

¿Cómo se financia el capital activo de una organización?

Di Ranni, Miguel Ángel

1. Capital activo. Costos y gastos

El capital activo de un ente u organización implica todos aquellos costos incurridos voluntariamente por el ente que se caracterizan por tener aprovechamiento económico futuro. La acepción de costos tiene el significado que incurrir en dichos egresos económicos es necesario para poder provocar los ingresos económicos. El ente no puede prescindir de dichos egresos económicos, para poder generar los ingresos económicos. Si no incurriera en los mismos, la generación de los ingresos económicos no podría concretarse. Si no hay costos, ordinariamente, no hay ingresos. Cuando hay costos, ellos constituyen el prerequisite para generar ingresos. Si esos costos se vinculan con ingresos presentes, dichos costos son imputables y se exponen en el estado de resultados. Si esos costos se vinculan con ingresos futuros, dichos costos son imputables y se exponen en el estado de situación patrimonial, concretamente en el capital activo.

El ente puede prescindir de los egresos económicos voluntarios, que se incurren sin que sean necesarios para generar ingresos económicos, y ello no provocaría ningún efecto adverso en la capacidad para generar ingresos. Dichos egresos se llaman "gastos". Estos conceptos el autor los formula a los fines de la elaboración del presente artículo, aunque algunos autores siguen lineamientos diferentes para la distinción de los significados de costos y gastos. Siguiendo la conceptualización que presenta el autor, quien a su vez sigue los lineamientos del profesor Dr. Mario César Vecchioli, quien fuera en vida un brillante profesor titular regular de contabilidad y auditoría, en varias Universidades Argentinas, la mayoría de los egresos económicos deberían ser "costos" dado que se incurren, justamente para poder generar ingresos económicos. Lo excepcional deberían ser los "gastos".

Esta distinción conceptual tiene una fuerza muy importante, especialmente en lo gestional, en cuanto a que la fijación del precio de un producto, debiera ser tal que pueda recuperar los costos necesarios para generar el ingreso derivado del precio de venta del producto. El ente, si incurre en gastos, lo puede hacer, pero no debería pretender incrementar el precio de venta para recuperar dichos egresos económicos. Si los quiere mantener dentro de su estructura de egresos económicos, cualquiera fueran las razones de ello, debería hacerlo en sacrificio de su propio margen de ganancia neta final. Este razonamiento es muy importante, a los fines de poder ser competitivo en el mercado, a través de un precio de venta de su producto que sea similar al de otro proveedor que no tuviera en su estructura gastos, sino que los egresos económicos fueran todos "costos".

Por tanto, todos los elementos patrimoniales que componen el capital activo tendrían que ser la resultante de costos incurridos voluntariamente que se necesitan para generar ingresos futuros. Dichos ingresos futuros deben tener tal magnitud que permitan la recuperación de todos los elementos patrimoniales que se exponen en el capital activo, a los valores que se hayan utilizado para su valuación.

Por tanto, si en el activo se exponen los elementos patrimoniales que significan costos necesarios para generar ingresos futuros, es fundamental tener claro cómo podemos financiar la existencia de esos costos en el activo, dado la imprescindibilidad de su existencia, en cuanto a la posibilidad de generar ingresos económicos en el futuro.

2. Capital ajeno y capital propio.

Un tema importante para el análisis financiero es el de la **decisión si financiar con capital ajeno o privilegiar el aporte de capital propio**, en los casos de necesidades de financiamiento por algún proyecto significativo que se diera en un ente. La bibliografía específica ha tratado muchas veces este tema, pero en una gran mayoría de veces, se explicitan conclusiones en el terreno de las ideas, pero sin bajar al ejemplo práctico que "cierra" la comprensión contable y financiera para entender las razones de dichas conclusiones. **La recomendación al empresario, desde los especialistas en el análisis económico y financiero, es que se analice primeramente la tasa interna de retorno de un proyecto como tal, sin que entren a plantearse las connotaciones complementarias que pueden derivarse de introducir la forma o modalidad en que dicho proyecto terminará financiándose.** Esto sugiere que también es recomendable, ver la tasa interna de retorno del proyecto pero incluyendo los efectos que se

derivan de contemplar en el flujo de fondos del proyecto la incorporación de un financiamiento mediante capital ajeno, con el ingreso de dicho préstamo, y la amortización de dicha deuda a través del tiempo, con los correspondientes egresos de fondos originados en los pagos de comisiones, intereses, gastos legales y otros componentes que el uso de capital ajeno acarrea. En el flujo financiero, incluyendo el préstamo, es importante saber que el financiamiento debe ser incluido, si está cerrado (o completo) en todos sus aspectos esenciales, es decir: fecha de ingreso del préstamo; fechas y montos de vencimiento del principal; pagos de comisiones, de intereses y gastos legales y otros egresos vinculados con el financiamiento, conjuntamente con el aporte de capital propio, rentas del proyecto en sí, e impuesto a las ganancias teniendo en consideración todos los aspectos mencionados.

