



Universidad de Buenos Aires
Facultad de Ciencias Económicas
Biblioteca "Alfredo L. Palacios"



Fundamentos para una reformulación de la función financiera de las empresas y otras instituciones

Bertagnini, Armando E.

1985

Cita APA: Bertagnini, A. (1985). Fundamentos para una reformulación de la función financiera de las empresas y otras instituciones.

Buenos Aires: Universidad de Buenos Aires. Facultad de Ciencias Económicas

Este documento forma parte de la colección de tesis doctorales de la Biblioteca Central "Alfredo L. Palacios". Su utilización debe ser acompañada por la cita bibliográfica con reconocimiento de la fuente.

Fuente: Biblioteca Digital de la Facultad de Ciencias Económicas - Universidad de Buenos Aires

TESIS DOCTORAL

BIBLIOTECA DE LA FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS
Profesor Emérito Dr. ALFREDO L. PALACIOS

FUNDAMENTOS PARA UNA REFORMULACION DE LA FUNCION FINANCIERA
DE LAS EMPRESAS Y OTRAS INSTITUCIONES

UN NUEVO ENFOQUE DE SU NATURALEZA, CONTENIDO, OBJETIVOS Y
ESTRUCTURA, CONSISTENTE CON LA PROBLEMÁTICA Y EL CONTEXTO ARGENTINO

CATALOGADO

AUTOR:

BERTAGNINI, Armando Enrique

Registro N° 30764

Domicilio: Junín 1397 - 3° "A" - Capital Federal

CONSEJERO DE TESIS:

Dr. BASAGANA, Eduardo

FECHA DE PRESENTACION:

Octubre 1985

INDICE SINTETICO

0. Introducción
1. Estructura de la propuesta de reformulación de la Función Financiera
2. Reformulación de los conceptos teóricos básicos relativos a la Función Financiera.
3. El enfoque estratégico
4. Estructura conceptual de la Función Financiera
5. Consecuencias de la reformulación propuesta
6. Conclusiones

RESUMEN DE LA TESIS

EPILOGO

BIBLIOGRAFIA

INDICE ANALITICO

0. INTRODUCCION

0.1	<u>Fundamentos del tema seleccionado</u>	1/ 2
0.2	<u>Objetivos de la tesis</u>	2/ 3
0.3	<u>Referente, alcance y estructura del trabajo</u>	3/ 6
0.4	<u>Análisis crítico de la concepción vigente</u>	7/32
0.4.1	Síntesis de la concepción vigente	
0.4.2	Caracterización del nuevo marco institucional. Contextos. Objetivos	
0.4.3	Críticas a la concepción vigente	
0.4.4	Conclusiones: necesidad de un replanteo (reformulación) de la Función Financiera.	
0.4.5	Elementos de juicio a tener en cuenta para el replanteo.	

1. ESTRUCTURA DE LA PROPUESTA DE REFORMULACION DE LA FUNCION FINANCIERA

1.1	<u>Síntesis del encadenamiento lógico de la propuesta</u>	33
1.2	<u>Síntesis preliminar comparativa entre la interpretación vigente y la propuesta</u>	34

2. REFORMULACION DE LOS CONCEPTOS TEORICOS BASICOS RELATIVOS A LA FUNCION FINANCIERA

2.1	<u>Naturaleza de la Función Financiera</u>	35/60
2.1.1	El marco externo real de las instituciones en contextos turbulentos.	
	1. Caracterización general de los contextos actuales	
	2. Criterios para la subdivisión y análisis de los contextos	
	3. El contexto económico general	
	4. El contexto económico general de la República Argentina	
	5. El contexto financiero	
	6. Caracterización del contexto financiero internacional	
	7. Caracterización del contexto financiero argentino	
	8. Algunas consideraciones aplicables al contexto argentino: hipótesis referidas al contexto financiero, relaciones del mismo con los contextos económicos "reales", importancia de dichos contextos en el comportamiento de la institución.	
2.1.2	El marco interno de las instituciones	
	1. Los componentes de la institución	
	2. La organización adoptada por la institución	
	3. Algunas relaciones entre los componentes de la institución y de su organización.	

4. Algunas derivaciones referidas al marco interno de la institución.

2.1.3 Ubicación de la Función Financiera respecto del marco externo y del marco interno de las instituciones.

2.2 Consecuencias derivadas de la naturaleza de la Función Financiera

60/69

2.2.1 Ubicación del tema. Diagrama global y Diagrama analítico.

2.2.2 La determinación de los riesgos:

1. Encuadre general

2. Determinación específica de los riesgos financieros

2.2.3 El comportamiento de la institución en materia financiera

2.2.4 Hipótesis para la definición de los riesgos financieros

1. Efectos probables de los contextos financieros turbulentos

2. Enunciación de los diversos riesgos financieros identificables.

3. Efectos de los riesgos financieros

2.3 Contenido y alcance de la Función Financiera

70/88

2.3.1 Ubicación y metodología del tema

2.3.2 Definición de los vectores financieros

1. Consideración de los objetivos de la institución

2. Hipótesis sobre los riesgos financieros

3. El proceso de elaboración de los vectores financieros

4. El contenido de la Función Financiera en términos de los vectores financieros

2.3.3 Análisis individual de objetivos en sus aspectos económico - financieros

1. Objetivos directamente ligados con la rentabilidad

2. Objetivos no ligados directamente con la rentabilidad

2.3.4 Análisis individual de vectores financieros

2.3.5 Las estructuras: patrimonial y de resultados

1. Introducción

2. La estructura patrimonial

3. La estructura de resultados

2.3.6 Síntesis del contenido de la Función Financiera

2.3.7 Alcance de la Función Financiera

2.4 Conceptualización de la Función Financiera

89/96

2.4.1 Tipo de concepción a formular

2.4.2 Aproximación descriptiva

2.4.3 Desarrollo analítico del concepto de Función Financiera

2.4.4 Caracterización de la Función Financiera como proceso

1. Introducción

2. Elementos a considerar

3. Concepto: la Función Financiera como proceso adaptativo

4. Interpretación de la Función Financiera

2.5 Objetivos y restricciones de la Función Financiera

96/115

2.5.1 Introducción

1. Análisis crítico de la concepción vigente. Resumen

2. Evolución de los objetivos asignados a la Función Financiera
3. Versión general propuesta
4. El rol de la Función Financiera en la integración de resultados monetarios y de riesgos
- 2.5.2 Desarrollo de las nuevas propuestas
 1. Hipótesis de trabajo obtenidas por ajuste o corrección de las versiones tradicionales.
 2. Hipótesis de trabajo obtenidas a partir del análisis del contenido de la Función Financiera, suponiendo que la definición de los objetivos de la institución se realice por niveles mínimos de cada uno.
 3. Hipótesis de trabajo obtenidas desplazando el objetivo predominante tradicional por la supervivencia de la institución y el mantenimiento de su control.
- 2.5.3 Síntesis de los objetivos y restricciones de la Función Financiera
 1. Comparación de las distintas versiones correspondientes a nuevas propuestas.
 2. El campo de los objetivos viables para la Función Financiera en el contexto argentino.

3. EL ENFOQUE ESTRATEGICO

- | | | |
|-------|--|---------|
| 3.1 | <u>Introducción. Caracterización del enfoque.</u> | 116/117 |
| 3.2 | <u>Componentes del enfoque estratégico</u> | 117/120 |
| 3.2.1 | Objetivo estratégico | |
| 3.2.2 | Factores externos | |
| 3.2.3 | Recursos | |
| 3.2.4 | Decisiones estratégicas | |
| 3.2.5 | El ingrediente metodológico | |
| 3.3 | <u>Consideraciones sobre el enfoque estratégico</u> | 120/122 |
| 3.4 | <u>Alternativas metodológicas para la implementación del enfoque estratégico</u> | 122/129 |
| 3.4.1 | El enfoque estructurado: estrategia y planeamiento estratégico | |
| 3.4.2 | La estrategia competitiva | |
| 3.4.3 | Los enfoques que intentan una síntesis o compatibilización | |
| | 1. El control estratégico | |
| | 2. La administración estratégica | |

- | | | |
|-----|--|---------|
| 3.5 | <u>Roles estratégicos de la organización y la administración</u> | 129/130 |
|-----|--|---------|

4. ESTRUCTURA CONCEPTUAL DE LA FUNCION FINANCIERA

- | | | |
|-------|--|---------|
| 4.1 | <u>Introducción. Grupos de variables componentes</u> | 131/139 |
| 4.1.1 | Planeamiento y estructura conceptual | |

- 4.1.2 Elementos de juicio para encarar la definición de la estructura conceptual
- 4.1.3 Ubicación de la estructura conceptual de la Función Financiera en relación con la propuesta de reformulación.
- 4.1.4 La Función Financiera en relación con el tratamiento de las condiciones operativas y el análisis de las estructuras patrimonial y de resultados.
- 4.1.5 Roles inmediato y mediano de la Función Financiera en relación con las estructuras patrimonial y de resultados.
- 4.1.6 Grupos de variables que componen la estructura conceptual de la Función Financiera.

4.2 Análisis de los componentes externos de la estructura conceptual.
El contexto financiero

134/142

4.3 Análisis de los componentes internos de la estructura conceptual.
Interrelación entre financiación e inversión

143/147

- 4.3.1 Conceptos amplios de inversión y financiación
- 4.3.2 Asociación entre financiación e inversión
- 4.3.3 Orígenes y aplicaciones de fondos y sus relaciones con los objetivos institucionales
- 4.3.4 La empresa como un "fondo común" de inversiones en proyectos. Redefinición y ampliación del concepto.

4.4 El capital de trabajo como variable financiera

148/153

- 4.4.1 Concepto e implicancias
- 4.4.2 Vectores financieros y relaciones del capital de trabajo con cada uno de los mismos
- 4.4.3 Análisis de los cambios en el capital de trabajo

4.5 Estructura conceptual propuesta para la Función Financiera

154/179

- 4.5.1 Esquema general introductorio
- 4.5.2 Propuesta para la definición de los vectores financieros y los campos de las finanzas, incluyendo hipótesis de relaciones con los objetivos institucionales
- 4.5.3 Análisis de los factores o componentes de los vectores financieros
 - 1. Referidos a los resultados netos efectivos o reales
 - 2. Referidos a los riesgos financieros
 - 3. Referidos a la flexibilidad financiera
 - 4. Aclaraciones acerca de los componentes de los vectores financieros
 - 5. Resumen de las relaciones entre los vectores financieros y los factores o componentes de los mismos.
- 4.5.4 Análisis de la viabilidad financiera
- 4.5.5 Definición de los distintos riesgos financieros
- 4.5.6 Propiedades financieras
 - 1. Concepto y ubicación de las propiedades
 - 2. Propiedades financieras asignables a cada elemento del patrimonio

3. Definición de subconjuntos de la estructura patrimonial en función de propiedades comunes de los elementos del patrimonio.

4.5.7 Síntesis de la estructura conceptual propuesta

1. Interrelaciones desde las estructuras patrimonial y de resultados hasta los objetivos institucionales.
2. Roles inmediato y mediato de la Función Financiera en relación con las estructuras patrimonial y de resultados. Planteo desde el punto de vista de la estructura conceptual de la Función Financiera.
3. Relación entre elementos de la estructura patrimonial y variables controlables por la Función Financiera.

4.6 La Función Financiera como proceso adaptativo incorporados los elementos de la estructura conceptual

180/182

- 4.6.1 Síntesis general de la Función Financiera como proceso adaptativo.
- 4.6.2 La Función Financiera como proceso adaptativo en relación con los niveles decisorios.

5. CONSECUENCIAS DE LA REFORMULACION PROPUESTA

5.1 Revisión crítica de los conceptos vigentes acerca de la Función Financiera (postulados y criterios)

183/219

- 5.1.1 Los postulados básicos de la disciplina: el objetivo central de las finanzas.
- 5.1.2 Los postulados básicos de la disciplina: el supuesto central de las finanzas:
 1. Metodología del análisis
 2. Vectores financieros a considerar
 3. Aspectos destacables del margen de contribución y del capital de trabajo
 4. Políticas aplicables y sus impactos en el logro de los vectores financieros
 5. Identificación de las políticas financieras consistentes y de las no consistentes respecto de los vectores financieros.
 6. Otras consideraciones sobre las políticas aplicables. Versión alternativa de las relaciones: rentabilidad / liquidez (viabilidad) / riesgo financiero.
 7. La política de stocks como caso particular de las políticas que afectan al capital de trabajo.
 8. Conclusiones. Síntesis sobre el supuesto central de las finanzas.
- 5.1.3 Los criterios básicos aplicados por la disciplina financiera: resumen de la posición vigente.
- 5.1.4 Los criterios básicos aplicados por la disciplina financiera: desarrollo de la revisión crítica acorde con la reformulación propuesta.
 1. Definición del "standard" básico de performance financiera

2. El efecto de "leverage" o "palanca"
3. El enfoque para seleccionar combinaciones "óptimas" de fuentes financieras y de inversiones.
4. La posibilidad de optimizar el valor presente de la institución vía estructura financiera.
5. Otras consideraciones relevantes: criterios para seleccionar inversiones, administración del capital de trabajo, políticas de dividendos, correlación de plazos entre inversión y financiación.

5.2 Definición de las variables total o parcialmente controlables por la Función Financiera. Operadores aptos según las siguientes decisorias

219/234

5.2.1 Introducción

5.2.2 Situaciones decisorias considerando sólo alternativas en la composición y/o plazo de los activos corrientes.

1. Elección exclusiva entre alternativas de inversión financiera.
2. Elección incluyendo inversión en el giro del negocio y/o bienes de cambio como inversión financiera.
3. Análisis del plazo para la inversión en activos corrientes.

5.2.3 Situaciones decisorias considerando también la dimensión de los activos corrientes vía endeudamiento y/o financiación propia.

1. Análisis de los operadores para incremento o disminución del endeudamiento.
2. Análisis del plazo asignable al incremento del endeudamiento.
3. Aplicación de los fondos incrementales en la composición del capital de trabajo.
4. Primera aproximación a situaciones decisorias referidas al capital de trabajo y operadores aplicables.
5. Financiación propia

5.2.4 Resumen de los operadores necesarios para evaluar situaciones decisorias referidas exclusivamente al vector rentabilidad y al capital de trabajo.

5.2.5 Algunas conclusiones sobre los operadores

5.2.6 Aproximación a un resumen de situaciones decisorias referidas al capital de trabajo y relaciones entre los operadores aplicables.

5.3 Factores que determinan los cambios en la estructura de resultados de la institución

235/242

5.3.1 Caracterización de los factores involucrados

1. Cambios en la estructura patrimonial con impacto en la de resultados.
2. Cambios que afectan directamente a la estructura de resultados.

5.3.2 El tema de las tasas de interés "positivas" o "negativas" en relación con la inflación.

1. Planteo del problema. La inconsistencia del concepto de "licuación" de la deuda empresarial tal como se lo suele interpretar en la República Argentina.
2. Algunas consecuencias identificables de las tasas "negativas".
3. Conclusiones

5.4 Consecuencias financieras globales que, para las instituciones, derivan de los contextos altamente inestables

242/268

5.4.1 Consecuencias asociadas a los riesgos financieros de variación en los resultados esperados

1. La incertidumbre del contexto: su impacto en los riesgos financieros, el horizonte decisorio y las decisiones que afectan inversiones.
2. La rotación de los activos corrientes: su impacto en los riesgos financieros y en los niveles requeridos de movilidad y flexibilidad financieras.

5.4.2 Consecuencias financieras asociadas al impacto en los elementos monetarios del patrimonio.

5.4.3 Consecuencias financieras asociadas al impacto en los elementos no monetarios del patrimonio.

1. Dificultades para mantener los márgenes de contribución porcentuales en los niveles necesarios para contrarrestar la inflación.
2. Variación de precios relativos. Efectos en la estructura de resultados. Crecimiento relativo de los gastos fijos. Efectos de las políticas sobre variables controlables y del comportamiento de las variables no controlables.
3. Factores a considerar para una gestión "óptima" de stocks
4. El caso extremo: el costo directo de reposición tiende a superar el precio efectivo de venta.

5.4.4 Consecuencias financieras asociadas al impacto en los volúmenes de ventas

1. Impacto directo del volumen en los resultados
2. Impacto indirecto del volumen en los resultados

5.4.5 Resumen de las consecuencias financieras globales que, para las instituciones, derivan de los contextos altamente inestables.

1. Resumen general de los impactos y efectos individualizables.
2. Integración entre variables a considerar por la institución e impactos en los elementos monetarios y no monetarios del patrimonio.

5.5 Lineamientos para una interpretación estratégica de la Función Financiera apta para el contexto argentino

269/318

5.5.1 Introducción. Principales elementos de juicio

1. Los niveles de la Función Financiera
2. La hipótesis de trabajo de Donaldson y Lorsch aplicada al contexto argentino

3. El ingrediente financiero del control estratégico: acorde con la hipótesis de Ruelfli y Sarrazin.
4. Metodología: aspectos relevantes para la definición sistemática de la estrategia de una institución y/o unidad estratégica.

5.5.2 Las dimensiones financieras de la estrategia

1. Vectores financieros: alternativas metodológicas para su definición, interrelación entre rentabilidad y Función Financiera.
2. Políticas financieras de inversión y de financiación. Combinaciones. Ejemplo.
3. Función orientadora de las finanzas en la búsqueda estratégica
4. Aspectos financieros especializados que inciden en la estrategia de la institución.

5.5.3 El rol estratégico de la Función Financiera

1. Introducción
2. Hipótesis básica sobre las relaciones entre: distintos objetivos institucionales / vectores financieros.
3. Relaciones entre objetivos institucionales, vectores financieros y políticas financieras. Enfoque de Ellsworth sobre acondicionamiento de los objetivos institucionales vía políticas financieras
4. Discusión del rol estratégico comparativo de la Función Financiera. Importancia del contexto. "Función de punta" probable. Interpretación estratégica. Comparación con otras funciones.

5.5.4 Síntesis de consideraciones relevantes para definir estrategias en el contexto argentino:

1. Relaciones entre estrategia y niveles decisorios.
2. Relaciones entre estrategia y funciones. Rol estratégico asignable a la Función Financiera.

5.6 Elementos para la concepción y elaboración de los modelos financieros de las instituciones

319/366

5.6.1 Elementos de juicio para la consideración de los modelos financieros en el marco de nuestra propuesta.

5.6.2 Conceptos básicos acerca de los modelos

5.6.3 Niveles de los planes y de los modelos en sus relaciones con los niveles decisorios de la institución.

1. Niveles de planes

2. Tipos de planes

3. Niveles de los modelos en su relación con los niveles decisorios

5.6.4 Caracterización del planeamiento

5.6.5 Modelos de planeamiento

5.6.6 Organización del esfuerzo de planeamiento

5.6.7 Planeamiento y sistemas de información

5.6.8 Tipos de modelos considerando la forma en que se estructuran las variables decisorias. Aplicación al campo financiero.

1. Modelos de simulación

2. Modelos de optimización
3. Modelos de pronóstico
4. Modelos probabilísticos
- 5.6.9 La Función Financiera como modelo adaptativo
- 5.6.10 Elementos para el modelo general de planeamiento financiero
 1. Introducción
 2. Aspectos que debe comprender el modelo general de la Función Financiera
 3. Aspectos comprendidos en el modelo general de planeamiento financiero. Desarrollo y funcionamiento del modelo. El modelo considerado como "interfaz"
 4. Esquema del modelo general de planeamiento financiero. Ubicación de la Función Financiera y del planeamiento financiero.
Interrelaciones con otros modelos. Estructura básica.
 5. Explicación de cada uno de los módulos del modelo general de planeamiento financiero:
 - Previsión y presupuestación integral
 - Administración (planeamiento) del capital de trabajo / capital propio en giro
 - Acumulación del capital
 6. Secuencia para el tratamiento de los módulos del modelo general de planeamiento financiero.
 7. Secuencia para el tratamiento de las variables controlables por la institución.

5.7 Aspectos de la propuesta referidos a la Teoría Financiera y a su integración interdisciplinaria

367/379

- 5.7.1 El enfoque epistemológico
 1. El método hipotético-deductivo
 2. El enfoque metodológico de la propuesta
 3. Las características de una teoría financiera apta para determinado contexto.
 4. Aplicabilidad de la teoría financiera vigente
- 5.7.2 Nueva interpretación de las relaciones entre funciones y decisiones.
 1. La posición tradicional. Críticas
 2. La llamada "penetración" de la Función Financiera
 3. Conclusión
- 5.7.3 Integración de la Teoría Financiera con otras disciplinas
 1. Con el campo de las disciplinas económicas. Respecto de la macroeconomía. Respecto de la microeconomía.
 2. Con los desarrollos recientes de la teoría y técnica de la administración.

5.8 Interrelación entre políticas macroeconómicas y conducta de las instituciones

387/411

- 5.8.1 Planteo del tema. El rol de la Función Financiera
- 5.8.2 Algunas hipótesis sobre interrelaciones
 1. Impacto de la variabilidad de los factores macroeconómicos en las inversiones

2. Efectos del nivel relativo de las tasas de interés en el comportamiento de las instituciones. Hipótesis sobre la inflexibilidad descendente de la inflación.

5.9 Elementos de juicio para el desempeño de la Función Financiera en las instituciones argentinas

387/411

5.9.1 Consideraciones generales

5.9.2 Políticas financieras

1. Referidas a orígenes y aplicaciones de fondos
2. Neutralización de riesgos e impactos financieros. Referidos a los elementos monetarios del patrimonio. Referidos a los elementos no monetarios del patrimonio. Respuesta al efecto de "palanca negativo"
3. Adecuación a menores volúmenes de actividad
4. Elección de actividades: función orientadora de las finanzas en la búsqueda estratégica.
5. Creatividad en los aspectos financieros

5.9.3 Aspectos organizativos e instrumentales

1. La Función Financiera y las nuevas estructuras organizativas
2. Organización de la Función Financiera
3. Aspectos instrumentales de las finanzas

6. CONCLUSIONES

412/465

- 6.1 Revisión crítica de los conceptos vigentes acerca de la Función Financiera.
- 6.2 Definición de las variables total o parcialmente controlables por la Función Financiera.
- 6.3 Factores que determinan los cambios en la estructura de resultados de la institución.
- 6.4 Consecuencias financieras globales que los contextos altamente inestables ejercen sobre las instituciones.
- 6.5 Lineamientos para una interpretación estratégica de la Función Financiera apta para el contexto argentino.
- 6.6 Elementos para la concepción y elaboración de los modelos financieros de las instituciones.
- 6.7 Aspectos de la propuesta referidos a la Teoría Financiera y a su integración interdisciplinaria.
- 6.8 Interrelación entre políticas macroeconómicas y conducta de las instituciones.
- 6.9 Elementos de juicio para el desempeño de la Función Financiera en las instituciones argentinas.
- 6.10 Algunos corolarios adicionales
 1. Diferenciación entre los efectos directos e indirectos del contexto financiero en el logro de los vectores / campos financieros.
 2. Análisis del rol de la Función Financiera. Aspectos de la eficiencia financiera.

