

APLICACIÓN DEL MODELO CAPM EN LA IDENTIFICACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL DE LAS COMPAÑÍAS DEL SECTOR HOTELERO EN COLOMBIA

YULY ANDREA GALLEGO
CAROLINA BOLÍVAR FLÓREZ
ANDRÉS FELIPE CRUZ

UNIVERSIDAD DE MEDELLÍN
ESPECIALIZACIÓN EN GESTIÓN FINANCIERA EMPRESARIAL
MEDELLÍN
2014

APLICACIÓN DEL MODELO CAPM EN LA IDENTIFICACIÓN DEL COSTO DE
CAPITAL DE LAS COMPAÑÍAS DEL SECTOR HOTELERO EN COLOMBIA

YULY ANDREA GALLEGO
CAROLINA BOLÍVAR FLÓREZ
ANDRÉS FELIPE CRUZ

Monografía como requisito para optar el título de
Especialista en Gestión Financiera Empresarial

Asesor Metodológico:
Wilson Montaña Pardo

Asesor Temático:
Milton Moreno Chachanoy

UNIVERSIDAD DE MEDELLÍN
ESPECIALIZACIÓN EN GESTIÓN FINANCIERA EMPRESARIAL
MEDELLÍN
2014

TABLA DE CONTENIDO

Objetivo General.....	8
Objetivos Específicos	8
1. CAPITULO I	9
1.1 Descripción del sector hotelero en Colombia	9
1.1.1 <i>Historia de la hotelería en Colombia</i>	9
1.1.2 <i>Descripción</i>	12
1.1.3 <i>Crecimiento del Sector Hotelero en Colombia</i>	15
1.1.4 <i>Normatividad</i>	17
2. CAPITULO II	21
2.1 <i>Definir el concepto CAPM, BETA y el Costo de Capital para el inversionista</i>	21
2.1.1 <i>Antecedentes del Modelo CAPM</i>	21
2.1.2 <i>Modelo de Mercado o CAPM (Capital Assets Pricing Model)</i>	22
2.1.3 <i>La Beta</i>	23
2.1.4 <i>Costo de Capital para el inversionista</i>	25
3. CAPITULO III	26
3.1 Variables o categorías de Análisis.....	26
3.2 Aplicación del modelo CAPM	27
4. CAPITULO VI.....	30
4.1 Resultados.....	30
5. CONCLUSIONES.....	33
6. GLOSARIO.....	37
7. BIBLIOGRAFÍA.....	40
8. ANEXOS.....	42

LISTADO DE GRÁFICOS

Gráfico 1: PIB servicios de hotelería y restaurante.....	14
Gráfico 2: Número de prestadores activos a febrero de 2013.....	15
Gráfico 3: Compañías Evaluadas.....	32
Gráfico 4: Composición de compañías a 2012.....	33
Gráfico 5: Roe promedio por año.....	34

LISTADO DE TABLAS

Tabla 1: Normatividad Hotelería.....	19
Tabla 2: Roe promedio Ponderado.....	27
Tabla 3: Matriz de Covarianzas.....	27
Tabla 4: Cálculo de Betas para cada categoría y resultado del modelo.....	28
Tabla 5: Roe promedio ponderado.....	29
Tabla 6: Beta por categoría.....	30
Tabla 7: Rk por categoría.....	30
Tabla 8: Niveles de activos, pasivos, patrimonio y endeudamiento en cada año por categoría.....	34

INTRODUCCIÓN

Desde los primeros albores de las finanzas se esbozaba una definición, aunque precaria e intuitiva, del actual objetivo básico financiero en la cual se establecía que todos los negocios que se emprendían debían propender por la generación de una ganancia la cual correspondía a la diferencia entre la inversión realizada y los ingresos percibidos por esta. En los tiempos modernos, se ha establecido que el objetivo básico financiero (OBF) es “la maximización del patrimonio de los accionistas” (García, 2003). Sin embargo, esta definición, tan simple en la teoría, seguía viéndose incompleta en la práctica pues se suponía que cuando una compañía generaba utilidades, estaba aumentando el valor a los accionistas por lo que la esencia del OBF se diluyó en una suposición de común aceptación.

Una racionalización financiera más profunda llevó a repensar el concepto de este objetivo y la práctica en el mundo empresarial hasta llevarlo a un nuevo nivel en el que se conjugó con la generación de valor en la empresa, así como con la idea de valor agregado en la cual se evalúan los resultados de la empresa frente al costo de las inversiones que se realizaron, y en especial con los rendimientos mínimos esperados de los accionistas de la empresa con el fin de conocer en profundidad la verdadera capacidad de la empresa para reeditar en niveles superiores al mínimo esperado por sus dueños. Aquí entra en juego el concepto de EVA (Economic Value Added) el cual, entre sus diversas definiciones aplicadas, puede entenderse como la diferencia entre el costo de capital de los activos operativos invertidos en la empresa y los resultados o ganancias generadas por estos activos. De esta manera, es posible identificar en un nivel superior la manera como la compañía está realmente generando valor a sus dueños y entrega perspectivas de su sostenibilidad en el largo plazo.

En el momento en que se incorpora a la gestión financiera de la empresa una metodología como el EVA para medir el valor que se está generando, uno de los factores más relevantes a identificar es el costo del capital que se está invirtiendo en esta. Para tal fin existe el modelo CAPM (Capital Assets Pricing Model) el cual proporciona un enlace entre las decisiones de inversión y la de financiación que se realizan en la compañía con el fin de identificar el costo de estos recursos, y en particular del costo del capital concebido como el reflejo de las expectativas mínimas que tienen los accionista sobre los beneficios que desean obtener de la empresa.

El sector de hotelería en Colombia ha sido bastante dinámico en los últimos años y poco a poco el país se ha ido convirtiendo en un destino turístico de talla internacional. Es así como se encuentra que el crecimiento de este sector tiene niveles similares con el crecimiento del producto interno bruto, el cual creció a una tasa del 4% durante 2012; un sector donde encontramos que la inversión extranjera directa ascendió a 1.600 millones de dólares en el mismo año, teniendo una participación en el grueso de la IED de 8.8% y con una tasa de participación en la población ocupada de 26,9%. En los últimos cinco años el área culminada con destino a hotelería ha acumulado más de 729.000 m², lo cual evidencia que los niveles de crecimiento de este sector son sostenidos y muestran el potencial a nivel turístico que tiene el país lo cual hace que sea necesario tener las herramientas financieras adecuadas para poder cuantificar el valor y los rendimientos de las inversiones que tanto nacionales como extranjeros ejecutan en el país.

En muchos de los casos el CAPM de las empresas colombianas se calcula con datos del mercado de los Estados Unidos, lo cual distorsiona el resultado obtenido ya que el comportamiento de los sectores de la economía de ambos es muy distinto, así como los marcos legales, el sistema financiero, los ambientes regulatorios, entre otros.

Uno de los componentes del CAPM es el beta, el cual representa el riesgo de un sector del mercado en el que se quiera invertir, estimando la variación que tendrá este sector de cara al mercado. El método general toma la información del sector de las empresas que cotizan en la bolsa; sin embargo, la mayoría de empresas del sector hotelero en Colombia no cotizan sus acciones en este mercado, por lo cual no están obligados a entregar su información financiera para integrarla en las bases de datos. Por esta razón se ve la necesidad de recurrir a las bases de datos de la Superintendencia de Sociedades, teniendo que realizar un trabajo de depuración con el fin de obtener la información con un nivel de confiabilidad suficiente para sustentar los consecuentes análisis.

OBJETIVOS

Objetivo General

Adaptar la metodología del CAPM con el fin de identificar el costo de capital para el inversionista en las compañías del Sector Hotelero en Colombia, partiendo de las herramientas que provee este modelo.

Objetivos Específicos

- Describir el sector hotelero
- Definir el concepto beta y el costo de capital para el inversionista
- Adaptar la metodología CAPM con el fin de calcular el costo de capital para el inversionista y la beta para el sector hotelero en Colombia

1. CAPITULO I

1.1 Descripción del sector hotelero en Colombia

1.1.1 Historia de la hotelería en Colombia

Los hoteles tuvieron su origen con el comercio, impulsados por motivos políticos y culturales que hacían necesaria la construcción de edificaciones para hospedar a personas, como a los atletas que participaban en las olimpiadas. (Gonzalez & Gaviria, 2012)

La afluencia de gentes, obligó a varios puertos fluviales a construir hospedajes para los visitantes y fue así como en Honda en 1889, se inaugura el Hotel América el que actualmente funciona y que es considerado como el primero en la hotelería colombiana.

Doce años después y debido al escaso progreso del país se construye en Cali el Menéndez y en 1918 el Lusitania en Ibagué.

En la capital de la república el distinguido señor Daniel Pombo, fundó el 17 de abril de 1921 el Hotel Regina, ubicado sobre la **calle real** (carrera 7^a entre calles 16 y 17) y en la más elegante mansión de Bogotá, con 18 habitaciones, algunas con baño privado las que eran distinguidas exclusivamente para damas. Fue el primer hotel que utilizó uniformes vistosos para los empleados, de corte inglés, y botones dorados, es decir, el más lujoso hasta el momento, iniciando con este una etapa sobresaliente ya que a continuación y en forma paulatina se inauguraron los siguientes Hoteles:

En Cali El Alférez Real 1927

En Medellín El Bristol 1928

En Popayán El Lindbergh 1928

En Pasto El Niza 1929 (Allí tuvieron preso al Presidente Alfonso López).

En Barranquilla El Prado 1929 (Se convirtió en el primer Hotel de Turismo del País y utilizó el Plan Americano, con un costo de \$14.00 diarios).

En Cúcuta El Europa 1930

En Barranquilla El Victoria 1930

En Bogotá El Granada 1930 Funcionó donde hoy está en el Banco de la República, (Parque Santander). Este hotel fue apreciado como el mejor y más grande de la ciudad con ciento treinta y seis habitaciones donde se alojaban las personas más importantes que visitaban la ciudad. También era el sitio de reuniones y tertulia de la alta aristocracia bogotana, y en donde se saboreaba el más famoso y exquisito chocolate santafereño. De aquí en adelante, se inician a construir esporádicamente hoteles en todas las ciudades de la república

En Bogotá El Claridge 1932

En Cali El Savoy 1933

En Villavicencio El Meta 1935 El más grande de los Hoteles del Llano.

En Bucaramanga El Príncipe 1937

En Bogotá El Ritz 1937

En Medellín El Nutibara 1945

En Cartagena Playa Bolívar 1945

En Cartagena El Caribe 1946

En Bogotá El Continental 1948 Fundado con motivo de la IX Conferencia Panamericana O. E.

En Santa Marta El Miami 1949

En Ipiales Las Lajas 1950

En Bogotá El San Francisco 1952

En Bogotá El Tequendama 1953 Se inauguró para el XXXIX Congreso Eucarístico y es considerado el Hotel monstruo; es de propiedad de la Caja de sueldos de retiro de las Fuerzas Militares.

En Cali El Aristi 1956

En Cúcuta El Tonchalá 1956

En Melgar El Guadaira 1961

En Manizales El Ritz 1962

En San Andrés El Isleño 1963 De propiedad de C. N. T.

