

Algunas consideraciones para analizar y definir la forma y naturaleza del financiamiento del activo de las organizaciones

Di Ranni, Miguel Ángel

(*)

1. Introducción. Naturaleza de los elementos que conforman el capital activo de una organización (**)

Para encarar el análisis del financiamiento del capital activo de una organización es recomendable precisar algunos conceptos que pueden ser muy útiles.

El capital activo de un ente está configurado por todos los elementos patrimoniales que se consideran que tienen un aprovechamiento económico futuro. Es decir son costos, esto es, sacrificios económicos voluntarios vinculados con ingresos. Son sacrificios económicos en que el ente incurre voluntariamente porque entiende que son necesarios para generar ingresos económicos. Si los ingresos que se generan se van a producir en el futuro, dichos costos se denominan en general "capital activo". Si dichos costos están vinculados con ingresos que se apropian en el momento presente, ellos se imputarán como costos en el estado de resultados.

Los gastos, bajo esta óptica, son sacrificios económicos voluntarios incurridos por un ente u organización, pero que no se necesitan para generar ingresos presentes o futuros. Por tanto los gastos deben ser imputados inexorablemente en el estado de resultados. Si se prescinde de los gastos, ello no atenta contra la generación de ingresos por parte del ente. En cambio, los costos son sacrificios económicos que inexorablemente son necesarios para generar los ingresos económicos de una organización.

El capital activo se financia por intermedio de capital pasivo propio, o del capital pasivo ajeno, en una proporción determinada. La medida que ha de tener el capital activo, y la proporción que este último se financia con capital pasivo ajeno y capital pasivo propio no deberían surgir de consideraciones teóricas sino que la administración de una organización debe determinar y controlar los recursos según las políticas que surgen de criterios y análisis que los responsables de la administración de los entes deben tener permanentemente en consideración.

La proporción en que el capital activo se financia con capital ajeno y capital propio tiene que ver con la naturaleza del sector de la economía en el cual se inserte el ente, con la propia dinámica del ente en cuestión y los objetivos que se plantee, con la posición del ente en materia del impuesto que grava la utilidad que genere el ente y con la tasa de dicho gravamen, con la tasa interna de retorno que corresponde a los proyectos que se llevan a cabo en una organización, con el riesgo país que corresponde al lugar en el cual se encuentra el ente como sede en el cual se ha de llevar adelante la explotación del mismo, con la tasa promedio de financiamiento que demandan las entidades financieras, a los fines de participar en la financiación al ente, de acuerdo a la solvencia y fortaleza financiera que muestre la organización que busca el financiamiento; con la magnitud que tienen los fondos que genere la compañía, como para aplicar egresos de fondos adicionales por endeudamiento financiero incremental, en concepto de intereses y amortizaciones de capital; con la percepción que tienen las entidades bancarias que normalmente financian al ente, respecto del nivel de leverage alcanzado por la compañía, y con la propia percepción del responsable máximo del área financiera.

Siempre es importante mantener un contacto frecuente con las entidades bancarias y financieras a los fines de tener el "feeling" sobre la opinión que se van haciendo de la organización, en relación a su crecimiento, a su eficiencia, al mix entre el financiamiento con capital propio y con capital ajeno, a la percepción del riesgo, etc.

Está claro que las entidades bancarias y financieras ven en general con simpatía que haya una proporción significativa en que los dueños de la organización participen en el financiamiento del ente, es decir, que estén dispuestos, también, a asumir los riesgos de su propio negocio.

El ente ha de buscar ser eficiente en la administración del riesgo de financiamiento, hacer eficiente el gravamen de impuesto a las ganancias, tener una liquidez operativa básica, y que asegure la posibilidad de atender normalmente el pago de impuesto a las ganancias, y potenciar una tasa interna de retorno de la

organización en su conjunto, mejorando la tasa interna de retorno de los propios proyectos en sí, calculada bajo el supuesto de financiamiento total con capital propio.

2. Relación entre los criterios contables para valorar los activos y el flujo de fondos que generan cada uno de dichos elementos que componen el capital activo de una organización

Es importante reflexionar respecto de las conclusiones que muchos analistas que representan a instituciones bancarias extraen, cuando realizan la lectura de los estados contables de publicación, de diferentes compañías que mantienen relaciones comerciales con dichas instituciones financieras. No hay que olvidarse de los criterios contables en materia de valuación y exposición, que se aplican en los estados contables en cuanto a la exteriorización patrimonial como empresa en marcha.