Es muy importante la recomendación de analizar la TIR del proyecto (sin incluir el financiamiento ajeno) a los efectos de apreciar las bondades del rendimiento de dicho proyecto. Luego sí, incorporar los efectos complementarios del financiamiento ajeno, a los fines de apreciar la TIR del proyecto más el financiamiento (descontándose que dicho financiamiento debe estar firme en todos sus aspectos a los fines de que dicha consolidación de la TIR no se encuentre beneficiada por un financiamiento que tuviera algún riesgo de mantenerse en el tiempo en las condiciones consideradas).

Se elaboró un planteo práctico con el único propósito de facilitar la internalización de los conceptos teóricos, para que se entienda cómo funciona el aspecto de que se mejora la TIR de un proyecto cuando se la evalúa adicionalmente, computando el financiamiento ajeno, y con la deducibilidad de la tasa de interés en materia de impuesto a las ganancias.

Se elabora por este medio un ejemplo sencillo para que se entienda numéricamente el tema:

Un proyecto consiste en poner un monto de dinero en el momento 0 para comprar una máquina que genera un resultado al año del 76,923% de TIR antes de Impuesto a las Ganancias, o sea un ganancia del 50% después de Impuesto a las Ganancias.

La situación inicial sería:

Caja	100	Capital	100
------	-----	---------	-----

Se compra la maquinaria:

Maquinaria	100	Capital	100
------------	-----	---------	-----

Al año:

Caja	50	Capital	100
Maquinaria	100	Renta	76,923
		I. Gcias (26,923) (*)	
Total Activo	150	Total P + PN	150

(*) 35% de 76,923

Renta neta = $76,923 - 26,923 = 50$

Renta del capital $50/100$ 50%

Renta del proyecto $50/100$ 50%

Se vende la maquinaria y se obtiene un monto en dinero en efectivo de 100.

Caja	150	Capital	100
		Renta neta	50

Veamos si la situación inicial hubiera sido:

Caja	100	<u>Deuda financ. a 1 año</u>	40 (**)
		<u>Capital</u>	60

(**) Tasa de interés anual 15%; impuesto a las ganancias 35%

Maquinarias	100	Deuda financ. a 1 año	40
		Capital	60

Al año:

Caja	52,10	Deuda financ. a l año	46
Maquinaria	100	Capital	60
		Renta	76,923
		Interés financ.	(6,00) (***)
		Imp. Gcias.	(24,823) (****)
Total Activo	152,10	Total P + PN	152,10

(***) 15% de 40

(****) 35% de (76,923-6,00)

Se cancela la deuda financiera.

Caja	6,10	Capital	60
Maquinaria	100,00	Ganancia	46,10 Renta del Capital (*****)
Total	106,10	Total	106,10

(*****)

$46,10 / 60 = 76,80\%$

Renta proy. sin financ. $50 / 100 = 50\%$

Se vende la maquinaria en 100.--

Caja	106,10	Capital	60
		Ganancia neta	46,10
Total	106,10	Total	106,10

Flujo financiero del proyecto (I)

0			
(100)	Invertido en maquinaria	100	Venta de la maquinaria
40	Préstamo recibido	(40)	Cancelación préstamo
		(6)	Intereses (15% anual s/ 40.--)
		76,923	Rentab. proyecto antes de I. G.
		(24,823)	Imp. Gcias. (35% s/ 70,923)
(60)	Capital propio invertido	106,10	Capit. retirado Moment. I

¿Qué tasa me iguala en un año, lo que obtuve por 106,10, habiendo invertido neto al inicio 60?

$106,10. 1 / 1,768 = 60$ Por lo tanto la TIR con financiamiento incluido en el proyecto es 76,8% en lugar del 50% (después de impuestos), que consideraba el rendimiento del proyecto en sí, sin que entrara a considerarse el efecto del financiamiento en la ponderación global del flujo de fondos.

