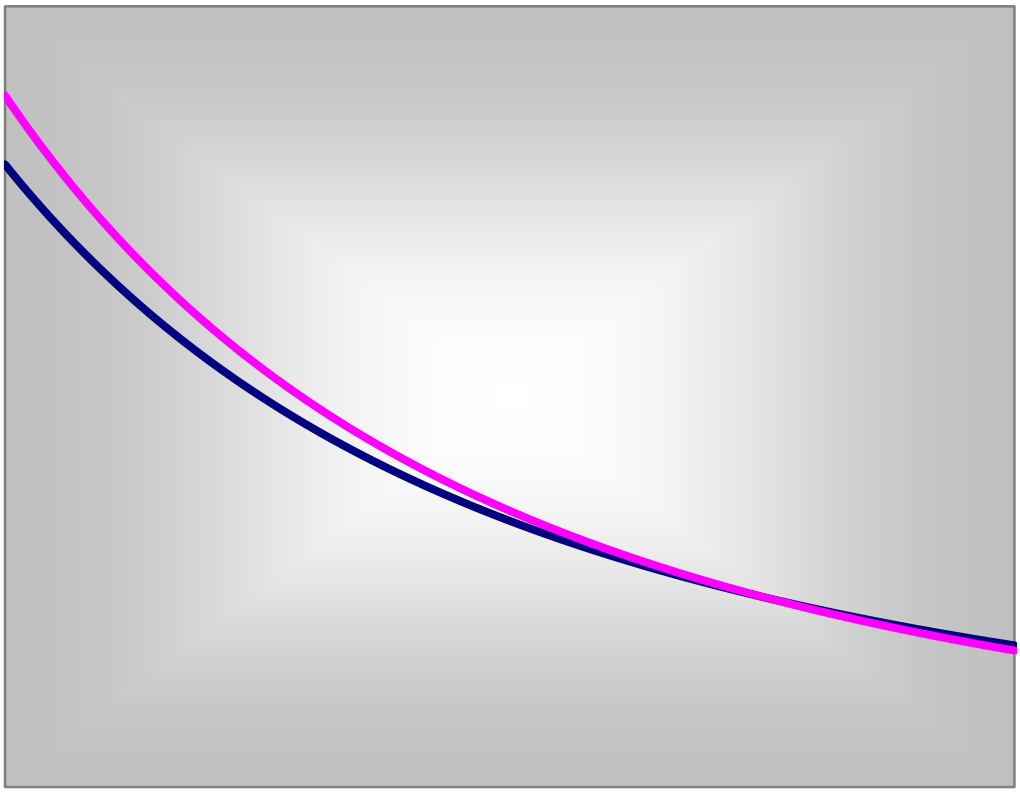
Gráficos interpretativos

FCL



VP

VP FLUJOS DE CAJA LIBRE



Flujo de caja libre Flujo de caja libre

CONCLUSIONES

Con base en lo anterior, se puede decir que el factoring cumple con las necesidades de **APROARE S.A.T,** ya que propende por: amparar, proteger e impulsar las finanzas y por ende la liquidez de una empresa, desde la figura comercial de compra de facturación circunstancial, o en palabras más sencillas, el factoring a alivianar su carga financiera (pago a proveedores, pago de responsabilidades, inyección de capital, entre otras) a partir de la compra de sus facturas dentro de un monto económico y temporal acordado, esto con el fin de que las compañías puedan responder oportunamente a sus obligaciones.

De acuerdo a la intención de demostrar la factibilidad práctica del Factoring en **APROARE S.A.T** por encima de la viabilidad teórica del mismo, y con base en las exigencias de este mercado a partir del estudio realizado a **APROARE S.A.T** en su estructura financiera, se han definido una serie de indicadores ambientales y operativos que se desean lograr a partir de la implementación del Factoring, que en el caso de esta tesis seria, vender la cartera de **APROARE S.A.T** por un monto menor al facturado y así obtener menor cuantía del producido a cambio de una liquidez inmediata.