3. Reformulación del concepto de empresa como "fondo común" de inversiones
4. "Sintonización" financiera de la estrategia

RESUMEN DE LA TESIS

- | | |
|---|---------|
| 1. Definición del problema | 466/467 |
| 2. Aspectos fundamentales de la argumentación | 468/487 |
| 3. Síntesis de las conclusiones | 488/498 |

EPILOGO

499/504

BIBLIOGRAFIA

- | | |
|------------------------|---------|
| 1. Referida a Finanzas | 505/509 |
| 2. General | 510/511 |

0. INTRODUCCION

0.1. Fundamentos del tema seleccionado

De la confrontación de los conceptos básicos de la teoría financiera vigente con la realidad económico-financiera y con los desarrollos alcanzados por otras disciplinas, surgen múltiples observaciones que organizadas originan un profundo análisis crítico de la Función Financiera tal como hoy se la interpreta. Los desarrollos referidos hacen tanto a aspectos generales como la metodología científica como a aspectos específicos de las modernas teorías referidas a la organización y la administración de instituciones.

El autor entiende que dichas observaciones no son superables por la vía de "agregados" sucesivos, tal como ha sido el camino seguido hasta ahora por el estudio de las finanzas empresarias. De la misma forma que en el terreno de la comercialización una teoría de la competencia perfecta no es apta para llegar a explicar mercados oligopólicos.

Una clara prueba es la inconsistencia de las más típicas aseveraciones teóricas frente a la realidad. Por ej.: liquidez vs. rentabilidad formuladas como objetivos, necesariamente contrapuestos de la función financiera, mientras la realidad nos muestra reiteradamente que determinadas opciones contribuyen simultáneamente a ambos objetivos. El problema central no hace por lo tanto a lo instrumental (análisis financiero) sino a lo decisorio. Se refiere al alcance y estructura de la función financiera cuyo enfoque pretendemos reformular.

Dicha reformulación implica un enfoque más amplio que el de la administración financiera, pues penetra en el componente político (o dicho con más propiedad: en los aspectos financieros de las decisiones políticas) en la misma forma que tiene en cuenta los nexos entre las decisiones y la operatoria financiera.

Esta mayor amplitud alcanza también a las instituciones no empresarias (educativas, hospitalarias, deportivas, gubernamentales, etc.) respecto de las cuales la existencia de una "función financiera" es hoy una realidad notoria pero no incorporada a los esquemas teóricos.

Por otra parte consideramos que la teoría financiera actual cubre los siguientes campos:

- Modelos financieros de planeamiento aisladamente considerados entre sí de inversión, financiación, capitalización de resultados, etc.).

- La "estrategia" financiera como concepto superior y dominante pero no articulado con los modelos financieros individuales de planeamiento.
- Una serie de aportes conceptuales sobre los aspectos de la inflación.
- El instrumental financiero: construido a partir del tradicional, y mejorado por sucesivos agregados desarrollados durante las experiencias inflacionarias.

En tanto quedan sin cubrir por la teoría actual aspectos tan importantes como:

- Los referidos a la integración interdisciplinaria: la función financiera en relación con las otras funciones.
- Los relativos a la articulación interna financiera: relaciones entre los niveles: político-estratégico, de planeamiento (dirección), de ejecución y de operación.

De la superación de estas limitaciones debería derivar un poder deductivo más profundo y, a la vez, más consistente con la realidad.

La finalidad y razón de ser de esta tesis reside en la apertura de un camino distinto para avanzar en la formulación de la teoría financiera y en la definición de los aspectos financieros de la estrategia. Se trata de superar las limitaciones de los planteos actuales redefiniendo la función financiera con una óptica distinta pero que, al mismo tiempo reconozca y capitalice los sucesivos aportes ya realizados.

0.2. Objetivos de la Tesis

Demostrar que la concepción vigente de la teoría de las finanzas de la empresa sufre una serie importante de debilidades que la hacen claramente inadecuada para interpretar la realidad de la función financiera en el contexto de la República Argentina. Este concepto es extensible a otros contextos de alta inestabilidad ("turbulencia") pero el objetivo del trabajo se centra en el contexto argentino.

Proponer un enfoque alternativo de la función financiera que la haga compatible con el contexto real y con la concepción de las instituciones como coaliciones con objetivos múltiples e inestables. Este enfoque inicia la reconsideración de la naturaleza de la función financiera y se extiende proponiendo la reformulación de sus objetivos y restricciones así como una hipótesis consistente sobre su estructura conceptual en término de variables controlables o no por la función financiera.

Extraer un primer conjunto de consecuencias coherentes con el enfoque propuesto incluyendo los aspectos estratégicos de la función financiera y los elementos de juicio necesarios para elaborar un modelo general de planeamiento financiero.

El campo de la tesis es el de los aspectos financieros de las decisiones y la idea central es que una reformulación que contribuya a su mejor análisis y entendimiento constituye un primer paso indispensable para tratar de mejorar el desarrollo de dicha función. Al mismo tiempo se trata de abrir un nuevo camino y el desempeño para avanzar en la formulación de una teoría financiera apta para nuestro contexto.

En otros términos puede definirse como objetivo de la tesis:

La definición de los elementos introductorios (fundamentos), necesarios para una reformulación (interpretación) de la función financiera, consistente con contextos marcadamente inestables.

Esto significa ir ensamblando los elementos de juicio para deducir los nuevos conceptos. Se trata, por lo tanto, de la definición rigurosa y de la articulación de distintos conceptos financieros, que surgen de la experiencia recogida en contextos inestables y que la teoría no ha incorporado aún en forma orgánica.

En síntesis: este trabajo trata de aportar un nuevo enfoque al entendimiento y comprensión de la función financiera, considerando que esto constituye el primer paso necesario para mejorar la eficacia con que se lleva a cabo la función. Pero que al mismo tiempo formula propuestas consistentes que hacen a la técnica de la dirección de instituciones y que, por lo tanto, se encuentran directamente vinculadas con el desempeño de las mismas.

0.3. Referente, alcance y estructura del trabajo

Los contextos económico-financieros complejos, inestables y de creciente turbulencia y sus efectos en la función financiera de las instituciones inmersas en los mismos constituyen una realidad generalizada cuyo alcance es prácticamente mundial. Sin embargo pondremos el acento en una caracterización de los mismos coherente con la realidad argentina. Esta circunscripción de los alcances del trabajo se fundamenta tanto en nuestras limitaciones de información y experiencia como en un claro juicio de valor que prioriza los desarrollos de hipótesis aplicables a la realidad argentina.

De todos modos entendemos que la enorme complejidad del contexto económico-financiero argentino hace plausible pensar que el estudio de la función

financiera en la República Argentina pueda ser un excelente punto de partida para formulaciones más amplias que abarquen los contextos de otros países.

En síntesis: desde el punto de vista del contexto referido la tesis apunta a la necesidad prioritaria de reformular la función financiera, en forma apta para el contexto argentino, pero tratando que esta reformulación pueda insertarse en el panorama progresivamente más amplio de otros contextos de características comparables.

En cuanto a las instituciones comprendidas debe notarse que, todo tipo de institución tiene presente una función financiera que es no sólo importante sino que puede llegar a ser tan crítica como para afectar la subsistencia misma de la institución. De allí que hemos considerado necesario mantener un punto de vista amplio que involucre a todo tipo de instituciones y no sólo a las de carácter empresario.

Esta característica del trabajo constituye una diferenciación importante con respecto a la bibliografía existente que apunta a las decisiones consideradas financieras y que tienen lugar en las instituciones empresarias. Y además, plantea de inicio una diversidad de objetivos posibles coherentes con la diversidad de las instituciones, lo que obliga a bucear en profundidad para detectar un común denominador de la función financiera.

Como se deriva de sus objetivos el trabajo comprende:

1. Un resumen del enfoque vigente de la función financiera y especialmente de los nuevos aspectos institucionales que lo cuestionan.
2. El análisis crítico de la concepción vigente demostrando la necesidad de partir de una redefinición de la función financiera y de una reformulación de los conceptos básicos sobre lo que se asienta la teoría financiera.
3. La propuesta interpretada por:
 - La redefinición de la función financiera en términos suficientemente amplios como para comprender los distintos objetivos operativos que le han sido asignados según las circunstancias de tiempo y lugar.
 - La coherente reformulación de sus conceptos básicos: contenido, objetivos, restricciones y metodología.
 - La consiguiente propuesta de los elementos tendientes a mejorar:
 - . La integración y articulación interdisciplinaria.
 - . La articulación conceptual interna y, consecuentemente, su capacidad deductiva. Se destaca la aproximación a un modelo general de la función y a uno específico referido a la coordinación del planeamiento financiero.

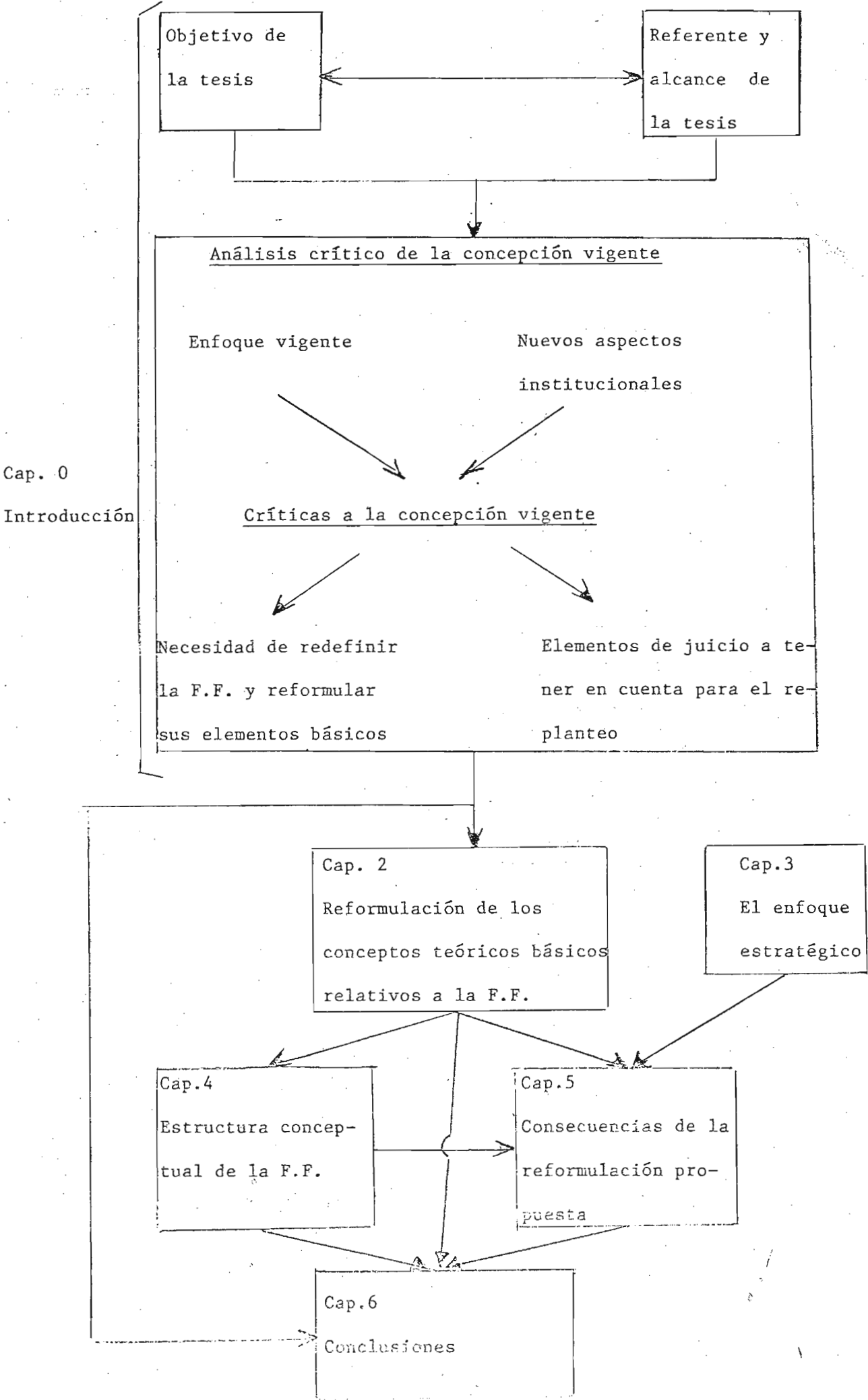
4. La obtención de un primer conjunto de consecuencias derivadas de la propuesta.

Por el contrario el trabajo no comprende: el desarrollo analítico de los modelos esbozados, ni la formulación de los mismos en términos lógico-matemáticos, ni la prueba empírica consecuente. Las aproximaciones definidas valen sólo como línea de apertura al estudio de los modelos.

En el siguiente diagrama se sintetiza la estructura del trabajo.

Diagrama 0.1

ESTRUCTURA GLOBAL DE LA TESIS



0.4 Análisis crítico de la concepción vigente

0.4.1. Síntesis de la concepción vigente

1. Introducción

El campo general de la actividad financiera se encuentra vinculado a la asignación óptima de recursos escasos, y a los distintos aspectos del flujo de fondos.

Evolución: el rol de las finanzas en la empresa ha variado a lo largo del tiempo:

1° Etapa: en las primeras décadas de este siglo surgió como una rama independiente de la economía orientada hacia los mercados de capitales, esto es hacia la obtención de fondos.

2° Etapa: las catástrofes financieras que siguieron a la crisis de los años 1929 al 33 pusieron la preocupación en el exceso de endeudamiento y, por lo tanto, en la estructura de capitalización.

3° Etapa: luego de la segunda guerra mundial aparece la preocupación por la escasez de los recursos y, por lo tanto, por un sistemático y cuidadoso racionamiento de los fondos disponibles entre usos alternativos.

A mediados de la década del 50 se define, por oposición al clásico, el que dio en llamarse "nuevo enfoque" de las finanzas de la empresa, orientado a evaluar la asignación de recursos a usos presentes o nuevos.

4° Etapa: en la década del 60 comienza a perfilarse una versión más actualizada del "nuevo enfoque" de las finanzas basado en el hecho de que el valor de la empresa se transforma en el eje de la obtención de capitales, con lo cual adquiere importancia central el concepto de riesgo financiero y se inicia la discusión sobre los efectos del endeudamiento sobre el costo de capital.

2. El objetivo de la función financiera

Se suele partir de un objetivo económico exclusivo que guía en su totalidad a la gestión financiera. Este se expresa como "maximizar la riqueza de los accionistas" lo que a su vez se suele interpretar como la "maximización del valor actual de la empresa". Muchos autores traducen este último objetivo en "maximizar el precio de mercado (valor) de las acciones".

3. Las áreas de la teoría financiera

Aspectos decisorios: Teoría de la decisión financiera y de la actividad de planeamiento. Constituye el campo de inserción de la presente tesis.

Aspectos instrumentales: control administrativo-financiero.

Incluye todo lo referido al análisis financiero: herramientas, aplicaciones, variables y expresiones.

4. Teoría de la decisión financiera

Se parte del llamado "objetivo operativo" del administrador financiero: maximización del valor actual de los flujos de fondos mediante la selección de alternativas de inversión y de financiación que agreguen un mayor valor presente a la firma. Puede sintetizarse como la maximización del patrimonio o del valor actual neto "de la firma" como meta operativa (Solomon E, 51).

Esta concepción encierra dos supuestos subyacentes básicos:

- La existencia de distintas decisiones financieras: inversiones, financiación, distribución de utilidades y decisiones acerca de cada uno de los componentes del capital de trabajo.

Si bien actualmente se reconoce la importancia del análisis de las interrelaciones entre las utilidades derivadas de mantener activos y el costo incurrido en el endeudamiento correspondiente, toda la teoría ha seguido enfatizando el estudio individual de cada una de las decisiones típicamente consideradas como financieras.

- La definición de un parámetro financiero central (o "standard financiero"), generalmente denominado "costo del capital".

Nuevos conceptos

- El objetivo operativo se ve enriquecido al concebirse la función de liquidez cuyo nivel se optimiza tomando en consideración los costos de oportunidad de los excedentes y de los faltantes.
- Se expande el concepto de inversión hacia distintas decisiones que implican usos de fondos con objetivos de rentabilidad. El proceso decisorio financiero pasa a considerarse como algo más dinámico e integrado por las sucesivas selecciones de alternativas o "proyectos" adicionales.
- Modificaciones ya propuestas al objetivo operativo acordes con los nuevos conceptos:

- Contraponer la función de rentabilidad con la función de liquidez. El objetivo pasa a ser: la maximización del valor actual del flujo de fondos sujeto a la restricción de liquidez (Azulay).
- Contraponer los "objetivos prefijados" con la función de liquidez (Messuti D. 1964, 19).

Esto implica ampliar el objetivo de maximización de utilidades a diversos objetivos prefijados por la Dirección Superior.

Este concepto subraya que la administración del flujo de fondos es función de los objetivos de la empresa y por lo tanto de las decisiones básicas de la alta dirección. Dicha administración implica a su vez definir y monitorizar la correspondiente estructura insumo/ producto del sistema financiero de la empresa.

Este enfoque amplía la comprensión de la naturaleza de la función financiera a la vez que propone la idea de un sistema financiero regulable y controlable. Constituye un importante antecedente de la presente tesis al enriquecer el "nuevo enfoque" de las finanzas.

5. Características de la teoría financiera vigente

Se circunscribe casi totalmente a las instituciones de carácter empresario y, aún más específicamente, a las empresas industriales y comerciales en manos privadas. Otras empresas tales como los bancos o explotaciones agropecuarias son estudiadas en forma claramente separada sin buscar los elementos comunes de su función financiera con los correspondientes a las empresas industriales y comerciales. La clasificación de las decisiones financieras por "rubro contable" (disponibilidades, créditos, bienes de cambio, bienes de uso, etc.) enfatiza este problema. Las carencias son aún mayores al estudiarse las instituciones normalmente consideradas sin fines de lucro o las empresas estatales, cooperativas, etc.

No hay una síntesis que vincule conceptualmente las distintas decisiones en que se suele subdividir la teoría de las decisiones financieras.

La inflación es muy tenida en cuenta pero sólo como "variable correctora" lo que implica mantener los mismos supuestos y conceptos en que se basaba la administración financiera en épocas de estabilidad monetaria.

Algunos de estos supuestos son, sin embargo, claramente erróneos para el contexto argentino y llevan a formulaciones inconsistentes con la realidad, tal el ejemplo de la rentabilidad como objetivo o función necesariamente contrapuesto a la liquidez.

El desarrollo del instrumental analítico (herramientas) es comparativamente más intenso que el de la función financiera vista desde el punto de vista decisorio. En consecuencia la coherencia y la capacidad deductiva de la disciplina no se encuentran suficientemente aseguradas.

Los campos cubiertos por la disciplina actual permiten derivar el siguiente contenido:

- Algunos conceptos sobre "estrategia financiera" no integrados en la moderna teoría de los objetivos múltiples resultantes del sistema político. Tampoco se encuentran articulados con los modelos de planeamiento financiero.
- Los modelos de planeamiento financiero que se presentan aislados entre sí. Por ej.: decisiones referidas a: inversión, financiación, capitalización de resultados, administración de las disponibilidades, etc.
- Un importante número de aportes sobre los efectos de la inflación.
- El instrumental financiero: construido a partir del tradicional y mejorado por sucesivos agregados desarrollados durante las experiencias inflacionarias.

0.4.2 Caracterización del nuevo marco institucional

1. El contexto

a) Introducción

Las instituciones son sistemas abiertos inmersos en sistemas mayores llamados contextos que pueden a su vez descomponerse en una serie de subsistemas: político, económico, social, cultural, tecnológico etc.

Los efectos del contexto sobre las instituciones son, aún más que importantes, decisivos. Afectan la definición y el logro de sus objetivos y la subsistencia misma de las instituciones.

También debe reconocerse que las decisiones de las instituciones llegan a afectar al contexto en sus diversos niveles nacionales e internacionales.

Resulta entonces inmediata la importancia decisiva del contexto para las distintas funciones en que se exterioriza la vida de la institución.

b) Característica general de los contextos actuales

Generalmente rotulados como "altamente inestables" o "turbulentos" los contextos actuales presentan cuatro grupos de rasgos distintivos:

- La complejidad: además de los distintos tipos de contextos identificables con las múltiples manifestaciones culturales, políticas, económicas, tecnológicas, etc., existen distintos niveles de los mismos: locales, regionales, nacionales, internacionales, etc. Por consecuencia las interrelaciones y dependencias asumen distintas manifestaciones:
- "horizontales": entre los diversos contextos correspondientes a un mismo país o región.
- "verticales": entre contextos de un mismo tipo correspondientes a distintos ámbitos geográficos.

Las relaciones de fuerzas entre los distintos contextos interrelacionados no son simétricas. Así pueden identificarse relaciones de dependencia de los contextos de los países no desarrollados respecto de los contextos similares correspondientes a los países desarrollados.

Este concepto es sumamente importante para interpretar el funcionamiento de las variables del contexto en partes que, como la República Argentina, se encuentran fuera de los centros de decisión internacionales.

La complejidad resultante es tal que cualquier modelo de contextos constituye necesariamente una fuerte simplificación de los mismos.

- El cambio discontinuo: se producen frecuentemente y con una alta velocidad nuevos acontecimientos a tal punto que los

cambios asociados son no sólo internos y rápidos sino incluso "súbitos". Se generan frecuentes puntos de inflexión que quitan toda validez a los pronósticos basados en la mera proyección de las tendencias emergentes del pasado (extrapolación).