Cuando dichos analistas bancarios relacionan el total del endeudamiento de una compañía, con el total del activo que arrojan los estados contables de publicación, no ponen mucha atención en comprender si dicha relación satisface un criterio equitativo de homogeneidad en cuanto a los criterios de valor, dado que estos últimos responden a una concepción de mediciones como empresa en marcha. Lo primero que debería pensarse es cuál es el valor real del activo de la compañía, con un criterio financiero y no contable. En otras palabras: cuál es el valor real del patrimonio neto de la compañía. Y para ello debe conocerse cuál es el aprovechamiento económico futuro que implican los elementos que conforman el activo. Y para conocer el aprovechamiento económico futuro, es necesario saber el flujo futuro de fondos que el conjunto de dichos activos han de generar, midiéndolo a su valor actual utilizando una tasa de interés de mercado para llevar ese flujo de fondos a la fecha en que se pretende conocer el valor real de dicho capital activo.

Conociendo de ese modo el valor real del activo, con un criterio esencialmente financiero, y sabiendo que la medición del capital ajeno a cancelar, es prácticamente coincidente con el que indican los estados contables de publicación, podemos determinar, en consecuencia, el valor real del capital propio para los dueños del ente, el cual, seguramente, es muy diferente, en magnitud, que el que se expone en los estados contables de publicación

En efecto, el ideal sería hacer consideraciones de futuro, medidas a una fecha determinada, para poder precisar en qué proporción entre capital ajeno y propio se financia el total del capital activo. Por tanto el capital activo, el capital pasivo ajeno y el capital pasivo propio tendrían que estar expresados en términos equivalentes al dinero en que cada uno de dichos términos representan a la fecha en la cual se estuviera realizando dicho análisis.

Sin embargo, cuando se analizan los estados contables de publicación, para hacer algunas reflexiones de corte netamente financiero, es claro que en el activo coexisten distintos elementos patrimoniales, con distintos criterios de valuación, y que están cerca, más o menos cerca o lejos, de lo que sería el valor equivalente a dinero que dichos activos contribuyen a generar, a los fines de efectuar una sumatoria de valores compatibles, asimilables al dinero, buscando el objetivo que el activo sea equivalente al flujo futuro de fondos generado por dicho activo, descontado mediante una tasa representativa para actualizar dicho flujo financiero, a la fecha en la cual se estuviera efectuando dicha medición.

Las disponibilidades al cierre de los estados contables están expresadas en valor equivalente a dinero. Los créditos si están medidos como crédito efectivo, es decir, el monto de capital a cobrar más los intereses de dichos créditos devengados acumulados no cobrados, en la medida que el interés se computara a una tasa de mercado, también estarían representando el valor en dinero a la fecha de los estados contables.

Los bienes de cambio, si se tratara de productos terminados, podrían estar valuados al costo, o al costo de reposición, pero para poder expresarlos a un valor equivalente a dinero a la fecha de los estados contables, deberían tomarse en cuenta la fecha en la cual está previsto que sean vendidos, y desde dicha fecha, se actualizaría dicho valor, a la fecha de los estados contables mediante un factor de actualización que tiene en cuenta la tasa de interés del mercado representativa para dicho lapso.

Los productos en proceso, la materia prima, y el material de almacén general debería estar incluidos dentro del cash flow que se tomaría en cuenta para el cálculo del valor de utilización económica como valor límite de los bienes de uso.

Recuérdese que el valor de utilización económica, como valor límite de la expresión monetaria de la valuación a costo de los bienes de uso, implicaría estimar los ingresos de caja por las ventas que se

estimarán y los egresos de caja por los pagos de los elementos que componen el costo de los productos terminados que se vendan, los costos de estructura, los costos de comercialización y los costos tributarios vinculados con los ingresos generados por los activos. Los egresos de fondos derivados de la existencia de deuda financiera, en concepto de amortización del principal y el pago de los intereses y demás costos financieros asociados con la deuda mencionada, y los menores costos tributarios que ello origina, no debería ser incluido en el cash flow determinante del valor de utilización económica de los bienes de uso. Sí debería ser incluido el ingreso financiero por el valor de recupero de los bienes de uso que se obtuviera como venta de chatarra a la conclusión de su vida útil.

