

Análisis de temas financieros y su contexto

Di Ranni, Miguel Ángel

(*)

Introducción

Muchas veces se pretende analizar el tema financiero como un menú de relaciones a calcular en base a la estructura patrimonial de una organización. Es decir, este enfoque sería el de realizar un análisis estático, en el cual se piensa que, dada una estructura determinada, es posible formular un diagnóstico de la organización mediante el cálculo de ciertas relaciones entre los rubros patrimoniales y de resultados. Pero la realidad es dinámica, y los que administran a las organizaciones tienen que tener en su cabeza una serie de consideraciones de índole estratégicas, funcionales, y de gestión, que siempre están presentes. No son premisas de manual, sino que ellas resultan de la experiencia del administrador a lo largo de muchos años de ejercicio de actividades vinculados con el quehacer de la administración y las finanzas, en horarios prolongados, sea en temas contables, financieros, de abastecimiento, de negociaciones de préstamos, de creación de un sistema presupuestario, de establecer el mecanismo de rendición de cuentas a través del control de gestión, de atención a clientes, de relaciones con proveedores, de ir al fondo en temas de diseños de sistemas de información, de aspectos de tecnología, de tener en cuenta el planeamiento fiscal, y los proyectos de crecimiento de la organización a corto, mediano y largo plazo.

Es importante tener muy claro los razonamientos básicos que se realizan desde las entidades de crédito en torno a una estructura patrimonial y a una explicitación del cash flow que se ofrezca como revelador de la realidad de una organización. También es importante que se tenga claro cuáles son las diferencias que provienen en razón del tipo de negocio que se realiza en la organización frente a los razonamientos generales que se suelen modelizar como razonables, atendiendo a un promedio de objetos sociales de distintas organizaciones.

Hay que tener presente cuáles son los activos de la organización, y la dimensión monetaria de cada uno de ellos. En un segundo grado de análisis deberían conocerse las dimensiones monetarias óptimas de cada uno de los rubros del activo, y qué rendimientos están generando cada una de las calidades diferentes de los mismos.

Los responsables de la administración de las organizaciones tienen que tener respuestas claras a muchísimas preguntas, entre ellas ¿cómo se están financiando dichos activos, entre capital ajeno y capital propio? ¿Qué es lo que piensan los bancos, desde su óptica, sobre la proporción óptima, de dicho financiamiento? ¿Cómo se acerca o se aleja, la proporción del financiamiento de nuestra organización, en relación a las empresas del mismo sector de negocio, y cómo se explica ello?

Los activos son los que tienen que ser.

Todos los elementos que están incluidos en el activo de una organización son costos incurridos que tienen un aprovechamiento futuro, es decir, son costos que están asociados a ingresos con los que se vincularán directa o indirectamente en el futuro.

Importa, por lo tanto, analizar si es correcto que se hayan generado esos activos, y, además, si tienen una dimensión adecuada, considerando un objetivo global de eficiencia.

La caja operativa disponible representa la liquidez máxima bajo la forma de moneda de curso legal que el ente necesita tener para atender la operatoria diaria para movimientos menores relacionados con adquisición de elementos o servicios cuya adquisición responde a adquisiciones ocasionales, de montos no significativos, que no se encuentran dentro de las normativas que determinan la necesidad de poner en competencia a los proveedores con procedimientos normados.

Las compras, en organizaciones adecuadamente organizadas, se manejan con normas en las cuales se contemplan la forma de asegurar el mejor precio de adquisición, poniendo en competencia a los proveedores, y con el uso de cuentas bancarias a los fines de producir los pagos previstos en los contratos o notas de pedido que normalmente se emiten para instrumentar las compras. Las denominadas compras directas constituyen, en general, una práctica inadecuada, puesto que dicha denominación (compras directas), implica la concreción de una compra sin basarse en la compulsa de precios derivada de cotizaciones de precios de los insumos por tres o más de tres proveedores. Las compras directas de

montos relevantes se cancelan a través del uso de cuentas bancarias con las cuales se canalizan los pagos respectivos. Existen compras directas, de menores montos, las cuales son canceladas a través del uso de la caja operativa. En general, las compras directas deberían ser mínimas, y su justificación debería ser únicamente para adquisiciones de montos no significativos.

La generalización de compras, en su mayoría, deben ser las que originan la emisión de una nota de pedido a los que cotizan los precios más eficientes en la conjunción calidad y precio. De esa manera queda explicitado, entre otras condiciones, el precio de compra, la forma de pago, la cláusula de reajuste, la explicitación de los términos de la misma, la tasa de interés por diferimiento de pago, el pago de un anticipo, la emisión de una póliza de seguro de caución para amparar el riesgo de dicho pago, las penalidades por entrega tardía, las provisiones en caso que no se publicaran los índices que fueran usables en la cláusula de reajuste, las provisiones en caso que la tasa de referencia que se utilizara no fuera representativa del verdadero costo del dinero, las provisiones en caso que hubiera desdoblamiento del mercado cambiario.