Para aportar mayor claridad el ejemplo, se asumió que la maquinaria, al finalizar el año 1, se puede revender y se obtiene exactamente 100 de dinero en efectivo. Este supuesto es para entender mejor la influencia que tiene el financiamiento en auxilio del capital propio, y la mejora de rentabilidad que se logra.

En la práctica, en proyectos como el descrito, la máquina genera, mientras tenga una vida útil, ganancias, año a año, supongamos de 50% después de impuestos. Y si la máquina durara 10 años, el cash flow debería ser tal que tuviera cifras de dicha rentabilidad en los 10 años posteriores a su adquisición. En cada año, por tanto deberá computarse la rentabilidad lograda de los mencionados 50% luego de I.G., y habrá que prever, un recupero al finalizar los 10 años, de lo que sería la venta de la maquinaria. Si además se hubiera conseguido un financiamiento que permitiera reducir el aporte del capital propio, habría que calcular la tasa que iguala el desembolso al momento 0, respecto del flujo neto año por año, durante los 10 años mencionados, incluido en dicho cash flow también el ingreso del financiamiento y todos los egresos de fondos que están vinculados con dicho financiamiento hasta su extinción. Será lo que se llama, rentabilidad del proyecto incluido los efectos del financiamiento.

3. Rentabilidad pura del proyecto, y rentabilidad del proyecto incluyendo el efecto de su financiación.

La rentabilidad pura del proyecto puede mejorarse sensiblemente si parte del capital propio es reemplazado con capital ajeno, en la medida que dicho financiamiento tenga todos sus parámetros seguros y definidos durante todo el lapso de su vigencia, y que la tasa de interés del mismo esté por debajo de la TIR del proyecto antes de impuesto a las ganancias.

Ahora bien, este ejemplo planteado permite hacer la siguiente reflexión: la rentabilidad del proyecto como tal es del 50% después de impuesto a las ganancias. Es decir que si se financia el proyecto con capital propio, el proyecto le permite a dicho capital obtener una rentabilidad del orden del 50% después de impuesto a las ganancias. Ahora si se desea mejorar la rentabilidad global del proyecto, disminuyendo el aporte del capital propio, para llevarlo a cabo, y en lugar de invertir el accionista los 100, invierte 60, y los otros 40 se financian con una deuda financiera, que origina el pago del 15% en concepto de interés. Esto significa que el proyecto, el cual para llevarlo a cabo, en lugar de aportar los 100 pesos de capital propio, se terminó aportando 60 pesos, y una institución financiera aportó los otros 40 pesos faltantes, la rentabilidad obtenida por el proyecto incluyendo los efectos del financiamiento con capital ajeno, determina que la tasa de final después de impuesto a las ganancias, en lugar de ser el 50%, pasa a ser del 76,8%. Este efecto palanca originado por el financiamiento del 40% del proyecto, con capital ajeno, está motivado porque la tasa de financiación después del impuesto a las ganancias es del 9,75% comparado con la rentabilidad del proyecto que era del 50% después de impuesto a las ganancias (o lo que es lo mismo, el 15% y 76,923%, respectivamente, antes de impuesto a las ganancias).

Siempre el financiamiento con capital ajeno de un proyecto que paga una tasa de interés menor, que la tasa de rendimiento del proyecto en sí mismo, consideradas después de impuesto a las ganancias, mejora el rendimiento global del proyecto, computando en el flujo de fondos del proyecto, tanto el capital propio como el ajeno, como sus costos y sus efectos fiscales.

4. Financiamiento del capital activo. Capital ajeno y capital propio

Siempre es importante tener una estructura de financiamiento en un ente u organización, en la cual participe financiamiento ajeno y propio, en una proporción adecuada según la naturaleza del negocio que se lleve a cabo. Un tema relevante es la consideración que la tasa de interés y demás costos financieros, en la mayoría de las disposiciones fiscales de los países, son conceptos deducibles en materia de impuesto a las ganancias.