En otros términos puede afirmarse que los cambios son tales que la discontinuidad predomina sobre la continuidad y el gradualismo. De aquí surgen importantísimas consecuencias sobre la naturaleza y metodología del planeamiento: no basta proyectar como en los tiempos de continuidad; es necesario una profunda y permanente función de previsión.

- La ambigüedad: los cambios permanentes en los distintos contextos y la complejísima red de interconexiones que los unen, conducen a una visión distinta de la original que enfatizaba la concepción del mundo como algo ordenado y por lo tanto previsible (como una máquina en "movimiento perpetuo"). Por el contrario, y cada vez más, las múltiples "señales" emitidas en los contextos complejos y cambiantes tienden a ser de compleja captación y ambigua interpretación. En este sentido suele hablarse de contextos "ambiguos".

- La incertidumbre: los contextos complejos, sujetos a cambios intensos y frecuentes y que emiten señales "ambiguas" son necesariamente contextos de baja predictibilidad, es decir, carentes de certidumbre. Las instituciones deben convivir con riesgos crecientes que pueden implicar fuertes golpes y tensiones pero que también pueden descubrir nuevas oportunidades.

Resumiendo esta concepción de los contextos actuales cabe mencionar el aporte del planeamiento estratégico mediante el enfoque de "proyección de probables escenarios alternativos". Esta concepción implica una síntesis y una metodología del tratamiento que las instituciones pueden dar a los contextos turbulentos.

c) El contexto económico general

En correlación con lo expuesto, el contexto económico puede ser concebido como un sistema abierto en estado de desequilibrio dinámico. Las interrelaciones de un determinado contexto

económico se producen:

- Respecto de otros contextos económicos referidos a otros contextos generales.
- Respecto de los restantes contextos: (sociales, políticos, tecnológicos, culturales etc.) referidos al mismo marco o contexto general.

Los cambios permanentes se entrelazan determinando un estado de desequilibrio que, según la evidencia y los pensadores actuales, es la regla y no la excepción. El problema central de la política económica ha pasado a ser el del cambio estructural en lugar de la antigua búsqueda del "equilibrio económico".

Permanentemente surgen en el contexto económico o en los restantes contextos interrelacionados, nuevos acontecimientos que afectan el marco de las instituciones. Así podemos observar en las últimas décadas:

- Las críticas crecientes a la empresa y en particular el cuestionamiento a sus fines de lucro desarrollados por los llamados "grupos de interés público".
- La intervención estatal creciente sostenida por lo que ha sido dado en llamar "nuevo humanismo".

Los contextos económicos actuales presentan, además de las características generales de todos los contextos, algunos rasgos claves:

- Inflación: Este fenómeno ha adquirido características prácticamente universales si bien los grados de inflación son sumamente dispares y no se dispone de una teoría coherente para la interpretación de sus causas ni de los efectos que los distintos grados de inflación causan en los sistemas económicos. Un término en boga es el de "hiperinflación" pero el mismo carece de toda precisión y operatividad, porque no define qué es una hiperinflación ni cuales son sus efectos diferenciales respecto de otros niveles de inflación.
- Mercados deprimidos: Las políticas antiinflacionarias aplicadas han producido estados depresivos que se extienden a muchas de las economías actuales. La asociación de una

alta inflación con un estado de estancamiento económico suele designarse como "stagflation" y constituye un marco altamente conflictivo.

- Falta de transparencia en los distintos mercados económicos asociada a una información no suficientemente confiable. Este tipo de fenómeno viene siendo estudiado para otras funciones de las instituciones, tal el caso de la comercialización en el caso de los mercados oligopolíticos. Contrariamente no ha sido reconocido en toda su dimensión por lo que afecta a la función financiera.

d) El contexto financiero como factor condicionante

Las instituciones se hallan insertas dentro de contextos económicos que deben ser considerados como sistemas abiertos y en permanente estado de cambio. Pero la vida misma de la institución tiene lugar a través del desarrollo de una serie de funciones (comerciales, tecnológicas, productivas, financieras, etc.) coordinadas por la alta dirección a través de un proceso político. Surge aquí una necesidad metodológica: la de abstraer aspectos del contexto general para constituir los contextos específicos de cada una de dichas funciones.

En esta línea de pensamiento suele hablarse de un contexto financiero que comprende variables tales como: los niveles de inflación mayorista y minorista; los niveles de las tasas de interés activas y pasivas; etc. Los límites del contexto financiero son por cierto tan arbitrarios como los de cualquier otro contexto específico abstraído del complejo contexto general. Lo importante es que exista una adecuada correspondencia entre la definición de contexto financiero y la concepción de la función financiera de la institución, tanto en los aspectos generales como en lo referido a las variables que articulan dicha relación específica.

Dentro del contexto financiero suelen individualizarse los llamados mercados financieros donde concurren la oferta y la demanda de fondos. En los contextos económicos que caracterizan a los países altamente desarrollados se suele aceptar la existencia de mercados financieros "perfectos" lo que a su vez es coherente con los conceptos que forman el repertorio básico de

la teoría financiera vigente. Por ej.: la definición del objetivo financiero en términos de optimizar el valor (precio de mercado) de las acciones.

Pero no son éstas las reglas de juego de mercados financieros como el argentino, donde sólo una limitada proporción de las empresas cotizan en bolsa y donde el valor de las acciones sólo se vincula muy parcialmente con el valor de la empresa.

Además la estructura y comportamiento de los canales de ahorro e inversión configuran ofertas y demandas de fondos segmentadas y oligopólicas, muy alejadas de las estructuras transparentes y con baja dispersión de precios (tasas), características de la "competencia perfecta" y sobre la que se asienta la teoría financiera vigente .

Puede concluirse que mercados financieros como el argentino se encuentran totalmente alejados de los que constituyen la hipótesis subyacente en la teoría financiera desarrollada en los países centrales.

e) Síntesis

Podemos diferenciar en las decisiones bajo riesgo la estructura interna del problema de aquello que el contexto adiciona en complejidad en cuanto a su estructura externa. El pronóstico, la cuantificación y sensibilidad del comportamiento del marco exterior predominan como aspectos esenciales al resultado buscado en la decisión y las complejidades de la estructura interna quedan relegadas a un segundo plano. (Messuti D. 1977, 15).

Las características del contexto con influencia relevante en los resultados obtenibles pueden sintetizarse en:

- Un alto grado de incertidumbre general que deviene en un alto riesgo inflacionario.
- Una serie de rigideces, imperfecciones y constantes cambios en el sistema económico general que condicionan el comportamiento y regulación del contexto financiero.

2. Los objetivos de las instituciones

Tanto la evidencia empírica como las modernas corrientes doctrinarias coinciden en aceptar que las instituciones, sean o no "empresas", persiguen diversos objetivos cuya configuración y escala

de prioridades fluctúan a lo largo de las distintas etapas en la vida de la institución. Esta pluralidad de objetivos es coherente con la concepción de las instituciones como coaliciones políticas donde confluyen distintos grupos de interés, cada uno de los cuales aporta su propia concepción de los objetivos de la institución. El resultado final de este proceso de negociación es un "área de objetivos posibles" dentro de la cual se van definiendo las metas concretas que, en cada circunstancia de tiempo, constituyen la manifestación de los objetivos de la institución. Tanto el "área de objetivos" como las metas específicas se van modificando a lo largo del tiempo en función de dos fuerzas interactivas:

- Los efectos del cambiante contexto en la institución y en sus resultados.
- La configuración de la coalición y el poder relativo de cada uno de los grupos de interés.

La necesidad de supervivencia en los complejos contextos actuales es una de las fuerzas que determina la coexistencia de objetivos múltiples que a su vez, afectan a las distintas funciones y áreas de resultados de la institución. Puede decirse entonces que no sólo coexisten objetivos múltiples sino que los mismos son inestables en su definición y peso comparativo. El enfoque de los objetivos de las instituciones debe verse como un problema de concepción, percepción, interpretación y valoración que se ubica en la interacción entre el contexto y la coalición. No caben premisas estáticas y "universalmente válidas" que adscriban objetivos permanentes y/o únicos a cada tipo de institución.

En lo que hace a las instituciones empresarias se transcribe un párrafo del editorial del 23/08/83 del diario "La Nación". El editorial se titula "Las ganancias de las empresas":

"... En el complejo mundo moderno, caracterizado por ambientes crecientes turbulentos e inciertos, las empresas que aspiren a sobrevivir no pueden darse el lujo de perseguir sólo el objetivo ganancial sino que, además de buscar con todo ahínco su rentabilidad, deben fijar y equilibrar entre sí objetivos de comercialización, de producción, de recursos humanos, físicos y financieros, de innovación, productividad, crecimiento y responsabilidad social y pública".

"... La ganancia empresarial es necesaria, en primer lugar, para cumplir cualquier otro objetivo que se propongan las empresas, ya que sin ella no es posible formar o atraer al capital necesario para el funcionamiento y el desarrollo de las organizaciones productivas. La ganancia marca el límite hasta el cual pueden perseguirse los demás objetivos de una empresa, y sirve como uno de los criterios para equilibrarlos efectivamente. La ganancia sirve - junto con otros parámetros - al crucial propósito de medir la eficiencia organizacional, gerencial y tecnológica, necesario para producir el recambio del liderazgo de los métodos"...

Puede sintetizarse diciendo que existe hoy amplia aceptación de la idea de los objetivos múltiples en el ámbito empresarial. El objetivo de la maximización de los beneficios tan caro a los economistas y a la teoría financiera vigente es absolutamente insuficiente para interpretar a la empresa actual. Por el contrario debe partirse de la existencia de objetivos múltiples entre los cuales la ganancia pueden tener un peso significativo pero limitado.

Entendemos que sólo una función financiera concebida sobre esta compleja pero real base puede incorporarse con vigencia al estudio del comportamiento de las instituciones.

3. Los nuevos aportes de la teoría de la administración

Además del ya mencionado enfoque estratégico que asume la realidad compleja e incierta del comportamiento de los contextos y de su incidencia sobre las instituciones, cabe mencionar a otros recientes desarrollos de la teoría de la administración que enfatizan los distintos niveles decisorios comprendidos en el funcionamiento de la institución. Tal caso de la "Teoría de la organización" que identifica los siguientes sistemas en cada institución:

- Políticos
- Administrativos
 - De planeamiento o dirección
 - De ejecución
- Operativos

Al observar la teoría financiera vigente no aparece una clara integración de los distintos aspectos de la función financiera

y los correspondientes niveles decisorios. En otros términos: no hay una inserción adecuada entre el estudio de las finanzas y el marco general proporcionado por los sistemas que configuran la organización de las instituciones.

4. Planteos derivados de la práctica de la administración

a) Interrelación de funciones y clasificación de las decisiones

Es notoria la dificultad para deslindar las decisiones financieras de la correspondiente a las restantes funciones: comercialización, producción, etc.

En nuestra opinión la dificultad emana de un erróneo planteo del problema: cada decisión en el marco de una institución es una red de influencias que atraviesan por distintos aspectos de la realidad. No sería realmente más adecuado estudiar los distintos aspectos de cada tipo de decisión (financieros, comerciales, productivos, etc.) sin pretender una clasificación de las decisiones incompatible con su compleja estructura?

La denominada "penetración de la función financiera" no sería entonces sino el "descubrimiento" de los aspectos financieros de decisiones que, hasta un determinado momento, habían sido consideradas como, exclusivamente comerciales o productivas. Cuántos aspectos de la función financiera no han sido aún descubiertos?. El presente trabajo aspira, entre otros puntos, a formular hipótesis coherentes sobre este tema.

b) Nuevas estructuras organizativas

También va perdiendo vigencia el tradicional concepto del "área financiera" resultante de las estructuras funcionales. Nuevas estructuras como las divisionales o la administración por proyectos hacen que las funciones financieras aparezcan diseminadas a lo ancho de la estructura de la organización. Así por ej. en una estructura divisional cada una de las divisiones puede tener responsabilidad sobre el manejo de su capital de trabajo donde se entrelazan aspectos financieros y comerciales. Y el área financiera en este caso sólo actúa fijando ciertos límites y administrando ciertos recursos (inversiones líquidas excedentes por ej.). La administración financiera se encuentra aquí distribuida entre el área financiera y un subconjunto formado por las distintas divisiones que producen y comercializan distintas líneas de productos.

Nuestro enfoque reemplaza el rígido concepto de área financiera por el estudio de la función financiera que puede abarcar distintas áreas de la estructura.

5. Los aportes de la teoría científica

a) La metodología científica en general

La consistencia y poder deductivo de una teoría se encuentran íntimamente asociados al método con que dicha teoría es planteada y desarrollada.

Al respecto mucho se ha avanzado en la formulación de modelos teóricos y en el desarrollo del denominado método "hipotético-deductivo".

Este enfoque otorga rigor a las deducciones y permite validarlas mediante la confrontación con los hechos.

b) La metodología de la previsión y planificación

Se encuentran claramente desarrollados los métodos para efectuar los pronósticos y desarrollar los consecuentes planes. Esto se entronca con la idea de "discontinuidad" que no hace aceptables las simples proyecciones del pasado.

La siguiente es una enunciación de las etapas para la previsión del comportamiento de un contexto y su incorporación al modelo decisorio de la institución:

1. Conocimiento, información e investigación
2. Pronóstico (escenarios previstos).
3. Incorporación y articulación de variables a la estructura lógico-conceptual de los problemas a resolver
4. Cuantificación
5. Sensibilidad

0.4.3. Críticas a la concepción vigente

1. En cuanto a los contextos asumidos

Los contextos económicos estables y los mercados financieros perfectos constituyen dos hipótesis subyacentes básicas de la teoría financiera elaborada en los países desarrollados. Frente a la realidad de contextos altamente complejos, cambiantes, ambiguos o inciertos como el argentino esta hipótesis aparece como totalmente desvinculada de la realidad. Pero, en nuestra opinión, tampoco basta con introducir en forma de "ajuste" algunas de las

variables que caracterizan al contexto real. Este enfoque siempre será incompleto y no permitirá integrar una formulación adecuada de la función financiera.

2. En cuanto al referente de la disciplina

Queda dicho que las formulaciones de la teoría financiera se refieren casi exclusivamente a las instituciones empresarias y de éstas, especialmente a las empresas industriales privadas. Este planteo limita innecesaria y significativamente los alcances de la disciplina impidiendo enriquecer el enfoque a través de la búsqueda del común denominador de la función financiera.

Existen algunos estudios sobre aspectos de la gestión financiera de las empresas agropecuarias, estatales, instituciones bancarias, etc. Los mismos suelen ser enfocados como estudios específicos de dichas instituciones sin encuadre en el marco general de la función financiera. El problema se agudiza aún más en el caso de las instituciones no empresarias, es decir, en aquellas donde el objetivo de rentabilidad se encuentra en un rol decididamente secundario. Concluimos que no existen aproximaciones razonables a una teoría financiera de las instituciones.

3. En cuanto a los objetivos de la institución reconocidos

El enfoque vigente parte del supuesto de un objetivo único y estable. Clásicamente el objetivo de la maximización de beneficios para las empresas. Según queda explicado este enfoque puede considerarse obsoleto, tanto a nivel de teoría de la administración como en función de todos los tipos de análisis de las distintas instituciones que se están formulando en el mundo actual. Por lo tanto constituye un supuesto decididamente no aceptable para el desarrollo de una teoría financiera.

4. En cuanto a los contenidos implicados

Si bien el desarrollo de la inflación y sus efectos con las instituciones han sido incorporados en la teoría financiera no ocurre lo mismo con otros aspectos muy significativos del contexto económico-financiero: tales los casos de riesgo por exposición a la devaluación o a los cambios en tasas de interés o del riesgo asociado a limitaciones crediticias o del riesgo

derivado de restricciones a las importaciones y/o a su régimen financiero. El mayor énfasis dado a la inflación se asocia con la incorporación de la misma al cálculo de los resultados contables y al hecho de que se la suele identificar con la idea de contextos inestables.

Tampoco ha recibido un desarrollo suficiente ni integrado a la idea de viabilidad financiera que, como demostraremos oportunamente, afecta la materialización de los distintos objetivos de la institución y, por lo tanto, sus posibilidades de desarrollo y subsistencia.

Por otra parte las finanzas han sido consideradas a lo largo del tiempo como el conjunto de actividades empíricamente reconocidas como financieras; y esto ha sido así en cada etapa de la cultura empresarial. En consecuencia se produjo cierto "congelamiento" de los contenidos y conceptos básicos de la función financiera, que se vieron sacudidos cada vez que nuevos elementos de juicio irrumpían para cuestionar los conceptos entonces vigentes. En nuestra opinión la razón básica de estos sucesivos "congelamientos" y "rupturas" estriba en no haber comprendido a la función financiera como un sistema abierto y dependiente del contexto. Si se logra una cabal caracterización de los fenómenos financieros de las instituciones en el marco de contextos cambiantes e interactivos con las instituciones a través de las coaliciones que las gobiernan, se habrá dado un paso significativo para que los hechos del futuro se incorporen fluidamente a la estructura de la teoría financiera.

5. En cuanto a los objetivos asignados a la función financiera

Caben aquí varios razonamientos críticos

- En primer lugar el ampliar el campo de estudio de la función financiera a las instituciones no empresarias, incorpora automáticamente instituciones cuyo objetivo dominante no puede ser el de maximización de la rentabilidad. Por lo tanto la definición basada en tal concepto no pasaría de ser sino uno de los aspectos de la función financiera y quedaría sin encontrar el "centro de gravedad" de la misma.
- Si por el contrario nos referimos a las empresas cabe hacer la siguiente distinción:

- a) Si se admite que el objetivo dominante puede, al menos temporalmente, no ser el de la maximización de la rentabilidad es inmediato que la función financiera puede no girar alrededor de la maximización del valor actual del flujo de fondos.
- b) Si se acepta que la maximización de la rentabilidad es el objetivo dominante de la institución (posición a la que no adscribimos), cabe preguntarse como puede la función financiera tener el mismo objetivo de la institución. La respuesta sería que la función financiera se limita a compatibilizar el objetivo de rentabilidad con la función de liquidez, de la misma forma en que otras funciones lo hacen respecto de otros vectores a los que se suele interpretar como restricciones:

- . La identificación y satisfacción de las necesidades del consumidor (comercialización)
- . relaciones con el personal (recursos humanos)
- . desarrollo de nuevos productos (innovación).

.....

Otro enfoque de este mismo planteo sería diferenciar la maximización de la rentabilidad en la siguiente forma:

- . para la función financiera como objetivo (sujeto a restricción de liquidez)
- . para las restantes funciones como restricción de sus respectivos objetivos (identificar y satisfacer las necesidades del consumidor p.ej.)

- La realidad tanto para las instituciones empresarias como para las que no lo son, es la coexistencia de objetivos múltiples cuya configuración y prioridades varían a través del tiempo en función del contexto y de la coalición. Estos diversos objetivos pueden tener a su vez cada uno, diversas implicancias o aspectos económico-financieros: rentabilidad, liquidez, viabilidad, riesgos por inflación, por devaluación, etc. Por lo tanto el objetivo de la función financiera no puede estar concebido en forma estática y apriorísticamente asociado a la maximización de rentabilidad sujeta a restricciones de liquidez. Por el contrario tiene que estar vinculado al contexto y a sus impactos en los distintos aspectos económico-financieros de los objetivos de la institución:

- Podemos redondear esta crítica diciendo que la maximización de la rentabilidad sujeta a la restricción de liquidez, es pese a su coherencia, una definición claramente insuficiente de los objetivos de la función dado que:
 - . La extensión del campo de estudio a las instituciones no empresarias, sumada a la visión temporal y conflictiva de los objetivos de cualquier institución, hacen que la rentabilidad sea sólo uno de los posibles objetivos a maximizar por la institución (sea cual fuere la definición asignada a la rentabilidad).
 - . Los contextos financieros actuales introducen una diversidad de riesgos que, fusionados con la diversidad de objetivos, dan origen a diversas restricciones que van mucho más allá de la liquidez.
 - . En las instituciones existen complejos fenómenos de poder que hacen al control y manejo de las mismas y que también se expresan como restricciones al objetivo que se persiga maximizar en un momento determinado.
- Demostraremos oportunamente que las versiones vigentes de los objetivos de la función financiera no constituyen sino un caso particular de la concepción que trataremos de sostener.

6. En cuanto a la Metodología interna de la disciplina

La teoría de las finanzas no ha llegado a estructurarse con acuerdo a las concepciones vigentes en materia de metodología científica. Por lo tanto la función financiera no está examinada con el rigor y claridad que brinda el arsenal metodológico disponible. Esto no implica afirmar que las deducciones parciales efectuadas por distintos autores no sean correctas, pero si que no existe un enfoque básico que recorra la disciplina desde sus fundamentos iniciales hasta las distintas deducciones que deben ser confrontadas con la realidad. Según queda dicho el enfoque que idealmente, cubriría en forma integral las definiciones y desarrollo de la teoría consistiría en formalizar esta última como un modelo en un marco de razonamiento hipotético-deductivo. La actual limitación metodológica se manifiesta en los siguientes aspectos:

- a) La definición de las variables financieras surge de la clasificación contable de los conceptos y no del análisis de las

propiedades financieras de los mismos. Por ejemplo:

- Fraccionamiento del capital de trabajo en conceptos equivalentes a los rubros contables: disponibilidades, créditos, bienes de cambio, pasivos a corto plazo, etc.
- No se diferencia entre variables controlables y no controlables por la función financiera. A lo sumo se habla de variables controlables o no desde el punto de vista de la institución globalmente considerada.

b) La articulación conceptual entre las distintas variables definidas se halla sólo parcialmente estructurada.

c) Pese a las inquietudes ya formuladas por algunos autores, el estudio de la teoría de las decisiones financieras se sigue realizando con una descomposición tradicional:

- Separación entre las decisiones de inversión y aquellas que afectan aplicaciones de fondos al capital de trabajo.
- Análisis por separado de las decisiones de inversión, financiación y retención/distribución de utilidades.

Estas clasificaciones decisorias distorsionan dos aspectos básicos:

- Que existen otras decisiones (tradicionalmente "no financieras") que también involucren importantes componentes financieros. Por ej: las decisiones sobre precios.
- Que las llamadas "decisiones financieras" tienen fuertes componentes no financieros que hacen a la estructura operativa del "negocio" (manifestaciones de la actividad de la institución en los resultados y en el patrimonio).