El lapso del período de compra es la suma de los tiempos que se consumen desde que se detecta en una organización la necesidad de comprar, y el momento en que ingresa físicamente el bien objeto de la compra. Dicho lapso, determina la cantidad de elementos que va a ser necesario tener en existencia, a los fines que se pueda atender el consumo de los mismos, sin que se afecte el proceso productivo. Cuanto más largo es el proceso de abastecimiento, más grande ha de ser la cantidad de material de almacén general que deberá existir en stock. Si se entiende que es de interés la reducción de stock de material de almacén, entonces es importante indagar cuál debería ser la dotación del área de compras para acelerar el proceso de selección de los proveedores con los mejores precios de cotización, la asignación de la compra a cada uno de ellos, y el lapso que medie hasta la entrega efectiva de los elementos de material general. ¿Cuál es el efecto neto en resultados entre el ahorro del costo financiero originado en la financiación del menor monto existente de materiales de almacén general en el activo frente al mayor costo de dotación en el área de compras, para disminuir el lapso de abastecimiento a los fines de reducir el stock del material general?

Un análisis similar es dable hacer entre el lapso de producción, y el correlato observable en el stock de materia prima, productos semi elaborados y productos terminados. Cuanto más se reduzca el lapso de producción de productos terminados, menor será la necesidad de tener un stock suficiente de materia prima, productos en proceso y productos terminados.

El costo necesario para la reducción del lapso de producción, sea en tecnología, en maquinarias, en el replanteo del lay out o en dotación, deberá compararse con el menor costo financiero de los bienes de cambio que se deben tener en stock para que pueda seguir consumiéndose materia prima, productos semi elaborados y productos terminados, para poder satisfacer el pedido de los clientes de productos terminados, mientras dure el lapso entre el ingreso de la materia prima al proceso de fabricación y su culminación con el producto terminado. Las unidades terminadas en el proceso fabril de productos terminados han de reemplazar a las unidades terminadas que fueron vendiéndose durante el lapso o período de producción mencionado.

Hay un rubro del capítulo de Bienes de Cambio, denominado generalmente "almacén general" que puede llegar a tener, en empresas de magnitud, una entidad muy significativa como monto dentro del activo. Se trata de artículos de electricidad, de hierro, de acero, madera, cuero, géneros, y otros tipo de materiales, que componen el universo de repuestos para los bienes de uso existentes, o para integrar los costos de fabricación o de mantenimiento en las empresas industriales que producen los bienes de cambio denominados productos terminados, o los intermedios, productos en proceso. Para dar una idea de magnitud extrema, existen empresas grandes en las cuales este rubro significa un monto de 120 millones de dólares, con más de 100.000 elementos diferentes con miles de unidades idénticas por cada uno de dichos elementos mencionados. Dentro de esta categoría, es importante siempre analizar las unidades que demuestran estar inmovilizadas, es decir, que no sufren rotación propia de su uso como material de consumo, requeridos por los operarios mediante los denominados "vales de consumo".

Cuando no se observa consumo de algunos de estos materiales que componen el almacén general, hay que analizar si se ha cambiado la preferencia de su uso como repuesto, si se ha visto superado por otros que también existen en el inventario, considerando la confianza o seguridad que significa, al responsable,

el uso de un elemento u otro. Lo concreto es que inmediatamente de individualizados todos los materiales inmovilizados, es necesario verificar con los responsables de producción o mantenimiento, si existen perspectivas de uso de dichos elementos. Si se llegara a la conclusión que los elementos no van a ser usados, inmediatamente se debe cambiar la valuación de los mismos, con cargo a resultados, por el valor representativo de su venta o remate como material de rezago. Luego concretar efectivamente la conversión en dinero en efectivo en razón de la efectiva comercialización de dicho material inmovilizado.

Otro hecho bastante importante que se da en los entes industriales, es que muchas veces existe material de chatarra, fruto del proceso productivo. Dicho costo de la chatarra muchas veces se refleja como un mayor costo del producto terminado, por lo cual, la acumulación de la chatarra mencionada, se ubica en los llamados "patios de chatarra", y dicho material se controla extracontablemente, dado que no se informa en la contabilidad como un material autónomo, inventariado contablemente, dado que integra el monto del costo del producto terminado. Por tanto, es necesario rodear a esta existencia extracontable, con los requisitos de control adecuados, y se impone vender esta chatarra, de tanto en tanto, a los fines de convertirla en dinero en efectivo.