Otros elementos a tener en cuenta, es que en la mayoría de los contratos de financiamientos, concertados entre la empresa o ente que busca la obtención de un préstamo, suelen pactarse, dentro de las cláusulas que regulan la existencia de dicho financiamiento, los llamados "covenants financieros" o ratios, que determinan la necesidad de sujetarse a las limitaciones que de ellos se desprenden. Total debt / Equity (deuda total en relación al total del patrimonio neto), que puede determinar, a título de ejemplo, un índice no mayor de 1,50, en cuyo caso, la entidad financiera está aceptando que el ente tomador de los fondos pueda financiar el activo del ente en un 60% con deudas (comerciales, financieras, sociales, fiscales) y el 40% con capital pasivo propio. Otro ratio financiero podría ser el que relaciona el ebitda (earnings before interests, taxes, depreciation and amortization) con interests and financial debt payments. Esto es ganancias antes de intereses, impuesto a las ganancias, depreciación y amortización, en relación con los pagos a efectuar por los servicios por intereses y por el capital correspondiente a la deuda financiera que vencieran en el lapso al cual se refiere el monto del ebitda. Si dicho índice se hubiera fijado en 3, esto significaría que el monto del ebitda debiera ser lo suficientemente grande como para cubrir con 1/3 de dicho monto los vencimientos de capital e intereses, y los otros 2/3 deberían ser usados para otras aplicaciones, como inversiones en bienes de uso, cancelaciones de otras deudas, distribuciones de dividendos en efectivo y otros movimientos similares. Puede haber otros ratios financieros que pudieron haberse incluido en el contrato de financiamiento a modo de covenants financieros negociados entre el banco financiador y el tomador de los fondos, que es una forma que tiene la entidad financiera de ir monitoreando al borrower en cuanto a su performance patrimonial, económica y financiera conducente a la posibilidad cierta de llegar al recupero de los fondos que fueron prestados en su momento.

La visión del autor del presente trabajo, a lo largo de toda su experiencia profesional, muchas veces en el rol de CFO de las compañías, fue la de impulsar el financiamiento de las organizaciones a través del capital ajeno, con el objetivo de hacer eficiente la optimización fiscal, debido a la deducibilidad del interés en materia de impuesto a las ganancias. Adicionalmente, lograr una tasa interna de retorno de los

activos, mejorada a través del financiamiento parcial con capital ajeno, de los proyectos, toda vez que la tasa de financiamiento después de impuesto a las ganancias sea menor que la tasa intrínseca de rendimiento del proyecto después de impuesto a la renta.

Debe tenerse en cuenta que optimizar el endeudamiento se refiere tanto a la toma de un financiamiento corporativo, es decir, implícitamente garantizado por el cash flow de todos los proyectos que se han desarrollado en el ente hasta la incorporación del nuevo endeudamiento, como, a los llamados financiamiento con riesgo proyecto, es decir, convenir con la entidad financiadora, lograr un determinado financiamiento que ha de ser repagado mediante el cash flow identificable con el proyecto nuevo que pretende financiarse bajo las características mencionadas, es decir, que el cash flow de otros proyectos precedentes no pueda ser tocado por la entidad financiadora para repagar el préstamo a ingresar bajo la consigna "riesgo proyecto". Naturalmente que el financiamiento con riesgo proyecto va a ser más caro que un financiamiento con riesgo corporativo, debido a que el repago del préstamo con riesgo proyecto, depende, para su repago, exclusivamente de la generación de fondos generada por el propio proyecto que el ente pretende financiar a través de la entidad financiera convocada al efecto.

Cuando el financiamiento con riesgo proyecto tiene que ser estructurado por la entidad financiera convocada a tal efecto, y el proyecto aún no comenzó a "construirse", es usual y razonable que la entidad financiera pretenda tener una garantía de los sponsors del proyecto y/o del constructor del proyecto, hasta que el proyecto esté concluido y "funcione" es decir, que lo construido esté técnicamente en condiciones para hacer lo que estaba previsto que hiciera. Cuando el proyecto ha cumplido el paso que culmina con el "buen funcionamiento de lo construido", y por lo tanto, eso que ha sido construido, puesto en funcionamiento puede fabricar bienes o prestar servicios que van a generar un cash flow de ahí en más, entonces la entidad bancaria acepta que se transforme de préstamo garantizado a préstamo con riesgo proyecto, es decir, la entidad financiera va a poder recuperar el monto del préstamo, considerando exclusivamente el cash flow que se vaya generando con el proyecto funcionando para producir o prestar el servicio pensado cuando se diagramó el proyecto. En toda la etapa previa al funcionamiento, como el préstamo estaba garantizado por los sponsors o el constructor del proyecto, la tasa de interés es menor, que cuando el préstamo deja de estar garantizado luego de que lo construido esté en condiciones de funcionar, por cuanto las garantías concedidas caducan a partir de lo que técnicamente se llama "technical completion".