Sería mucho más coherente identificar los aspectos financieros de los distintos tipos de decisiones y estudiarlos en forma coordinada con los componentes operativos de las mismas (comerciales, productivos, de personal, etc.).

d) No existe una síntesis conceptual que vincule entre sí a los distintos factores que integran la función financiera. Los modelos existentes son parciales refiriéndose a determinadas decisiones apriorísticamente calificadas como financieras, por ej., la administración de las disponibilidades o de otro rubro integrante del capital de trabajo.

Los llamados "modelos financieros" no son sino estructuras de presupuestación que no sólo no plantean el ángulo adecuado

para el estudio de la función financiera, sino que involucran indiscriminadamente a todas las variables operativas de la institución.

El enfoque vigente es por lo tanto parcial no sólo por su contenido, sino también por la falta de una síntesis integradora de la disciplina.

- e) Puede decirse que el estudio de las finanzas se compone de una serie de conceptos y herramientas que no se sintetizan ni integran adecuadamente entre sí ni respecto de las restantes funciones de la institución.

7. Otras consideraciones críticas

Ya ha sido señalada la falta de una adecuada integración interdisciplinaria entre la teoría financiera y las restantes disciplinas que encaran el estudio de las diversas funciones (comercialización, producción, etc.). Excede el alcance de este trabajo discutir en que medida las respectivas teorías sobre las distintas funciones deberían ser reformuladas para integrarse en un conjunto coherente. Pero en cambio es indiscutible que un planteo adecuado de la teoría financiera facilitará no sólo la comprensión de la función financiera sino su interrelación respecto de las restantes funciones. La denominada "penetración" de la función financiera debiera ser observada bajo un nuevo ángulo: el que surge de la reformulación de la naturaleza y alcances de la función financiera.

También fue señalada la falta de integración con la teoría general de la administración y, en particular, con los enfoques que interpretan a las instituciones y su organización como un conjunto de sistemas o procesos correspondientes a los distintos niveles decisorios. Esta dificultad se entronca con los problemas relativos a la articulación interna de la teoría financiera; relaciones entre los distintos niveles que afectan premisas financieras, (niveles político-estratégico; de planeamiento -dirección -; de ejecución y de operación). La superación de esta limitación debería derivar en un poder deductivo más profundo y consistente con la realidad.

El desarrollo de los aspectos normativos de la alta conducción derivó en nuevas formulaciones tales como el planeamiento estratégico, la estrategia competitiva, el control estratégico o la administración estratégica. También aquí puede observarse la falta de

clarificación en el rol que las disciplinas funcionales en general y las finanzas en particular, juegan respecto de la estrategia.

La discusión en cuanto al costo de capital como parámetro ("standard") básico de la función financiera, consistente en evaluar si el mismo, y por lo tanto el valor de la empresa, son o no dependientes de la estructura de financiación existente, no constituye un planteo adecuado a la realidad del contexto argentino. En efecto dicha discusión planteada en profundidad por Modigliani y Miller no tiene en cuenta las fuertes imperfecciones de los contextos económicos en general y de los mercados financieros en particular. No considera las alternativas de financiación mediante endeudamiento en divisas con un impacto en la rentabilidad y en la exposición a las devaluaciones, ni la segmentación de los canales financieros y la coexistencia de distintas tasas de interés, ni la movilidad hacia "afuera" de las alternativas de inversión a través de las distintas inversiones financieras. Estas últimas operan no sólo en el marco de la rentabilidad sino en el de la viabilidad de la institución.

Interpretamos que el estudio del costo del capital debe ser replanteado sobre bases coherentes con el contexto argentino y la correspondiente movilidad de los flujos de fondos.

Los instrumentos analíticos utilizados en el análisis financiero encuentran serias limitaciones bajo condiciones de riesgo o incertidumbre. Las medidas desarrolladas para contrarrestar este problema se apoyan en las técnicas de procesamiento de datos y hacen a un mayor número de iteraciones, a una profundización y diversificación de los test y a un énfasis en el denominado "análisis de sensibilidad". Esta área no corresponde al contenido de nuestro trabajo por lo que sólo corresponderá mencionarla en la medida indispensable. Pero es inmediato que una contribución sobre los fundamentos de la función financiera debería favorecer el diagnóstico y la elaboración de los problemas que plantean las herramientas de la disciplina financiera (contabilidad gerencial, álgebra financiera, microeconomía, etc.).

0.4.4. Conclusiones: Necesidad de un replanteo (reformulación) de la función financiera

Trabajo de la función financiera sobre la teoría

financiera vigente relacionando la misma con la realidad de las instituciones y el contexto argentino:

a) Los postulados implicados no son consistentes con la realidad actual.

- Concepción de los objetivos de la función financiera en términos de maximizar el valor de las acciones.
- Necesaria oposición entre rentabilidad y liquidez.

Se demostrará que este postulado general sólo es aplicable a casos particulares en los que la mayor rentabilidad deriva de una menor exposición a la inflación vía mayor endeudamiento.

b) La teoría financiera es incompleta pues aspectos básicos de la realidad financiera no se encuentran sistemáticamente incorporados a la misma. Así por ejemplo el repertorio de riesgos financieros sobrepasa claramente a los enunciados a través de la exposición a la inflación y la restricción de liquidez. Caben riesgos financieros por devaluación, por fluctuaciones de las tasas de interés, por carencia de visibilidad para soportar los diferentes objetivos de la institución, por limitaciones crediticias, por bloqueo del flujo internacional de capitales, por afección de la capacidad generadora de fondos a través de controles de precios, etc. Además existe en la realidad un muy relevante problema de poder en la coalición expresado a través de los aspectos financieros de muchas de las decisiones estratégicas que regulan el control de la institución.

c) Se carece de una adecuada integración interdisciplinaria.

Algunas formulaciones financieras son tan amplias que incluyen aspectos propios de otras funciones. Tal el caso del "objetivo operativo" formulado como la selección de alternativas de inversión y financiación que agreguen un mayor valor presente a la firma. La selección de estas alternativas involucra planteos globales acerca del "negocio" en el que la institución pretende desarrollar sus acciones, incluyendo apreciaciones estratégicas sobre aspectos comerciales, tecnológicos, de personal, etc. que desbordan totalmente el terreno financiero.

d) Concepción estática de la función financiera

Los objetivos de la función no están definidos como resultantes de la interacción entre los objetivos de la institución y el contexto inestable y cambiante. Por el contrario resultan de una

apreciación parcial sobre el contenido y el enfoque de la disciplina en determinados momento y lugar. En este sentido si bien la referencia temporal puede considerarse actualizada , el marco contextual corresponde básicamente a uno de los países desarrollados que han generado la teoría financiera (con énfasis en los EE UU).

No hay una inserción dinámica en los factores financieros resultantes del contexto y por lo tanto no hay una adecuación permanente de la concepción de la función financiera a los cambios del contexto.

- e) Insuficiencia metodológica: el estudio de las finanzas se fue haciendo por agregación de temas y ajustes sucesivos a los enfoques existentes; todo esto en función de las nuevas experiencias que se fueron recogiendo en cada etapa. No se ha dado la oportunidad de un replanteo suficientemente crítico de su metodología. El mismo debe arrancar de un examen de la misma naturaleza de la función financiera.
- f) Desde un cierto ángulo podría sostenerse que la teoría financiera vigente sería válida para explicar un caso particular: el de la función financiera desarrollada en contextos de "competencia perfecta". Pero aun esta afirmación es discutible por la inestabilidad que caracteriza a los contextos mundiales y que afecta profundamente a los propios países desarrollados. La inestabilidad, discontinuidad e interdependencia de los mercados financieros internacionales los hace difícilmente previsibles, lo que a su vez torna ambiguos los contextos financieros e incrementa los riesgos por fluctuaciones de los tipos de cambio y de las tasas de interés. Por otra parte una aproximación de este tipo sólo sería válida si se excluye de la teoría financiera a las instituciones no empresarias lo que, como se explicó, contradice toda la evidencia disponible.

Demás queda explicar que el caso argentino se encuentra substancialmente alejado de cualquier concepción que se base en una teoría de la competencia perfecta de los contextos y mercados financieros.

Podemos concluir que la teoría financiera actual no es consistente con la compleja y cambiante realidad y que su capacidad deductiva se encuentra limitada por su mismo enfoque y método. Por lo tanto no

constituye solución el agregado de sucesivos "ajustes" desde el momento en que la concepción misma de la función financiera no se adecúa a la realidad de los contextos y de los objetivos de las instituciones. Se trata de redefinir la función financiera desde una perspectiva y metodología tales que la sitúen en su adecuada dimensión y en condiciones coherentes con el marco institucional vigente. Los desarrollos teóricos de los últimos años deben quedar integrados en este nuevo enfoque que los capitalice y, al mismo tiempo, potencie su poder deductivo.

En tal sentido cabe destacar entre los objetivos de la presente tesis:

- En cuanto a la teoría: aportar los "elementos funcionales" aptos para avanzar en su reelaboración.
- En cuanto a los aspectos técnicos/normativos: proponer un nuevo esquema para la inserción de la función financiera en la estrategia de la institución.

0.4.5. Elementos de juicio a tener en cuenta para el replanteo

1. En cuanto a la concepción general de la función financiera

Para poder mejorar el ejercicio o desempeño de una disciplina es necesario comenzar por una cabal comprensión de la misma. En nuestro caso la concepción debería ser abierta a los cambios en el contexto y en los objetivos de la institución y dinámica en cuanto a su capacidad de incorporarlos a su estructura. Debe partir de una integración con el enfoque de los objetivos múltiples e inestables de las instituciones.

El contenido de la función financiera no debería definirse en base a clasificaciones por "tipo" de decisión sino en función de factores o aspectos financieros implicados. Estos factores son a su vez la expresión de los efectos del contexto sobre los distintos objetivos de la institución.

Los contextos por su parte deben ser ordenados y rigORIZADOS en forma tal que sus resultados se articulen claramente con los aspectos financieros de las decisiones.

En una primera aproximación el contexto económico puede descomponerse en dos partes:

- la específica: relacionada con el mercado/producto o servicio en los que se desenvuelve la institución. Se manifiesta en aspectos tales como los volúmenes demandados y los precios de colocación de los productos.

- la general: correspondiente al medio (país por ej.) donde tiene su desempeño la institución. Comprende fenómenos tales como: tasas de interés, niveles relativos de precios, devaluación cambiaria, etc. De aquí surge una vinculación inmediata con el contexto financiero considerado como interfaz y condicionante de la función financiera.

Es de la interacción entre la institución considerada como coalición y su contexto de donde surgen los objetivos de la institución. Y es a partir de dicha interacción y de dichos objetivos que deben extraerse las pautas para concebir, describir y manejar la función financiera.

El logro de los objetivos y en particular la obtención de los resultados económico-financieros son función del comportamiento del contexto y de las decisiones internas de la institución.

El comportamiento del contexto tiende a adquirir un mayor relieve comparativo en la medida en que se acentúa su inestabilidad.

Además deben contemplarse todos los segmentos financieros identificables en el comportamiento de las instituciones. Esto implica localizar las intersecciones entre la función financiera y cada uno de los niveles de la institución:

- La dirección superior: en lo que hace al contenido político y estratégico de la función financiera.
- La administración:
 - En el nivel de planificación.
 - En el nivel de determinación de cursos de acción (gestión)
- La operatoria de la institución.

2. En cuanto al marco de referencia del replanteo a elaborar

Enfatizar el contexto argentino como marco de referencia central y prioritario de manera tal que las conclusiones que se obtengan sean, en primer lugar, aplicables a la realidad de la República Argentina. Esto no implica negar los aportes válidos de la teoría financiera vigente sino por el contrario tratar de integrarlos a una concepción coherente con la realidad estudiada. Entendemos que esta nueva concepción basada en el contexto argentino tiene, por la diversidad y complejidad de los elementos involucrados en el mismo, una excelente probabilidad de constituirse en base para el estudio de otros contextos, priorizando los de

los países no desarrollados con marcos de alta inestabilidad y dependencia económico-financiera.

Ampliar el tradicional planteo de las finanzas empresarias a todo tipo de institución. Esto implica reconocer tanto la importancia de las instituciones no empresarias como la de la función financiera que deben desempeñar y que se imbrica con su misma subsistencia y desarrollo.

3. En cuanto a la metodología a ser aplicada

Los objetivos de la función financiera deberán surgir como resultado del comportamiento de la institución y no proceder de definiciones apriorísticas.

La factorización de las variables implicadas en la función financiera debe hacerse en función de su naturaleza y de las propiedades financieras asociadas y no sobre una base contable. A cada variable financiera deben asignarse las propiedades que permitan vincularla con las metas o vectores financieros y articularlas en las decisiones correspondientes.

Coherentemente debe enfatizarse el enfoque global o alternativo del capital de trabajo que lo concibe como una entidad con propiedades financieras dependientes de su estructura y factorización. El capital de trabajo debe ser considerado como un subconjunto impulsor y a la vez limitante de la gestión financiera de la institución.

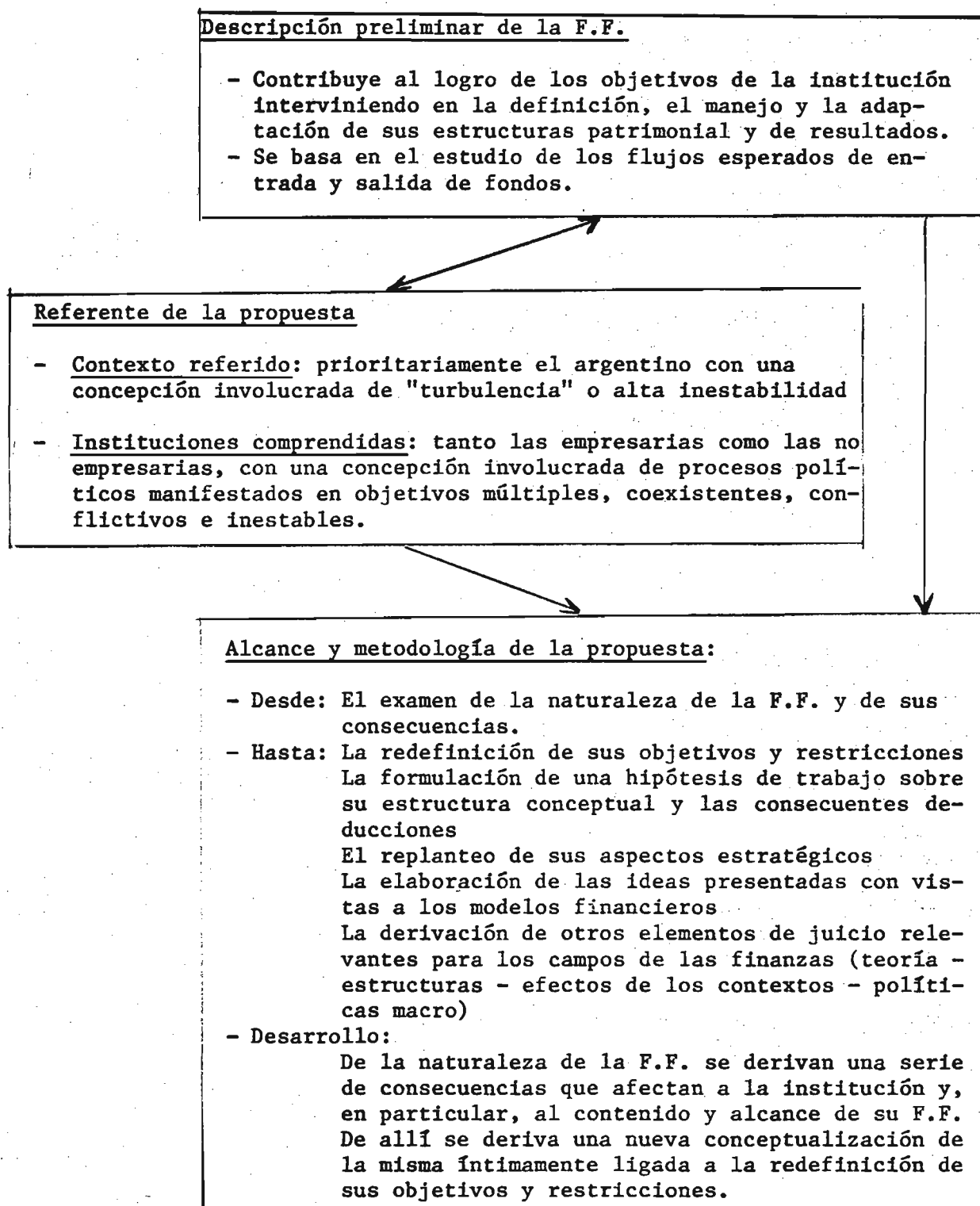
Las distintas variables definidas deben ser intervenculadas por un esquema de relaciones que les de coherencia interna y que, a la vez, facilite su vinculación con las restantes disciplinas.

Deben enfatizarse las relaciones entre los distintos tipos de decisiones mostrando las respectivas interdependencias financieras, así como las relaciones entre los aspectos financieros y los operativos involucrados en cada decisión.

En el siguiente diagrama se sintetizan elementos de juicio referidos a la ubicación de la propuesta:

Diagrama 0.2

UBICACION DE LA PROPUESTA



1. ESTRUCTURA DE LA PROPUESTA DE REFORMULACION DE LA FUNCION FINANCIERA

Diagrama 1.1.

SINTESIS DEL ENCADENAMIENTO LOGICO DE LA PROPUESTA

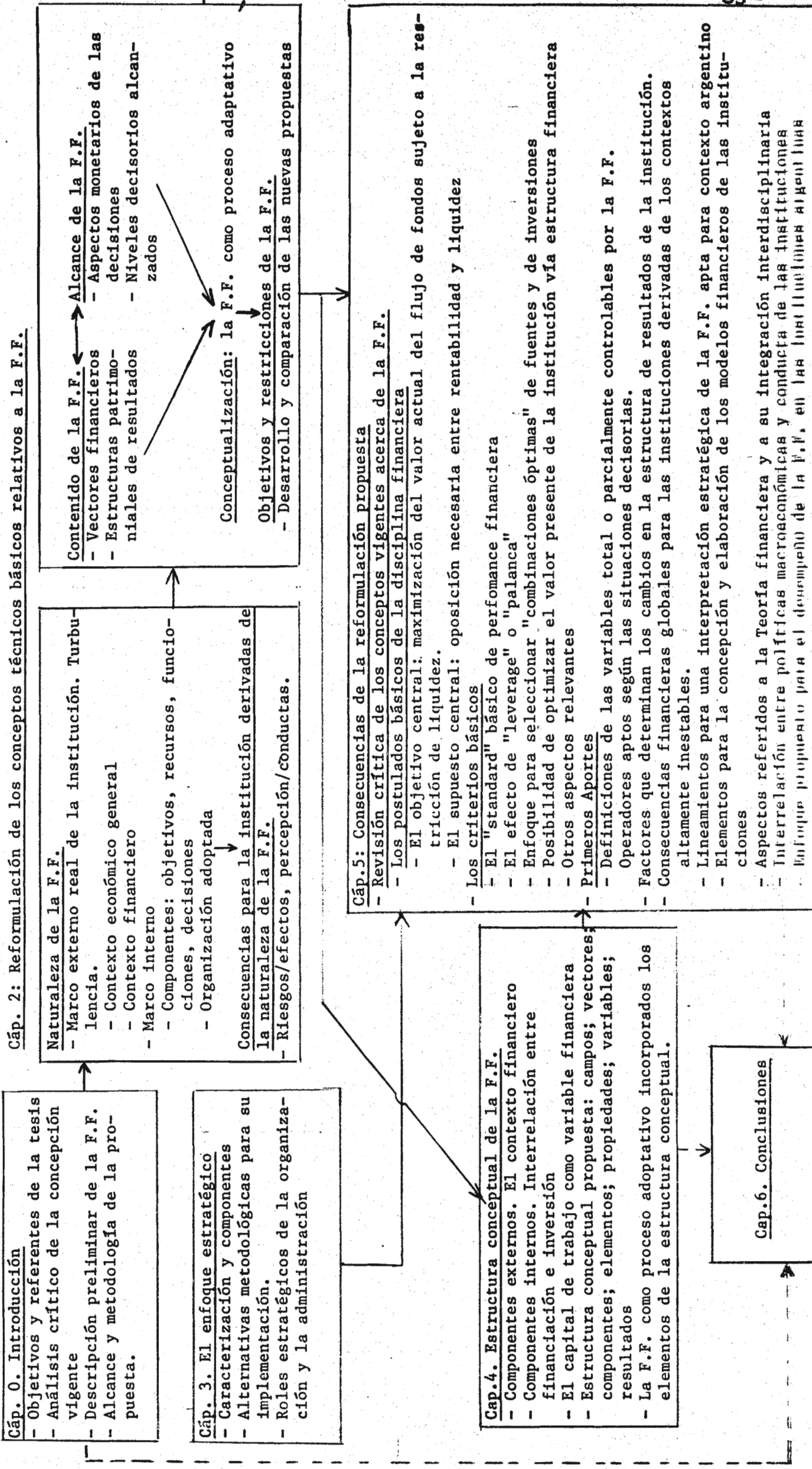


Diagrama 1.2

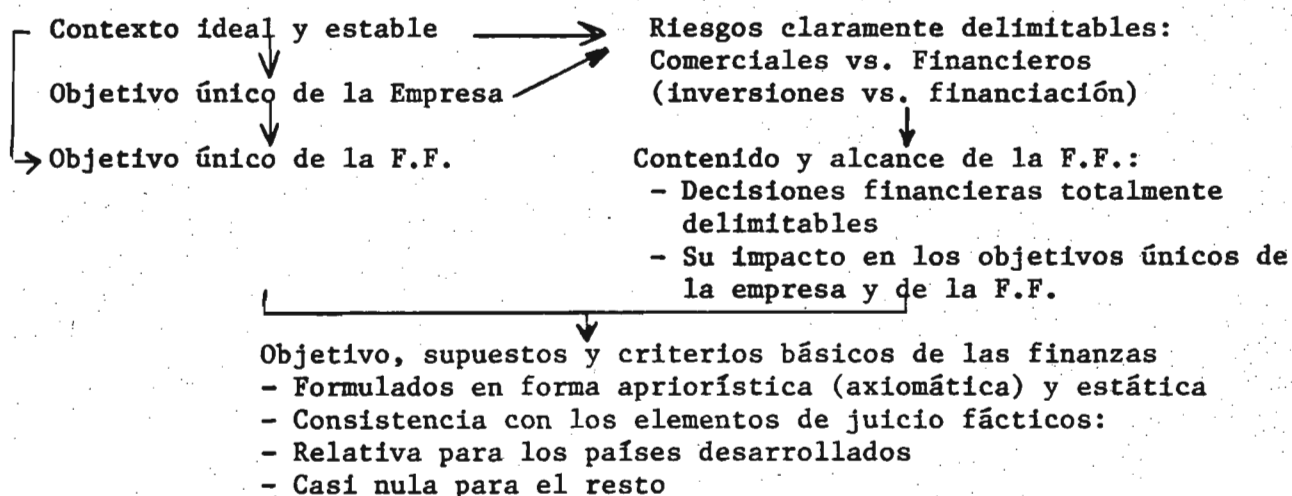
SINTESIS PRELIMINAR COMPARATIVA ENTRE LA INTERPRETACION VIGENTE Y LA PROPUESTA

Interpretación vigente

Referente

- Contexto
 - Prioritariamente los EE UU y otros países desarrollados
 - Concepción involucrada: estable, las irregularidades pueden ser tratadas como correcciones o ajustes.
- Instituciones
 - Sólo las empresarias.
 - Concepción involucrada: apriorística, estática y holística manifestada en un objetivo único y estable definido "a priori".