En síntesis, dicho cash flow debería ser calculado por el lapso remanente de vida útil que tuvieran dichos bienes de uso, y debería actualizarse mediante una tasa de interés representativa del mercado por el lapso que se hubiera estimado dicho flujo de fondos.

Para el resto de los elementos que componen el capital activo deberían realizarse consideraciones similares, es decir, obtener el valor monetario de dichos activos, equivalente a dinero, considerando el valor actual medido a la fecha del análisis, del flujo financiero que originaría dicha conversión en dinero (precio de venta menos los costos directos de venta), o valor actual del flujo de la inversión a largo plazo, utilizando una tasa de interés en el factor de actualización, que sea representativa del mercado financiero.

3. El capital pasivo ajeno

El capital pasivo ajeno, por su propia naturaleza, está expresado en términos de dinero por lo que se denominaría "deuda efectiva", es decir, el capital adeudado más los intereses negativos devengados acumulados no pagados, en caso de que el servicio de intereses se pagaran en forma vencida, o menos los intereses negativos pagados pero no devengados, para el caso de que el servicio de intereses se pagaran en forma adelantada.

La deuda exigible a la fecha de los estados contables sería equivalente a la denominada deuda efectiva, a la cual nos referimos en el párrafo precedente.

4. El capital pasivo propio

El valor del activo, medido como flujo de fondos actualizado a la fecha de medición, tal cual nos hemos referido en el apartado 2 precedente menos el capital pasivo ajeno, tal cual nos hemos referido en el apartado 3 precedente, nos daría el monto en dinero del capital pasivo propio.

Al haberse depurado, en la metodología de cálculo del total del capital activo, haciendo homogéneo el criterio de valuación de todos sus elementos, ello permite, fundamentalmente al capital pasivo propio recuperar todo su vigor y realidad, para mostrar, en relación al capital pasivo ajeno, en qué proporción están financiando al activo.

Seguramente, la costumbre que las entidades bancarias tienen incorporada en relación a usar los estados contables de publicación para determinar cuánto del activo se financia con capital ajeno y cuánto con capital propio ha de persistir, pero siempre agrega valor comentar con las mismas el grado de subvaluación financiera que tiene el patrimonio neto, proveniente, a su vez, de la subvaluación que tiene el activo originada por la valuación al costo o al valor de reposición de algunos de sus rubros. Esta subvaluación no es un defecto de confección de los estados contables, sino proviene al pretender darse un uso financiero ácido a los estados contables de publicación que tienen objetivos diferentes a los señalados.

5. Visión alternativa para medir la proporción en que el capital activo se está financiando con capital ajeno y propio

Hemos concluido que al haber expresado en términos de dinero con valor a una fecha determinada, tanto el capital activo, como el capital pasivo ajeno y el capital pasivo propio, se está en condiciones de conocer fehacientemente cómo se está financiando el capital activo.

Es decir, es importante conocer, teniendo en cuenta el valor del capital activo como sinónimo de valor actual del flujo de fondos futuro que produce dicho activo, actualizado mediante una tasa de mercado, a una fecha determinada, en qué proporción dicho capital activo está financiado con capital ajeno, y en qué proporción dicho capital activo está financiado con capital propio.

Esta argumentación es esencial incorporarla a nuestra mente, para tener identificada en forma clara en qué proporción dicho activo, está financiado con capital ajeno, y en qué proporción está financiado con capital propio. Ello, independiente, como se ha visto, de la manera clásica en que las entidades bancarias miden la proporción de financiamiento ajeno y propio, en relación al activo de las compañías, a través de

los estados contables de publicación, sin hacer demasiadas consideraciones en la necesidad de compatibilizar criterios de medición, desde lo metodológico, y de depuración de la moneda de cuenta utilizada, en aquellos casos en los que existiera pérdida del poder adquisitivo del dinero.