La entidad financiera mirará con buenos ojos los contratos de largo plazo que el ente haya podido suscribir, con los clientes que pretenden servirse de los bienes producidos o del servicio prestado, a partir de la finalización de la construcción del bien o proyecto. Esos contratos comerciales de largo plazo, conjuntamente con cláusulas muy comunes como "entregue el producto o pague" y "compre el producto o pague", entre muchas otras cláusulas, le dan confort a la entidad financiera para suscribir un financiamiento con riesgo proyecto, como el que, sintéticamente se ha comentado.

Más de una vez dentro de una propia organización, los miembros del comité de dirección se entusiasmaban con alguna propuesta ofrecida por entidades bancarias, de "abrir" el capital del ente, mediante la oferta pública de acciones, listándolas en una bolsa nacional y/o internacional. Mi posición siempre fue la misma al respecto, y tenía que ver con preguntar cuál era la magnitud del proyecto que estaba motivando salir al mercado a hacer oferta pública de las acciones de la compañía. Si la magnitud del proyecto no era relevante, y el ente tenía aún espacio para la toma de financiamiento corporativo, o incluso, un financiamiento con riesgo acotado al propio proyecto, mi respuesta era la de agotar la capacidad de endeudamiento del ente, es decir, eficientizar la estructura de financiamiento tomando deudas financieras, si existía la posibilidad de obtener endeudamiento adicional. Solamente un proyecto de magnitud considerable puede instar a abrir el capital de la compañía listándola en una bolsa de comercio. No hay que olvidarse que una IPO (initial public offer) implica salir con un descuento respecto del valor real de la compañía, a los fines de asegurar la liquidez posterior del papel a la salida del mercado, tener otros accionistas adicionales que no han surgido del tradicional *affectio societatis*, y otras exigencias de governance que requieren seguimiento, cumplimiento de plazos y presencia del organismo de control. Ello, además de los mayores costos de estructura, bastante significativos, que se derivan de la mayor calificación del personal necesario para atender situaciones más complejas.

También implica un esfuerzo administrativo considerable, dado que el sistema contable tiene que

funcionar sin dificultades, y emitir la documentación contable no más tarde que el séptimo día del mes siguiente. Adicionalmente, implica a estar bajo un control administrativo distinto, por el hecho que la emisión de acciones implica estar captando el ahorro público, con algunas regulaciones importantes como la comunicación de los hechos relevantes dentro de las 24 horas de haberse producidos; la necesidad de revelar información interna a todos por igual, sin excepciones; emisión de estados contables con frecuencia trimestral en lugar de la anual, y otras regulaciones que implican exigencias temporales o de calidad.

5. Política de dividendos en efectivo y retención de resultados en el ente.

Un tema relevante para comentar es la política de dividendos en efectivo y la práctica de la retención de resultados como forma de capitalización a través de incremento del capital propio.

Los resultados acumulados que se producen en el ente pueden ser distribuidos o también, parcialmente, pueden ser retenidos. La distribución de resultados se produce cuando hay que atender el pago de dividendos en efectivo, pagos de gratificaciones especiales al personal, donaciones para obras de carácter social, y conceptos similares. Las retenciones pueden decidirse para constituir reservas determinadas por la ley, por el estatuto, o reservas voluntarias como las originadas para complementar la renovación de bienes de uso o reservas para pagos futuros de dividendos en efectivo, toda vez que la asamblea de accionistas la constituye, y delega en el directorio la oportunidad del pago de dividendos, y el monto a pagar como tal, el cual será deducido del monto total que el ente tenga como saldo de esta reserva.

De los resultados acumulados que existan sin afectación, o de la reserva para futuro pago de dividendos, siempre es conveniente separar una parte a los fines de cumplimentar la propuesta de pago de dividendos en efectivo. A juicio de autor de este trabajo, siempre es conveniente que el dividendo propuesto esté topeado por la razonabilidad, es decir, que aunque hubieran existido ganancias muy relevantes, y aunque en su gran mayoría hubieran sido derivadas a la reserva para futuro pago de dividendos, el pago concreto de dividendos en efectivo en cada ejercicio económico debe ser calculado contemplando la condición de inversión de mayor riesgo que tuvo en cuenta quien se incorporó como nuevo accionista, por ser la consecuencia de una explotación industrial y comercial, frente a una colocación de menor riesgo como sería un depósito bancario a plazo fijo. Hay algunas opiniones, no demasiadas fundamentadas, que proponen que el porcentaje de dividendos en efectivo a aprobar debe ser la resultante de dividir el grueso de los resultados acumulados (excluido la reserva legal del ejercicio) por el valor nominal del capital.