Encadenamiento lógico

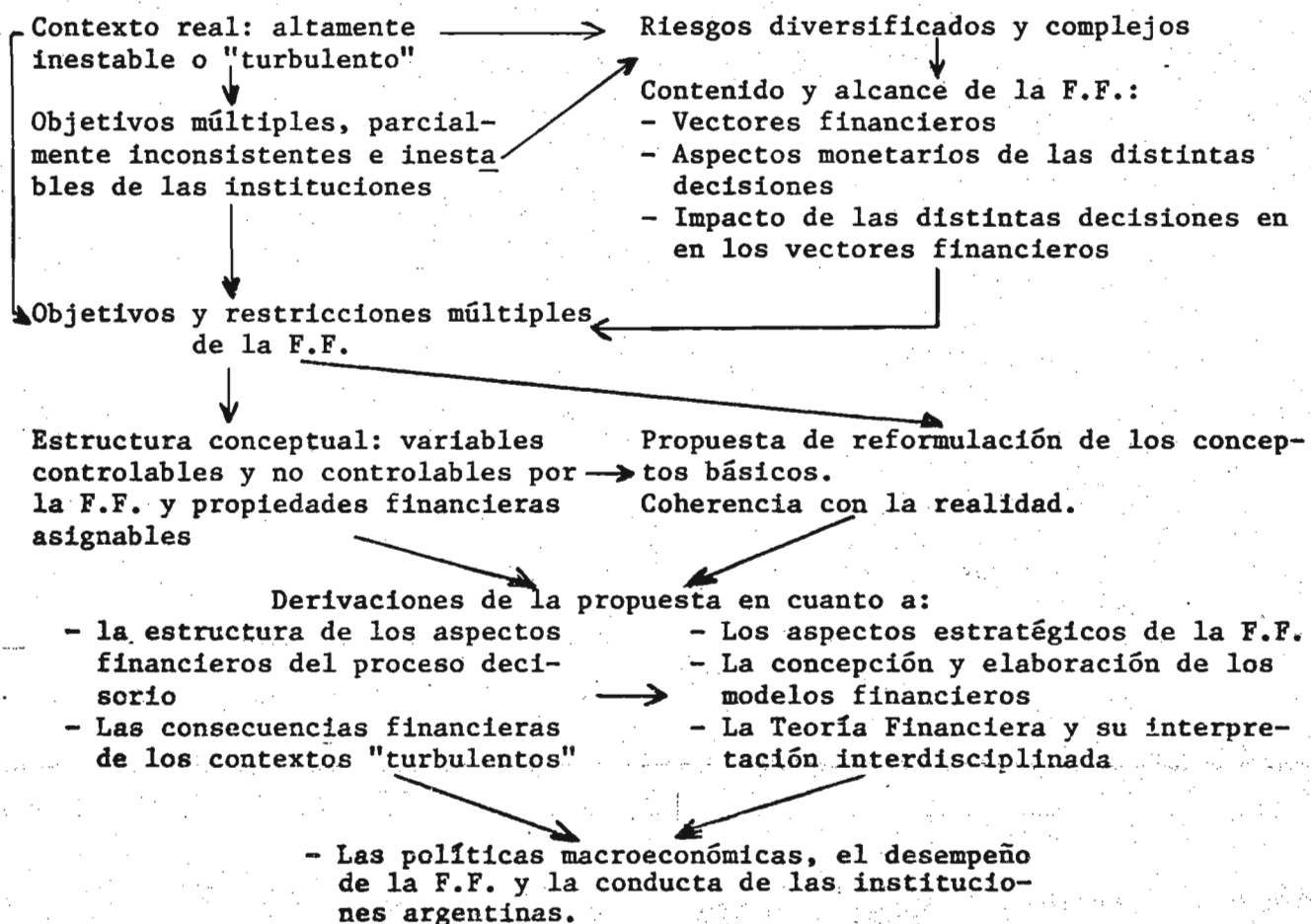


Propuesta de Reformulación

Referente

- Contexto
 - Prioritariamente la República Argentina y otros países no desarrollados bajo condiciones de alta inestabilidad.
 - Concepción involucrada: "turbulencia"
- Instituciones
 - Empresarias y no empresarias
 - Concepción involucrada: abierta, dinámica y conductista, manifestada en objetivos múltiples e inestables resultantes de un proceso interactivo y adaptativo.

Encadenamiento lógico



2. REFORMULACION DE LOS CONCEPTOS TEORICOS BASICOS RELATIVOS A LA FUNCION FINANCIERA

2.1. Naturaleza de la Función Financiera

2.1.1. El marco externo real de las instituciones en contextos turbulentos

Ubicación de la F.F. respecto del contexto de la institución

1. Caracterización general de los contextos actuales: en el punto

0.4.2.1.b hemos intentado identificar el mínimo común denominador de los contextos que afectan al mundo actual, es decir los rasgos comunes de los contextos que se presentan tanto a nivel de países desarrollados como respecto de los no desarrollados. Puede concluirse que los contextos actuales presentan rasgos comunes que permiten caracterizarlos como "turbulentos" o "inestables" y que dentro de este marco, países como la República Argentina muestran a su vez facetas exacerbadas de alta turbulencia e inestabilidad, que hacen indispensable un replanteo de los efectos de los contextos sobre las instituciones.

2. Criterios para la subdivisión y análisis de los contextos:

La complejidad de los contextos reales los hace absolutamente inmanejables en forma global o totalizadora. El estudio de sus efectos sobre las instituciones sólo puede tener lugar mediante un proceso de segmentación y simplificación que permita deslindar distintos contextos y, para cada uno de ellos, identificar las variables relevantes y sus principales relaciones. Los efectos de los contextos sobre las instituciones se asocian a variables que resultan del comportamiento de los contextos y que, desde el punto de vista de las instituciones, son en general variables no controlables.

Los criterios mínimos aplicables para segmentar los contextos son dos:

- El funcional u "horizontal": contextos político, económico, financiero, tecnológico, de recursos humanos, etc. Responde a la especialización de las actividades humanas y al ordenamiento de las disciplinas del conocimiento. Los límites entre los distintos contextos son extraordinariamente difíciles de establecer con precisión; además son tan cambiantes como la misma

actividad humana y tan relativos como el conocimiento que se tiene de las disciplinas sociales.

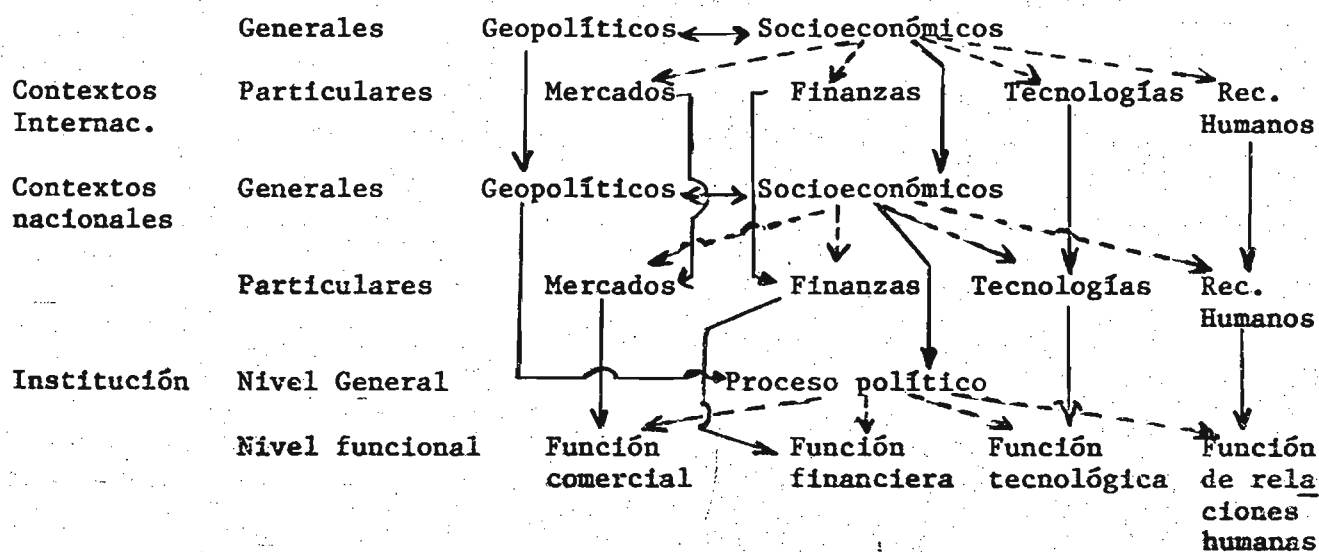
- El jerárquico o "vertical": el mundo actual es notoriamente interdependiente y los contextos de un mismo tipo correspondientes a distintos países o regiones se encuentran fuertemente relacionados. Pero las relaciones de fuerzas no son simétricas: así en el caso de los contextos económico y financiero existen contextos internacionales "generadores de premisas" que influyen sobre los respectivos contextos de los países que, como la República Argentina, se encuentran fuera de los centros de decisión internacionales.

Al respecto la Sexta Convención Nacional de Ejecutivos de Finanzas recomendó en su "Declaración de Tucumán": "reconocer la creciente complejidad de los problemas políticos y económicos actuales, no sólo los de carácter local sino también los que se manifiestan en el orden internacional, dada la estrecha vinculación de nuestro país con el resto del mundo. Este reconocimiento implica el empleo de políticas que estén fuertemente apoyadas en el análisis científico y en el respeto de los principios éticos, para la búsqueda de las soluciones más favorables a los intereses nacionales".

Combinando los análisis vertical y horizontal y desglosando los componentes de cada institución en un proceso político y un conjunto de funciones, surge el siguiente esquema que intenta aproximar el marco externo real de las instituciones residentes en nuestro contexto.

Diagrama 2.1

RELACIONES ENTRE LOS DISTINTOS CONTEXTOS Y LAS FUNCIONES DE LA INSTITUCION.



3. El contexto económico general

Dentro del marco general enunciado puede concebirse como un sistema abierto cuyos cambios permanentes se entrelazan determinado un estado de desequilibrio dinámico.

Los contextos económicos actuales presentan una serie de rasgos básicos comunes que permiten intentar una caracterización diferenciadora. A continuación enunciaremos sólo los referidos a las variables económicas "reales" dejando los restantes aspectos para ser analizados al tratar el contexto financiero.

- Mercados deprimidos o en estado recesivo
- Notorios desvíos a la "competencia perfecta": proteccionismo; falta de transparencia.
- Caída de los precios de las materias primas coexistiendo con la importancia crítica de algunos insumos.

Este cuadro que se interrelaciona con el definido por los contextos financieros suele ser caracterizado como de "crisis económica internacional".

Otros aspectos subrayables de las economías actuales son:

- La creciente interdependencia: las dependencias entre la evolución de las actividades económicas de unas y otras naciones tienden a acentuarse a través de los mayores desniveles económicos; la polarización de los centros de decisión y los mecanismos de propagación insertos en el sistema financiero internacional.
- La masividad: todas las economías actuales, desarrolladas o no, son de carácter claramente masivo. Las operaciones productivas, comerciales y financieras son múltiples y repetitivas sobrepasando permanentemente las fronteras nacionales o regionales.
- La monetización: todas las economías actuales se caracterizan por estar fuertemente insertas en contextos monetarios que a su vez acondicionan e influyen sobre el comportamiento de dichas economías. El centro mundial de los fenómenos monetarios gira alrededor de las políticas financieras de los EE. UU. y, en particular, del valor asignado a su moneda a través de la regulación de las tasas de interés ejercida por la Reserva Federal.

Otros aspectos íntimamente ligados a los contextos económicos actuales son:

- La permanente innovación tecnológica: claramente liderada por los países desarrollados y con vanguardias (electrónica-bioingeniería-etc.) que se sitúan en campos de la actividad económica totalmente distintos a los que caracterizaron la revolución industrial.
- El crecimiento de la población y los cambios en su composición y en las fuerzas laborales. Es de particular importancia para los países no desarrollados la relación entre los ritmos de crecimiento de su población y de su economía.

4. El contexto económico general de la República Argentina

En este marco puede caracterizarse a la economía argentina como un sistema en estado de involución, es decir, de retroceso comparativo frente a las restantes economías. Esto se manifiesta en indicadores tales como: la caída del producto bruto interno y de la inversión; la desocupación y la subocupación acompañadas por caídas en los salarios reales pese al muy bajo ritmo de crecimiento de la población; la decreciente participación en el comercio internacional, etc.

Las políticas económicas aplicadas se han caracterizado por cambios bruscos y frecuentes en correlación con los cambios en la conducción política del país. Todo el sistema económico se mueve en un marco de rigideces, imperfecciones y dependencias que lo diferencian plenamente del correspondiente a los países desarrollados.

Otra característica central es la altísima incertidumbre vinculada con la ausencia de información adecuada para conocer los reales niveles y estructuras de las actividades económicas; los bruscos cambios de las demandas asociados a importantes modificaciones de los precios relativos y de la distribución del ingreso. Todo esto en íntima asociación con los altísimos y fluctuantes niveles de inflación y con la consecuente puja por los ingresos.

5. El contexto financiero

Los aspectos financieros comprendidos en un determinado contexto económico general se agrupan en el denominado contexto financiero. Quedan en consecuencia excluidas las variables económicas "reales" tales como el producto bruto interno, que a su vez puede ser objeto de desagregación vinculándolo con los

distintos sectores de la economía. En principio puede decirse que el contexto financiero comprende aquellas variables que, íntimamente asociadas a los fenómenos monetarios, son comunes a los distintos sectores y manifestaciones de una economía. Las variables más características son: los niveles de inflación medidos por distintos índices; los niveles de devaluación con relación a las monedas extranjeras; los niveles de las tasas de interés activas y pasivas; etc.

Según queda dicho, el contexto general para poder ser analizado y vinculado con las instituciones, necesita ser segmentado en diversos contextos. Pero los criterios de segmentación no pueden desvincularse de la forma en que se analizan los componentes de la institución. Si admitimos que la existencia misma de la institución tiene lugar a través del desarrollo de una serie de funciones (comerciales, productivas, financieras, etc.) coordinadas por la dirección superior a través del proceso político, surge una condición metodológica básica: la segmentación del contexto general en contextos específicos coherentes con las distintas funciones desarrolladas en la institución.

Por lo tanto no es importante discutir los límites del contexto financiero, tan polémicos como los de cualquier otro contexto abstraído de la compleja realidad, sino encontrar una adecuada correlación entre su contenido y alcance y los asignados a la función financiera de las instituciones residentes en dicho contexto.

Las variables comprendidas en el contexto financiero deben guardar una adecuada correspondencia con las asignadas a la Función Financiera de las instituciones.

Dentro de los contextos financieros suelen individualizarse los llamados mercados financieros donde concurren la oferta y demanda de fondos. En los contextos económicos de los países altamente desarrollados suele aceptarse la existencia de mercados financieros "perfectos", lo que a su vez es coherente con los conceptos manejados por la teoría financiera vigente. Por ej: la definición del objetivo financiero en términos de optimizar el valor (precio de mercado) de las acciones.

Paralelamente con la determinación del contexto financiero correspondiente a un cierto contexto económico general, pueden

identificarse una serie de contextos económicos "específicos" correspondientes a los distintos mercados, productos, servicios etc. que son objeto de oferta en una economía. Su estudio corresponde a la función comercial de las instituciones y se expresa en los volúmenes demandados y precios de colocación de los bienes y servicios.

Debe aclararse asimismo que el movimiento físico del dinero se ha reducido sensiblemente adquiriendo los fenómenos monetarios un carácter claramente "informático". Las transacciones nacionales e internacionales no se hacen movilizándolo dinero sino a través de elementos que lo representan y de circuitos de información que movilizan la registración de las operaciones. Este concepto que se acelera permanentemente en función de la computación y los sistemas de comunicaciones, tiene gran importancia para entender la noción moderna de riesgos financieros. Estos no enfatizan hoy los problemas inherentes a la pérdida física del dinero y los consecuentes resguardos de control patrimonial, sino los aspectos imbricados en la pérdida de valor del dinero o en las limitaciones a su disponibilidad. Así por ej. en el orden internacional, los flujos de capitales están sujetos a condicionamientos y aún a riesgos de "bloqueos" que pueden llegar a incidir sensiblemente en las economías nacionales y en la gestión financiera de las instituciones.

6. Caracterización del contexto financiero internacional

- Inflación: se encuentra generalizada pero con niveles muy dispares. Así por ej.: 1983, el promedio de los países industrializados descendió al 5% anual mientras que los países en desarrollo no petroleros ascendieron a un promedio del 54% anual.
- Déficits fiscales: también se encuentran generalizados. Es particularmente importante el de EE. UU. financiado mediante un endeudamiento creciente a través del pago de altas tasas de interés.
- Paridades cambiarias: fluctuantes y sometidas a frecuentes cambios.
- Tasas de interés: su nivel real difiere sensiblemente de una a otra economía provocando fuertes desplazamientos de capitales, e impactando en el valor de las monedas y, por tanto, en las balanzas comerciales.

- Situación internacional de pagos: caracterizada por el creciente endeudamiento de los países no desarrollados, cuyas fuerzas económicas no permiten enfrentar los repagos o cancelaciones en las condiciones que constituyen las "reglas de juego" habituales en los mercados financieros internacionales. La búsqueda y el debate sobre nuevas "reglas de juego" que permitan compatibilizar el "equilibrio inestable" de los sistemas financieros con las necesidades de crecimiento de los países no desarrollados, constituyen un ingrediente central del crítico contexto financiero internacional actual.
- Mercados financieros: fuertemente interrelacionados y con clara proyección internacional que determinan fuertes flujos de capitales entre países y entre mercados (bolsas, divisas, metales, empréstitos, colocaciones bancarias, etc.). Puede afirmarse sin temor a exageración que casi todo el mundo se encuentra surcado por una "red informática" que interconecta los distintos mercados y los distintos países. La velocidad de propagación es elevadísima no existiendo prácticamente mecanismos que puedan aislar o bloquear unos mercados financieros respecto de otros.

Sin duda el rasgo actual más destacado del contexto financiero internacional está dado por la contradicción entre la política fiscal expansiva y la política monetaria restrictiva seguida por los EE. UU. El objeto aparente de las mismas es mantener una recuperación económica no inflacionaria que se viene manifestando claramente desde el año 1983. Pero esta política ha provocado altas tasas de interés real que atraieron los ahorros del resto del mundo, de forma tal que la mayor parte del déficit norteamericano está siendo financiado por los restantes países. Queda así evidenciado que la política financiera de los EE.UU, y en particular, la política monetaria regulada por la Reserva Federal, constituyen el centro de decisiones financiero mundial, con importantísimos efectos que se extienden no sólo a los países no desarrollados sino también a los restantes países desarrollados.

Cabe señalar asimismo algunas de las características diferenciales de los contextos financieros de los países desarrollados, en la medida en que los mismos se asocian con buenos niveles de

inversión y crecimiento distantes de los correspondientes a los restantes países:

- Un grado aceptable de estabilidad monetaria.
- Tasas de interés asociadas a las condiciones de oferta y demanda.
- Un sector financiero muy desarrollado que hace de nexo especializado en el proceso de ahorro e inversión. Consecuentemente las instituciones pueden diferenciar y analizar en forma claramente delimitada las decisiones de inversión y las de financiación.

También cabe diferenciar los distintos conceptos relacionados con la tasa de interés, en particular:

- La diferencia entre tasas nominales y tasas reales. Estas últimas incorporan los efectos de la capitalización (tasas efectivas) y surgen de comparar las tasas de interés con las de inflación esperadas (reales) que deciden las decisiones de inversión y tasas realizadas que muestran los resultados de operaciones ya acaecidas.

Otro aspecto a señalar son las relaciones entre el comportamiento de las variables en el contexto financiero internacional y el impacto que las mismas causan en los contextos financieros de cada país. Así por ej.: las modificaciones en las tasas de interés de los EE. UU. provocan, a través de los movimientos de capitales, ajustes en las tasas, en el ritmo devaluatorio y en los niveles de inflación de los demás países. La tasa de interés de un país guarda relación directa con la tasa de interés internacional ajustada por la devaluación de la moneda, así como la devaluación de un país se vincula con las inflaciones local e internacional.

7. Caracterización del contexto financiero argentino

Pueden señalarse los siguientes rasgos característicos:

- Alto déficit fiscal: con una secuela permanente de emisión monetaria.
- Deuda externa elevadísima: con una balanza comercial positiva pero insuficiente para hacer frente siquiera al pago de los intereses.
- Mercados financieros fuertemente limitados:
 - inexistencia virtual de mercados a largo plazo

- notoria debilidad del mercado bursátil donde sólo una pequeña proporción de las empresas cotizan en bolsa. El valor de las acciones se vincula sólo muy parcialmente con el valor de las empresas.
- coexistencia de distintos mercados con distintos precios (tasas de interés) como consecuencia de ofertas y demandas de fondos segmentadas.
- existencia de créditos subsidiados, frecuentemente en forma encubierta.