Los ejemplos precedentes sirven para tener presente que la revisión permanente de los activos disponibles es imprescindible, para lograr que se correspondan con el concepto que sean elementos patrimoniales con aprovechamiento económico futuro, y que sea, cada uno de los elementos del activo, el de menor monto posible, de tal modo, que impliquen el menor costo financiero de deudas contraídas para financiar el activo mencionado.

En síntesis, se trata de analizar permanentemente los activos existentes para estar seguros que todos sean recuperables y que la dimensión de los mismos sea la más eficiente, esto es, el menor valor absoluto de dichos activos, compatible con los objetivos de volumen y calidad, de lo que constituye el objeto social del ente, para minimizar el costo de financiamiento con capital ajeno o propio.

Cómo financiar los activos de una organización

Luego de estar seguros de tener el menor activo posible, compatible con el desarrollo de las funciones de la organización, se hace necesario pensar cómo hemos de financiar dichos activos. Se puede partir de la hipótesis de que primeramente se ha de preferir optar por el financiamiento con capital ajeno, bajo la premisa que la tasa de interés es deducible a los fines del impuesto a las ganancias. Esto quiere decir, que cada vez que se obtiene un financiamiento de una entidad financiera, la tasa de interés pactada, se reduce a un 65% de la acordada con la entidad, dado que los egresos financieros por intereses son deducibles de la base de tributación del impuesto a las ganancias. En algunos países latinoamericanos existen limitaciones a la posibilidad de deducir todos los intereses por financiamientos, en la medida que las organizaciones superaran una determinada proporción de financiamiento con capital ajeno.

Aun no existiendo ninguna limitación al endeudamiento, por imperio de normas emanadas de la legislación de un país, es importante estar controlando permanentemente los financial covenants que se han establecido en los distintos préstamos existentes. Dichos ratios pueden establecer un monto nominal máximo de endeudamiento total o a veces alternativamente, un monto nominal máximo de endeudamiento financiero. Existen ciertos ratios, cuyo endeudamiento surge indirectamente, por ejemplo cuando se relaciona que el ebitda (ganancia antes de intereses financieros netos, impuesto a las ganancias y depreciación de bienes de uso y otros cargos contables no erogables financieramente) de un lapso determinado tiene que superar 3 ó 4, o más veces, según se determine, a la deuda por capital que vence en dicho lapso más los intereses totales que se paguen durante dicho lapso por todo el endeudamiento financiero existente.

También se suele determinar que el total de la deuda financiera no puede exceder de un determinado porcentaje del total del activo, o que la deuda total exigible en relación al total del patrimonio neto no puede superar la relación de 1 ó 1,1, u otra cifra, según se determinare.

Otro tema importante es el de tener claro qué es lo que mira y analiza la entidad financiera que ya es, o que pretende ser en el futuro, el ente que contribuirá con el financiamiento. Hay que explicar a los funcionarios de la entidad financiera las particularidades de la compañía, para ayudarlos a establecer las diferencias conceptuales entre el enfoque más generalizado, cualquiera sea la naturaleza del ente, y las particularidades mencionadas, del propio ente, en base al tipo de explotación al cual se dedica dicha organización. Por ejemplo, cuando una entidad petrolera y gasífera, en el segmento del upstream, posee

reservas probadas y reservas probadas desarrolladas, dichas reservas, como tales, no se encuentran contabilizadas formalmente en el activo de la compañía. Lo único que de dichas reservas se encuentra reconocido contablemente, es el derecho de explotación que se hubiere pagado, en el caso que se hubieran adquirido reservas probadas y reservas probadas desarrolladas, y los pozos de desarrollos nuevos que hubieran sido perforados, adicionales a los adquiridos mediante el derecho de explotación mencionado.

En caso que se hubieran descubierto reservas mediante pozos exploratorios exitosos, el valor de las reservas descubiertas, sólo tendrá reconocido el costo incurrido por la perforación de los pozos exploratorios exitosos, y de los pozos de desarrollo de dichas reservas probadas; y, en algunos entes, la sísmica exploratoria asociada al área en la cual se ubicaron los pozos exploratorios exitosos. En otras palabras, recién se contabilizarán como activos, las reservas descubiertas desarrolladas que hubieran sido extraídas a la superficie del área hidrocarburífera mediante el proceso de producción de petróleo crudo y del gas natural respectivo.

En síntesis, recién con la extracción de las reservas probadas, desarrolladas, hasta la superficie del área productiva, el activo de la organización valoriza las reservas probadas desarrolladas a su valor de mercado.