Esta propuesta no parece tener sustento más que la idea, a mi juicio equivocada, que la ganancia que se produzca debe ser totalmente distribuida en concepto de dividendos. Sin embargo, dicho dividendo, si los resultados acumulados lo permiten, debe ser razonable en función del riesgo que implica la explotación a la cual se dedica el ente, pero es preferible retener una parte sustancial, que excede al dividendo razonable propuesto, para que pueda reiterarse el siguiente ejercicio económico, un nuevo pago de dividendos, en un porcentaje similar al del ejercicio anterior, en lugar de propuestas de pago de dividendos en efectivo volátiles o cíclicas, en función de similar volatilidad que pudieran tener los resultados del ejercicio, especialmente en economías como las que se dieron en nuestro país, y en otros de la región.

Si la tasa de rendimiento de los activos del ente es superior al porcentaje de dividendos en efectivo propuesto, esta política de dividendos razonablemente significativos es equivalente a asegurarle a los accionistas que todos los resultados que se retuvieron, y no se canalizaron a dividendos en efectivo, van a producir un rendimiento superior, frente a la alternativa de haber pagado más dividendos, y el beneficiario haber colocado los fondos producto de los mismos, a otras inversiones de menor riesgo que el correspondiente a acciones de compañías, dado que toda retención de resultados, en los hechos significa, que dichos activos que se han mantenido en el ente, producirán un rendimiento promedio dado por la rentabilidad de todos los activos del ente.

La pregunta que debería formularse todo accionista es: ¿ Si yo hubiera pugnado por una mayor cobranza de dividendos en efectivo, hubiera encontrado, fuera del ente, una rentabilidad para ese dividendo en efectivo adicional igual o superior a la tasa de rendimiento global de los activos del ente?

6. Otras reflexiones a tener en cuenta.

Algunas consideraciones importantes a tener en cuenta para el análisis de la capitalización del ente u organización son las siguientes:

i. Siempre es recomendable en tener analizado y vigente el nivel de líneas de financiamiento ofrecidas por cada institución bancaria. El CFO debería seguir teniendo la sensibilidad directa sobre las actitudes de cada banco, y no delegar totalmente en sus colaboradores estos aspectos para no perder el "feeling" de la actitud de los bancos en relación a la compañía. ¿Los bancos nos visitan periódicamente? ¿Nos llaman por teléfono frecuentemente? ¿Nos ofrecen espontáneamente financiamiento, o siempre a solicitud nuestra? ¿Si llamamos nosotros, responden enseguida y se dirigen a atender nuestro requerimiento solícitamente? ¿Tiene, el conjunto de los bancos, respuestas parecidas en los temas que planteamos? ¿Cuál es el concepto sobre la compañía? ¿Cuál es el concepto que tienen sobre el management de la compañía?

La costumbre entre las instituciones bancarias es realizar interconsultas sobre cada uno de los clientes, por lo cual, siempre es recomendable estar atento e interpretar adecuadamente la información que puede provenir de los contactos diarios que se suele dar con los bancos que son nuestros acreedores o que podrían llegar a serlo, si estuviéramos en búsqueda de financiamientos adicionales.

ii. Más allá de la existencia o no de contratos de financiamiento en los cuales se hayan fijado determinados financial covenants (cumplimiento de ratios financieros), el CFO tiene que analizar, por propia iniciativa, permanentemente, el ebitda de la compañía, y los proyectos y compromisos que el ente tiene en cartera, con el objetivo de advertir con tiempo ciertos puntos de atención respecto de lo que podría llamarse el "free cash flow", es decir, la caja excedente, luego de atender determinadas operaciones como inversiones en activos fijos, en colocaciones de largo plazo, en pago de dividendos en efectivo relevantes, reducciones no usuales en la facturación del producto que vende la empresa, incrementos atípicos en los costos no previstos, contingencias que se resuelven desfavorablemente, determinaciones de obligaciones impositivas que no estaban previstas, incrementos salariales que afectan la estructura de costos fijos de una manera inusual, etc.

iii. Es recomendable tener bien analizados los estados contables de la compañía, para tener respuestas ante los acreedores financieros de la compañía. Permanentemente, tanto los bancos como los analistas externos, toman los estados contables "de publicación", a los fines de tener claridad cómo se está financiando el activo de la compañía, a través de capital ajeno y capital propio. A través de dicha observación se concluye que el capital ajeno está financiando al activo en un porcentaje determinado, y el capital propio en el porcentaje remanente necesario para cubrir el 100% del activo.