Seguramente las proporciones en que tanto el capital pasivo ajeno como el capital pasivo propio, están financiando el capital activo, pueden ser bastante diferentes si dicho cálculo se hiciera directamente sobre los estados contables de publicación. Dicha diferencia estará originada por la incidencia de algunos rubros del capital activo cuyo valor de valuación se aleja significativamente del que en este trabajo identificamos como valor expresado en términos de dinero disponible a una fecha determinada (precio de venta menos costos directos de venta; valor de utilización económica; etc.).

Dicha diferencia de valor que subestima el valor real del capital activo, impacta de igual manera, en una subestimación del capital pasivo propio, ello en la medida que estemos haciendo generalizaciones financieras utilizando información preparada para otros fines (estados contables de publicación).

El CFO debe pensar sobre estos temas, y también sobre otros, dependiendo del sector de negocio de la compañía, y de los criterios contables usuales para la valuación de los rubros, para utilizarlos como línea argumental, en el momento adecuado, no para confundir al interlocutor, sino para ayudarlo a razonar, sobre particularidades que inciden o pueden incidir en las conclusiones que se pueden extraer. Un ejemplo de ello, para mejor ilustración, se produce con las petroleras. Las reservas probadas, esto es los hidrocarburos (petróleo y gas) que reúnen dicha condición existen. Sin embargo no se las computa, en cuanto a valor, en el capital activo, sino a partir del momento en que se las extraiga físicamente, no obstante la certidumbre indudable en cuanto a su existencia. Ello, se podrá concluir, que desde lo estrictamente financiero, constituye una subvaluación del activo, y por ende, también del patrimonio neto.

6. Puntos esenciales en el razonamiento sobre la estructura de financiamiento de una organización

i. El tema central para el análisis financiero de la evolución de una compañía es la denominada autogeneración de fondos, es decir, la capacidad que tiene el ente de generar fondos con su actividad. La autogeneración de fondos es el elemento que permite medir la fortaleza para la continuidad del ente y su crecimiento.

La autogeneración de fondos está definida por todos los rubros que intervienen en el estado de resultados que implican ingresos de fondos o egresos de fondos. Esto significa que dentro del estado de resultados no se consideraría para la determinación de la autogeneración de fondos un concepto que funciona como cargo contable, como la depreciación, que, como tal no implica un egreso de fondos, o algún cargo por una previsión contable que no esté asociada realmente a un egreso de fondos inmediato (v.g. previsión para un taponamiento de pozos petroleros que ha de ocurrir al concluir la vida útil de un pozo de petróleo).

Por lo tanto el monto de autogeneración neta de fondos estaría dado por la suma algebraica de los ingresos que se generan en el ente por la venta de bienes y servicios menos los egresos que se requieren para atender la compra o producción de dichos bienes, los egresos por los costos de administración, por los costos de comercialización, por los costos netos financieros y los costos tributarios.

La autogeneración de fondos es el único flujo permanente de fondos del ente que se mantiene año tras año, que responde, fundamentalmente, a las consecuencias de cumplimentar el objeto social por el cual se constituyó la organización. Es la columna vertebral del flujo financiero del ente.

Existen otras formas de allegar fondos al ente, como el aumento del capital social, o la toma de financiamiento de instituciones bancarias, pero ello va a ser posible si la robustez de la autogeneración de fondos recurrente es evaluada como suficiente por los terceros que tienen que cumplimentar el aporte de capital u otorgar la financiación solicitada por la compañía.

Es que los que aportan mayor capital social lo harán si observan que dentro de la autogeneración de fondos, hay espacio suficiente como para asegurarse que el ente podrá pagar suficientes dividendos en efectivo, o como para poder realizar las suficientes inversiones operativas como para mantener el nivel de actividad o para incrementar la capacidad operativa. Lo mismo, la entidad financiera otorgará el financiamiento requerido, si evalúa que la recurrencia de la autogeneración de fondos permite atender el pago de los servicios por intereses periódicos y otros costos, o la amortización de las cuotas de capital que se hayan pactado en el contrato de financiamiento.

ii. El nivel en el cual se define el concepto de autogeneración de fondos.

Es muy común que el concepto de autogeneración de fondos se mida al último nivel, partiendo de la ganancia del ejercicio expuesta en el estado de resultados. En dicha instancia la autogeneración de fondos surgiría de la suma del resultado neto del ejercicio más la depreciación computada por los bienes de uso (concepto que representa un cargo contable pero que no conlleva egreso de fondos).