Se concluye además que para el caso de **APROARE S.A.T ,** el factoring recomendado obedece a la tercera modalidad, es decir, según su financiación, el cual abarca el factoring al vencimiento – es decir, que es el factor quien se ocupa de la gestión del cobro, el día en que se vencen las facturas, y de esta manera el facto corre con la totalidad de los riesgos de dicho ejercicio, dejando de un lado el servicio principal prestado por el factor en otros casos como el de financiación-; además del factoring a la vista – donde el factor procede a realizar anticipos por un porcentaje que oscila entre el 60% y el 90% al

proveedor del valor total de las facturas, lo cual significa un costo, que se calcula con los días corridos entre la fecha del anticipo y el día en que se vencen las facturas, teniendo en cuenta la tasa de interés y el riesgo, lo cual significa una plusvalía por los intereses adicionales que generan estos avances.

BIBLIOGRAFÍA

TEMA FACTORING

ASOBANCARIA. *Factoring: herramienta financiera para las pymes*. 2009. 23 P.

FORONDA ROJAS, Erika María. VILLEGAS ECHEVERRI, Clara. OSORIO CORTES, Ramiro. *Factoring como opción en la compra de facturas de las instituciones prestadoras de servicio a las entidades promotoras de salud en Antioquia.* Universidad CES. Facultad de Medicina. 2008.

INTERNATIONAL FACTORING ASOCIATION. *Factoring.* Vía Internet. https://www.factoring.org/index.cfm. Actualización: 3 de mayo de 2010. Consulta: 4 de mayo de 2010.

J. FRED WESTON THOMAS COPELAND. *Manual de administración financiera*. 2007. Etos ed: Florida. 34 p.

LAPIERRE, Lauren. Profesor titular, director de la Cátedra sobre liderazgo Pierre-Péladeau en HEC Montréal. Gerenciar es crear. Agosto 24 de 2009.

PLANETA COLOMBIA. Buscador en línea. Vía Internet. http://www.planetacolombia.com/. Actualización: 2 de mayo de 2010. Consulta: 2 de mayo de 2010.

RODRÍGUEZ AZUERO, Sergio. D*erecho comercial colombiano. Contrato de factoring*. Medellín: Biblioteca jurídica Dike. 1986. 27 p.

TEMA: SECTOR AGRO

ALCALDÍA DE MEDELLÍN. CULTURA E. *Cultura E.* Vía Internet. http://www.culturaemedellin.gov.co/sites/CulturaE/CulturaE/Paginas/CulturaE.aspx. Publicación: 2 de marzo de 2011. Consulta: 29 de marzo de 2011.

CULTURA E. Vía internet. http://www.culturaemedellin.gov.co/sites/CulturaE/CulturaE/Paginas/CulturaE.aspx. Actualización y consulta: 27 de septiembre de 2010.

CULTURA E. *Convocatorias.* Vía Internet. http://www.culturaemedellin.gov.co/sites/CulturaE/quiero-emprender/Paginas/Planes_negocio_2010_110328.aspx. Publicación y consulta: 4 de abril de 2011.

GLOBAL ENTEPRENEURSHIP MONITOR. Enlace a http://www.iberpymeonline.org/Documentos/PymesColombia.htm. Consulta: 3 de enero de 2010.

GLOBAL ENTEPRENEURSHIP MONITOR. *Informe 2010.* Vía Internet. http://www.gemcolombia.org/. Actualización y consulta: 3 de enero de 2010.

LÓPEZ, Paco. *Modelos de gestión de la calidad*. En: Vía Internet. http://www.pacolopez.biz/2006/08/los-5-elementos-que-determinan-el-modelo-de-gestion-de-una-empresa/. Publicación: 2 de enero de 2011. Consulta: 1 de marzo de 2011.

Misión PYME. *Leasing para PYMES*. Vía Internet. http://www.misionpyme.com/cms/content/view/2453/46/. Publicación. 3 de mayo de 2010.Consulta: 14 de mayo de 2011.

EL PORTAFOLIO. Índices anuales. Vía Internet. http://www.portafolio.co/archivo/documento/CMS-7528047. Publicación: enero 3 de 2011. Consulta: marzo 29 de 2011.

REPÚBLICA DE COLOMBIA. Ministerio de Comercio, Industria y Turismo. *Ley de emprendimiento.* Vía Internet. http://www.mincomercio.gov.co/econtent/newsdetail.asp?id=7101&idcompany=23 Actualización y consulta: 2 de marzo de 2011.