Estos rasgos se conjugan con un muy elevado nivel de inflación sostenido a través del tiempo aunque con permanentes fluctuaciones, que a su vez impactan en los niveles y cambios de las tasas de interés y de las devaluaciones del peso. Las tasas de interés consideradas en un mismo momento presentan una amplia dispersión que quita toda representatividad a los valores promedio e impide definir una "tasa de interés libre de riesgo". Las tasas sufren fuertes variaciones en reducidos períodos en correlación con los cambios en los niveles de inflación y en las políticas gubernamentales aplicadas.

La devaluación de la moneda varía según las políticas gubernamentales, que han oscilado entre la sobre o la subvaluación del peso y las devaluaciones bruscas y significativas en alternancia con minidevaluaciones diarias. Una constante han sido las presiones devaluatorias alimentadas por la inflación, las tasas de interés y la necesidad de saldos favorables en la balanza comercial. De hecho han subsistido cambios múltiples con períodos de definición explícita (mercados financiero y comercial) y/o implícita (retenciones, recargos, subsidios diversos, etc.). Otra constante es el mercado "paralelo" cuyas cotizaciones han constituido el centro de la atención financiera del país durante importantes períodos.

8. Algunas consideraciones aplicables al contexto argentino

a. Hipótesis referidas al contexto financiero

1. Pueden identificarse dos tipos de relaciones entre las variables que integran el contexto financiero:
 - Las referidas a probables relaciones causales entre variables financieras:

Por ej.: a mayores niveles de inflación → mayor dificultad para pronosticar los próximos niveles → mayor incertidumbre → mayor tasa de interés (que actuaría más como el "precio del tiempo" y de la incertidumbre que como el precio del dinero).

→ mayor presión devaluatoria (La devaluación tiende a "cubrirse de la pérdida inflacionaria probable)

- Las referidas a hipótesis subyacentes en las políticas económicas:

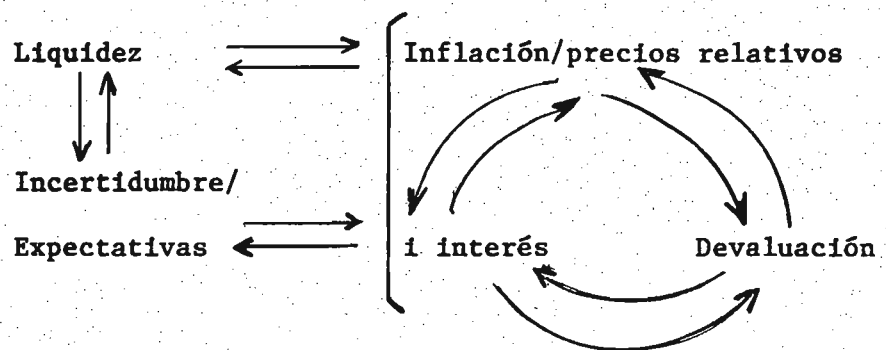
Por ej.: La tasa de interés "debe ser" mayor que la devaluación y la devaluación "debe ser" mayor que la inflación

2. Pueden mencionarse (a título de ejemplo) otras hipótesis de relaciones:

- El impacto de las expectativas inflacionarias y devaluatorias y del endeudamiento del sector público en los niveles de las tasas de interés.
- El efecto recíproco entre inflación y/o expectativas inflacionarias por un lado y devaluación y/o expectativas devaluatorias por otro.
- Los efectos de las devaluaciones en las tasas de interés y, recíprocamente, los de las tasas de interés en el tipo de cambio.
- El efecto de los incrementos de la tasa de interés en la aceleración del ritmo inflacionario. Esta hipótesis se fundamentaría en la traslación de los mayores costos financieros a costa de un menor volumen de ventas, denotando una suerte de inflexibilidad descendente de la inflación a los cambios en las tasas de interés. Es una hipótesis de gran trascendencia si se tiene en cuenta que en las economías desarrolladas los incrementos de las tasas de interés son justamente utilizados para contener la inflación, a través de las limitaciones en el uso del crédito que constituyen la natural respuesta de las instituciones.

Esta hipótesis puede jugar un rol importante en la definición y caracterización de los mecanismos de propagación de la inflación y también puede ser vinculada con las hipótesis sobre comportamiento recesivo de las unidades empresarias (Fernández Pol, 68-70).

- A modo de síntesis de las hipótesis anteriores puede formularse una hipótesis general sobre el contexto financiero argentino del siguiente tipo:



Lo que implica definir tres conjuntos centrales de variables financieras (inflación/ precios relativos; devaluación; i. Int.) con dos tipos de interrelaciones entre sí:

- Directas: entre algunas de las posibles combinaciones de estos conjuntos.
- Indirectas: a través de la liquidez y/o incertidumbre/expectativas, que a su vez pueden modificarse por efecto de los cambios en los conjuntos centrales mencionados.
- Complementariamente puede formularse otra hipótesis general de realimentación del proceso inflacionario y de la inestabilidad del contexto financiero:
 - A mayor nivel inflacionario general → mayor probabilidad de dispersión entre los distintos precios para un mismo período de tiempo.
 - En consecuencia se producen los siguientes efectos:
 - Mayor lucha o puja sectorial (precios relativos) asociada con la incertidumbre y las expectativas percibidas.
 - Mayor dispersión de los tipos de cambio (devaluaciones) y tasas de interés.

Que a su vez derivan en:

- Mayor variabilidad a través del tiempo para cada uno de los conjuntos centrales de variables financieras y, en particular, para los distintos precios que integran la variable inflación.
- Mayor posibilidad de puntos de inflexión entre las distintas variables financieras.

- Paralelamente se producen nuevos efectos indirectos asociados a la creciente dispersión y variabilidad de las variables financieras. Los mismos realimentan y multiplican los efectos ya mencionados.
- El resultado es un acentuamiento del nivel inflacionario general que lo lleva a "escalones" más elevados con un reinicio del proceso de realimentación en un contexto financiero de creciente inestabilidad.

b. Relaciones entre los contextos financieros y los contextos económicos "reales"

Los mercados monetarios afectan sensiblemente los niveles de producción a través de mecanismos tales como el costo y la disponibilidad del dinero para financiar inversiones estables o en nuevos activos corrientes, el costo real de los servicios de las deudas ya contraídas a nivel de país o de institución. También afectan sensiblemente los niveles de demanda en el caso de industrias como las de bienes de consumo durables; en especial si se trata de productos de alto valor agregado como los automóviles, maquinaria agrícola, etc.

Por lo tanto a las tradicionales relaciones de dependencia de los contextos financieros respecto de los niveles de actividad económica, se agregan ahora nuevas y complejas relaciones por las que las variables financieras actúan sobre la actividad económica.

Los contextos específicos de la "economía real" son los que corresponden a determinados "negocios": productos o servicios ofrecidos en un mercado. Las demandas expresadas en volúmenes y precios a nivel del mercado global y a nivel de cada institución en particular dependen de factores como:

- el nivel de actividad de las industrias o sectores económicos demandantes.
- el poder adquisitivo del mercado, manifestado por ej.: en los salarios reales de los consumidores.
- variables financieras tales como las tasas de interés, los niveles de inflación y de devaluación esperados, etc. Las expectativas sobre el comportamiento de las variables financieras condicionan significativamente los niveles de demanda de muchos de los sectores económicos.

En síntesis: cuando se analiza el contexto de un determinado sector o segmento empresarial o el correspondiente a una determinada clase de instituciones no empresarias, debe tenerse en cuenta no sólo el impacto directo de las variables financieras en la estructura patrimonial y de resultados de la institución, sino también el impacto indirecto inducido a través del comportamiento de los respectivos mercados. Las posibilidades de desarrollo y aplicación de determinadas tecnologías también se encuentran fuertemente condicionadas por factores financieros tales como la disponibilidad y costo de los capitales necesarios.

c. Importancia del contexto económico y del contexto financiero en las decisiones (comportamiento) de la institución

1. Queda dicho que un contexto económico altamente inestable genera condiciones de fuerte incertidumbre. La incertidumbre crea a su vez el marco apropiado para el no cumplimiento de los objetivos, las pérdidas patrimoniales y, en última instancia, para que se vea afectada la misma supervivencia de la institución. Puede afirmarse que un marco de alta incertidumbre genera riesgos significativos, diversificados y complejos en su identificación y tratamiento. Por otro lado el reconocimiento por parte de la institución de la existencia de dichos riesgos contribuye a enfatizar y explicitar la incertidumbre.

Puede formularse entonces una hipótesis de interacción entre alta incertidumbre y riesgos de la institución. Como caso particular de los riesgos aparecen los riesgos financieros cuya identificación y análisis encararemos al estudiar el contenido de la Función Financiera.

2. El contexto financiero se encuentra fuertemente condicionado por el contexto general y por el contexto económico en particular, como por los constantes cambios que los afectan. Además es objeto específico de una serie de regulaciones y normas legales. Es importante tener en cuenta esta circunstancia cuando se analizan los efectos que el contexto financiero ejerce sobre la Función Financiera de las instituciones.

3. Tipos de incidencia del contexto financiero en la institución

1. Impacto directo de las variables del contexto financiero en la Función Financiera de la institución. Por ej.: cambio de composición en el capital de trabajo sin afectar su dimensión ni estructura operativa.
2. Impactos de las variables del contexto financiero en los contextos económicos específicos (sector o segmento de los "negocios").
 - Según los efectos específicos del contexto financiero, productos y mercados no rentables pueden llegar a serlo o a la inversa. Los ejemplos inmediatos se asocian con los subsidios implícitos (por ej.: tasas de interés fuertemente negativas en términos reales) y con ausencia de condiciones financieras viables en relación con los niveles de rentabilidad del sector considerado (por ej: tasas de interés fuertemente positivas en términos reales).
 - Como síntesis surge la necesidad de un análisis integrado de la estructura de resultados para cada sector o "negocio" que contemple el contexto económico general, el contexto financiero y los mercados respectivos.
3. Impacto de las variables del contexto financiero en las decisiones de inversión y su financiación. En general puede aceptarse que tales decisiones son función de las tasas esperadas de inflación, devaluación e interés, válidas para el sector de "negocios" considerado. También deben mencionarse como factores: la expansión prevista en el mercado, el costo de los salarios reales, los excedentes de capacidad y las fuentes disponibles de financiación.
 - En lo referido a la inflación puede afirmarse que: su incremento y/o sus expectativas de incremento acrecientan a su vez los niveles de incertidumbre, disminuyendo en consecuencia la disponibilidad de fondos para inversión. Este proceso deriva en mayores tasas de interés y en una mayor dispersión de los resultados

esperables del proyecto produciendo, como efecto final, una tendencia a contraer o disminuir las inversiones.

- En cuanto a la devaluación y/o sus expectativas de incremento puede inferirse un impacto notorio sobre el nivel de rentabilidad correspondiente a capitales externos al país. De allí la consecuente dificultad para obtener la movilización de los mismos.
- En lo referido a la tasa de interés en la inversión cabe considerar que:
 - . Los incrementos de tasas ejercerían efectos estimulantes de la inversión a través de una mayor disponibilidad de fondos para la financiación. El inverso estaría dado por los denominados mercados financieros "reprimidos" donde fuertes controles a las tasas provocan el vuelco de los ahorros hacia otros tipos de colocaciones.
 - . Los incrementos de tasas ejercerían efectos negativos sobre la inversión a través del mayor costo de financiación de los proyectos y por las posibilidades de mantener fondos líquidos con rentabilidad:
 - A nivel de la institución: desplazando los fondos hacia inversiones corrientes o hacia la cancelación de pasivos.
 - A nivel del cliente o consumidor: disminuyendo la demanda de bienes de consumo durable para trasladarla hacia colocaciones puramente financieras.

4. Teniendo en cuenta que el contexto está caracterizado en alto grado por la intensidad, frecuencia y discontinuidad de los cambios, aparece la importancia vital de formular expectativas adecuadas sobre las variables financieras no controlables por la institución. Esto hace que la función de pronóstico no sea de ninguna manera una mera proyección o extrapolación de las tendencias detectadas, sino un análisis en profundidad de las relaciones causales entre variables controlables y no controlables por la institución. El enfoque adecuado para insertar el contexto financiero en las decisiones

de la institución es el que trata de prever el comportamiento de las variables financieras no controlables, sus efectos causales sobre las controlables y sus puntos de inflexión.

La aplicación de técnicas de correlación y regresión de variables permite identificar probables relaciones causales y, por consecuencia, puede contribuir a mejorar la calidad de los pronósticos.

Podemos concluir que aún cuando existen complejidades importantes en las decisiones que afectan la Función Financiera, son el pronóstico, la cuantificación y sensibilidad del comportamiento del marco exterior, los que predominan como aspectos esenciales al resultado buscado (Messuti D. 1977,15).

2.1.2. El marco interno de las instituciones

Ubicación de la Función Financiera respecto de:

- Los componentes de la institución: objetivos; recursos, funciones, decisiones.
- La organización de la institución: estructuras; sistemas.

Dado que éste es el tema de mayor tratamiento en la bibliografía, nos limitaremos a enunciar brevemente los puntos que entendemos de mayor gravitación para el desarrollo de nuestra tesis.

1. Los componentes de la institución:

a. Los objetivos

Concebidas las instituciones como coaliciones políticas, donde confluyen distintos grupos de interés con sus respectivas visiones de lo que "debieran ser" los objetivos, surge la interpretación de los mismos como el resultado de múltiples interacciones entre la coalición y el contexto. A través de un proceso de negociación surge un "área de objetivos posibles", dentro de la cual se van definiendo y consolidando metas concretas que están en función del poder relativo de los distintos grupos de interés intervinientes. Los cambios en el contexto así como en la configuración de la coalición, afectan tanto el área de objetivos como las metas específicas que se van reelaborando en forma prácticamente permanente.

En contextos de alta inestabilidad donde predomina la necesidad de supervivencia los objetivos múltiples coexisten entre sí en un acentuado estado de equilibrio inestable. Las fuertes disparidades de intereses y los significativos impactos del contexto acentúan las contradicciones entre los mismos tornándolos claramente conflictivos. Los objetivos de cualquier institución resultan entonces: múltiples; coexistentes; inestables (cambiantes) y conflictivos. No caben premisas estáticas y "universalmente válidas" que adscriban objetivos permanentes y/o únicos a ningún tipo de institución.

Los elementos económico-financieros se manifiestan tanto como objetivos en sí, para los tradicionales objetivos de rentabilidad/dividendos, como en el carácter de aspectos económico-financieros implicados en los restantes objetivos. Esta concepción no es sino un caso particular de la compleja red "medios a fines" que caracteriza el entrelazamiento de los objetivos y de los procesos decisorios.

Otro aspecto destacable es la multiplicidad e intensidad de los riesgos soportados por las instituciones en función de los cuales se imponen objetivos tendientes a minimizar dichos riesgos. Así por ej. la diversificación de productos, negocios o mercados suelen fundamentarse en la diversificación y compensación de riesgos. La típica reacción cautelosa de las empresas frente a incrementos en la demanda en contextos limitativos (control de precios) y/o de alta incertidumbre, constituye un ejemplo de priorización de los riesgos limitados a despecho de frenar la expansión y las posibles utilidades consecuentes.

También puede observarse que la definición de objetivos suele hacerse por "áreas típicas" o "áreas de resultados", que se hallan en íntima vinculación con la clasificación de los recursos de las instituciones y con las funciones que tienen lugar en el seno de las mismas.

Existe una íntima vinculación entre la formación de los objetivos de las instituciones y los fenómenos de poder que tienen a las mismas por teatro.

Para los fines de nuestro trabajo interesa en particular lo vinculado con el control de la institución, dado la íntima vinculación que éste guarda con la estructura patrimonial.

b. los recursos

Son los elementos de que dispone la institución para intentar el logro de sus objetivos. Son escasos pero controlables o, al menos, parcialmente controlables por la institución.

Pueden mencionarse: recursos humanos - personal en general y gerencia en particular

recursos físicos - bienes de uso,/bienes de cambio

recursos tecnológicos - procedimientos y tecnologías (que pueden estar patentados)

recursos informáticos - pueden considerarse como una sub-clase de los rec.tecnológicos

recursos de mercado - marcas con penetración asegurada

recursos monetarios - asociados a la liquidez y estructura patrimonial

recursos de organización - estructuras; sistemas

Dado el conflicto entre los objetivos y el carácter escaso de los recursos resulta indispensable que el proceso político comprometa los recursos necesarios para el cumplimiento de cada objetivo.

La asignación específica y la aplicación instrumental de los recursos tienen lugar posteriormente a través de los distintos niveles de los procesos administrativos.

El patrimonio de la institución constituye la expresión monetaria sintética de todos los recursos con valor monetario asignable según las pautas vigentes. Así por ej.: los recursos físicos y los monetarios propiamente dichos son objeto siempre de valuación mientras que otros recursos no lo son o, a lo sumo, pueden llegar a serlo bajo determinadas circunstancias (venta de la institución por ej.). Este tema es importante para la conceptualización de nuestro enfoque. La definición de lo que "es" monetario y, por lo tanto, tiene connotación financiera, no es fija ni mucho menos inmutable. Varía con las circunstancias culturales y legales en general y con las técnicas y normas contables en particular.

Existe una clara correlación entre los flujos de los distintos recursos. Por ej.: hay fuerte interrelación entre los flujos físicos, de información y de fondos. Al considerar entre las

funciones financieras la planificación y control del flujo de fondos, debemos tener en cuenta las relaciones que el mismo guarda con los restantes flujos. (Weston, 1978, 1).

c. Las funciones

Si se examinan analíticamente las instituciones podrá observarse que las mismas se componen de una serie de tareas, actividades y procesos, que responden a distintas áreas de la especialización del conocimiento y las actividades humanas. Observando la institución "de abajo hacia arriba" existe siempre por lo menos un nivel en el que la diferenciación por funciones es clara y notoria entre los distintos cargos. Continuando hacia arriba el agrupamiento funcional puede mantenerse hasta el nivel inmediato anterior al de la dirección general o "integrarse" en un agrupamiento distinto en alguno de los escalones de la estructura.

Sea cual fuere el tipo de estructura adoptado, las funciones (producción, comercialización, finanzas, personal, etc.) están presentes y su desarrollo es parte vital de la existencia de la institución. Además surge como consecuencia la necesidad de coordinar e integrar las distintas funciones entre sí, para posibilitar el adecuado "funcionamiento" de la institución.

d. las decisiones

Corresponde aquí señalar la "anatomía" o estructura del proceso decisorio con independencia de los sistemas que se apliquen para mejorar su calidad. Las decisiones pueden describirse como procesos de información que nacen ante estímulos, se desarrollan elaborando los mismos y culminan definiendo respuestas. Implican elecciones en materia de compromiso, asignación o aplicación de recursos.

Las decisiones tienen lugar a través de interacción entre diversos sectores de la estructura de la institución que aportan sus propios elementos de juicio o "premisas decisorias". Estas van siendo elaboradas hasta culminar en la respuesta final que cierra el proceso decisorio.

Las decisiones gobiernan los procesos operativos en forma directa (decisiones de menor nivel) o en forma indirecta (a través de otras decisiones dependientes). Existe entonces una clara interrelación entre las decisiones y los flujos de recursos ya mencionados.

Las premisas decisorias que componen el proceso de decisión suelen provenir o estar vinculadas con distintos aspectos del contexto. Así por ej.: las decisiones sobre precios involucran aspectos provenientes del contexto económico específico (mercado) y del contexto financiero (inflación, tasas de interés, efectos del control de precios, etc.). En la medida en que las distintas funciones de la institución están vinculadas a los respectivos contextos resulta que una misma decisión afecta a dos o más funciones.

Cuanto mayor es el nivel de las decisiones más alejadas se hallan las mismas de los procesos operativos y más involucradas en los aspectos políticos de la institución. Por lo tanto mayor es la probabilidad de afectar premisas decisorias que provienen de distintos campos y que, por lo tanto, se alinean en distintos contextos y en distintas funciones.

Nuestra concepción cuestiona las clasificaciones habituales del tipo: decisiones "financieras" (inversión, financiación, dividendos, etc.); decisiones "comerciales" (precios, publicidad, etc.) y otras decisiones típicamente "funcionales". Entendemos que se trata de decisiones que afectan a diversas funciones por las premisas que manejan y por las implicancias que surgen de las mismas. Así por ej. en una economía regulada mediante control de precios, la decisión sobre precios tiene un componente financiero aún más importante que el comercial.

2. La organización adoptada por la institución

a. La estructura de la organización

Toda institución requiere una base orgánica y jerárquica sobre la cual asentar y particionar el tratamiento de los problemas que deben ser enfrentados y resueltos. El diseño piramidal y por niveles tiene su fundamento en la racionalidad limitada y en la necesidad de factorizar los objetivos y agrupar las tareas.

La expresión típica de una estructura son las áreas, sectores o departamentos que componen una institución. El organigrama es el gráfico que intenta representarla.

Existen dos criterios básicos de factorización para los objetivos y las actividades:

- La divisionalización: se basa en descomponer el objetivo global en metas independientes (aditivas). Asegura una mínima

interacción entre las unidades y facilita notoriamente la coordinación.

- La funcionalización: consiste en asimilar las áreas a las funciones creando "áreas funcionales". Busca aprovechar al máximo las ventajas de la especialización y minimizar las duplicaciones de funciones con sus costos consecuentes.

Una consecuencia inmediata es la imposibilidad de asimilar los conceptos de función y área, a menos que se suponga que todas las instituciones están basadas en estructuras exclusivamente funcionales. Todo nuestro trabajo, salvo aclaración en contrario, está referido a la Función Financiera de la institución con independencia de la existencia o no de un área específicamente financiera.

b. Los sistemas ("modelos") decisorios

Los distintos niveles de decisión pueden ser considerados como una dimensión central para el estudio de la organización de las instituciones. Se acepta la existencia de una importante correlación entre el nivel de importancia de las decisiones (medido por la profundidad y relevancia de sus efectos) y el nivel jerárquico asociado a la toma de dicha decisión.