La diferencia señalada, entre este tipo de explotación, y la modalidad comúnmente observable de organizaciones industriales tradicionales, es importante explicarla ante los funcionarios que representan a la entidad financiera que otorga un préstamo, a los fines que sepan dimensionar adecuadamente el verdadero valor de los activos de la compañía, más allá de los criterios contables que, local e internacionalmente, se usen a los fines exclusivamente de información a terceros, para los estados contables de publicación.

Estas diferencias señaladas son importantes que sean conocidas por el responsable máximo del área financiera de la organización, en el ejemplo que se comenta, vinculada con la actividad petrolera, por lo cual los colaboradores de niveles intermedios deben procurar atraer la atención de dicho responsable máximo para que visualice, perfectamente, las diferencias observables frente a los modelos más comunes de actividades organizacionales.

Muchas veces no se invierte tiempo, lamentablemente, en hacer un intercambio de ideas o comentarios, con la entidad bancaria o financiera, sobre las diferencias observables en función de las características especiales de la organización, y las normas contables existentes para exponer la situación patrimonial y económica en los estados contables de publicación. Sin embargo, si del lado de la empresa, se han comentado y entendido las diferencias observables y se comprende perfectamente los efectos frente a las actividades más tradicionales, siempre existirá una ventaja potencial en materia argumentativa, frente a la entidad financiera o bancaria a los fines que se interprete bien la realidad y potencial de la organización.

Siempre se presume, a nuestro juicio, erróneamente, que los aspectos de valuación y exposición, de la información contable financiera comprende a todas las actividades, sin establecer diferencias, cuando se trata de analizar aspectos de gestión. La identificación de dichas diferencias, puede dar argumentos muy fuertes cuando haya que fijar determinados covenants financieros, y se pretenda algún parámetro no usual desde la empresa que esté negociando, con el banco respectivo, las cláusulas a establecer en el contrato de financiamiento. Lo importante es animarse a comentar dichas particularidades, con las personas que van a negociar el contrato financiero con la entidad bancaria, con el objeto de poder tener, en algún momento, una línea argumental para cambiar el criterio dominante en el promedio de las organizaciones, y solicitar una excepción en el ente que representamos.

Selección del financiamiento

Pasemos ahora a desarrollar el pensamiento sobre la naturaleza del financiamiento a seleccionar. En primera instancia si es capital ajeno o propio. Si fuera el primero, si el financiamiento es corporativo, es decir, que se comprometen todos los activos de la organización y el flujo financiero de todos los proyectos que están funcionando en la empresa, o si optamos por un financiamiento riesgo proyecto que no compromete los activos ni el flujo financiero existente, sino el activo originado por la puesta en marcha del proyecto, y los flujos financieros originados por el proyecto considerado como motor del financiamiento.

Si estuviéramos hablando del capital propio, tenemos que considerar si aumentamos el aporte de los

actuales accionistas; si distribuimos menos dividendos en efectivo, y optamos por retener resultados, o si, por la magnitud del capital a requerir, estamos pensando en que se incorporen nuevos accionistas, adicionales a los que ya existen, sea a través de oferta privada o bajo el mecanismo de un IPO (initial public offer).

En todos los casos en que se opte por el capital ajeno, tenemos que tener claro algunos conceptos que vale la pena recordar:

a. Debería empezar a negociarse, con los bancos posibles de otorgar el financiamiento, con la mayor antelación al momento crítico en que se necesitan los fondos, para tener un mayor poder de negociación con los bancos convocados, revelando taxativamente qué cláusulas no se desean que se incluyan en el contrato de financiamiento.

b. El term sheet o la hoja de términos y condiciones, u oferta de financiamiento, debería contener un detalle, lo suficientemente abarcativo y analítico, como para que no queden dudas sobre las cláusulas más esenciales que han de incluirse en el contrato de financiamiento.

c. Debería negociarse al menos con tres bancos a los fines de obtener las ventajas que se derivan de tener un tiempo disponible amplio. Dichos bancos deben saber que están compitiendo para obtener la asignación del financiamiento.

d. La adjudicación se haría no solamente por conveniencia de tasas, sino también por la calidad de la documentación que integre el contrato de financiamiento.

e. Debe procurarse cláusulas equitativas y sensatas, es decir, tratar de corregir el sesgo inicial que tienen normalmente las ofertas de financiamiento preparadas por los abogados de las entidades bancarias o financieras.

f. La oferta de financiamiento tiene que ser incondicionada, es decir, en firme. En otras palabras: no debería aceptarse una oferta de financiamiento que dijera que "la presente oferta tiene un período de validez de 15 días, y luego que la misma sea aceptada por el solicitante del préstamo, el banco ha de requerir la aprobación final del Comité de Créditos del banco". Si dijera esto último, significa que la oferta no ha sido otorgada en firme, por todas las instancias de autorización dentro de la entidad bancaria.