En Bogotá El Cordillera 1963

En Bogotá El Presidente 1963

En Santa Marta El Irotama 1965

En Bogotá El Bacatá 1968

En Bogotá El Dann 1968

En Ibagué El Ambalá 1969

En Paipa El Sochagota 1969

En Cali El Intercontinental 1971

En Bogotá El Hilton 1972 Propiedad de la Caja de sueldos de retiro de la policía Nacional

En Medellín El Intercontinental 1972

En Bogotá El Hotel del Parque 1973

En Bogotá El Plaza 1979

En Cartagena El Capilla del Mar 1979

En Barranquilla Aparta Hotel El Golf 1979

En Bogotá El Belvedere 1980

En Cali El Dann 1980

En Cartagena En Cartagena Hilton 1980 (Hoteleria y Turismo Nacional)

1.1.2 Descripción

El sector hotelero comprende todos aquellos establecimientos que se dedican profesional y habitualmente a proporcionar alojamiento a las personas, mediante precio, con o sin servicios de carácter complementario. (Mestres Soler, 1999, pág. 1)

En el desarrollo de las operaciones de una organización hotelera, aunque con diferencias importantes según la categoría del hotel, su dimensión, ubicación y localización geográfica y otras características de tipo estructural, concurren una diversidad de procesos particulares de gran complejidad.

Junto a la función principal productiva, de prestar alojamiento a los clientes, los hoteles generalmente también realizan un conjunto amplio de actividades con el objeto de facilitar una serie de servicios complementarios, caracterizados por una enorme heterogeneidad tanto porque requieren una variedad importante de recursos (materiales, humanos, formativos, administrativos, etc.) como porque contribuyen en proporciones diferentes al resultado global de la unidad económica. (Tesis Doctorales en Red)

a. Clasificación de establecimientos de alojamiento y hospedaje

Los establecimientos de alojamiento y hospedaje se clasifican según la modalidad en la prestación, de la siguiente forma:

- Albergue – refugio – hostel
- Apartahotel
- Apartamentos turísticos
- Alojamiento rural – lodge
- Hotel
- Posadas turísticas y
- Recinto de campamento o camping

* (NORMA TÉCNICA SECTORIAL COLOMBIANA (NTSH 006), 2009)

b. Categorización de hoteles por estrellas

La Organización Mundial de Turismo es la encargada de determinar y unificar los criterios en cuanto a la clasificación hotelera. La calificación clásica y más conocida para saber qué servicios tiene cada hotel está determinada por la

cantidad de estrellas que tenga. Las estrellas pueden ir de una a cinco, aunque generalmente los sitios de una y dos estrellas no muestran su calificación, pero se sabe que son los más económicos y los que menos comodidades tienen. (<http://historiahotelera.blogspot.com/>)

- *Hoteles de una estrella:*

Estos hoteles siempre son los más económicos y los que menos servicios tienen. Tienen una habitación privada, algunas veces con baño privado y otras con baño compartido. Son estrictamente funcionales –sólo para dormir y seguir viaje– y no cuentan con servicio de limpieza. Los muebles suelen ser una cama y una silla, y a veces pueden llegar a encontrar un ropero y una mesa de luz.

Los hoteles de una estrella son generalmente espacios pequeños y sin vistas espectaculares, pero donde pueden asegurar un descanso. Los servicios como TV y teléfono se pueden compartir en el hall central del edificio. Gran parte de los hoteles de esta categoría están situados en residencias o pequeños edificios y no tienen una gran estructura para el ocio. Finalmente, suelen estar ubicados en zonas distantes del centro o casco urbano de la ciudad, pero el costo por estar allí justifica la distancia muchas veces. (Viajeros.com)

- *Hoteles de dos estrellas:*

Estos hoteles de mediana categoría ofrecen baño privado y un espacio habitacional más amplio con algún mobiliario extra, como ropero o mesa y sillas. Generalmente cuentan con servicio de alimentos y bebidas, aunque en horarios cortados y con menús básicos.

Están ubicados casi siempre en la zona céntrica de la ciudad, aunque el paisaje que ofrecen no es de lo más atractivo.

Siguen siendo hoteles funcionales, para viajeros de paso o que llegan hasta el hotel solo para descansar y disfrutar su viaje fuera del hotel. Estos hoteles incluyen en su servicio un teléfono privado y el desayuno. También suelen ofrecer una caja de seguridad para que guarde sus pertenencias y datos e información turística de la región en la que se halle. (Viajeros.com)

- *Hoteles de tres estrellas:*

Estos hoteles tienen un costo medio. Cuentan con amplios espacios en cada habitación y un mobiliario completo con sillas, mesas, armarios, televisor, teléfono privado y baños confortables. Algunos incluso poseen una pequeña heladera que

ya viene con bebidas que se pagan al final de la estadía en caso de que la consuma. Siempre están bien ubicados, sea porque están en el casco céntrico de la ciudad o por encontrarse en lugares turísticos cerca de grandes atracciones.

Generalmente cuentan con servicio de comidas al estilo de bares, en los horarios de mañana, tarde y noche, además de una amplia oferta turística para los viajeros mediante excursiones. La mayoría incluye el servicio de botones, servicio de cuarto 24 horas, conserjes y servicio bilingüe en el espacio designado a la recepción de los huéspedes. Son hospedajes donde puede quedarse a disfrutar de un descanso extra gracias a sus comodidades. (Viajeros.com)

- *Hoteles de cuatro estrellas:*

Estos hoteles están considerados de primera clase: son lujosos, con comodidades amplias como habitaciones grandes y lujosamente decoradas, que incluyen accesorios tales como secador de pelos, gel de baño y TV por Cable. También ofrecen una serie de facilidades como: tienda del estilo duty free, servicio de lavandería, centro de reuniones de negocios y empresariales y centros de ocio, como mesas de billar o cartas.

Cuentan con personal altamente capacitado que incluye chefs, botones y parqueadores plurilingües y hasta guías que ofrecen recorridos y visitas por la región. Siempre poseen servicio de bar y comidas que se pueden recibir directamente en la habitación, e incluso algunos tienen su parte de restaurante abierta al público. Suelen tener salas de conferencias para eventos empresariales o de cualquier otro tipo, además de una excelente ubicación, con suites de lujo, jacuzzi y buenas vistas panorámicas. Ideal para disfrutar tanto fuera como dentro del hotel para el viajero que busca descansar, pero también realizar actividades de todo tipo mientras se encuentra allí. (Viajeros.com)

- *Hoteles de cinco estrellas*

Estos hoteles de lujo se caracterizan por ofrecerte la mejor atención y la más amplia gama de servicios, que van desde espacio para piscinas, salones de gimnasia con profesores y animadores infantiles incluidos, hasta un servicio de guardería para niños, shows y eventos casi todas las noches. Tienen un espacio para las comidas y veladas con música en vivo, además de una carta desarrollada por varios chefs especializados en la gastronomía de la región.

Las habitaciones son las más cómodas de todas las que pueda encontrar, con espacios muy amplios y todas las comodidades que van desde TV por cable hasta

servicio de limpieza y atención personalizada las 24 horas, además de ofrecerle ubicaciones inmejorables con vistas increíbles. Suelen incluir un servicio de cóctel gratuito y entradas con descuentos especiales para los eventos de la región. En estos hoteles suelen organizarse congresos y reuniones especiales dada su amplia capacidad y la cantidad de servicios que ofrece. (Viajeros.com)

1.1.3 Crecimiento del Sector Hotelero en Colombia

Según cifras del Dane, en el año 2012 el crecimiento del PIB fue 4,0%. Por encima de la media se ubicaron los sectores de minas y canteras (5,9%); establecimientos financieros (5,5%); comercio (4,2%) y servicios sociales (4,9%); en la media los servicios de hotelería y restaurante (4,0%) y por debajo de la media construcción (3,6%), electricidad, gas y agua (3,5%); reparación (3,3%); agricultura (2,6%) y la industria manufacturera (-0,7%).

En marzo de 2013, de 20.321 (miles) de personas ocupadas en el sector de comercio, hoteles y restaurantes, el 27,8% (5655) correspondió al sector comercio, hoteles y restaurantes, lo que significó 5,4% más que el mismo período del año anterior (5368) y 4,7 puntos porcentuales por encima del total nacional (0,7%).



Gráfico 1: PIB servicios de hotelería y restaurante

Fuente: Dane cálculos OEE – MCIT

En 2012 la Inversión Extranjera Directa (IED) en el sector comercio, restaurantes y hoteles con US\$1601 millones.

En febrero de 2013 el principal motivo de viaje de los viajeros residentes en Colombia que se hospedaron en hoteles fue negocios (46,9%), ocio (38,6%) y participación en convenciones (10,5%).

A febrero de 2013 se encontraban activos en el Registro Nacional de Turismo 18.188 prestadores de servicios turísticos.

A febrero de 2013 se encontraban activos en el Registro Nacional de Turismo 18.188 prestadores de servicios turísticos. De este total el 31% se localizaban en las grandes capitales, el 16% en la Costa Atlántica, el 11% en la zona cafetera y el 42% en el resto del país. El 12% de los establecimientos de alojamiento activos en el Registro Nacional de Turismo se localizaban en Antioquia, el 11% en Bogotá y el 8% en el Valle del Cauca.

En febrero de 2013 la ocupación hotelera alcanzó el 50,3%, esto es, 2,1 puntos porcentuales menos que el mismo mes de 2012 (52,4%).

Según cifras de Cotelco, los departamentos de San Andrés (75,2%) y Antioquia (61,4%) registraron el mayor porcentaje de ocupación en el primer trimestre de 2013.

Los ingresos de los hoteles en febrero de 2013 aumentaron 0,8% y el personal ocupado 1,2%.

Número de prestadores activos a febrero de 2013

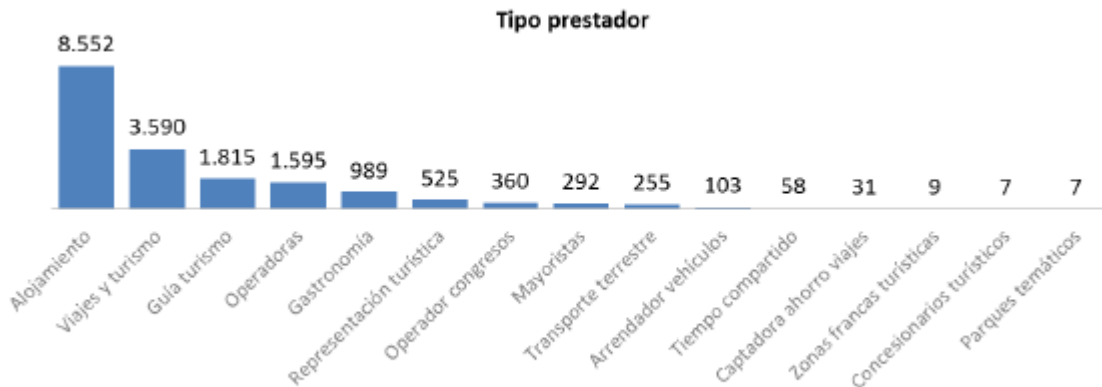


Gráfico 2: Número de prestadores activos a febrero de 2013

Fuente: RNT. Cálculos OEE – MCIT. Cifras Preliminares

En los últimos cinco años ingresaron al mercado 729.891 metros cuadrados de áreas culminadas con destino a hotel, siendo 2010 el año de mayor dinamismo con un crecimiento de 78,1%. (Ministerio de Comercio, Industria y Turismo)