Dicho concepto de autogeneración de fondos es muy aplicado para todo propósito de análisis de la gestión de las organizaciones, especialmente cuando se discuten los números del budget (presupuesto anual). Inmediatamente el foco de atención se pone en determinar cuánto de dicha autogeneración de fondos se distrae para las inversiones en bienes de uso para atender el plan operativo de la compañía.

El análisis para justificar la dimensión física y monetaria de las inversiones operativas en bienes de uso lleva un considerable tiempo a los fines de determinar una aprobación conceptual de las mismas, con independencia del mayor grado de análisis que cada uno de dichos proyectos debe llevar a posteriori de la instancia que estamos comentando. En otros términos, esta aprobación conceptual no implica que no se pueda modificar cuando cada proyecto de inversión se trate mucho más analíticamente cuando se explicita la tasa interna de retorno definitiva que muestra cada una de dichas inversiones.

La autogeneración de fondos menos el monto de inversiones operativas definido en la aprobación conceptual referida, produce un subtotal que se denomina, en la esfera gestional "free cash flow", es decir, la autogeneración de fondos remanente.

El free cash flow, a dicho nivel, podría ser positivo o ya ser negativo, es decir, en este último caso, es posible que se requiera una explicación financiera vinculada con la magnitud del déficit a financiar, el contexto financiero internacional, el local, las líneas de financiamiento disponibles, la naturaleza del financiamiento a lograr (vinculación con la moneda local, con la moneda extranjera, el plazo posible de financiamiento, el nivel de tasas, etc.)

Luego del free cash flow se deberían definir aspectos como el pago de dividendos en efectivo, los vencimientos programados de la deuda financiera de largo plazo por su origen; los ingresos de nueva deuda financiera de largo plazo,

aportes de capital propio o utilización de inversiones financieras hechas con excedentes financieros acumulados durante períodos anteriores.

Muchas veces el análisis financiero requiere que en lugar de iniciarse a partir del último nivel mencionado, es decir, de la autogeneración de fondos, se haga desde niveles previos, es decir, desde el nivel denominado EBITDA, la generación de fondos antes de computar los egresos financieros netos por intereses y similares, y antes del impuesto a las ganancias computado en el estado de resultados.

El nivel de EBITDA quizás no es tan importante para el análisis gestional global de una compañía, pero sí es muy importante para el CFO de la compañía (responsable máximo del área financiera), porque es al nivel del EBITDA, donde podrían configurarse limitaciones para la toma de nuevo endeudamiento financiero, en especial, si ya existieran covenants financieros definidos en instancias de la toma de otros financiamientos anteriores. Por ejemplo podría existir un covenant financiero que definiera la siguiente relación:

$$\text{EBITDA} / (\text{intereses financieros netos del ejercicio} + \text{vencimientos en el ejercicio de capital por endeudamiento financiero existente}) \geq a$$

Este covenant está advirtiendo que si se toma nuevo endeudamiento financiero, va a ser necesario tener en cuenta al menos la incidencia del interés devengado adicional por dicho endeudamiento incremental, y, eventualmente, también, por las cancelaciones parciales de las cuotas de capital de dicho nuevo endeudamiento en la medida que coexistieran los vencimientos de cuotas de préstamos anteriores con los nuevos vencimientos del préstamo ingresado.

El CFO debería hacer, personalmente, un análisis detenido de la generación de fondos a nivel del EBITDA histórico y del proyectado, para precisar bien cómo ha de variar a partir de dicho nivel, hasta el nivel de la autogeneración de fondos (resultado neto más depreciación), y más allá de este último, no sólo teniendo en cuenta los costos financieros existentes, sino los supuestos a incorporar por nuevos endeudamientos, agregando, aplicaciones de fondos actuales y futuras por cancelaciones parciales de endeudamiento financiero, atender el financiamiento de inversiones operativas y el pago de dividendos.

El análisis que ha de efectuar por sí mismo el CFO, es imprescindible, porque seguramente es el

mismo que han de hacer las instituciones bancarias y financieras, para aceptar nuevos requerimientos de financiaciones. Ahí es donde el experto empieza a darse cuenta si hay confortabilidad o no con los números de la compañía, en función de la actividad de crecimiento programado, si debe existir un mayor acompañamiento de financiación parcial con capital propio, o alguna otra conclusión sobre dicha temática.