Luego de seleccionada la entidad con el cual se tendrá que elaborar el contrato de financiamiento, no hay que olvidarse de tener una conversación personal, individualmente, con cada uno de los bancos con los cuales se estuvo negociando, pero que finalmente no se los hubiera seleccionado. Es muy útil explicarle a cada uno de ellos, las fortalezas y las debilidades observables en la propuesta final que cada uno ha hecho llegar al solicitante del préstamo.

Endeudamiento financiero

Inmediatamente ha de iniciarse la negociación del préstamo financiero. Si la oferta de financiamiento ha sido hecha con seriedad, no debería haber problemas o discusiones en la instancia de elaboración del contrato de financiamiento, dado que la mayoría de las cláusulas se han explicitado en la hoja de términos y condiciones o term sheet. Las cláusulas que no habían sido incluidas en la oferta de financiamiento deberían ser las menos relevantes, y, en general, estarían encuadradas, en lo que se denomina "cláusulas más usuales en el mercado financiero", por lo cual, en general, no se producen inconvenientes o discusiones.

El proceso que se inicia luego de aprobada la oferta de financiamiento, se denomina due diligence y consiste en una visita, en general de 3 a 5 días, de la entidad financiera, a los fines de examinar con las áreas de producción, comercial, administración, finanzas y legales, aspectos de interés para la entidad financiera (contratos comerciales; contingencias fiscales; juicios iniciados por la compañía; juicios que terceros le hubieran iniciado a la compañía; proyectos futuros de inversiones; análisis de la consistencia del cash flow entregado; financiamientos tomados por la empresa con anterioridad; política de dividendos; etc.).

No hay que olvidarse que la mejor política de largo plazo es ser equitativo en las negociaciones, pretender que se acepten cláusulas lógicas, no leoninas, y no aceptar asimetrías propuestas por los asesores legales de las entidades bancarias que proponen los extremos más convenientes por requerimiento de las propias instituciones.

Los préstamos sindicados, es decir, varios bancos que, conjuntamente, acuerdan un financiamiento, constituyen una modalidad muy usada cuando el fondeo a través de un solo banco no es posible, por el

límite de riesgo país/ entidad que cada banco definió como estrategia de financiamiento. Otros bancos, más allá del límite de riesgo país/entidad, prefieren no concentrar una magnitud de dinero en una sola operación, participando, de esa manera en diferentes deals, lo cual le da más publicidad por mayor actividad a la entidad bancaria, además de desconcentrar el riesgo por sector de negocio. Muchas veces se plantean renuencias a intervenir en una operación sindicada, cuando alguna entidad no desea participar en el préstamo sindicado, sino lo hace como leader de la operación.

Mirando el ángulo de quien solicita el financiamiento, es dable esperar una mayor profesionalidad en las cláusulas del financiamiento, y en los análisis de la performance de la compañía en un financiamiento sindicado que cuando se plantea el mismo a través del mercado de capitales emitiendo un bono. También hay una preferencia por el préstamo sindicado cuando se piensa que ante una eventual dificultad desde el lado de la compañía, negociar con 4 ó 5 bancos es más accesible que negociar con un representante de los tenedores de bonos, que tendrá más inflexibilidad de conceder excepciones, o, para negociar algo no previsto en su mandato, habría que convocar a todos los bonistas inversores para celebrar una asamblea que permita alguna modificación relevante, como sería el caso que la sociedad controlante cediera una parte importante de las acciones de la compañía prestataria, aunque mantuviera el control.

Desde el lado de los costos financieros, usualmente la tasa de interés en un bono, es más baja que aquélla que se define para un préstamo sindicado, pero no todas las operaciones se deciden por el valor absoluto de la tasa de interés, sino también, por algunos de los aspectos que hemos comentado vinculados con la calidad y equidad de las cláusulas para la emisión de un contrato de financiamiento.

Un bono emitido bajo la forma de obligaciones negociables, que esté aceptado por la Comisión Nacional de Valores, por haber reunido satisfactoriamente la condición de haber cumplimentado todas las etapas que aseguran una oferta pública, tiene la ventaja que los intereses a transferir al exterior, a los suscriptores con sede en otros países, quedarían exentos del withholding tax, por lo cual el costo efectivo de dicha emisión no se encarece por ese concepto. El préstamo sindicado, en general, tiene la incidencia a cargo de la entidad prestataria de la retención en concepto de withholding tax sobre los intereses que se paguen, por lo cual, por este solo concepto, ya hay un mayor costo que la emisión de un bono bajo la forma de una obligación negociable aprobada por la Comisión Nacional de Valores. No obstante, hay préstamos sindicados, con fondeo del exterior, y en el cual el banco leader es una agencia de crédito internacional como el caso de IDB, FMO, IFC y otras similares, que reúnen también la exención en materia del withholding tax que grava los intereses, no solo por la porción de la agencia de crédito internacional, sino también se extiende a las participaciones de los bancos que acompañan el financiamiento sindicado.