1.1.4 Normatividad

NORMA	NOMBRE DE LA NORMA	DESCRIPCIÓN
Decreto Supremo N°029-2004-MINCETUR (27 Nov 2004)	Reglamento de establecimientos de Hospedaje	Establece las disposiciones para la clasificación, categorización, funcionamiento y supervisión de los establecimientos de hospedaje; asimismo, establece los órganos competentes en dicha materia, así como, la obligación de presentar una Declaración Jurada de cumplimiento de las condiciones mínimas para la prestación del servicio. Establece la clasificación de Hotel, Apart- Hotel, Hostal, Resort, Ecolodge y Albergue, que podrán ser ostentados por los establecimientos que cumplan con los requisitos de infraestructura, equipamiento y servicios conforme la clase y/o categoría solicitada. Declaración Jurada Establecimiento de Hospedaje
Resolución Ministerial N°151-2001-ITINCI/DM (30 julio 2001)	Reglamento de Calificadores de Establecimientos de Hospedaje	Define las funciones, procedimiento para la evaluación y designación de Calificadores de Establecimientos de Hospedaje, quienes tienen la función de emitir Informes Técnicos con el fin de solicitar la condición de Establecimiento de Hospedaje Clasificado y/o Categorizado
(D.S. 010-95-ITINCI, 04 mayo 95)	Reglamento de autorización y registro de casas particulares y centros educativos que ofrecen servicio de alojamiento	Establece el procedimiento para la autorización y registro de casas particulares, universidades o institutos superiores, con infraestructura adecuada para ofrecer servicio de alojamiento en caso que no exista infraestructura de servicios turísticos o ésta sea deficitaria. No se aplica en la provincia de Lima y la Provincia Constitucional del Callao.
Resolución Ministerial N°0011-95-MITINCI/VMTINCI/DNT (09 mayo 95)	Requisitos que deberán cumplir los establecimientos que brindan servicio de alojamiento	Este dispositivo establece los requisitos mínimos que deberán cumplir las casas particulares, universidades e institutos superiores, para brindar el servicio de alojamiento.
Decreto Supremo N°025-2004-MINCETUR (10 Nov 2004)	Reglamento de restaurantes	Establece los requisitos y procedimientos para autorizar la prestación del servicio de Restaurante, así como, la obligación de presentar una Declaración Jurada de cumplimiento de las normas relativas a las condiciones del servicio que prestan y a la calidad en la preparación de comidas y bebidas. Establece las categorías de 1 a 5 Tenedores, así como la calificación de Turístico, aplicable para los restaurantes que ostentan de 3 a 5 Tenedores.

Resolución Ministerial N°081-94-ITINCI (12 agosto 1994)	Disposiciones sobre establecimientos que expenden comidas y bebidas	Resolución Ministerial que señala que los establecimientos que expenden comidas y bebidas incluyan en sus listas de precios el IGV y el recargo al consumo
Ley N°28868 (09 agosto 2006)	Ley que faculta al Ministerio de Comercio Exterior y Turismo a tipificar infracciones por vía reglamentaria en materia de prestación de servicios turísticos y calificación de establecimientos de hospedaje y establece sanciones aplicables	Faculta al MINCETUR a tipificar infracciones y aplicar sanciones a los prestadores de servicios turísticos establecidos en el artículo 17º de la Ley N° 26961, Ley para el Desarrollo de la Actividad Turística, mediante Reglamento.
Decreto Supremo N°007-2007-MINCETUR (07 junio 2007)	Reglamento de la Ley N°28868	Norma que tipifica las conductas sancionables en las que pudieran incurrir tanto los prestadores de servicios turísticos, como los Calificadores de Establecimientos de Hospedaje y establece además las sanciones que deberán aplicarse.
Decreto Legislativo N°919 (6 junio 2001)	Beneficio Tributario	Consideran exportación la prestación de los servicios de hospedaje, incluyendo la alimentación, a sujetos no domiciliados.
Decreto Supremo N°122-2001-EF (29 junio 2001)	Beneficio Tributario	Normas para la aplicación de beneficio Tributario a Establecimientos de Hospedaje que brinden servicios a sujetos no domiciliados
Resolución N°082-2001/SUNAT (20 julio 2001)	Beneficio Tributario	Normas referidas al Registro Especial de Establecimientos de Hospedaje
Ley N°28780 (13 julio 2006)	Beneficio Tributario	Ley que modifica el numeral 4 del art 33 del Texto Único Ordenado de la Ley del Impuesto General de las Ventas e Impuesto Selectivo al Consumo
Norma Técnica Colombiana NTC 5133 (22 Sept 2006)	Etiquetas Ambientales Tipo I. Sello Ambiental Colombiano	Implementación del esquema del Sello Ambiental Colombiano, cuya reglamentación de uso se estableció mediante la resolución 1555 de 2005 de los Ministerios de Ambiente, Vivienda y Desarrollo Territorial y de Comercio, Industria y Turismo.

Norma Técnica Colombiana NTC 006 (22 Nov 2004)	Clasificación de establecimientos de alojamiento y hospedaje. Categorización por estrellas de hoteles, requisitos normativos.	Definir la clasificación de los establecimientos de alojamiento y hospedaje y las características de calidad en los servicios ofrecidos y de infraestructura, que deben cumplir los hoteles para obtener su certificado de categorización por estrellas.
Norma Técnica Sectorial Colombiana NTSH 008	Alojamientos rurales, requisitos de planta y servicios	Demostrar a los clientes las características de calidad y los requisitos de planta y servicios para los establecimientos de alojamiento rural, así como garantizar una adecuada relación entre el valor pagado y la calidad recibida.
Norma Técnica Sectorial Colombiana NTSH 003 (24 Feb 2003)	Establecimientos de alojamiento y hospedaje. Norma de competencia laboral. Prestación de servicio de recepción y reservas conforme a manuales existentes.	Requisitos para ofrecer productos y servicios dando respuesta al cliente, realizar check in y check out de huéspedes y reservas habitaciones de acuerdo con procedimientos definidos en los establecimientos de alojamiento y hospedaje.
Decreto N°60 (18 ene 2002)	BPM	Por el cual se promueve la aplicación del Sistema de Análisis de Peligros y Puntos de Control Crítico - HACCP en las fábricas de alimentos y se reglamenta el proceso de certificación.
Decreto 3075 de 1997	BPM	Regular todas las actividades que puedan generar factores de riesgo por el consumo de alimentos.
Ley 9 (24 enero 1979)	Salud Ocupacional	Para preservar, conservar y mejorar la salud de los individuos en sus ocupaciones
Decreto 4000 (30 Nov 2004)	Control de Extranjeros	En establecimientos que se preste el servicio de hospedaje, se llevará un registro diario de extranjeros.
Ley 679 (03 agosto 2001) - Ley 1336 (21 julio 2009) - Resolución 3840 (24 dic 2009)	Prevención Turismo Sexual	Prevenir y contrarrestar la explotación, la pornografía y el turismo sexual con menores, en desarrollo del artículo 44 de la Constitución.
Decreto 1538 (17 mayo 2005)	Discapacidad	Diseño, construcción, ampliación, modificación, ejecución de obras de construcción, adecuación de edificios, establecimientos en instalaciones de propiedad pública o privada, abiertos y de uso al público.
Norma Técnica Sectorial Colombiana NTSH 001 (24 Feb 2003)	Actividades básicas para la prestación del servicio	Proporciona los requisitos para organizar el inicio y cierre de actividades y operar equipos y elementos de trabajo de acuerdo con los parámetros definidos en los establecimientos de alojamiento y hospedaje.

Norma Técnica Sectorial Colombiana NTSH 002 (24 Feb 2003)	Atención de Sugerencias y Reclamos	Requisitos para atender sugerencias y reclamaciones cumpliendo el protocolo de servicio y brindando información conforme a requisitos del cliente en los establecimientos hoteleros y otros tipos de alojamiento.
Norma Técnica Sectorial Colombiana NTSH 004 (24 Feb 2003)	Atención del área de Conserjería	Requisitos para ejecutar labores de apoyo en el servicio a huéspedes y clientes y atender entrega y recibo de habitaciones según procedimientos definidos en los establecimientos de alojamiento y hospedaje.
Norma Técnica Sectorial Colombiana NTSH 005 (24 Feb 2003)	Manejo de valores e ingresos relacionados con la operación	proporcionar los requisitos para cumplir procedimientos definidos para el manejo de valores y realizar el cobro en los establecimientos de alojamiento y hospedaje.
Norma Técnica Sectorial Colombiana NTSH 009 (28 Feb 2008)	Apartamentos Turísticos	Establecer los requisitos que deben cumplir los apartamentos turísticos para asegurar la calidad en la prestación del servicio.
Norma Técnica Sectorial Colombiana NTSH 010 (28 Feb 2008)	Apartahoteles	Establece los requisitos que deben cumplir los apartahoteles para asegurar la calidad en la prestación del servicio.
Norma Técnica Sectorial Colombiana NTS - TS 002 (17 Nov 2006)	Sostenibilidad EAH	Requisitos de sostenibilidad ambiental, sociocultural y económica para los establecimientos de alojamiento y hospedaje (EAH).
Norma Técnica Sectorial Colombiana NTSH 007 (23 Feb 2005)	Posadas Turísticas	Definir los requisitos de planta y de servicios que deben cumplir las posadas turísticas.
Ley 300 (22 Nov 2006) - Ley 1106 (22 Nov 2006) - Ley 1558 (10 julio 2012)	Ley de Turismo	Modificaciones a la Ley General de Turismo

Tabla 1: Normatividad Hotelería

Fuente: Cotelco (Asociación Hotelera y Turística de Colombia)

Ministerio de Comercio, Industria y Turismo

2. CAPITULO II

2.1 Definir el concepto CAPM, BETA y el Costo de Capital para el inversionista

2.1.1 Antecedentes del Modelo CAPM

La primera contribución en el campo de la economía financiera fue hecha en la década de 1950 por Harry Markowitz, quien desarrolló la llamada teoría de la elección de la cartera, una teoría de asignación de activos financieros en condiciones de incertidumbre para los hogares y las empresas. Esta teoría analiza cómo invertir la riqueza de los activos que difieren en cuanto a sus expectativas de rentabilidad y riesgo, e igualmente analiza cómo se pueden reducir riesgos.

Esta teoría se publicó por primera vez en un ensayo titulado "Portafolio de selección" (1952), y después en su libro: La cartera de selección: La diversificación eficaz (1959)

Una segunda contribución importante a la teoría de la economía financiera se produjo durante la década de 1960 cuando un número de investigadores, entre ellos William Sharpe quien fue la figura principal, utilizaron la teoría de Markowitz como base para el desarrollo de otra teoría sobre la formación de los precios de los activos financieros, llamada Capital Asset Pricing Model o CAPM.

William desarrolló esta teoría en un ensayo titulado: Los precios de los activos de capital: Una teoría de equilibrio del mercado bajo condiciones de riesgo (1964)

Una tercera contribución a la economía financiera se refiere a la teoría de finanzas corporativas y la evaluación de las empresas en los mercados. Los logros más importantes en este campo fueron realizados por Merton Miller. Esta teoría explica la relación entre las empresas de bienes de capital y estructura política de dividendos por un lado, y su valor de mercado por el otro.

Este modelo fue publicado en el ensayo titulado "El costo de capital, fianzas corporativas y la teoría de la inversión" (1958), que fue seguido por otros importantes ensayos en 1963 y 1966.

Lo anterior les valió a estos tres personajes el premio Nobel de economía en 1990. (Correa Jiménez & Villacob Navarro, 2009)

2.1.2 Modelo de Mercado o CAPM (Capital Assets Pricing Model)

Es un modelo frecuentemente utilizado en la economía financiera. El modelo es utilizado para determinar la tasa de rentabilidad teóricamente requerida para un cierto activo, si éste es agregado a un portafolio adecuadamente diversificado y a través de estos datos obtener la rentabilidad y el riesgo de la cartera total. El modelo toma en cuanto la sensibilidad del activo al riesgo no-diversificable (conocido también como riesgo del mercado o riesgo sistémico, representado por el símbolo de beta (β), así como también el rentabilidad esperado del mercado y el rentabilidad esperado de un activo teóricamente libre de riesgo.