Cuando el CFO no se encuentra confortable con el panorama del nuevo endeudamiento potencial que se evidencia de las cifras proyectadas, es importante reexaminar el "timing" de la ejecución de las inversiones, mayor período de gracia para atender la amortización de la nueva deuda, otras alternativas que impliquen mayor participación del capital propio o indagar sobre la alternativa de un financiamiento con riesgo proyecto.

El CFO no debería autorizar salir a requerir nuevos financiamientos bancarios, si él observa, personalmente, que no está conforme con el nivel de EBITDA para afrontar nuevos endeudamientos de capital ajeno.

iii. Recomendaciones recurrentes de política gestional y financiera.

a. Tener vigilancia permanente sobre los activos existentes en una organización, constatando la rentabilidad o aprovechamiento económico futuro que de ellos se hace. Tomar acción sobre activos sobre los cuales no exista certidumbre del aprovechamiento económico futuro esperable.

b. Poner en competencia a los proveedores de algunos elementos del capital activo, a los fines que se configure un precio de adquisición muy competitivo.

c. Minimizar la duración de los lapsos de abastecimiento, producción, venta, de otorgamiento de créditos, y de cobranzas, a los fines de reducir los elementos del activo vinculados con los mismos (materia prima, almacén general, productos en proceso, productos terminados, créditos por ventas). De esta manera se reduce el valor absoluto del capital pasivo ajeno y propio, que se requiere para financiar dicho activo, y los costos asociados a los mismos.

d. Mejorar el EBITDA a través de la mejora de eficiencia en todas las líneas que lo determinan: incremento en el volumen y precio de venta de los productos que vende la compañía; reducción de los costos de producción; adecuación del costo de estructura mediante la disminución de la dotación; capacitación de la misma para mejorar su productividad; extensión de los sistemas y reducir el trabajo manual que pudiera ser sustituido por ellos; reducción de los costos financieros al negociar los préstamos a desembolsar o los préstamos vigentes con tasas de interés contratadas pero que no se compadecen con los costos financieros actuales en el mercado.

e. Mantener vigente el financiamiento comercial de proveedores, a los fines de evitar que se incremente el capital de trabajo, financiado con la autogeneración de fondos.

f. Hacer un seguimiento detallado de la evolución pasada del EBITDA y de las perspectivas de la evolución futura del mismo, en función de los préstamos financieros vigentes, a los fines de tener claro si hay espacio suficiente en el EBITDA para incorporar mayor financiamiento bancario de largo plazo.

g. Llevar un análisis detallado y actualizado de las líneas de préstamos financieros existentes con perspectivas de ser desembolsados en un plazo razonable.

h. Llevar información actualizada a través de los estados contables de publicación, cómo se financia el activo, entre capital ajeno y capital propio.

i. Llevar información actualizada a través del método de valuación del activo mediante el cash flow futuro producido por dicho activo, a la fecha de la evaluación, utilizando una tasa de interés representativa del mercado financiero. Ello para conocer cómo se financia el activo, entre capital ajeno y propio. Este procedimiento para tenerlo presente como línea argumental frente al dato obtenido con el procedimiento indicado en h.

j. Tener clara la evolución creciente del capital pasivo propio producto de la retención de resultados a los fines de explicar los cambios que se vayan produciendo en el mix de financiamiento entre el capital ajeno y propio.

7. Forma de financiar un proyecto relevante

Cuando se trate de encarar el financiamiento de un proyecto de significatividad con aporte mayoritario de capital ajeno, y las relaciones normales para ello, que fijan las instituciones bancarias para que dicho

financiamiento fuera con garantía corporativa no se pudieran cumplimentar, ello se puede encarar interesando a una entidad bancaria para el otorgamiento de un préstamo con riesgo proyecto. Esto significa que la garantía del repago del préstamo estará dada por el flujo financiero que produce dicho proyecto, sin poder recurrir al resto del cash flow de la compañía, excepto que hubiera impericia o irresponsabilidad por parte de la compañía en el manejo operativo del emprendimiento.