También en muchos casos, se acostumbra a usar un endeudamiento con riesgo proyecto, es decir, que el préstamo se repaga a través del flujo financiero que se deriva del funcionamiento del proyecto que fue financiado a través de este mecanismo. Este tipo de financiamiento, en general, es para emprendimientos que requieren grandes aportes de capitales, para llevar adelante un proyecto.

La construcción del proyecto supone una etapa de construcción del mencionado proyecto, la cual es financiada con aportes de los sponsors o con un préstamo sindicado, éste último garantizado por la empresa constructora del proyecto y/o garantías complementarias de los mencionados sponsors. Una vez terminada la construcción del proyecto, y certificado por un profesional independiente, que dicho proyecto está en adecuadas condiciones de funcionamiento técnico, entonces, comienza a funcionar el financiamiento con riesgo proyecto. La entidad otorgante, desembolsa los fondos, con los cuales, de esa manera, se puede cancelar el financiamiento sindicado para proveer los fondos en la etapa de la construcción, el cual estaba garantizado por la empresa constructora y/o por los sponsors del proyecto.

Desde el punto de vista organizativo, el proyecto en cuestión se ubica en una compañía nueva que es creada por los sponsors o inversores. En dicha compañía, también ha de ingresar el financiamiento que se negociara, primero para cumplir con la etapa de construcción del proyecto, y luego, para cancelar el anterior, a través del ingreso de un financiamiento con riesgo proyecto. Dicha compañía es denominada en general como special purpose vehicle (SPV), es decir, la sociedad en la cual se va a radicar la inversión y se van a desembolsar los préstamos, para que se ponga en funcionamiento, concretamente, el proyecto.

La explotación de la actividad que se genera por el proyecto ya funcionando, va a provocar una generación de fondos con la cual se pretende cancelar el préstamo con riesgo proyecto. Dicha generación

de fondos debe ser en una magnitud tal que permita cancelar las cuotas de capital e intereses, del préstamo con riesgo proyecto. Por ello es fundamental ver qué demanda de operaciones vinculadas con la actividad del proyecto ha de existir a lo largo de muchos años en que el proyecto estará en condiciones técnicas de funcionar.

Si el proyecto fuera la construcción de 700 kilómetros de un gasoducto, partiendo de la zona en la que se ubican las reservas de gas, para que, a lo largo de su recorrido pueda transportarse dicho gas y distribuirse a muchísimas empresas que funcionaban a base de un combustible determinado, y teniendo claro que lo que se desea es sustituir dicho combustible por el gas mencionado, por razones económicas, ecológicas y de seguridad en la continuidad de abastecimiento, el razonamiento que seguramente habrá hecho la entidad financiera que otorgó el financiamiento con riesgo proyecto es el siguiente:

- i. ¿Qué cantidad de reservas de gas existen en la etapa inicial del recorrido del gasoducto?
- ii. ¿Qué cantidad de gas han de consumirse por todas las compañías que tienen una actividad que requieren utilizar como energía el gas?
- iii. ¿La demanda de gas va a depender de contratos puntuales que se logren año a año, o es posible acordar contratos de largo plazo entre las empresas demandantes del gas y aquéllas que actúan como suministradoras del gas, como así también los entes que realizan el transporte y distribución del gas?
- iv. ¿Qué precio de gas puede asegurarse a los potenciales compradores como para tentarlos a suscribir contratos de largo plazo a precio fijo en dólares?
- v. ¿Es posible firmar contratos de largo plazo entre la transportista y distribuidora y los clientes en los cuales se aplique la cláusula deliver or pay (entregue el gas ó pague) y take or pay (tome el gas ó pague)?
- vi. ¿Cuántas veces las reservas de gas contienen al total de demanda de los clientes, durante el lapso que dure el financiamiento con riesgo proyecto?
- vii. ¿Los contratos de largo plazo que se hayan suscripto con los clientes superan, proporcionados al lapso de vigencia del préstamo, el monto total del préstamo otorgado por el banco más los intereses correspondientes?