SAMPIERI HERNADEZ, Roberto. FERNÁNDEZ COLLADO, Carlos. BAPTISTA LUCIO, Pilar. *METODOLOGÍA DE LA INVESTIGACIÓN*. Cuarta edición. Mc Graw Hill. México. 2008. Pág. 43.

SENA. Tecnoparque. *Introducción.* Vía Internet. http://www.sena.edu.co/Portal/Servicios+a+Aprendices/Red+TecnoParque+Colombia/. Actualización y consulta: 4 de abril de 2011.

UNIVERSIDAD DE LOS ANDES. *Global Entrepreneurship Monitor. 2009-2010*. 34 P.

VÉLEZ, Francisco Javier. *Estudio sobre la informalidad* y las MIPYMES en Colombia: Análisis y Propuestas.

TEMÁ: MODELO ECONÓMICO Y ESTRUCTURA DE CAPITAL

ALBORNOZ, Mario. IV Taller Iberoamericano e Interamericano de Indicadores de Ciencia y Tecnología. Indicadores y la política científica y tecnológica. México, 12 – 14 de julio de 1999.

ALCALDÍA DE MEDELLÍN. Parque del emprendimiento. Descripción del proyecto. Vía Internet.

http://www.culturaemedellin.gov.co/sites/CulturaE/CulturaE/Paginas/ParqueE.aspx. Fecha de actualización: 2 de Septiembre de 2009. Fecha de consulta: 3 de Septiembre de 2009.

ANTONIO ÁLVAREZ, José. GONZÁLEZ, Olga. Creación de empresas, crecimiento económico y empleo en las regiones españolas. En: Revista Ei. Universidad de la Laguna. Agosto – Septiembre de 2010. Página 12.

ASOCIACIÓN COLOMBIANA DE UNIVERSIDADES (ASCUN). Conferencia Mundial de Educación Superior (CMES). De Paris 98 a Paris 2009. Apreciación de los cambios ocurridos en la educación superior. Sugerencias para la formulación de nuevas políticas. 2009.

BARRO, Robert J. Economic Growth in a Cross Section of Countries, Quarterly Journal of Economics 106 (2), 407-443. 1991.

BENITO MUELA, Sonia. Teoría del crecimiento económico. Departamento de Análisis Económico II (UNED). Apuntes de Macroeconomía IV. 5º curso de LECO. Senda del Rey nº 11, Madrid, 28017. Página 4.

BOTERO, Juan, SIMEON Djankov, Rafael La Porta, Florencio LOPEZ-de-Silanes, and Andrei SHLEIFER. The Regulation of Labor", Quarterly Journal of Economics 119 (4), 1339-1382. 2004.

BRETON, THEODORE, 2004, , "CAN INSTITUTIONS OR EDUCATION EXPLAIN WORLD POVERTY? AN AUGMENTED SOLOW MODEL PROVIDES SOME INSIGHTS," JOURNAL OF SOCIO-ECONOMICS*, VOLUME 33, ISSUE 1, 45-69*

BRETON, Theodore, 2011, “The quality or the quantity of schooling: What drives economic growth? *Economics of Education Review*, forthcoming

DJANKOV, Caralee McLiesh. RAMALHO Rita *Regulation and Growth* (2006).

DOING BUSINESS. Vía Internet. www.doingbusiness.com. Actualización y consulta: octubre de 2010.

ETZKOWITZ, H. y LEYDESDORFF, L. The dynamics of innovation: from National Systems and ‘‘Mode 2’’ to a Triple Helix of university–industry–government relations., Research Policy, 29, 2000, pp. 109–123.

FERNÁNDEZ, Blanca. AIXALA PASTÓ, Simón José. GIMÉNEZ ESTEBAN, Gregorio. FABRO ESTEBAN, Gema. Determinantes del crecimiento económico. La

interrelación entre el capital humano y tecnológico en Aragón. Fundación Economía Aragonesa Documento de trabajo 7/2004. Página 56.

GARCÍA CORREA, Trina. URAN RUÍZ, Adriana Patricia. Carácter teórico práctico del triángulo de Sábato en el contexto colombiano. FUMC. Facultad de Contaduría. Medellín, Agosto de 2009. 23 págs.

GARCÍA GUADILLA, Carmen. Complejidades de la globalización y la comercialización de la educación superior. Reflexiones para el caso de América Latina. En: Universidad e investigación científica Vessuri, Hebe CLACSO, Consejo Latinoamericano de Ciencias Sociales, Buenos Aires. 2006. ISBN: 978-987-1183-62-3.