El financiamiento con riesgo proyecto implica que la entidad financiera pudiera estar financiando un porcentaje mayoritario del mismo, digamos un 70% mientras que el 30% remanente debería ser financiado por el propio requirente del préstamo. La tasa de interés de estos tipos de préstamo, naturalmente, son más altas que los vigentes para préstamos denominados corporativos.

La forma como se puede instrumentar el préstamo con riesgo proyecto (sin recurso o con recurso limitado) es incorporando el proyecto y el préstamo con riesgo proyecto en la misma sociedad que ha financiado los proyectos mediante préstamos corporativos, pero estableciendo cuentas bancarias fiduciarias a través de las cuales se canalizan los ingresos provenientes de las ventas que se lleven a cabo por este nuevo proyecto, y los costos o desembolsos que se vayan practicando para atender la operatoria productiva y administrativa del mismo.

Los ingresos producidos por los clientes, se derivan hacia una de dichas cuentas, mediando notificaciones notariales de la sociedad, cursadas a sus clientes, a los fines que paguen sus deudas comerciales, transfiriendo dichos montos a una de las cuentas financieras ad hoc, abiertas por la sociedad. Dichas cuentas pertenecen a la sociedad, pero están abiertas en la institución bancaria otorgante del préstamo con garantía o riesgo proyecto. La otra cuenta fiduciaria funcionará para recibir los aportes de otros socios del proyecto, además del de la propia sociedad (cash calls). Desde la primera cuenta fiduciaria, se harán las transferencias a la segunda cuenta, del cash call de la sociedad, y se debitarán además los pagos que se ordenen para tender las obligaciones con los proveedores que originan las distintas líneas de egreso de fondos operativos de la compañía para atender la administración del proyecto.

Sin embargo, el procedimiento más usual es el de constituir una SPV (special purpose vehicle). Ello implica la constitución de una sociedad controlada, en la cual se ha de definir como tarea la construcción y explotación del proyecto, y la cual ha de desembolsar el préstamo destinado a financiar el proyecto.

Es natural que en este último caso durante todo el período de la construcción se le tenga que dar una garantía a la entidad bancaria, sea por parte del constructor y/ o por los sponsors del proyecto. Dicha garantía debe cesar ni bien el proyecto esté en condiciones de funcionar, recuperando el préstamo la calidad de ser con riesgo proyecto hasta su total amortización, según las condiciones pactadas. Durante el lapso en que estuviera garantizado, el costo financiero debiera ser inferior al que haya sido definido como costo financiero cuando la entidad bancaria tiene como única garantía el flujo financiero del proyecto financiado.

Si el proyecto que se estima implementar requiere un esfuerzo financiero considerable, puede ser que en la organización se piense en ingresar financieramente un aporte de capital, aportado por los actuales accionistas, o por nuevos accionistas, si no se ejerce el derecho de acrecer por los actuales. La búsqueda de nuevos accionistas puede efectuarse sin abrir el capital a la oferta pública de acciones, o, por el contrario, se puede realizar lo que se denomina una "initial public offering" (IPO), es decir, realizar los pasos para que haya una porción del capital que flote, en volumen y precios, en un mercado de títulos valores, en el país y/o en el exterior, lo cual permitirá, a medida que la sociedad se haga conocida, tener una fuente potencial de financiamiento a través de la entrada de nuevos accionistas a los que fueron inicialmente los fundadores de la sociedad.

Ello requiere un esfuerzo administrativo y contable, por las regulaciones que existen en el mercado bursátil, y por el hecho que las normas del organismo de control de las entidades que hacen oferta pública de sus acciones, requieren velocidad en las registraciones, precisión en la información que se brinde al mercado, y asegurar un control interno y una seriedad gestional permanente.

8. Conclusiones

En este trabajo se ha realizado una apretada síntesis en torno de diversos temas que son los que, entre otros, ocupan la mente del responsable final de la administración y finanzas de una compañía. ¿Cuál es la dimensión óptima del activo de la compañía?. ¿Todos los elementos del activo tienen aprovechamiento

económico futuro? ¿Somos eficientes en la ejecución de las funciones que son las que determinan los activos necesarios para atender la continuidad operativa de la compañía? ¿La visión que tienen las entidades bancarias respecto de cuánto del activo se está financiando con capital ajeno y con capital propio, puede ser enriquecida con una visión de futuro más financiera y con menor dependencia de los criterios contables necesarios para la emisión de los estados contables de publicación?