La descomposición habitual señala la existencia de tres niveles:

- político: define los objetivos de primer nivel y compromete los recursos para lograrlos.
- directivo: operativiza los objetivos, formula las reglas de juego de la administración y asigna recursos
- ejecutivo: controla las operaciones, aplica las reglas de juego de la administración y utiliza recursos

En conjunto los niveles directivo y ejecutivo configuran la administración, que transforma las definiciones políticas en instrucciones lo suficientemente concretas y analíticas tal que permitan manejar los procesos operativos.

La sistematización de los distintos niveles decisorios permite organizar adecuadamente el componente decisorio de la institución. A cada nivel decisorio y jerárquico corresponden sistemas decisorios, generalmente denominados:

- estrategia: el correspondiente al nivel político
- planeamiento: el correspondiente al nivel directivo
- gestión: el correspondiente al nivel ejecutivo

La estrategia se corresponde principalmente con las decisiones que vinculan a la institución con su medio. También se suele afirmar que es privativa casi exclusivamente de la función comercial. (Así al menos lo proclama gran parte de la bibliografía originada en los EE. UU). Nuestro disenso con esta afirmación quedará claramente explicitado a lo largo de este trabajo: una de las consecuencias que obtendremos de la reformulación propuesta para la Función Financiera es justamente la adecuada valorización de sus aspectos estratégicos.

Los modelos de planeamiento definen las reglas decisorias a ser aplicadas en las decisiones cotidianas. Trabajan en base a pronósticos de las variables externas a la institución que son las de mayor peso para el análisis de las decisiones de planeamiento. Las consecuencias de nuestra reformulación incluyen elementos de juicio para definir un modelo general destinado a la coordinación del planeamiento financiero.

La sistematización de los niveles decisorios permite rigORIZAR e institucionalizar los procesos de planeamiento y control en su carácter de mecanismos de aprendizaje y adaptación al medio. Cuando más inestable sea el contexto más importante es el rol de los sistemas decisorios porque el aprendizaje no se nutre de la proyección del pasado sino de la previsión del porvenir. En contextos estables las fallas de planificación y control afectarán la "excelencia" pero difícilmente lleguen a afectar la "supervivencia". Por el contrario frente a cambios profundos y discontinuos que puedan producirse en un futuro más o menos inmediato, la posibilidad de sobrevivir se asocia a la capacidad de anticipar adecuadamente las medidas presentes que posicionen favorablemente a la institución frente a los riesgos o amenazas del futuro. Esta capacidad de anticipación sólo puede lograrse sistematizando la planificación y el control a partir de la definición de la estrategia de la institución.

3. Algunas relaciones entre los componentes de la institución y de su organización

No hay una correspondencia biunívoca entre los objetivos y

decisiones: en la compleja red "medios a fines" las decisiones afectan simultáneamente distintos aspectos de la realidad y, distintos objetivos. Sobre todo en las decisiones estratégicas es fundamental la evaluación de los denominados "efectos no deseados", que suelen designar efectos negativos respecto de otros objetivos distintos al perseguido con la decisión.

Tampoco hay correspondencia total entre la definición de los objetivos y el contenido de las funciones. Si bien suelen existir algunos objetivos inherentes a cada grupo de recursos y a cada una de las funciones (o por lo menos a la mayoría), siempre existen otros objetivos que afectan en forma simultánea y aún contradictoria a distintas funciones. Esto deriva de la relativa correspondencia entre objetivos y actividades y del hecho de que las funciones no son sino agrupamientos de actividades y tareas que tratan de aprovechar al máximo las ventajas de la especialización y facilitar la vinculación de la institución con el contexto.

Consecuentemente la correspondencia entre decisiones y funciones también presenta puntos discordantes. Cada decisión "tipo" tiene aspectos que hacen a distintas funciones, derivados de "inyectar" a la decisión premisas provenientes de distintos aspectos de la realidad. Este problema se acentúa a medida que la interacción con el contexto es mayor. Son las decisiones estratégicas las que menor correlación guardan con una determinada y única función, siendo por el contrario claramente interfuncionales. Las decisiones estratégicas en muy alto grado y las de planeamiento en un grado variable pero significativo, "mezclan" premisas decisorias correspondientes a las distintas funciones. Puede afirmarse entonces que el nivel de diferenciación funcional de las decisiones es mayor a medida que se desciende en el nivel de las mismas. O, inversamente, que cuanto más políticas son las decisiones menos puede diferenciárselas funcionalmente.

4. Algunas derivaciones referidas al marco interno de la institución

Queda ahora clarificada una importante necesidad metodológica: la de segmentar los contextos en una forma coherente con las funciones identificadas en la institución.

Las vinculaciones entre el marco externo y el marco interno de la institución sólo pueden operarse identificando contextos y

funciones en forma tal que los resultados de cada contexto se correspondan con la información que alimenta a la función respectiva. Este enfoque es consistente con dos aspectos centrales de los sistemas sociales:

- la sistematización del conocimiento en distintas disciplinas
- la especialización del conocimiento en distintas actividades que se corresponden con las disciplinas que las estudian.

Por lo tanto los "modelos decisorios" de las instituciones no pueden ser definidos por áreas sino por función: modelos de planeamiento comercial, financiero, productivo, de recursos humanos, etc. De tal forma se interrelacionan las distintas premisas decisorias que hacen a cada función. Asimismo debe definirse para cada una de las variables intervinientes:

- cuales son controlables por la función
- cuales son controlables por la institución pero no por la función
- cuales son las variables no controlables por la institución

La armonización de los modelos que se apliquen para cada una de las funciones corresponde al proceso político de la institución y es, por lo tanto, atribución de sus niveles superiores.

Los objetivos habitualmente considerados como predominantes: rentabilidad; supervivencia; estabilidad; crecimiento; eficiencia; etc. hacen al conjunto de funciones y no pueden ser patrocinados y asignados directamente a una determinada función. Todo lo que puede hacerse es identificar los distintos aspectos involucrados en cada objetivo, y estudiarlos en forma coherente con los objetivos y el modelo definido para la función respectiva. Se trata de enlazar la operativización de los objetivos del primer nivel (estratégico) con el análisis de cada una de las funciones que se interseccionan con los mismos.

Si la estructura adoptada responde básicamente a un patrón funcional cada área de la institución tiende a identificarse con las premisas de la función, con lo que se tiende a la centralización del conflicto a nivel de dirección general. En contextos turbulentos esto implica que los miembros de la dirección general aplican la mayor parte de su tiempo a dirimir los conflictos entre las áreas, operando más el impulso

de los problemas cotidianos que la concepción de la estrategia.

Si la estructura es divisional el problema se traslada hacia abajo, permitiendo a la dirección general disponer de tiempo para asumir y analizar las previsiones y formular la estrategia.

Para instituciones de escala intermedia pero con un grado significativo de diversificación la solución más adecuada puede pasar por una divisionalización parcial complementada por algunas funciones. Así en la división de una empresa industrial pueden incluirse: planificación táctica, ventas, producción y control de gestión; manteniéndose centralizadas funciones como: relaciones industriales, compras, investigación, finanzas y sistemas de información. Entendemos que este caso es de particular importancia en el contexto argentino y estudiaremos sus implicancias desde el punto de vista de la función financiera.

El comportamiento de la institución puede ser visto como una síntesis de su composición y organización en relación con los efectos de su contexto.

La empresa a su vez, puede ser vista como un caso particular de institución, en función de los aspectos del comportamiento que se perciban como monetarios y que, como tales, se incorporen a los objetivos de la institución. O sea que la caracterización de la empresa como clase de institución podría derivarse del balance relativo entre los aspectos percibidos como monetarios y los que no lo son, y del énfasis y prioridad que se asigne a los primeros. Este enfoque relativiza la noción de empresa al comportamiento de la coalición que gobierna la institución: un club o una universidad puede tener entonces tanto o más carácter empresario que una industria o un banco; y ese carácter puede cambiar en cuanto cambie el comportamiento de la coalición.

2.1.3. Ubicación de la Función Financiera respecto del marco externo y del interno de las instituciones

Volviendo al diagrama 2.1 bastará con identificar los distintos niveles de decisión que corresponden a cada una de las funciones: dirección (planeamiento) y ejecución (gestión); así como los correspondiente procesos operativos que se corresponden con las actividades y tareas diferentemente vinculadas a los hechos materiales

(comprar, vender, cobrar, pagar, producir, etc.) que forman parte de las respectivas funciones.

Por el contrario no corresponde identificar el proceso político (estrategia) con ninguna función en particular, dado que no hay una estrategia para cada función sino una estrategia para la institución que compatibiliza los aspectos inherentes a las distintas funciones. Para ello evalúa mediante el "perfil competitivo" los objetivos de cada función, en relación con los recursos disponibles, que constituyen las variables controlables de la institución (Ansoff, 1965, 97).

La consecuencia inmediata es que el estudio de cada función comprende la identificación y análisis de sus aspectos estratégicos.

2.2.1 Ubicación del tema

Dados el marco externo y el marco interno de las instituciones e interpretada la naturaleza de la Función Financiera coherentemente con los mismos, corresponde avanzar sobre el examen de las consecuencias que derivan de dicha naturaleza y del rol que las mismas cumplen. Nuestra disposición es que dichas consecuencias tienen un rol fundamental en la definición del contenido de la Función Financiera, constituyéndose en los conceptos que articulan el marco y naturaleza de la función con el contenido asignable a la misma.

El siguiente diagrama global 2.2 sintetiza el planteo. La apertura de los elementos de juicio puede verse en el diagrama analítico 2.3.

Diagrama 2.2

CONSECUENCIAS DERIVADAS DE LA NATURALEZA DE LA FUNCION FINANCIERA

Ubicación del tema - Diagrama Global

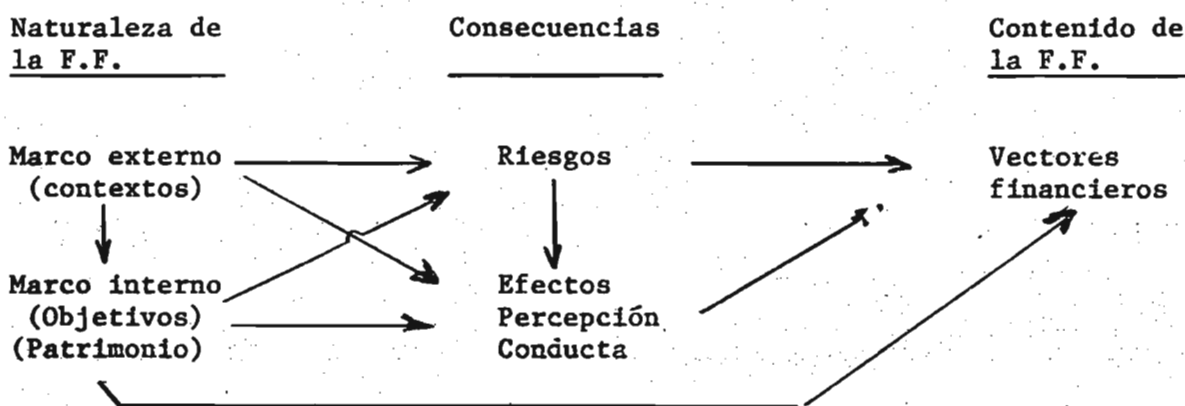
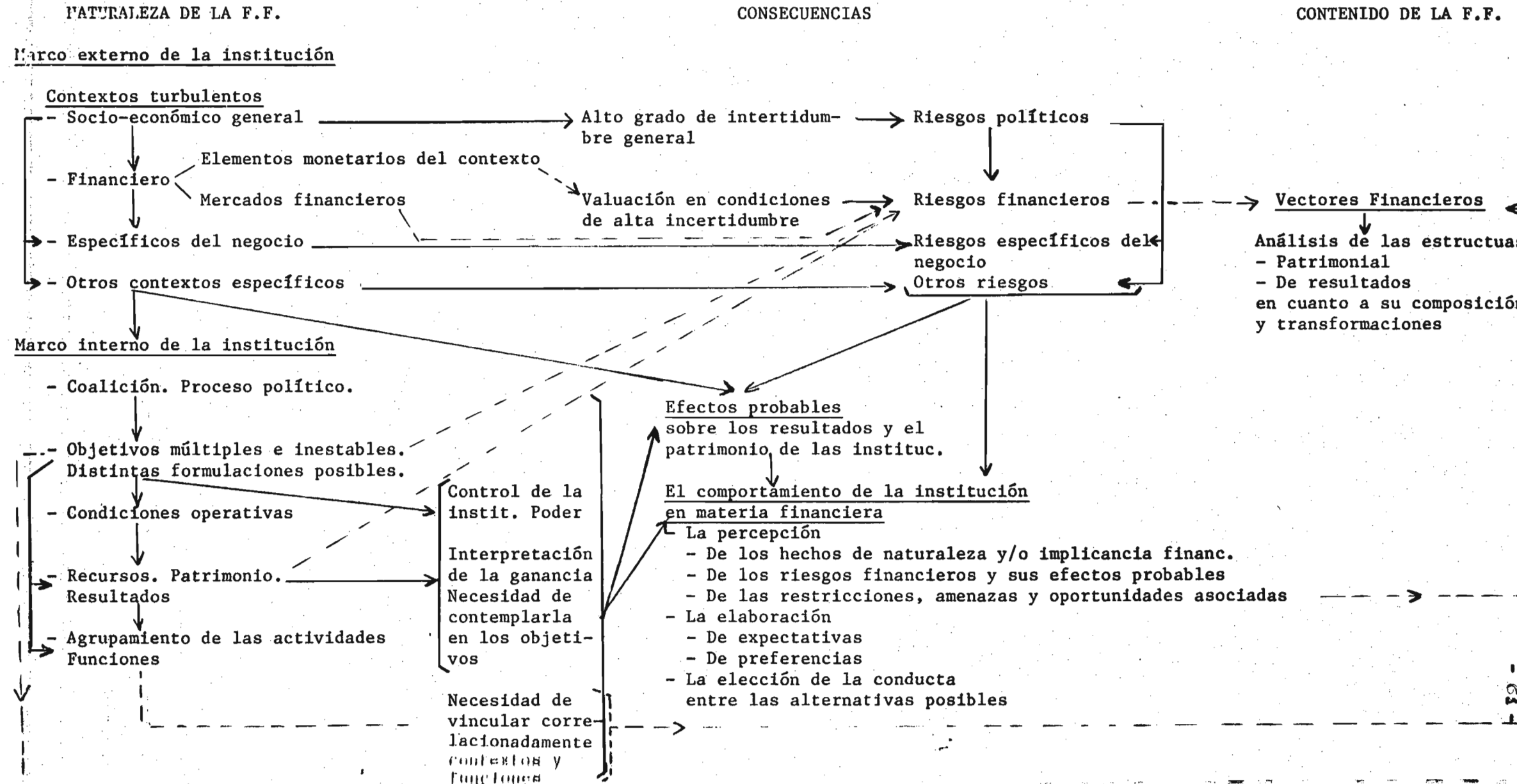


Diagrama 2.3

CONSECUENCIAS DERIVADAS DE LA NATURALEZA DE LA F.F.

Ubicación del tema - Diagrama analítico



2.2.2. La determinación de los riesgos

1. Encuadre general

La determinación de cada riesgo surge en función de la intersección entre:

- El contexto específico correspondiente
- Los objetivos de la institución
- Los recursos de la institución y, en particular, el patrimonio.

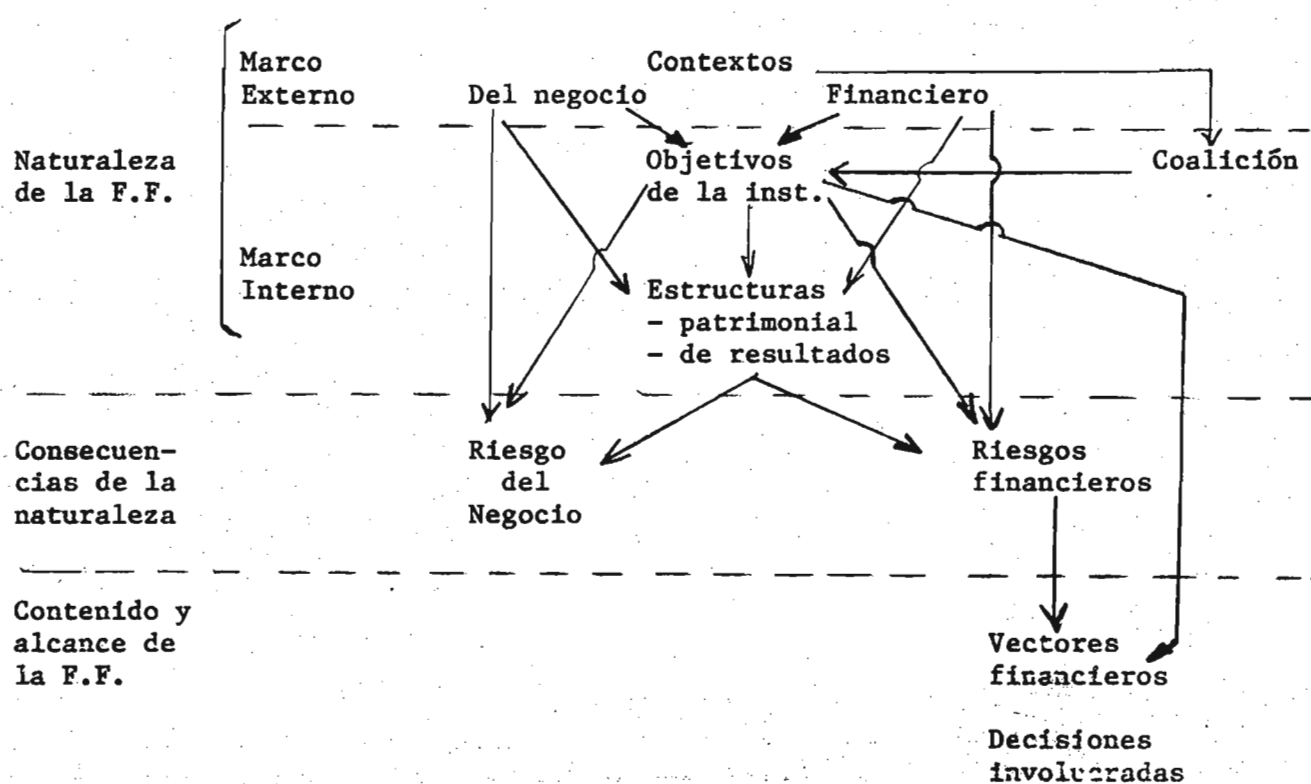
Pueden formularse distintos ejemplos si se consideran:

- Los diversos contextos relacionados con la institución que involucran un alto grado de incertidumbre y proporcionan riesgos tales como los políticos, tecnológicos, de recursos humanos, de opinión pública, etc.
- Los contextos económicos específicos llamados "mercados de negocios" (bienes y servicios) que a su vez proporcionan los denominados riesgos económicos o del mercado (también conocidos como riesgos: empresarios, específicos o "del negocio").

A continuación se sintetiza la determinación de los riesgos específicos del negocio y financieros.

Diagrama 2.4

DETERMINACION DE LOS RIESGOS "DEL NEGOCIO" Y FINANCIEROS



2. Determinación específica de los riesgos financieros

Los elementos que determinan y caracterizan los riesgos financieros son:

- El contexto financiero
- Los aspectos económico-financieros de los objetivos
- La estructura patrimonial y de resultados de la institución

A su vez el contexto financiero se caracteriza por:

- El común denominador constituido por los elementos monetarios del contexto. La consecuencia inmediata asociada con los contextos sumamente inestables es la valuación en condiciones de alta incertidumbre.
- Los mercados financieros y, como caso particular, los mercados de capitales, que comprenden:
 - La estructura y comportamiento de los canales de ahorro e inversión.
 - La movilidad del flujo de fondos entre instituciones (e individuos que participan en los mercados)

Las intersecciones del contexto financiero con los objetivos y con los recursos patrimoniales de la institución generan, de una u otra forma, riesgos que afectan al "ciclo de los negocios" (ciclo operativo de la institución), pero que son provocados por desequilibrios y cambios de los contextos que no hacen al "riesgo del negocio".

2.2.3. El comportamiento de la institución en materia financiera

La percepción de los hechos de naturaleza y/o implicancias financieras constituye el punto inicial del comportamiento. Esto surge de la relación entre la institución y su contexto y está totalmente condicionado por las circunstancias culturales.

Los hechos así percibidos permiten, en conexión con los objetivos de la institución y con su patrimonio, anticipar los riesgos de carácter financiero y sus probables efectos sobre el patrimonio. Es sólo de la conjunción de los tres elementos que surgen los riesgos financieros.

Muchos de los riesgos son al mismo tiempo restricciones o amenazas para los resultados y el patrimonio de la institución. Algunos dan incluso origen a oportunidades cuyo posible aprovechamiento está en función de los objetivos y conducta de la institución.

La elaboración de las expectativas generadas y la determinación de la

preferencias específica constituye el siguiente eslabón en

de la institución en materia financiera.

La elección de la conducta en relación con los riesgos financieros presenta algunas alternativas fundamentales:

- Tratar de disminuir los riesgos financieros buscando proporcionar un entorno estable a la institución y/o neutralizando los riesgos.
- Tratar de optimizar los presuntos beneficios derivables del "manejo" de los riesgos financieros (caso típico: beneficios a través de pasivos monetarios).
- Mantener una actividad pasiva que puede llegar incluso a ignorar los riesgos financieros.

El control de la institución hace a los fenómenos de poder y suele tener expresión en muchos de los aspectos financieros de las decisiones extratéticas. Por ej: decisiones sobre dividendos y/o captación de nuevos capitales.

Otro aspecto importante es la evaluación de los resultados económico financieros de la institución en cuanto a su atribución entre las distintas áreas que constituyen la misma. Este punto se relaciona con:

- el tipo de estructura organizativa adoptado: funcional; divisional o mixta
- el impacto de las condiciones operativas de la institución sobre su estructura patrimonial, determinando características financieras más o menos tipificables. Las condiciones operativas derivan a su vez del tipo de institución en relación con su contexto y objetivos.

La medición de los resultados económico-financieros plantea complejos problemas de valuación y análisis, especialmente cuando la inflación alcanza altos niveles. Esta dificultad general se ve acentuada al tratar de asignar los resultados por área de la organización.