Ahora bien, uno de los rubros que integran el capital activo de un ente son los bienes de uso, en general de valor de incorporación significativo respecto de los demás rubros del capital activo. Los bienes de uso se incorporan al capital activo, a los valores de costo, y permanecen en dicho valor, a lo largo de su vida útil. De igual manera, el capital aportado tampoco se corrige, en los últimos diez años, teniendo en cuenta los efectos de la inflación sobre el peso, como moneda de cuenta.

Mantener los valores de ingreso al patrimonio, para los rubros no monetarios, sin introducir la corrección de la expresión monetaria, puede distorsionar significativamente la expresión del valor del capital activo, y del capital pasivo propio. En nuestro país el ajuste por inflación para la re-expresión de los valores de activos y pasivos no monetarios, toda vez que se utiliza el peso como moneda de cuenta, a los fines de llevarlos a una moneda de poder adquisitivo de cierre, se ha interrumpido como norma contable en los Consejos Profesionales de Ciencias Económicas en la República Argentina, en los últimos 10 años, no obstante la existencia de inflación significativa.

Es muy útil tener un cálculo aproximado de estos ajustes a los fines de "corregir" mentalmente cuál es la participación del capital ajeno, y del capital propio, sobre el activo, una vez que se hubieran corregido, al menos aproximadamente, tanto el valor del activo fijo, como del capital aportado, y no basarse en el cálculo de estas proporciones, haciéndolo directamente sobre los estados contables no corregidos por inflación. Estas reestimaciones sugeridas, son muy importantes, especialmente desde que el capital pasivo ajeno, es un capítulo del balance que está expresado en general a moneda de poder adquisitivo de cierre, sea porque son deudas vinculadas al peso, o deudas vinculadas a la moneda extranjera pero convertidas al peso, a la cotización de la fecha de cierre de los estados contables.

iv. Conviene tener bien claro si las necesidades de extender el plazo del financiamiento a nuestros clientes, por cuestiones de mercado, no hace recomendable que, del lado de la empresa, se haga un esfuerzo similar para lograr una extensión del plazo de financiamiento otorgado por los proveedores comerciales. Ello con el objeto que no haya que depender exclusivamente de cubrir ese crecimiento del

activo mediante un incremento de las deudas financieras. Este análisis está más justificado en caso que muchos de los proveedores comerciales, por su envergadura patrimonial, tengan acceso a un financiamiento bancario más eficiente que el que podría lograr la propia compañía recurriendo al mercado financiero, por lo cual, para el ente, el incremento en el endeudamiento comercial le resultará seguramente más económico que el acceso a entidades financieras o bancarias.

v. En la toma de financiamientos de proyectos, es recomendable que se solicite financiamiento de ellos en una magnitud que flote entre el 60 y el 75 por ciento de la totalidad del proyecto, y que el resto sea financiado con fondos propios. A las instituciones financieras no le resulta agradable que se le requiera financiamiento por el 100% del proyecto, aun si de todos modos, luego del financiamiento requerido, el total del activo del ente quede financiado, en el consolidado, por un porcentaje relevante con capital propio.

Tampoco es fácil para las instituciones financieras justificar ante su propio comité de créditos, aprobar un financiamiento para financiar el pago de dividendos en efectivo que pretenda practicar el ente.

Adicionalmente, el ente debe tener en cuenta las prácticas de las instituciones bancarias o financieras, en cuanto a necesidad periódica de entrega de información de las compañías: estados contables, proyecciones, informes ad hoc de nuevos proyectos, y el ente debería suministrar dicha información antes que le sea requerida como rutina. A los funcionarios de los bancos que tratan en directa con el ente, hay que facilitarles la tarea frente al propio comité de créditos de ellos, sea remitiéndole la información sin demoras, como invitando al funcionario a la empresa a los fines de explicarle en detalle los criterios con que fue preparada la información suministrada.