El modelo fue introducido por Jack L. Treynor, William Sharpe, John Litner y JanMossin independientemente, basado en trabajos anteriores de Harry Markowitz sobre la diversificación y la Teoría Moderna de Carteras o Portafolios. Sharpe recibió el Premio Nobel de Economía (en conjunto con Markowitz y Merton Miller) por su contribución al campo de la economía financiera. (Enciclopedia Financiera)

ELEMENTOS PARA EL CÁLCULO DEL COSTO DE CAPITAL

Tal como se mencionó anteriormente, el costo de capital es la rentabilidad mínima que deben producir los activos de una empresa. Es, por lo tanto el costo de oportunidad que supone la posesión de dichos activos.

Para su cálculo se puede hacer uso del modelo CAPM, a través de la siguiente fórmula:

$$K_a = r_f + \beta (r_m - r_f) + R_p$$

r_f = Tasa libre de riesgo

β = Beta apalancada

r_m = Rentabilidad del mercado

R_p = Prima riesgo país

$(r_m - r_f)$ = Prima por el riesgo del mercado (Correa Jiménez & Villacob Navarro, 2009)

2.1.3 La Beta

Definición

La beta es la pendiente de la línea de regresión que asocia la rentabilidad de una acción con la rentabilidad del mercado. Recoge el riesgo total de una acción.

Dado que las betas se calculan a partir de la observación histórica de la rentabilidad de las acciones, significa que ella recoge el riesgo total incurrido por los accionistas, ya que la rentabilidad de las acciones se calcula después de considerar el efecto del endeudamiento de las empresas. Así, podría decirse que una parte de la beta incluye riesgo operativo y otra parte incluye el riesgo financiero.

$$\beta \text{ Riesgo Total} = \beta \text{ Riesgo Operativo} + \beta \text{ Riesgo Financiero}$$

Debido a que el riesgo total incluye el riesgo asociado con el hecho de que la empresa está endeudada, es decir, que incluye el efecto de su apalancamiento financiero, también se le denomina beta apalancada.

Por otro lado, la beta riesgo operativo, revela el riesgo de la empresa en ausencia de deuda, ya que el efecto de la deuda lo incluye la beta riesgo financiero. El riesgo de una empresa en ausencia de deuda corresponde a aquel que se asume por el hecho de desarrollar una determinada actividad, con unas determinadas características del sector, entre otros, Por ello es que la Beta riesgo operativo también se le denomina beta desapalancada.

$\beta = 1$ El nivel de riesgo de las acciones es igual al riesgo del mercado

$\beta > 1$ El nivel de riesgo de las acciones es mayor al riesgo del mercado

$\beta < 1$ El nivel de riesgo de las acciones es menor al riesgo del mercado.

CALCULO DE LA BETA APALANCADA

Como es explicado anteriormente es la que incluye el efecto de la deuda de una empresa y se calcula de la siguiente manera:

$$\beta = \frac{\sigma_{im}}{\sigma_m^2}$$

σ_{im} = Covarianza de la acción frente al mercado

σ_m^2 = Varianza de todo el mercado

CALCULO BETA DESAPALANCADA

Refleja el riesgo operativo de la empresa en ausencia de deuda.

La fórmula más utilizada para calcularla con base en la beta apalancada se denomina fórmula de Hamada, en honor a su autor, el profesor Robert S. Hamada.

$$\beta_u = \frac{\beta_L}{1 + (1-t)D/P}$$

β_L = Beta apalancada

β_u = Beta desapalancada

t = Tasa de impuestos

$$\frac{D}{P} = \text{Relación de apalancamiento (Deuda/Patrimonio)}$$

(Correa Jiménez & Villacob Navarro, 2009)

2.1.4 Costo de Capital para el inversionista

El costo de capital es el mínimo retorno aceptable de una inversión. Es una línea divisora invisible entre el buen desempeño corporativo y el malo; una tasa a cumplir si se espera crear valor. Es un costo de oportunidad equivalente al retorno total que los inversionistas esperarían ganar al invertir en una opción de riesgo equivalente. En otras palabras, el costo de capital está marcado por la relación entre el riesgo y su recompensa. A medida que la compañía les pide a sus inversionistas que asuman más riesgo, mayor debe ser el retorno ofrecido. (Correa Jiménez & Villacob Navarro, 2009)

Para determinar el costo de capital, se debe determinar el costo de cada uno de los componentes de capital, que son los renglones que aparecen en el lado derecho del balance general de una empresa. La mezcla de cada uno de estos componentes conforma el costo promedio ponderado del capital de la empresa, también llamado WACC, por sus siglas en inglés que significan WeightAverageCost of Capital.

$$WACC = k_e(E(D + E + PS)) + k_d(D(D + E + PS)) + k_{ps}(PS(D + E + PS))$$

k_e = Costo Equity

k_d = Costo de la deidad después de impuestos

k_{ps} = Costo de las acciones preferentes.

$E(D + E + PS)$ = Proporción de utilidades retenidas utilizadas en la mezcla de financiamiento. (Baqueiro Lezama, 2003)

3 CAPITULO III

3.1 Variables o categorías de Análisis

Tasa libre de riesgo. En los mercados de valores de los Estados Unidos es común presentar como el instrumento libre de riesgo por excelencia, la tasa de mercado efectiva en títulos del gobierno de los Estados Unidos. Estos títulos se venden en subasta, a descuento, todas las semanas y existe un gran mercado secundario de ellos, por lo que las tasas son fijadas por los inversionistas en el mercado y fluctúan diariamente.

Los TES son títulos de deuda pública emitidos por la Tesorería General de la Nación. Pueden ser en pesos, en UVR'S o en pesos ligados a la TRM. Son subastados por el Banco de la República y se caracterizan por ser una de las mayores fuentes de financiación del gobierno colombiano.

Contextualizando el concepto de cero riesgo en Colombia, los TES son los títulos que representan inversión sin riesgo pues son emisiones del Estado, el cuál teóricamente no se quebraría, por tanto, las tasas de interés que otorgan estos títulos de deuda del Estado, representan la tasa libre de riesgo.

La Beta apalancada. Es una medida de riesgo que relaciona la volatilidad de la rentabilidad de una acción con la volatilidad de la rentabilidad del mercado. Es decir, la beta de una acción me dice cómo se comporta una acción de una compañía específica o de un sector frente a los movimientos del mercado.

Riesgo de mercado. El riesgo de mercado es aquel que no puede eliminarse mediante decisiones de diversificación y está relacionado con las fluctuaciones que afectan a la economía en su conjunto, o al mercado de valores en general. Corresponde a los promedios históricos de la rentabilidad por invertir en acciones.

Para Colombia, el riesgo de mercado corresponde a los promedios históricos de la rentabilidad del IGBC, del COLCAP y del COL20.

Prima riesgo país. Corresponde a unos puntos adicionales que reflejan el mayor riesgo que para un inversionista implicaría invertir en un país diferente Estados Unidos. Esto implica que los mercados asumen los bonos de Estados Unidos como los de menor riesgo.

Este valor cambia permanentemente y refleja el riesgo percibido por los inversionistas en los mercados de capitales internacionales, pues ellos están observando los eventos políticos y económicos de los diferentes países, con el fin de determinar cuál debería ser la tasa de interés de negociación de los bonos de deuda que esos países emiten. (Correa Jiménez & Villacob Navarro, 2009)

3.2 Aplicación del modelo CAPM

Para comenzar, luego de realizar el proceso de consolidación de la información obtenida de la página web de la Superintendencia de Sociedades se pasó a clasificar a las compañías reportantes, categorizándolas en 5 clases de acuerdo a sus niveles de activos totales, además de calcular el ROE para cada una de ellas. Posterior a esto, se realizó un trabajo de depuración debido a que se encontraron datos de empresas que generaban distorsiones muy significativas en los resultados. Esta actividad llevó a que el comportamiento de la información fuera mucho más consistente, generando más claridad en el ejercicio final.

Para llegar a la matriz de covarianzas que se requiere para desarrollar el modelo CAPM se realizaron cálculos de ponderación de las rentabilidades con el fin de que los resultados que arrojará el modelo fueran más precisos. De esta manera, se calcularon dos tipos de ROE: un ROE promedio ponderado para la categoría en cada año y otro solamente para el año. Las fórmulas utilizadas fueron las siguientes:

ROE Promedio Ponderado (Categoría-año)

$$= ROE \text{ de la compañía} * \text{Factor de ponderación}$$

Factor de ponderación (Categoría – Año)=

$$\frac{\text{Patrimonio de la compañía}}{\sum \text{Patrimonio de la categoría en el año}}$$

ROE Promedio Ponderado (Año)

$$= ROE \text{ de la compañía} * \text{Factor de ponderación}$$

Factor de ponderación año=

$$\frac{\text{Patrimonio de la compañía}}{\sum \text{Patrimonio en el año}}$$

Como resultado de estos cálculos, se llega a la tabla que contiene los ROE Promedio Ponderados para cada categoría y en cada año, la cual es el punto de partida de la matriz de covarianza, punto de partida para calcular la Beta y llegar al resultado final del modelo.

ROE PROMEDIO PONDERADO						
Año	ROE Cat 1	ROE Cat 2	ROE Cat 3	ROE Cat 4	ROE Cat 5	ROE Prom AÑO
2003	3,29%	-0,54%	-5,90%	1,28%	2,26%	2,17%
2004	6,57%	1,81%	-4,00%	0,59%	2,36%	2,26%
2005	0,00%	2,43%	2,36%	4,59%	4,19%	4,20%
2006	29,59%	-0,18%	4,32%	4,86%	5,36%	5,31%
2007	3,40%	12,65%	9,03%	5,82%	7,11%	7,04%
2008	1,06%	7,28%	9,95%	4,57%	3,28%	3,42%
2009	0,00%	-1,98%	3,25%	3,66%	3,39%	3,41%
2010	0,00%	5,40%	4,02%	3,73%	3,20%	3,24%
2011	0,00%	1,03%	7,04%	4,28%	4,93%	4,90%
2012	0,00%	8,73%	6,69%	4,82%	7,26%	7,10%

Tabla 2: Roe promedio ponderado

Matriz de covarianzas:

	Categoría 1	Categoría 2	Categoría 3	Categoría 4	Categoría 5
Covarianzas	0,00018	0,00046	0,00056	0,00021	0,00029
Varianza Mdo	0,00031				

Tabla 3: Matriz de Covarianzas

Cálculos de Betas para cada categoría y resultado del modelo:

	Categoría 1	Categoría 2	Categoría 3	Categoría 4	Categoría 5
Betas	0,562497	1,480148	1,808182	0,675256	0,916645

Rf	9,18%
Rm	4,31%

Rk (Categoría)	6,44%	1,97%	0,37%	5,89%	4,71%
----------------	-------	-------	-------	-------	-------

Tabla 4: Cálculo de Betas para cada categoría y resultado del modelo

Como resultado final, el Rk (el cual representa el rendimiento esperado por el inversionista) para cada categoría muestra el resultado que arroja el modelo luego de su aplicación para el desarrollo de este trabajo.