Como reflexión de esta parte, es importante notar cómo las finanzas pueden incidir para que la instrumentación de las operaciones que se generen para su ejecución en el largo plazo se hagan de tal modo que reúna la satisfacción y cobertura necesaria para la entidad financiera. Los profesionales con experiencia en finanzas y gestión deben intervenir en el proceso de implementación de los contratos comerciales, vinculados con la actividad principal del proyecto en condiciones de operar, de tal manera de rodear a dichos instrumentos con previsiones y cláusulas que están alineadas a que a la entidad financiera que otorgará el project financing tenga el confort necesario sobre las operaciones en el largo plazo tal que el cash flow que genere el proyecto funcionando le asegure el cumplimiento de la atención operativa y sus costos, y de los pagos de capital e intereses de la deuda contraída.

Es importante señalar que un financiamiento con riesgo proyecto, sin recurso sobre el cash flow y activos de una entidad, que preceden al momento en que ingrese el proyecto terminado, en la misma entidad societaria, es decir, sin haberse creado una SPV para receptar el proyecto en cuanto a sus activos y financiamiento, es posible llevarlo adelante, mediante un mecanismo organizativo que asegure cuentas bancarias fiduciarias de la sociedad, abiertas en el exterior, en el banco correspondiente a la entidad que otorgó el project financing separando en una cuenta los ingresos de cobranzas de las ventas que corresponden al proyecto, en la cual se acreditarán las cobranzas de las ventas realizadas, a partir del momento en que se notifique a dichos clientes que las cobranzas se han de acreditar en la cuenta fiduciaria abierta en el exterior. También habrá otra cuenta fiduciaria para atender todos los costos operativos vinculados con la explotación del proyecto. Esta última cuenta se alimenta con transferencias desde la cuenta fiduciaria en la cual se habían receptado las cobranzas del proyecto.

Las cuentas están abiertas a nombre de la sociedad a la cual pertenece el proyecto, pero contractualmente se prevé que la entidad financiera que otorgó el financiamiento con riesgo proyecto sin recurso tiene la opción de compensar su acreencia contra el saldo deudor que existiere en dichas cuentas, cuando se diere un evento de incumplimiento o default sobre obligaciones de hacer o dar, del tomador del préstamo con riesgo proyecto.

Financiamiento con capital propio

Cuando la empresa empieza a pensar sobre la alternativa de crecer, dando un salto cualitativo y

cuantitativo que excede la posibilidad de atenderlo con financiamiento a largo plazo, por ejemplo aumentar la capacidad de fabricación dos o tres veces la producción actual, ello motiva a que se empiece a pensar en un financiamiento mediante el crecimiento del patrimonio neto. Ello puede hacerse mediante una negociación privada con personas que quieren hacer un aporte de capital que permita dicho crecimiento, o puede hacerse a través de una emisión de acciones, mediante la oferta pública de acciones de la compañía.

Si se tratara de un IPO es importante seleccionar al investment bank (banco de inversión) a los fines de colaborar en todo el proceso de valuación del patrimonio neto de la compañía (aspecto en el cual hay que participar activamente en el debate sobre el valor del activo de la compañía), de selección de los lugares en los que habría que ofrecer el papel, según la expectativa de los inversores potenciales, y en la elaboración del prospecto de emisión. En este sentido es común que el banco de inversión señale que en función del sector de negocio en el cual se encuentre comprendida la compañía, la valuación del activo es tantas veces el ebitda que se evidencia en los dos últimos ejercicios económicos de la organización. Para controlar esta aproximación hecha por el investment bank, es importante contar con la valuación propia hecha por la compañía a través del flujo futuro de fondos descontado con una tasa de mercado, al cual se le detrae el endeudamiento exigible de corto y largo plazo.

La metodología simplificada que proponen los investment banks de "tantas veces el ebitda", calculado, este último, sobre los dos estados contables previos a la fecha de valuación, tiene que ser revisada en aquellos casos en que la compañía hubiera hecho importantes inversiones que no se tradujeron todavía en ebitda en ninguno de los dos estados contables tomados como base. De lo contrario, la valuación estaría subestimada, lo cual significaría que los nuevos accionistas que se incorporaran, fruto de la apertura del capital, gozarían de un mejoramiento en los resultados por efecto de inversiones anteriores a su incorporación como accionistas, que fueron realizadas, solamente con el esfuerzo de los fundadores de la entidad.

El valor del patrimonio neto resultante de la valuación practicada, deducido el endeudamiento financiero, ha de servir como base para el cálculo del valor real del patrimonio neto por acción emitida. Si la idea fuera aumentar el patrimonio neto en un 20%, ello daría una idea del monto a recaudar por la emisión de acciones que a partir de su lanzamiento flotaría en el mercado. Previo al lanzamiento, es usual que se defina un descuento (entre un 10% y 15%) para asegurar el éxito en la suscripción, dado el desconocimiento del papel emitido que existe en el mercado, por tratarse de un IPO, y también para asegurar la liquidez del papel, considerando que los suscriptores podrían vender inmediatamente para realizar la ganancia por el descuento obtenido, lo cual originaría un mercado demandante para esta emisión inicial.