¿Tenemos una percepción clara de cuál es la mezcla óptima entre el financiamiento con capital ajeno y propio? ¿Hacemos un aprovechamiento racional y óptimo del financiamiento para mejorar la tasa interna de retorno de los proyectos? ¿Hay optimización del impuesto a las ganancias a través de la deducibilidad del costo financiero?

¿Tenemos claro cómo mejorar las distintas líneas que determinan el monto de la autogeneración de fondos? ¿Estamos buscando dicha eficiencia? ¿Examinamos el EBITDA a la luz de los financiamientos actuales y los que se estima deben ser desembolsados en el futuro?

¿Qué nos está diciendo la evolución del "free cash flow" a través de los distintos ejercicios económicos? ¿Nos queda margen suficiente de EBITDA para incorporar mayores intereses por endeudamiento y mayores montos de amortizaciones de dichas eventuales deudas adicionales?

¿Es conveniente pensar en financiar algún proyecto importante mediante un préstamo con riesgo proyecto y no corporativo? ¿Debemos pensar en recibir nuevos aportes de capital propio? ¿Se justifica entrar en un proceso para desarrollar una IPO? ¿Están preparados los accionistas actuales para dar el paso de un IPO? ¿Los sistemas de información y de control interno están preparados para responder a las exigencias de los organismos de control cuando hay una parte del capital que se está negociando en un mercado de valores? ¿Sabemos cómo se incrementan los costos de estructura para atender dichas nuevas exigencias en materia de registración, información y control?

Como recomendación general es oportuno insistir que el CFO de las organizaciones tiene que hacer un seguimiento personal y directo de estos temas, más allá que puede delegar funcionalmente algunos de ellos en algún colaborador. La visión que aporta la experiencia personal, en temas muy esenciales que no aceptan una equivocación, sin consecuencias, en el análisis, hace que el responsable máximo financiero debería revisar todas las implicancias que hemos comentado sobre la dimensión del endeudamiento financiero, especialmente en situaciones de crecimiento de las organizaciones.

(*) Contador Público (UBA); Licenciado en Administración (UBA); ha actuado profesionalmente en empresas grandes y medianas en máximas responsabilidades (en el país y en el exterior) en administración, finanzas, contabilidad, planeamiento, abastecimientos, impuestos y sistemas. Consultor de empresas. Profesor Titular Regular en Grupo de Asignaturas de Contabilidad (Teoría Contable; Sistemas Contables; Contabilidad Patrimonial) (UBA); a cargo de la Cátedra de Actuación Profesional del Contador en Sociedades (UBA); a cargo del Seminario de Integración y Aplicación (carrera de Contador Público) (UBA). Autor de bibliografía específica y trabajos de investigación. Estudió en el exterior en la Universidad de Texas "Advanced Program in Oil and Gas Business Manager". Posee un blog con trabajos contables, financieros, de control y temas de management en general **economyandcontext.blogspot.com** de acceso libre, para estudiantes, graduados universitarios y público en general.

(**) Se sugiere leer, del mismo autor, los siguientes trabajos: Estado de Origen y Aplicación de Fondos - Revista Enfoques - Pág. 53 - Nro. 12 - Diciembre 2012. Edit. LA LEY El riesgo de Exposición a la Devaluación - Revista Enfoques - Pág. 46 - Nro. 5 - Mayo 2013. Edit Thomson Reuters Checkpoint LA LEY Cómo se financia el capital activo - Revista Enfoques - Pág. 78 - Nro. 9 - Setiembre 2013 - Edit. Thomson Reuters Checkpoint LA LEY El rol del Contador Público y el mercado laboral en Argentina - Revista Enfoques - Pág. 68 - Nro. 07 - Julio 2014 - Edit. Thomson Reuters Checkpoint LA LEY Administración Financiera de las Organizaciones - Revista Enfoques - Pág. 51 - Nro. 09 - Setiembre 2014 - Edit. Thomson Reuters Checkpoint LA LEY Administración Financiera de las Organizaciones (Continuación) - Revista Enfoques - Nro. 12 - Diciembre 2014 - Edit. Thomson Reuters Checkpoint LA LEY