4 CAPITULO VI

4.1 Resultados

Al finalizar este proceso de aplicación del modelo CAPM, se llegó a la siguiente tabla de ROE promedio ponderado para cada año y categoría:

CATEGORÍA	ACTIVOS
1	Hasta \$100 MM
2	Hasta \$500 MM
3	Hasta \$1.000 MM
4	Hasta \$10.000 MM
5	Mayor a \$10.000 MM

ROE PROMEDIO PONDERADO						
Año	ROE Cat 1	ROE Cat 2	ROE Cat 3	ROE Cat 4	ROE Cat 5	ROE Prom AÑO
2003	3,29%	-0,54%	-5,90%	1,28%	2,26%	2,17%
2004	6,57%	1,81%	-4,00%	0,59%	2,36%	2,26%
2005	0,00%	2,43%	2,36%	4,59%	4,19%	4,20%
2006	29,59%	-0,18%	4,32%	4,86%	5,36%	5,31%
2007	3,40%	12,65%	9,03%	5,82%	7,11%	7,04%
2008	1,06%	7,28%	9,95%	4,57%	3,28%	3,42%
2009	0,00%	-1,98%	3,25%	3,66%	3,39%	3,41%
2010	0,00%	5,40%	4,02%	3,73%	3,20%	3,24%
2011	0,00%	1,03%	7,04%	4,28%	4,93%	4,90%
2012	0,00%	8,73%	6,69%	4,82%	7,26%	7,10%
<i>ROE Promedio por categoría</i>	<u>4,39%</u>	<u>3,66%</u>	<u>3,68%</u>	<u>3,82%</u>	<u>4,33%</u>	<u>ROE Prom</u> 4,31%

Tabla 5: Roe promedio ponderado

Con estos resultados se calculan los componentes del modelo CAPM:

$$K_a = r_f + \beta (r_m - r_f) + R_p$$

r_f = Tasa libre de riesgo

β = Beta apalancada

r_m = Rentabilidad del mercado

R_p = Prima riesgo país

$(r_m - r_f)$ = Prima por el riesgo del mercado (Correa Jiménez & Villacob Navarro, 2009)

Cabe aclarar que para el desarrollo de este trabajo no se tuvo en cuenta la prima por riesgo país debido a que la rentabilidad del mercado se calculó con base en los resultados de las compañías que desarrollan sus actividades en Colombia, así como la tasa libre de riesgo, para la cual se tomó el rendimiento de los TES con vencimiento a 10 años.

BETAS POR CATERGORÍA				
BETA Cat 1	BETA Cat 2	BETA Cat 3	BETA Cat 4	BETA Cat 5
0,562497	1,480148	1,808182	0,675256	0,916645

Tabla 6: Beta por categoría

Es pertinente recordar la siguiente explicación para los posibles resultados que puede mostrar la Beta en el modelo con el fin de facilitar su interpretación:

$\beta = 1$ El nivel de riesgo de la inversión en la categoría es igual al riesgo del mercado

$\beta > 1$ El nivel de riesgo de la inversión en la categoría es mayor al riesgo del mercado

$\beta < 1$ El nivel de riesgo de la inversión en la categoría es menor al riesgo del mercado.

De esta manera, se encontró que las categorías 2 y 3 (con niveles de activos entre 100 y 1.000 millones) muestran un nivel de riesgo muy superior al nivel de riesgo que muestra el mercado, contrario a las categorías 1, 4 y 5.

Al integrar los demás componentes del modelo, los resultados obtenidos son los siguientes:

	Categoría 1	Categoría 2	Categoría 3	Categoría 4	Categoría 5
Betas	0,562497	1,480148	1,808182	0,675256	0,916645

Rf	9,18%
Rm	4,31%

Rk (Categoría)	6,44%	1,97%	0,37%	5,89%	4,71%
----------------	-------	-------	-------	-------	-------

Rk POR CATERGORÍA				
Rk Cat 1	Rk Cat 2	Rk Cat 3	Rk Cat 4	Rk Cat 5
6,44%	1,97%	0,37%	5,89%	4,71%

Tabla 7: Rk por categoría

Así, se observa que la escala de rendimientos para los inversionistas comienza en la categoría 1, sigue con la 4, la 5 y la 2 para terminar en la categoría 3, evidenciándose un comportamiento contradictorio pues el modelo concluye que las categorías 2 y 3 son a las que menos costo de capital se les debe asignar, contrario al nivel de riesgo (expresado por la beta) y a la premisa de que a mayor riesgo, mayor rentabilidad, y viceversa con las otras categorías.

5 CONCLUSIONES

Para el desarrollo de este trabajo se tomó como referencia la información disponible en la página web de la Superintendencia de Sociedades en el periodo comprendido entre los años 2003 y 2012. Al realizar la labor de consolidación de la información contable reportada, se encontró que en los primeros periodos había muy pocas compañías reportantes, posiblemente debido a desconocimiento de su parte o falta de control de la entidad supervisora. Esta situación tiende a normalizarse a partir de los años 2005 y 2006, en los cuales vemos que se duplica la cantidad de compañías reportantes.

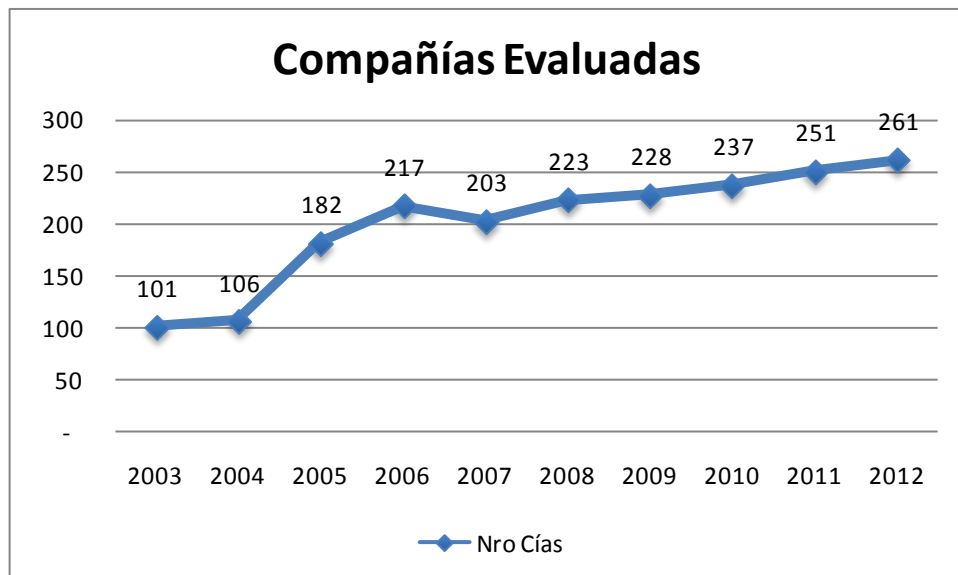


Gráfico 3: Compañías Evaluadas

En el proceso de la consolidación de esta información se definieron las 5 categorías, encontrando que al año 2012 tenían la siguiente participación, donde se nota que las más representativas son las categorías 4 y 5.

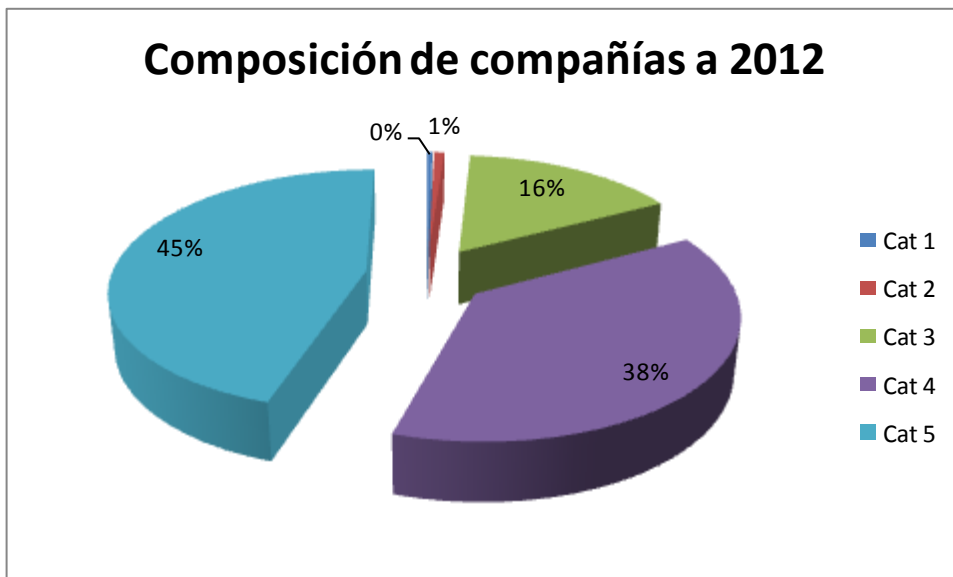


Gráfico 4: Composición de compañías a 2012

Con el fin de construir los elementos que requería el modelo, se realizó un proceso de identificación de las rentabilidades de las empresas que conformaban la muestra tomada. Al final de esta labor, se llegó a los ROE's (Rentabilidad del patrimonio) generales para cada año, en donde se observa que la rentabilidad para el inversionista que generan estas empresas es muy baja y que llevaban una senda alcista que se vio interrumpida en el año 2008, efecto relacionado directamente con la crisis financiera mundial

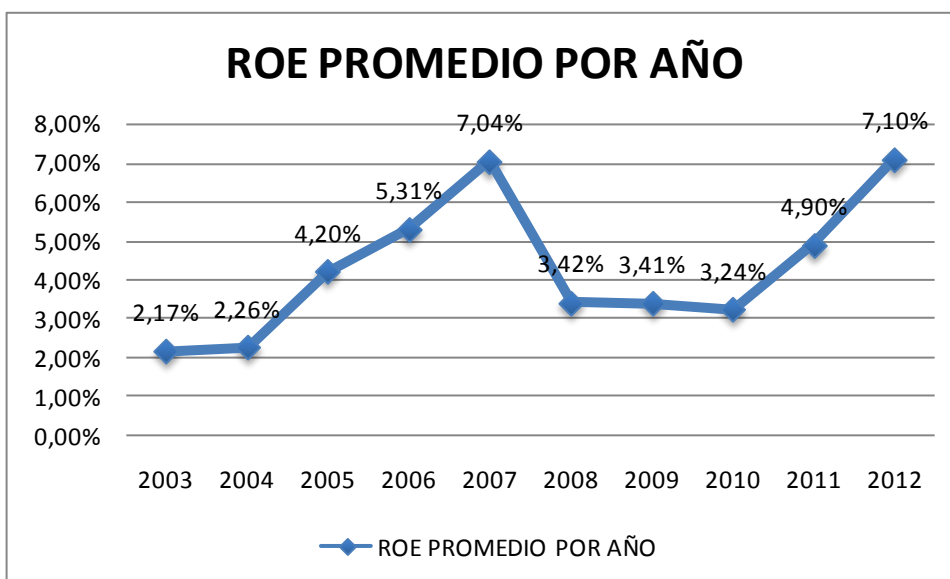


Gráfico 5: Roe promedio por año

Como se anotó en el capítulo 5, el cual corresponde a la descripción de los resultados obtenidos, los niveles de rentabilidad esperada son muy bajos comparados con la tasa libre de riesgo, lo que podría sugerir que para un inversionista sería más rentable salirse del negocio e invertir en instrumentos de renta fija. Realizando una evaluación exhaustiva de estos resultados, se encontró que en muchos casos los niveles de utilidad son muy bajos o negativos y que los niveles de patrimonio en la industria son muy altos, afectando los resultados del ROE. En la siguiente tabla se observan los niveles de activos, pasivos, patrimonio y endeudamiento en cada año.