vi. La siguiente recomendación podríamos llamarla "lo perfecto es enemigo de lo bueno". Muchas veces se negocia un préstamo financiero para atender las necesidades de un proyecto que requiere efectivamente de los fondos en dos momentos distintos, separados, digamos por 6 meses de distancia. En la técnica de los préstamos financieros, es posible el desembolso en dos tranches a los fines de no estar pagando intereses o comisiones, por un lapso, en el cual no se van a necesitar efectivamente una parte de los fondos, si se hubiera desembolsado el préstamo en su totalidad. El problema de ello es que no obstante estar acordados estos dos desembolsos, puede ocurrir que en el momento en que hay que efectuar el segundo desembolso, y de existir en el préstamo una cláusula denominada MAC (material adverse changes), es decir, cambios significativos adversos, sea en el mercado financiero, sea en la propia compañía, la institución bancaria puede negarse a efectuar el segundo desembolso, en la medida que la cláusula MAC hubiera sido una de las condiciones precedentes a verificar previo al desembolso del segundo tranche, y se estuvieran verificando en el mercado financiero, o en la evolución de la propia compañía, las condiciones adversas significativas, que habilitarían a la entidad financiera a no cumplimentar el segundo desembolso.

Hoy en día, especialmente si el desembolso debiera hacerse en Argentina, es recomendable fijar en el contrato de financiamiento que va a haber un solo desembolso, aunque ello no respondiera a las técnicas más recomendables por la ortodoxia sobre la eficiencia financiera, dado que se perdería, por los fondos ociosos, el diferencial entre la tasa activa (la del préstamo) y pasiva (colocación de fondos) hasta el momento en que se los necesite, pero se tendría la seguridad de que el proyecto no tendría ningún riesgo de discontinuarse por no haber reunido todo el dinero necesario para su finalización.

7. Conclusiones

A los fines de cumplimentar el tratamiento del tema ¿Cómo se financia el capital activo de una organización? se han considerado los conceptos de capital activo conjuntamente con los de costos y gastos.

Si los activos son costos que voluntariamente se incurre, que son necesarios para generar ingresos económicos en el futuro, es realmente importante discernir las distintas formas que se poseen para financiar la adquisición de dichos activos: capital pasivo ajeno, y capital pasivo propio.

Luego se ha analizado la distinta proporción en que el capital activo puede ser objeto de financiamiento, a través de préstamos de terceros o a través del aporte de los propios dueños del ente.

Se han distinguido dos conceptos importantes en el análisis gestional, como son la tasa interna de retorno de un proyecto, en su análisis puro, y la mejora que podemos lograr sobre la rentabilidad global del proyecto, al incluir el efecto que logra el financiamiento parcial con capital ajeno, y a un determinado

nivel de la tasa de interés de dicho financiamiento.

Se consideró seguidamente los temas de política de dividendos en efectivo, y la política de retención de resultados, ambos aspectos de notable incidencia en la proporción del capital pasivo propio en la financiación del activo.

Finalmente se formularon algunas reflexiones, que en general, deberían ser tenidas en cuenta por parte de quien es el responsable financiero de una empresa u organización, en la medida que estuviera involucrado en los detalles de dicha tarea. Esa actitud vigilante del CFO debería ser una característica permanente de responsabilidad profesional.

La recomendación general a los fines de optimizar la rentabilidad global de la empresa y de uno de sus causantes, como lo es el impuesto a las ganancias a través de sus deducciones, es tener una propensión acentuada en el uso del capital pasivo ajeno como forma de financiar el capital activo de un ente. Ello, por supuesto, evaluando la fortaleza de la autogeneración de fondos para la atención permanente de la amortización del capital de la deuda financiera y del pago de los intereses y demás costos de ella, reservando un margen razonable para atender inversiones de largo plazo, distribuciones de dividendos en efectivo, algunos efectos atípicos en materia de ingresos por ventas, costos del vendido y costos de estructura y de otros imprevistos que pueden escaparse de la normalidad.

(*) Contador Público (UBA); Licenciado en Administración (UBA); ha actuado profesionalmente en empresas grandes y medianas en máximas responsabilidades (en el país y en exterior) en administración, finanzas, contabilidad, planeamiento, abastecimiento, impuestos y sistemas. Consultor de empresas. Titular de DI RANNI— COSTOYA— CONSULTORES Profesor Titular Regular en Sistemas Contables (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 economyandcontexto.blogspot.com de acceso libre, para estudiantes, graduados universitarios y público en general.

© Thomson Reuters