Claramente este paso de emisión bajo el régimen de oferta pública implica algunas consideraciones que es importante hablarlas internamente muy claramente.

i. Mejorar sustancialmente la organización administrativa, informativa y contable, por cuanto tanto las bolsas en las cuales se cotice el papel, como los organismos de control, y los inversionistas que se incorporen en calidad de accionistas, comenzarán a ser demandantes de información sobre una diversidad de aspectos de la organización que está dando el paso de abrir su capital.

Ello origina un importante salto en los costos fijos de administración y de sistemas de información, como asimismo en la calidad del personal vinculado con el sector contable.

ii. El CFO de la empresa que se encuentra en esa disyuntiva debe explicar claramente que a partir de ese momento los accionistas fundadores van a tener que compartir los proyectos y las decisiones relevantes, con los accionistas que se incorporen de resultados de la apertura del capital. Esto es obvio, pero muchas veces no asumido por los fundadores originales de la entidad.

iii. La dotación vinculada con el procesamiento de información contable y de gestión tiene necesariamente que incrementarse en cantidad, pero también en experiencia, en pedidos de información que van a comenzar a existir, desde los inversores, de las bolsas en las cuales ha de cotizar sus acciones, y de los organismos de control. Deberá existir una nueva posición, exclusivamente para atender los requerimientos de información, en idioma nacional o extranjero, por parte de los nuevos accionistas, con los cuales debe existir con todos ellos un trato equidistante e igualitario, sobre la revelación de hechos de la compañía.

iv. La emisión de los estados contables y toda otra información que se debe proveer a terceros, debe hacerse con plazos más exigidos y de una manera permanente en el largo plazo.

v. El incremento notable de los costos fijos, en dotación, sistemas, tecnología, normas y procedimientos, capacitación, y viajes, deben ser informados a la dirección general y directorio, para que sean plenamente conscientes, que dicho salto en las erogaciones no pueden dejar de producirse, porque hace a la oportunidad, calidad y precisión en materia de relevamiento de la información necesaria para atender los requerimientos en materia de frecuencia en la periodicidad de envío de la misma a terceros.

vi. A partir del momento en que se incorporen nuevos accionistas (a raíz del IPO), y más allá de que se conserve el control de la compañía, las emisiones de nuevas acciones para seguir atendiendo nuevos proyectos que demanden capital propio, va a requerir que los accionistas fundadores también tendrán que acompañar con nuevos aportes de capital a los fines que no se licúe la participación objetivo como controlante.

Conclusiones

Se ha pasado revista a diversos aspectos específicamente financieros, y al contexto, que se ve influenciado por la necesidad de la obtención del mismo, y que, a su vez, influye sobre el comportamiento y organización de la entidad para poder manejar satisfactoriamente las relaciones que se establecen con acreedores financieros, con nuevos accionistas, con organismos de control y bolsas de comercio.

El crecimiento de las organizaciones depende que se obtenga el financiamiento necesario, que es el requisito esencial, para hacerlo posible, pero hay una propensión en minimizar el efecto que ello provoca sobre la organización del ente, sobre su sistema de información y sobre la velocidad y calidad con que la información debe emitirse.

Por ello, es fundamental que los responsables que deben llevar a cabo este proceso de crecimiento a través de la implementación de nuevos proyectos que aumentan el volumen físico y monetario del ente, transmitan el mensaje que a la par del crecimiento de la producción, de las ventas, y de los recursos humanos vinculados con dichas funciones, es menester, pensar que es necesario crecer en lo administrativo, en la planificación, en lo contable y en los aspectos de control. No es posible, ni recomendable, contener de manera voluntarista, la expansión razonable que estos últimos sectores deben tener, para asegurar precisión, rapidez y calidad de la información que múltiples usuarios han de demandar. De la seriedad con que se encare en lo administrativo este proceso, dependerá también que no se cometan errores, que haya satisfacción de los usuarios de la información requerida, y que se asegure, también, toda colaboración que la organización pueda requerir a quienes son los usuarios de esta información.

(*) Doctor de la Universidad de Buenos Aires (Área: Ciencias Económicas; Sub Área: Cont.). Contador Público (UBA); Licenciado en Administración (UBA); Graduado en Advanced Program in Oil & Gas Business Manager (University of Texas at Dallas, USA).

© Thomson Reuters