AÑO	Activos Totales	Pasivos Totales	Patrimonio Total	Indice de Endeudamiento
2003	1.202.995.676	434.071.273	768.924.403	36,1%
2004	1.411.057.049	467.251.290	943.805.759	33,1%
2005	1.649.841.257	584.546.811	1.065.294.446	35,4%
2006	2.102.618.921	731.662.174	1.370.956.747	34,8%
2007	2.290.939.267	828.489.480	1.462.449.787	36,2%
2008	2.741.475.980	1.010.613.794	1.730.862.186	36,9%
2009	3.082.305.995	1.155.988.890	1.926.317.105	37,5%
2010	3.454.927.095	1.307.201.734	2.147.725.361	37,8%
2011	4.370.179.804	1.761.996.066	2.608.183.738	40,3%
2012	4.861.885.160	1.767.467.668	3.094.417.492	36,4%

Tabla 8: Niveles de activos, pasivos, patrimonio y endeudamiento en cada año por categoría

Luego de observar todos estos resultados, y a la luz de los conceptos de las finanzas corporativas, podría llegarse a la conclusión equivocada de que la industria hotelera es una industria en declive que no amerita la más mínima inversión debido a que su retorno sobre la inversión es demasiado bajo, por lo cual carecería de todo atractivo para un inversionista; esto en razón de que el ROE promedio es inferior a la tasa libre de riesgo promedio con la cual se realiza la comparación. Sin embargo, profundizando en el contexto económico y en las fuentes que proveyeron de información a este trabajo, se tiene que hay un componente que no puede dejarse de lado y es el relacionado con que la base de estos registros contables tiene un enfoque fiscal y tributario que contribuye a que haya un distanciamiento frente a la realidad financiera de cada compañía.

Por esta razón, utilizar la metodología CAPM propuesta en este trabajo no resulta ser aplicable a la industria hotelera en Colombia debido a que la fuente de información principal es la que reportan las compañías a los entes regulatorios y fiscales, la cual es preparada netamente bajo un enfoque fiscal. Se considera que, en últimas, lo que muestra esta información es la realidad contable de la compañía y no necesariamente la realidad financiera, más aún si se tiene en cuenta que nuestro país apenas entrará en etapa de transición a normas internacionales de información financiera y contable este año, lo cual ayudará a reducir la brecha entre los dos enfoques contables que buscan, por un lado, llegar a la base gravable que servirá para calcular la carga tributaria; y por el otro, servir de fuente fidedigna y homogénea para facilitar la gestión y la toma de decisiones al interior de la compañía.

Para terminar, encontramos como desventaja de la adaptación de este modelo que las compañías evaluadas son de capital cerrado lo que hace que la información sea escasa, y en algunos casos imprecisa e inexacta. Como consecuencia de que los requerimientos de información sean menos rigurosos, la exactitud de la información contable tiende a ser menor, haciendo que los resultados y sus análisis sean difíciles y poco consistentes, llevando a controvertir la aplicación de este modelo en este tipo de empresas.

6 GLOSARIO

- *Albergue – refugio – hostel*: Establecimiento en que se presta el servicio de alojamiento preferiblemente en habitaciones semi privadas o comunes, al igual que sus baños, y que puede disponer además de un recinto común equipado adecuadamente para que los huéspedes se preparen sus propios alimentos, sin perjuicio de proporcionar otros servicios complementarios.
- *Alojamiento rural – lodge*: Establecimiento en que se presta el servicio de alojamiento en unidades habitacionales privadas, ubicado en áreas rurales y cuyo principal propósito es el desarrollo de actividades asociadas a su entorno natural y cultural. Ofrece además como mínimo, servicios de alimentación bajo la modalidad de pensión completa, sin perjuicio de proporcionar otros servicios complementarios
- *Apartahotel*: Establecimiento en que se presta el servicio de alojamiento en apartamentos independientes, de un edificio, que integren una unidad de administración y explotación, pudiendo ofrecer otros servicios complementarios. Cada apartamento está compuesto como mínimo de los siguientes ambientes: dormitorio con baño privado, sala de estar, cocina equipada y comedor.
- *Apartamentos turísticos*: Unidad habitacional destinada a brindar facilidades de alojamiento y permanencia de manera ocasional a una o más personas, según su capacidad, que puede contar con servicio de limpieza y como mínimo con los siguientes recintos: dormitorio, sala-comedor, cocina y baño.
- *Col20*: Indicador de rentabilidad o liquidez que refleja las variaciones de los precios de las 20 acciones más líquidas de la Bolsa de valores de Colombia, donde el nivel de liquidez de cada compañía determina su ponderación.
- *Colcap*: Indicador que refleja las variaciones de los precios de las 20 acciones más líquidas de las Bolsa de valores de Colombia, donde el valor de la capitalización bursátil ajustada de cada compañía determina su nivel de ponderación.

- *Costo de Capital:* Es el costo promedio ponderado de cada uno de los componentes a los cuales la empresa recurre para poder realizar su operación.
- *Costo de Oportunidad:* Es aquel valor o utilidad que se sacrifica por elegir una alternativa A y despreñar una alternativa B.
- *GrevPar:* (GrossRevenue per Available Room) Indicador que mide la generación de ventas de cada habitación disponible, incluyendo todos los ingresos del hotel.
- *Hotel:* Establecimiento en que se presta el servicio de alojamiento en habitaciones y otro tipo de unidades en menor cantidad, privadas, en un edificio o parte independiente del mismo, constituyendo sus dependencias un todo homogéneo y con entrada de uso exclusivo. Además, dispone como mínimo del servicio de recepción, servicio de desayuno y salón de estar para la permanencia de los huéspedes, sin perjuicio de proporcionar otros servicios complementarios.
- *Inversión:* Es el acto mediante el cual se invierten ciertos bienes con el ánimo de obtener unos ingresos o rentas a lo largo del tiempo.
- *Posadas turísticas:* Vivienda familiar en que se presta el servicio de alojamiento en unidades habitacionales preferiblemente de arquitectura autóctona, cuyo principal propósito es promover la generación de empleo e ingresos a las familias residentes, prestadoras del servicio.
- *Recinto de campamento o camping:* Establecimiento en que se presta el servicio de alojamiento en un terreno debidamente delimitado, asignándole un sitio a cada persona o grupo de personas que hacen vida al aire libre y que utilicen carpas, casas rodantes u otras instalaciones similares para pernoctar.
- *Rentabilidad:* Es la relación entre la utilidad proporcionada por un activo y el capital invertido para su obtención.

- *RevPar*: (Revenue per Available Room) Indicador que mide la generación de ventas de cada habitación disponible, incluyendo únicamente los ingresos por concepto de habitaciones.
- *Riesgo*: Es la posibilidad de que ocurra un suceso o evento que afecte lo esperado por una persona o empresa.
- *Riesgo de mercado*: Es la rentabilidad que el mercado ofrece por inversiones con mayor riesgo.
- *Riesgo Financiero*: Derivado de la participación de la deuda en la estructura de capital.
- *Riesgo Operativo*: Es el riesgo relacionado directamente con el negocio, con la eficiencia en costos y en el desarrollo y evolución de las empresas en el sector.
- *Room Revenue Factor*: Corresponde al porcentaje de ingresos por concepto de habitaciones sobre la venta total (venta habitaciones/venta total * 100)
- *Tes*: Títulos de deuda pública colombiana, emitidos por el gobierno y administrados por el Banco de la República.
- *TRM*: Tasa de cambio representativa del mercado, es el indicador oficial de la tasa de cambio del peso colombiano por un dólar en los Estados Unidos.
- *UVR*: Unidad de valor constante. Es la unidad de cuenta que, a partir del primero de enero de 2000, permite realizar operaciones de crédito hipotecario en el largo plazo a través de ajustes de su valor de acuerdo con la capacidad adquisitiva de la moneda legal. Su cálculo se hace a través de la inflación acumulada de los últimos tres meses.

7 BIBLIOGRAFÍA

ÁLVAREZ GARCÍA, Rubén Darío; ORTEGA OLIVEROS y Gustavo Adolfo; SANCHEZ OSPINA, Ana María; HERRERA MADRID, Mauricio. En: Semestre Económico, Jul.-Dic. 2004, Vol. 07, No. 14, .p. 105-127.

BAQUEIRO LEZAMA, Claudia Raquel (2003). Análisis del arrendamiento financiero como fuente de financiamiento en un proyecto de inversión para una empresa poblana. México. Recuperado el 2 de Junio de 2013. Disponible en Internet:

catarina.udlap.mx/u_dl_a/tales/documentos/lcp/baqueiro_l_cr/capitulo2.pdf

CORREA JIMÉNEZ, Diana María y VILLACOB NAVARRO, Luis Carlos. Cálculo de una Beta desapalancada, aplicable en el año 2009, para empresas del sector financiero colombiano. Trabajo de grado (Especialización Gestión Financiera Empresarial). Universidad de Medellín.

Enciclopedia Financiera . (s.f.). Recuperado el 2 de Junio de 2013, Disponible en Internet: enciclopediafinanciera.com/gestioncarteras/capm.htm

GARCIA, Oscar. Administración financiera: Fundamentos y aplicaciones. Cuarta edición. Cali: Prensa moderna, 2009. 362 p.

GARCIA, Oscar. Valoración de empresas, generación de valor y EVA. Medellín: (s. n.), 2003. 490 p.

Gonzalez, J., & Gaviria, N. (30 de Mayo de 2012). Recuperado el 02 de Junio de 2013, Disponible en internet: es.scribd.com/doc/95941271/historia-de-la-hoteleria-en-colombia

Hotelería y Turismo Nacional. (s.f.). Recuperado el 02 de Junio de 2013, Disponible en Internet: hoteleriayturismo2011.blogspot.com/2011/01/primeros-hoteles-en-colombia.html

INSTITUTO COLOMBIANO DE NORMALIZACIÓN Y CERTIFICACIÓN. Normatividad y Legislación Turística. Cotelco. Recuperado el 2 de junio de 2013, Disponible en Internet: cotelco.org/servicios/normatividad-y-legislacion-turistica.html

KNOP, Roberto; ORDOVAS, Roland y VIDAL, Joan. Medición de riesgos de mercado y crédito. España: Ariel, 2004. 230 p.

MESTRES SOLER, Juan R. Técnicas de Gestión y Dirección Hotelera. Barcelona: Ediciones Gestión, 2000.

MILLA GUTIÉRREZ, Artemio. Creación de valor para el accionista. Madrid : Ediciones Diaz de Santos, 2009. 334 p.

Ministerio de Comercio, Industria y Turismo. (s.f.). Recuperado el 3 de Junio de 2013, Disponible en Internet: mincomercio.gov.co/

RAMÍREZ HASSAN, Andrés y SERNA RODRIGUEZ, Maribel. Validación empírica del modelo CAPM para Colombia 2003-2010. En: Ecos de Economía, Ene.-Jun. 2012, No. 34, .p. 49-74.

Tesis Doctorales en Red. (s.f.). Recuperado el 2 de Junio de 2013, Disponible en Internet:

tdx.cat/bitstream/handle/10803/8805/cap3.pdf;jsessionid=6CD37A9516CE00D399B733C55829F799.tdx2?sequence=5

VALDERRAMA A., María. Aproximación a las metodologías de estimación del costo de capital en los proyectos de inversión: el caso colombiano. En: Ad- Minister, Enero – Junio, 2011, no 18, .p. 101-124.