GERMANI, Gino. Sociología de la modernización. Cap.I. Paidos. Buenos Aires, 1969.

HENRÍQUEZ DAZA, María Cecilia. MOSQUERA SÁNCHEZ. Clara Eugenia, Alberto ARIAS SANDOVAL. La creación de empresas en Colombia desde las percepciones femenina y masculina. Pontificia Universidad Javeriana – Cali. 2010. Página 16.

KNACK, Steven and KEEFER, Philip. Institutions and Economic Performance: Cross- Country Tests Using Alternative Measures", Economics and Politics 7, 207-227. 1995.

KENDRICK Y VACCARA. *New developments in productivity measurement*.

Mimeo. PAIDHOS: Barcelona, 1979. Página 79.

LANGOWITZ, N., & MINNITI, M. The Entrepreneurial Propensity Of Women. Baylor University. 2007. En: Entrepreneurship Theory and Practice. P. 341-364.

LÓPEZ ÁLVAREZ, Beatríz. Creación de empresa: un juego de estrategia. Editorial Universidad de Antioquia. 2009. 34 p.

LÓPEZ, Beatríz. Ingeniería al día. En: Revista de la Facultad de Ingeniería. Abril – mayo. 2010. 45 p.

MISIÓN PYME. Vía Internet. http://www.misionpyme.com/cms/index.php?option=com_content&task=blogsection&id=12&Itemid=58. Actualización y consulta: 3 de noviembre de 2010.

MOSQUERA ECHEVERRI, Julián. PYMES en Antioquia. Gobernación de Antioquia. 2010. 25 p.

OSPINA GARCÍA, Jorge. Impacto de la normatividad sobre la gestión civil y comercial en los países de Latinoamérica. En: Revista de Trabajo Social. Universidad de Antioquia. Número 13. 2010. Página 34.

PROSPECTIVA U. Descripción y balance general. 2006. En: Universidad de Antioquia, Dirección de Bienestar Universitario, disponible en la Biblioteca Central de la Universidad de Antioquia.

SÁBATO, Jorge A. y BOTANA, Natalio. La Ciencia y la Tecnología en el desarrollo futuro de América Latina. Revista de la Integración Nº 3, Buenos Aires, noviembre 1968.

SÁNCHEZ, Carlos Alberto. Obligaciones del Estado Social de Derecho. En: Revista Ethos. Facultad de Derecho de la Universidad de Antioquia. Número 45. Marzo – Abril. 2009. Página 43.

VACCAREZZA, Leonardo Silvio. Autonomía universitaria, reformas y transformación social. En publicación: Universidad e investigación científica Vessuri, Hebe CLACSO, Consejo Latinoamericano de Ciencias Sociales, Buenos Aires. 2006. ISBN: 978-987-1183-62-3.

WORLD BANK GROUP. Doing Business in 2009: How to Reform". World Bank and Oxford University Press. Washington DC. October 2008.

ESCUELA DE INGENIERÍA DE ANTIOQUIA

ACTA DE EVALUACIÓN FINAL DE TRABAJO DE GRADO

Fecha: (dd/mm/aa)	06/07/2011
Nombre del proyecto:	Opciones óptimas de estructura de capital. Caso: APROARE S.A.T (Asociación de Productores de Aguacate de El Retiro S.A.T)
Director del proyecto:	Luis Horacio Moreno Toro

Nombre del estudiante	Programa académico
Moreno Palacio Miguel	Ingeniería Administrativa

Nombre del Jurado:	Luis Alfredo Molina Guzmán

Evaluación del proyecto:

___No aprobado _x_ Aprobado

Espacio exclusivo para jurado

___Mención Pública ___Mención honorífica ___Trabajo laureado

Justificación del reconocimiento: (Artículo 28 del Acuerdo 11: "El director del Programa presentará el acta final de evaluación al Consejo Académico, donde consta la solicitud de mención especial debidamente justificada y el **Consejo determinará** si se otorga o no")

[redacted]
DIRECTOR DEL PROGRAMA

[redacted]
Luis Horacio Moreno Toro
DIRECTOR DEL TRABAJO DE GRADO

[redacted]

Evaluación Trabajo de grado/ formulario oficial a partir de enero de 2009

1 de 1