Viajeros.com. (s.f.). Recuperado el 2 de Junio de 2013, Disponible en Internet: viajeros.com/articulos/clasificacion-de-hoteles-de-una-a-cinco-estrellas

8 ANEXOS


2. Indicadores hoteleros acumulados a marzo 2013

2.1. Porcentaje de ocupación por región ¹³

El porcentaje de ocupación acumulado a marzo fue de 52,26%, inferior en 0,84 puntos porcentuales al porcentaje acumulado en 2012 (53,10%)

Tabla 5 Comparativo porcentaje de ocupación acumulado a marzo

Capítulo	Acumulado Ene-Mar 2013	Acumulado Ene-Mar 2012	Variación acumulado Ene-Mar 2013-2012
Antioquia	61,36%	57,30%	↑
Atlántico	56,44%	59,70%	↓
Barrancabermeja	52,06%	ND	ND
Bogotá	53,90%	58,80%	↓
Boyacá	40,66%	37,40%	↑
Caldas	45,10%	44,70%	↑
Cartagena	60,43%	60,50%	↓
² Caquetá	20,11%	ND	ND
Cauca	24,78%	35,90%	↓
Cesar	59,65%	ND	ND
Huila	40,28%	ND	ND
Magdalena	57,46%	65,20%	↓
Meta	47,88%	ND	ND
Nariño	44,23%	35,90%	↑
Norte de Santander	34,87%	40,00%	↓
Quindío	33,32%	44,70%	↓
Risaralda	43,47%	44,70%	↓
San Andrés, Islas	75,17%	70,00%	↑
Santander	41,87%	38,60%	↑
Sucre	40,61%	ND	ND
Tolima	52,33%	35,90%	↑
Valle del Cauca	40,52%	39,90%	↑
Total Muestra	52,26%	53,10%	↓

 Porcentajes que están por encima del promedio de la muestra

¹³ Porcentaje de ocupación: indicador que mide la utilización de la capacidad instalada (habitaciones) de un hotel en forma porcentual

ND: dato no disponible

² A partir del mes de marzo se agrega al Capítulo Caquetá en el informe.

2.2. Tarifa promedio por región¹⁴

La tarifa promedio acumulada a marzo fue de \$212.645, inferior a la tarifa presentada en 2012 (\$226.213)

Tabla 6 Tarifa promedio acumulada a marzo (precios corrientes)

Región	Acumulado ene-marzo 2013	Acumulado ene-marzo 2012	Variación tarifa promedio acumulado
Antioquia	\$141.626	\$ 162.597	↓
Atlántico	\$188.931	\$ 182.442	↑
Barrancabermeja	\$146.011	ND	ND
Bogotá	\$240.335	\$ 265.306	↓
Boyacá	\$196.604	\$ 190.208	↑
Caldas	\$107.902	\$ 149.603	↓
Cartagena	\$379.526	\$ 368.611	↑
Caquetá	\$124.613	ND	ND
Cauca	\$55.493	\$ 111.545	↓
Cesar	\$141.222	ND	ND
Huila	\$117.855	ND	ND
Magdalena	\$164.799	\$ 229.191	↓
Meta	\$160.250	ND	ND
Nariño	\$104.011	\$ 111.545	↓
Norte de Santander	\$120.889	\$ 117.098	↑
Quindío	\$231.005	\$ 149.603	↑
Risaralda	\$158.562	\$ 149.603	↑
San Andrés, Islas	\$228.737	\$ 251.165	↓
Santander	\$165.331	\$ 163.498	↑
Sucre	\$144.577	ND	ND
Tolima	\$161.698	\$ 156.888	↑
Valle del Cauca	\$135.803	\$ 128.592	↑
Total Muestra	\$212.645	\$ 226.213	↓
TRM (USD)¹⁵	118,76	125,62	

¹⁴Tarifa Promedio: tarifa que se cobra en promedio por habitación vendida


¹⁵Tasa de cambio promedio acumulado ene-mar 2013 \$1.790,46; ene-mar 2012 \$1.800,67. Fuente Banco de la República. 24 de marzo/13

2.3. Origen de huéspedes por región

El porcentaje de huéspedes extranjeros acumulado a marzo fue de 27,55%. Las regiones Bogotá y Cartagena superan éste promedio.

Tabla 7 Origen de huéspedes acumulado a marzo

Capítulo	Acumulado Ene – Mar 2013	
	Nacional	Extranjero
Antioquia	89,58%	10,42%
Atlántico	86,39%	13,61%
Barrancabermeja	87,07%	12,93%
Bogotá	42,52%	57,48%
Boyacá	90,98%	9,02%
Caldas	88,90%	11,10%
Cartagena	70,54%	29,46%
Caquetá	99,46%	0,54%
Cauca	95,18%	4,82%
Cesar	97,84%	2,16%
Huila	96,55%	3,45%
Magdalena	94,21%	5,79%
Meta	95,60%	4,40%
Nariño	90,67%	9,33%
Norte de Santander	86,41%	13,59%
Quindío	90,42%	9,58%
Risaralda	96,58%	3,42%
San Andrés, Islas	85,94%	14,06%
Santander	92,23%	7,77%
Sucre	98,75%	1,25%
Tolima	98,55%	1,45%
Valle del Cauca	90,47%	9,53%
Total Muestra	72,45%	27,55%

 Porcentajes que están por encima del promedio

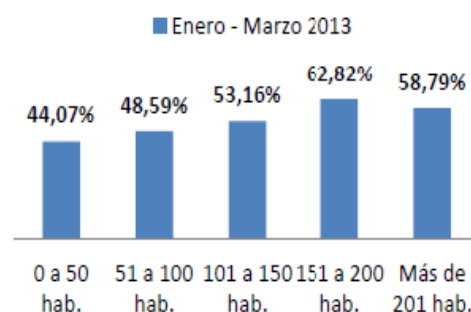
2.4. Porcentaje de ocupación por tipología acumulado a marzo

El porcentaje de ocupación acumulado de la muestra fue 52,26%, los únicos dentro de la tipología según segmento de mercado que no superan éste porcentaje son los hoteles que se dirigen a ocio/ recreación/ turismo.

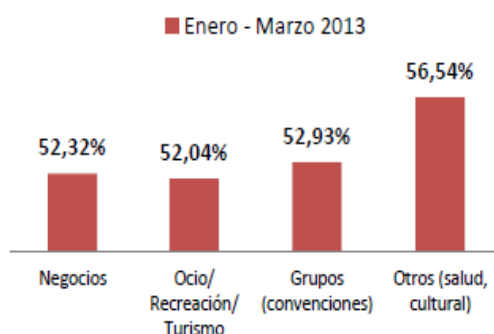
Los hoteles propios dentro de la tipología según tipo de operación presentan un porcentaje menor al promedio de la muestra

Según el tamaño del hotel, los hoteles con más de 100 habitaciones en general muestran un porcentaje de ocupación por encima del promedio.

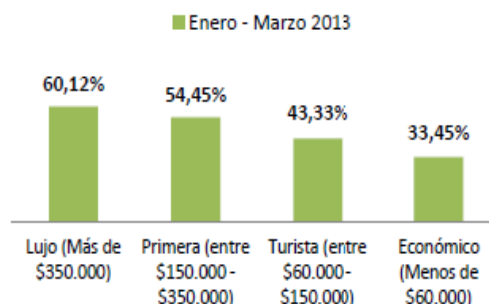
Gráfica 21 Según tamaño del hotel



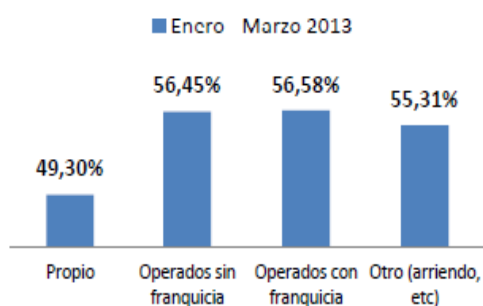
Gráfica 22 Según Segmento de Mercado ¹⁶



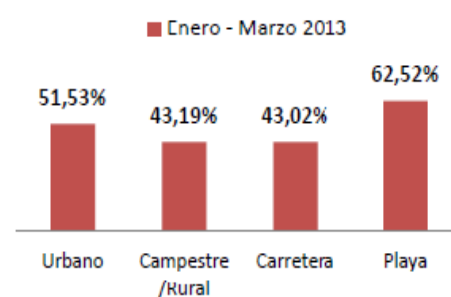
Gráfica 23 Según Tarifa promedio



Gráfica 24 Según tipo de Operación



Gráfica 25 Según Ubicación



¹⁶ Los hoteles pueden dirigirse a varios segmentos de mercado, por ésta razón el porcentaje varía;

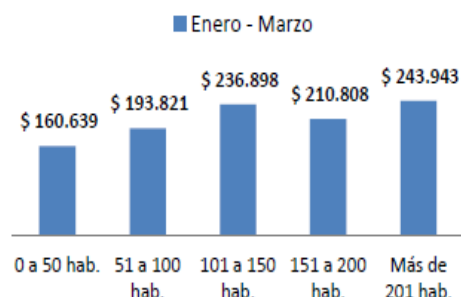
2.5. Tarifa Promedio por tipología acumulado a marzo

Los hoteles operados con y sin franquicia superan la tarifa promedio acumulada de la muestra que fue de \$212.645.

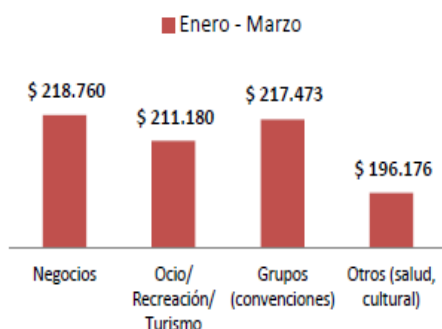
Los hoteles dirigidos al segmento de mercado ocio/ recreación/ turismo y otro (salud, cultura) presentan una tarifa por debajo del promedio.

Los hoteles ubicados en playa presentan la tarifa promedio más alta frente a los demás dentro de la categoría según ubicación del hotel.

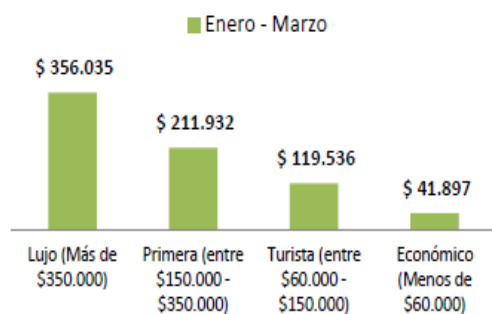
Gráfica 26 Según tamaño del hotel



Gráfica 27 Según Segmento de mercado



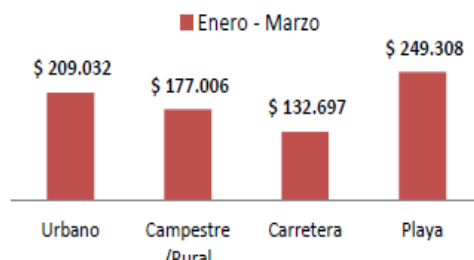
Gráfica 28 Según Tarifa promedio¹⁷



Gráfica 29 Según Tipo de Operación



Gráfica 30 Según Ubicación del Hotel



¹⁷ Ésta gráfica indica la tarifa promedio dentro de cada rango de tarifa

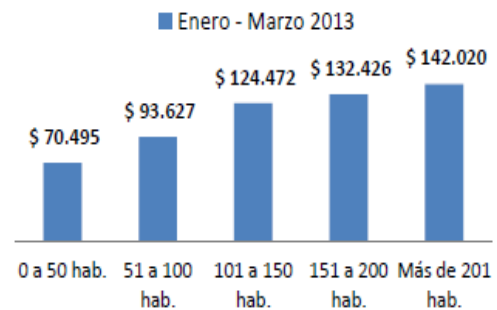
2.6. RevPar por tipología acumulado a marzo

La RevPar promedio acumulado de la muestra fue de \$111.136, los hoteles operados (con y sin franquicia) y los hoteles de playa están por encima del promedio.

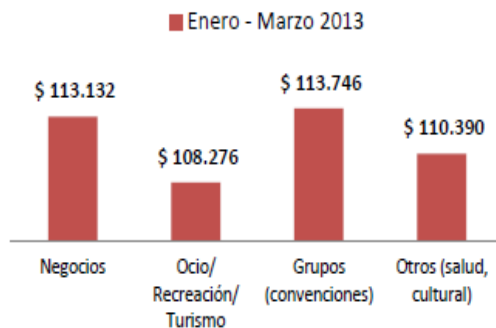
Los hoteles con más de 100 habitaciones y los hoteles dirigidos a negocios presentan un valor mayor al promedio acumulado.

Los hoteles dirigidos a negocios y grupos (convenciones) están por encima del promedio.

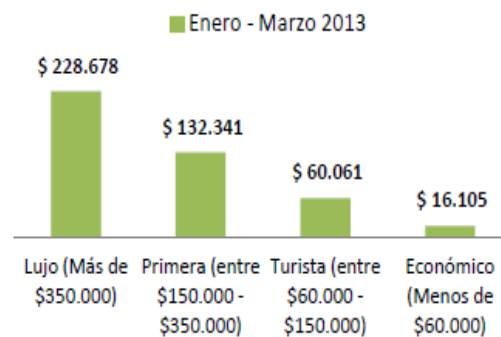
Gráfica 31 Según tamaño de hotel



Gráfica 32 Según Segmento de Mercado



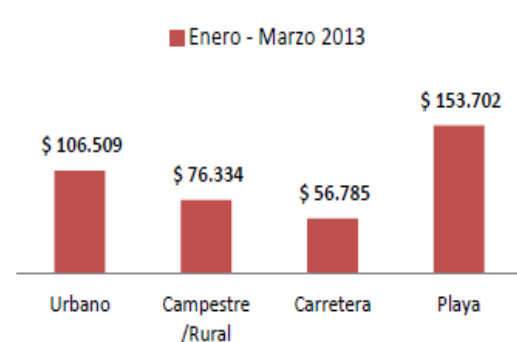
Gráfica 33 Según Tarifa Promedio



Gráfica 34 Según Tipo de Operación



Gráfica 35 Según Ubicación del Hotel



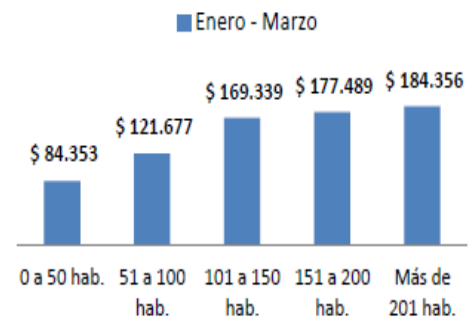
2.7. GrevPar por tipología acumulado a marzo

Los hoteles dirigidos a ocio/ recreación/ turismo y grupos (convenciones) presentaron un indicador por encima del promedio de la GrevPar acumulado que fue de \$145.333.

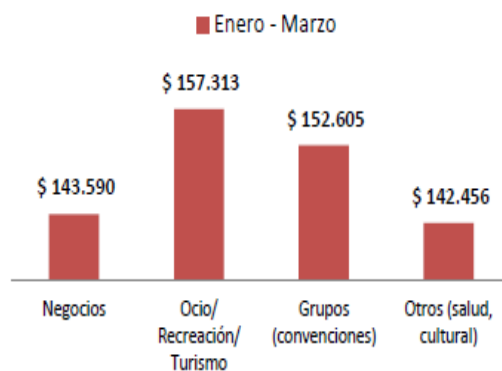
Los hoteles ubicados en playa presentan un indicador acumulado de \$238.041, por encima al promedio de la muestra.

Los hoteles operados (con y sin franquicia) presentan un valor por encima al promedio de la muestra

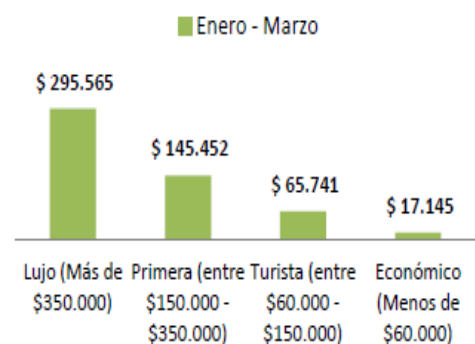
Gráfica 36 Según Tamaño del Hotel



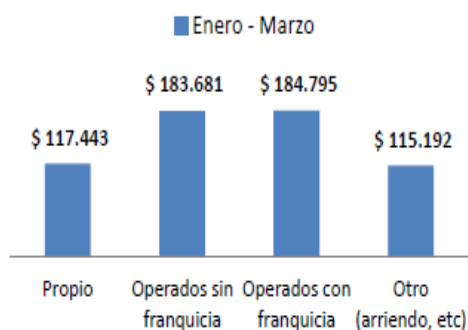
Gráfica 37 Según Segmento de Mercado



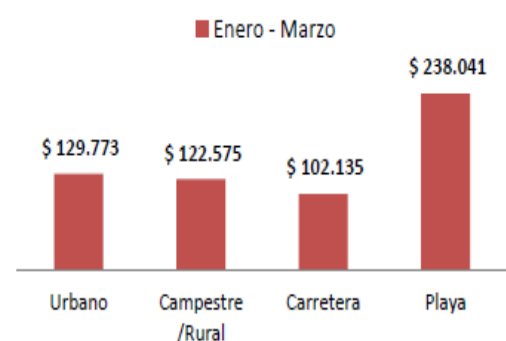
Gráfica 38 Según Tarifa Promedio



Gráfica 39 Según Tipo de Operación



Gráfica 40 Según Ubicación del Hotel



4. Cobertura, nivel de respuesta y tipología de los hoteles encuestados

Los Capítulos marcados con asterisco (*) suministran la información total o parcial de los hoteles de cada región que participan mes a mes enviando los datos del hotel.

Tabla 8 Hoteles por región

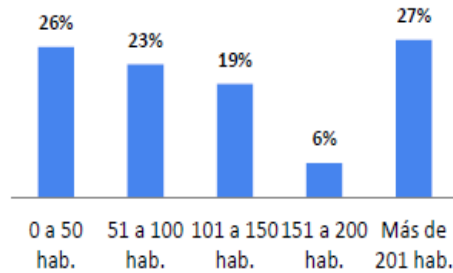
Capítulo	Hoteles encuestados	Encuestas Recibidas	% Respuesta muestra	F.R.A. ¹⁸
Bogotá *	110	110	33,23%	33,23%
Risaralda *	24	24	7,25%	40,48%
Antioquia *	32	23	6,95%	47,43%
Boyacá *	37	23	6,95%	54,38%
Valle del Cauca	56	22	6,65%	61,03%
Norte de Santander *	21	20	6,04%	67,07%
Atlántico	21	18	5,44%	72,51%
Cartagena	24	13	3,93%	76,44%
Santander	24	12	3,63%	80,06%
Caldas	14	11	3,32%	83,38%
Quindío	18	10	3,02%	86,40%
Magdalena	20	8	2,42%	88,82%
Tolima	29	8	2,42%	91,24%
San Andrés, Islas *	15	7	2,11%	93,35%
Sucre	3	3	0,91%	94,26%
Cesar	4	3	0,91%	95,17%
Nariño	5	3	0,91%	96,07%
Cauca	7	3	0,91%	96,98%
Huila	12	3	0,91%	97,89%
Meta	18	3	0,91%	98,79%
Caquetá	7	2	0,60%	99,40%
Barrancabermeja	10	2	0,60%	100,00%
Total general	535	331	62,22%	

Tabla 9 Habitaciones por región

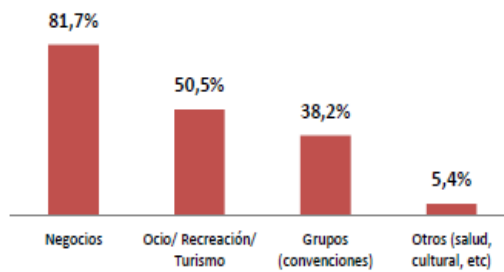
Capítulo	Habitaciones encuestadas	Encuestas Recibidas	% Respuesta Muestra	F.R.A.
Bogotá *	8.935	8.935	40,94%	40,94%
Atlántico	1.605	1.425	6,53%	47,47%
Antioquia *	1.790	1.373	6,29%	53,76%
Cartagena	1.682	1.354	6,20%	59,97%
Norte de Santander *	1.143	1.125	5,15%	65,12%
Valle del Cauca	2.068	1.041	4,77%	69,89%
Tolima	1.861	921	4,22%	74,11%
Risaralda *	907	907	4,16%	78,27%
Magdalena	1.842	830	3,80%	82,07%
Boyacá *	1.308	817	3,74%	85,81%
Santander	1.480	672	3,08%	88,89%
San Andrés, Islas *	1.140	669	3,07%	91,96%
Caldas	499	380	1,74%	93,70%
Quindío	647	337	1,54%	95,24%
Cesar	288	238	1,09%	96,33%
Huila	401	197	0,90%	97,24%
Meta	816	148	0,68%	97,92%
Sucre	129	129	0,59%	98,51%
Nariño	167	116	0,53%	99,04%
Cauca	116	83	0,38%	99,42%
Caquetá	188	68	0,31%	99,73%
Barrancabermeja	486	59	0,27%	100,00%
Total general	28.413	21.824	76,81%	

Tipología de los establecimientos que respondieron (según número de habitaciones)

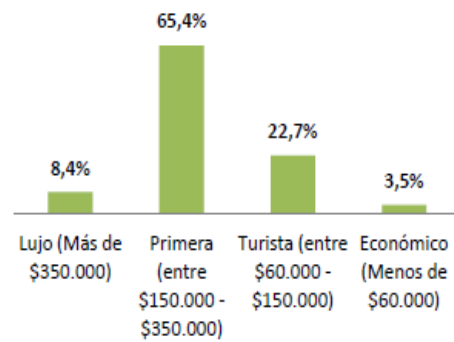
Gráfica 55 Según Tamaño del hotel



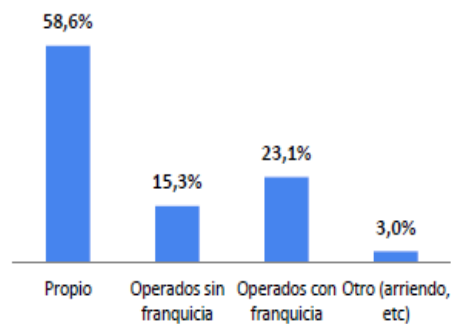
Gráfica 56 Según Segmento de Mercado¹⁹



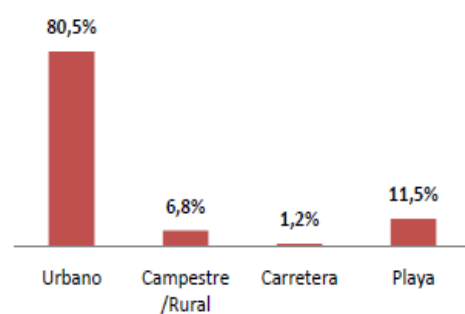
Gráfica 57 Según Tarifa Promedio



Gráfica 58 Según Tipo de Operación



Gráfica 59 Según Ubicación del Hotel



¹⁹ Los hoteles pueden dirigirse a uno o varios segmentos, por ésta razón la suma de los porcentajes no es igual a 100%