2.2.4. Hipótesis para la definición de los riesgos financieros

1. Efectos probables de los contextos financieros turbulentos

Es importante plantear los efectos probables de los contextos financieros turbulentos sobre los resultados y el patrimonio de las instituciones. A tal efecto los contextos son considerados en conjunción con el marco interno de la institución en correspondencia con lo ya expuesto.

En el siguiente cuadro se caracterizan los contextos financieros turbulentos, identificando sus consecuencias inmediatas y los efectos resultantes en materia de resultados y riesgos por exposición. Posteriormente se encara la enunciación de los distintos riesgos financieros identificables.

Cuadro 2.1
EFECTOS PROBABLES DE LOS CONTEXTOS FINANCIEROS TURBULENTOS

<u>Características de los contextos financieros turbulentos</u>	<u>Consecuencias inmediatas</u>	<u>Impactos más o menos ciertos en los resultados</u>	<u>Riesgos por exposición</u>
<u>General:</u> entorno de alta inestabilidad definido por las variables financieras del contexto caracterizadas por: - fuertes variaciones y significativa dispersión - puntos de inflexión frecuentes y de difícil previsión	- Entorno de alta incertidumbre imposibilidad de prever los valores futuros en base a tendencias o proyecciones - Falta de información relevante y confiable - Carencia de metodología adecuada para tratar los problemas		
<u>Específicas</u> - Inflación alta y fluctuante - Controles de precios asociados a la inflación	- Traslación insuficiente y/o retardada de los aumentos de costos: - efecto de los mercados - efecto directo del control de precios - efecto indirecto del control (control sobre los compet.)	- Deterioro del capital de trabajo (si es positivo su componente monetario) - Disminución del margen de contribución - Crecimiento de precios propios menor que el nivel general de costos que afecta a la institución.	- A la indexación de pasivos
- Políticas fluctuantes de paridades cambiarias - Tipos y ritmo de devaluación - Distintos tipos de cambio	- Fuertes subsidios: - explícitos - implícitos o encubiertos (tasas de interés por ej:)		- A las devaluaciones
- Tasas de interés múltiples y fluctuantes	- Oportunidades para derivar fondos operativos hacia actividades no operativas		- A las fluctuaciones de las tasas de interés
- Mercados de capitales sumamente limitados e imperfectos	- Difícil acceso de la institución a los mercados de capitales		
- Restricciones patrimoniales de origen legal	- Posible bloqueo a los flujos de fondos internacionales		

2. Enunciación de los diversos riesgos financieros identificables

a. Incidencias directas en la estructura de resultados. Se originan en:

- Niveles de inflación dispares para los distintos ingresos y costos.
- Devaluaciones y paridades cambiarias fluctuantes
- Tasas de interés fluctuantes
- Controles de precios
 - Restricciones directas al traslado de mayores costos
 - Restricciones indirectas (efectos cruzados) vía mercado

b. Incidencias en la estructura patrimonial

- Riesgos de insuficiente dimensión patrimonial en relación con los volúmenes de operación y los requerimientos operativos de la actividad.
- Riesgos de insolvencias:
 - Inmediata: liquidez
 - Mediata: endeudamiento
- Riesgos por exposición:
 - A la indexación de los pasivos y las cargas financieras derivadas.
 - A las devaluaciones
 - A los cambios (fluctuaciones) en las tasas de interés
- Riesgos por insuficiente capacidad de respuesta a contingencias y/o insuficiente flexibilidad patrimonial:
 - Insuficiencias en el nivel de determinados activos en relación con los activos totales: activos corrientes, activos no gravados, etc.
 - Alto nivel de dependencia al endeudamiento, generalmente con énfasis en el de corto plazo. Factores determinantes:
 - Efectos de la inflación sobre la rentabilidad
 - Limitaciones de los mercados financieros
 - Objetivo referido al mantenimiento del control de la de institución.

c. Incidencias indirectas en el ciclo operativo del "negocio"

Existen limitaciones o restricciones financieras que no afectan directamente a la actividad comercial, es decir, que no hacen a la participación en el mercado ni al volumen y/o precio de los

productos o servicios ofrecidos, pero que se asocian con los efectos probables de los contextos financieros turbulentos y con las consecuentes políticas macroeconómicas.

Dichas limitaciones pueden afectar indirectamente al ciclo operativo normal pudiendo llegar a poner en peligro la subsistencia misma de la institución. Se originan en:

- La insolvencia de los clientes
- Las restricciones al abastecimiento de insumos y/o productos locales y de importación.
- Las restricciones en cuanto a la obtención y/o renovación de fuentes crediticias locales e internacionales.
- Las limitaciones permanentes o coyunturales a la tendencia de activos líquidos.

d. Incidencia en el proceso de inversión y en su financiación

1) La fuerte incertidumbre general y, en particular, la inflación alta e inestable producen:

- Tasas de interés fuertemente fluctuantes respecto del nivel de inflación pero, en general, demasiado elevadas en relación con la estructura de rentabilidad. En consecuencia se ven afectados el costo y la certidumbre de los proyectos.
- Percepción general sensibilizada de los riesgos "a priori" de las inversiones.
- Restricción del horizonte decisorio.
- Restricciones a los flujos de fondos internacionales y falta de mercados de capital locales que limitan considerablemente los fondos disponibles para inversiones.

2) Paralelamente se producen diversas dificultades para evaluar los proyectos de inversión:

- Falta de aplicabilidad de los conceptos teóricos (tasa libre de riesgo; costo del capital; "leverage").
- Falta de información disponible adecuada
- Falta de una metodología adecuada: el estudio separado de las decisiones de inversión y financiación puede ser coherente con un sector financiero muy desarrollado (caso EE.UU.) pero no lo es para contextos como el argentino.
- Los subsidios financieros pueden transformar en rentables negocios que, de otra manera, no lo serían.

3) En función de las características señaladas para el proceso de inversión y su financiación surgen las siguientes consecuencias inmediatas:

- Requerimientos de muy rápido período de repago que afectan la viabilidad "a priori" de los proyectos.
- Baja cantidad de proyectos "viabiles" y por ende susceptibles de eventual decisión favorable. El campo de estudio se restringe considerablemente.
- Los pocos proyectos analizables suelen presentar: baja rentabilidad y/o alta dispersión de los retornos (rentabilidad muy variable e impredecible) factores que bloquean las decisiones favorables.

3. Efectos de los riesgos financieros

El conjunto de consecuencias y de impactos asociables a los efectos de los contextos financieros turbulentos, se conjugan configurando un conjunto complejo de riesgos financieros: diversificados, significativos y de muy difícil definición y evaluación. El conjunto de estos riesgos financieros puede llevar a la institución a la carencia de la "viabilidad" financiera necesaria para soportar sus distintos objetivos

Los riesgos pueden operar directamente sobre los resultados económico-financieros, o bien expresarse en forma indirecta como probables incidencias a través de: la estructura patrimonial, el ciclo operativo del "negocio" o el proceso de inversión y su financiación.

Los riesgos financieros constituyen el eje de las consecuencias derivadas de la naturaleza de la Función Financiera afectando por lo tanto:

- El comportamiento de la institución en materia financiera.
- El contenido y alcance de la Función Financiera.
- El concepto de la Función Financiera y los objetivos y restricciones que le son asignables.
- La estructura conceptual de la Función Financiera y el análisis crítico de los conceptos vigentes acerca de la misma.
- La concepción de los aspectos estratégicos de la Función Financiera y otras consecuencias de la reformulación propuesta.

Estos efectos serán analizados al desarrollar los puntos correspondientes.

2.3. Contenido y alcance de la Función Financiera

2.3.1. Ubicación y metodología del tema

Consideramos la función financiera como un sistema abierto claramente dependiente del contexto e integrado al comportamiento de la institución. Por lo tanto su contenido es dinámico y tan variable como son dichos factores. Nos alejamos claramente de cualquier noción "congelada" o estática de los contenidos.

Si bien los ejemplos serán dados sobre hechos conocidos, la caracterización realizada debiera ser tal que permita la fluida incorporación de los hechos futuros y sus implicancias financieras a la teoría de la función financiera. Se trata entonces de definir el contenido y alcance de la Función Financiera y los conceptos básicos derivados de los mismos en forma claramente dependiente de los factores que configuran la naturaleza de la función. Nuevas circunstancias del contexto y/o de la conducta de las instituciones afectarán automáticamente dichos contenidos y conceptos.

El contenido de la Función Financiera está integrado por dos grandes aspectos:

a. Los vectores financieros. Resultan de la intersección de:

- Los objetivos de la institución con su correspondiente escala de prioridades
- Los riesgos financieros percibidos y la forma en que los mismos afectan a los diversos objetivos.
- El comportamiento adoptado por la institución frente a los riesgos, efectos, restricciones y oportunidades percibidos.

Puede interpretárselos como los aspectos monetarios implicados en los distintos objetivos, ya sea en forma directa o como resultado de los efectos del contexto sobre los mismos. Algunos de ellos son absolutamente "clásicos" como la rentabilidad o la liquidez. Otros surgen de la concepción adoptada tales como la exposición a la devaluación o las limitaciones externas al ciclo operativo.

b. Las estructuras patrimonial y de resultados.

Si bien la Función Financiera se vincula esencialmente con la estructura patrimonial, es a través de los resultados que se obtiene la principal fuente de cambios de dicha estructura y se alcanzan algunos de los principales objetivos económico-financieros. De allí la necesidad de considerar ambos aspectos interrelacionadamente para poder "calibrar" adecuadamente el rol de la Función Financiera.

El alcance de la Función Financiera está interrelacionado con su contenido e implica definir la participación de la Función Financiera en el proceso decisorio y los niveles de decisión alcanzados por la misma.

2.3.2. Definición de los vectores financieros

1. Consideración de los objetivos de la institución

Podemos identificar dos grupos de objetivos vinculados con la concepción estratégica de la institución (las enunciaciones no son taxativas):

- Los que resultan identificables con las funciones respectivas:
 - Posición en el mercado
 - Innovación tecnológica y/o comercial
 - Productividad de los recursos físicos
 - Comportamiento de los recursos humanos
 - Interacción social y responsabilidad pública
- Los que no resultan identificables con determinadas funciones
 - Compensaciones de la coalición
 - Económica: rentabilidad; dividendos
 - No económica: servicios a los miembros
 - Relativos a la evolución o supervivencia de la institución:
 - Estabilidad
 - Crecimiento
 - Eficiencia
 - Control de la institución por el sector dominante de la coalición.

Esta enunciación, como cualquier otra que se adopte como premisa para análisis consecuentes, debe considerar que los objetivos de primer nivel o estratégicos surgen del proceso político y son, en consecuencia, conflictivos entre sí. Además existe una permanente competencia por la asignación de recursos a cada objetivo, lo que estimula dicho estado de conflicto.

2. Hipótesis sobre los riesgos financieros

Se asumen los enunciados en el capítulo anterior.

3. El proceso de elaboración de los vectores financieros

En función de los objetivos institucionales y riesgos financieros enunciados introducimos el siguiente razonamiento:

- 1) En contextos de alta inestabilidad la operativización de los distintos objetivos no se orienta hacia conceptos de optimización, sino hacia la definición de "pisos" o niveles mínimos

aceptables para cada uno de ellos. Así por ej:

- Una mínima compensación económica de la coalición implica un nivel mínimo de rentabilidad y dividendos. Pero simultáneamente impone un máximo ("techo") al logro de otros objetivos como el crecimiento o la posición en el mercado.
- Un mínimo de crecimiento o posición en el mercado requiere:
 - Mínimos de rentabilidad y viabilidad financiera para soportarlos, a la vez que impone máximos a la distribución de dividendos y aún al nivel de rentabilidad mismo.
 - El logro de la estabilidad implica mínimos en la rentabilidad y máximos en distintos riesgos financieros así como en los denominados riesgos "del negocio".

2) El resultado de este proceso es un conjunto de mínimos y máximos que comprende:

- Mínimos:
 - De los objetivos inicialmente formulados por la institución incluidos rentabilidad y dividendos.
 - De una serie de aspectos económico-financieros surgidos del proceso de elaboración a partir de los riesgos financieros, tal el caso de la viabilidad financiera. Forman parte de los "vectores financieros".
- Máximos:
 - De algunos de los objetivos inicialmente formulados por la institución (por ej: crecimiento, innovación, compensación económica de los recursos humanos, etc.).
 - De los riesgos operativos o del negocio
 - De los dividendos distribuibles
 - De una serie de aspectos financieros surgidos del proceso de elaboración: comprende tanto los riesgos tradicionales de insolvencia como los de exposición, restricciones externas al ciclo operativo o incidencias en los resultados efectivos.

Forman parte de los "vectores financieros" y muchos de ellos pueden coincidir con los identificados entre los mínimos.

4. El contenido de la Función Financiera en términos de los vectores financieros

- a. El proceso descrito de elaboración de los vectores financieros permite definirlos en términos compatibles entre sí y

respecto de los objetivos de la institución. Quedan así asegurados mínimos de:

- rentabilidad/ dividendos/ liquidez/ solvencia.
- estructura patrimonial: que asegure la viabilidad financiera de los restantes objetivos (por ej: financiación del crecimiento)

Y simultáneamente máximos de:

- dividendos distribuibles
- riesgos financieros que en combinación con los restantes riesgos, pueden afectar la supervivencia o, al menos, los niveles mínimos de logro de los restantes objetivos.

b. Los vectores financieros implican la armonización de:

- Los objetivos económico-financieros: rentabilidad y dividendos
- Los aspectos financieros que hacen a los demás objetivos de la institución: control de la institución; viabilidad financiera del "piso" de cada objetivo.
- Los riesgos financieros tradicionales y los emergentes de los contextos de alta inestabilidad.
- El riesgo total de la Institución considerando, además de los puntos anteriores:
 - Los riesgos operativos o propios del negocio.
 - Las restricciones financieras al ciclo del negocio.

La armonización supone los procesos de: detección, ponderación e integración.

c. Surge de inmediato que esta concepción enfatiza la correlación rentabilidad/riesgos (incluidos los riesgos financieros). Por lo tanto la Función Financiera involucra la búsqueda de un equilibrio que puede ir desde: la exigencia de un alto nivel de logros (particularmente rentabilidad) afrontando altos riesgos; hasta la persecución de niveles mínimos de riesgo aceptando logros (incluido rentabilidad) reducidos o aún nulos.

En el medio se ubicarían los niveles "satisfactorios" de resultados compatibles con niveles "medidos" de riesgos.

d. En cuanto a la enunciación de los vectores financieros vale la realizada en términos de riesgos financieros con las siguientes precisiones:

- Estructura patrimonial: la viabilidad financiera definida como una combinación de:
 - solvencia inmediata: liquidez
 - Movilidad financiera inmediata: activos corrientes no operativos.
 - Flexibilidad financiera: en función de:
 - la solvencia mediata (endeudamiento)
 - la flexibilidad financiera de los activos:
 - proporción de activos corrientes respecto del total
 - proporción de activos gravados respecto del total
 - la flexibilidad financiera del endeudamiento
 - nivel de dependencia del endeudamiento
 - potencial de ampliación del endeudamiento
- Disponibilidad de proyectos de inversión viables considerando:
 - nivel de rentabilidad
 - dispersión (volatibilidad) de los probables retornos.

La viabilidad financiera implica relacionar el volumen y estructura del patrimonio actual y posible con los objetivos perseguidos en general y con la supervivencia en particular.

2.3.3. Análisis individual de objetivos en sus aspectos económico-financieros

1. Objetivos directamente ligados con la rentabilidad

Formulaciones habituales

a. Maximización de algunas de las siguientes expresiones:

- los beneficios
- la riqueza de los accionistas
- el valor actual de la institución (maximización del patrimonio o valor actual neto)

b. Maximización de:

- el precio de mercado (valor) de las acciones
(Se identifica con el anterior por vía de la cotización bursátil).

c. Maximización de la:

- retribución económica de los accionistas o dueños (dividendos o equivalentes)

Observaciones

En contextos de alta inestabilidad puede señalarse que:

- La incertidumbre y los complejos riesgos asociados hacen utópico cualquier cálculo o interpretación de los beneficios en términos de maximización.
- Las características de los mercados financieros considerados hacen inaplicable la compatibilización del objetivo de maximizar, vía cotización bursátil de las acciones.
- La maximización de dividendos para los accionistas implica dos elementos:
 - La maximización de beneficios (sujeto a las mismas observaciones ya formuladas).
 - La liquidez necesaria para abonar los dividendos.

Con su correspondientes efectos en la limitación del logro de otros objetivos (crecimiento por ej.)

Relaciones entre la rentabilidad y los restantes objetivos

Pueden postularse los siguientes enunciados:

- a. Existe una relación tal que en cierto intervalo a mayor rentabilidad mayor probabilidad de lograr otros objetivos.
- Coherentemente puede definirse la existencia de un límite mínimo de rentabilidad como condición para el logro de otros objetivos.

- b. La persecución de otros objetivos por encima de ciertos niveles disminuye la rentabilidad y esta disminución afecta la probabilidad de cumplir las condiciones de subsistencia.

En consecuencia puede definirse la existencia de un límite mínimo de rentabilidad como tope a la persecución de otros objetivos.

- c. El incremento de la rentabilidad es un indicador del incremento en la eficiencia en cuanto a la asignación y uso de los recursos.
- En consecuencia puede definirse la existencia de un límite mínimo de rentabilidad como indicador de la eficiencia con que se utilizan los capitales.

En síntesis puede aceptarse la existencia de tres roles o funciones de la rentabilidad que originan otros tantos límites mínimos para la misma:

- como condición para poder cumplir otros objetivos

- como tope para perseguir otros objetivos
- como indicador de eficiencia.

Puede demostrarse que dados los tres límites mínimos de rentabilidad es el mayor de los tres el que tiende a predominar.

Por otra parte los "pisos" de otros objetivos conducen a topes de rentabilidad y dividendos y eventualmente a niveles mínimos de dividendos. Este último sería el caso del crecimiento bajo la hipótesis de financiación con suscripciones accionarias: los dividendos pagados en el pasado suelen ser importante factor para interesar a los eventuales suscriptores.

Los dividendos funcionan entonces como condiciones para:

- satisfacer los requerimientos económicos de la coalición
- mantener expectativas favorables para futuras suscripciones ante objetivos de crecimiento y/o reestructuración financiera.

Algunas derivaciones

La rentabilidad y los dividendos pueden formularse como condiciones de mínimo o como niveles satisfactorios deseados dentro de pautas de compatibilidad con los logros mínimos de otros objetivos.

Las restricciones a incorporar respecto del nivel de rentabilidad perseguido sobrepasan nítidamente la simple restricción de liquidez. Derivan por el contrario de la incertidumbre y los complejos riesgos asociados a los efectos del contexto. Además, como se verá más adelante, la liquidez en ciertas condiciones contribuye al logro de la rentabilidad.

La rentabilidad siempre conserva vigencia como condición y a la vez como límite respecto del logro de los restantes objetivos.

A esto se agrega su carácter de indicador de eficiencia.

Los dividendos pueden ser enfocados como objetivos en sí, frecuentemente llamados "políticas activas" o bien como variables de ajuste respecto de las inversiones ("políticas pasivas").

También pueden combinarse ambas concepciones definiendo:

- para rentabilidad y dividendos: niveles mínimos del tipo "por lo menos". La medición suele realizarse contra el patrimonio neto o capital total empleado.
- para dividendos: por encima del nivel mínimo puede ser considerado una variable de ajuste en función de otros objetivos y requerimientos de fondos.

2. Objetivos no ligados directamente con la rentabilidad

El logro de los objetivos vinculados a la evolución o supervivencia de la institución suele imponer condiciones mínimas de rentabilidad y de liquidez y solvencia. A medida que se avanza desde la estabilidad y eficiencia hacia el crecimiento, las exigencias se profundizan, requiriéndose niveles mínimos de dividendos y afectando los posibles niveles máximos de otros objetivos.

El control de la institución suele requerir niveles mínimos de rentabilidad y dividendos así como limitación de los riesgos de insolvencia y logro de viabilidad financiera.

Otra consecuencia de los objetivos de supervivencia es la fijación de topes a los "riesgos del negocio" lo que a su vez actúa como límite para otros objetivos tales como: crecimiento, innovación y posiciones en los mercados.

2.3.4. Análisis individual de vectores financieros

1. En nuestra formulación la liquidez y la solvencia no son consideradas "a priori" como restricciones a la rentabilidad. Son componentes de la estructura patrimonial que oscilan entre un mínimo compatible con la supervivencia y un máximo compatible con el nivel de crecimiento perseguido. El mínimo es también formulable en términos de máximo de riesgos de insolvencia inmediata (liquidez) y mediata (solvencia propiamente dicha).

La liquidez y la solvencia son tratadas como independientes de la rentabilidad sin incompatibilidad para que en diversos tramos y aspectos puedan ser directamente proporcionales a la misma.

También deben tenerse en cuenta las limitaciones a las tenencias líquidas establecidas por regímenes legales; pueden ser:

- permanentes: definidas por ley o estatutos de la institución
- transitorias o coyunturales: restricciones gubernamentales tendientes a limitar aspectos de lo que se considera como especulación financiera.

Pueden adoptar la forma de prohibiciones con lo que afectan la estructura patrimonial, o bien basarse en penalizaciones con efectos en la rentabilidad y en la flexibilidad financiera (imposibilidad de obtener préstamos a tasas preferenciales o subsidiadas).

2. Las exposiciones a la inflación, a la devaluación, a las fluctuaciones en las tasas, y a la indexación de los pasivos y sus cargas financieras, pueden considerarse conjuntamente como riesgos financieros y, en consecuencia, tener asignados máximos pero no mínimos. O bien puede tratarse la inflación como componente del objetivo de rentabilidad por su capacidad de incidencia directa en los resultados. Esta última posición ha sido legalmente sancionada en nuestro país por el régimen contable vigente, que incorpora la exposición monetaria sobre el capital de trabajo neto como componente del ajuste por inflación.

Sin embargo, como en condiciones turbulentas las discontinuidades y márgenes de error son sumamente elevados, puede ser preferible adicionar al impacto de la inflación en los resultados una condición estructural acerca del máximo de exposición del patrimonio a la misma. Esta condición puede hacer tanto a las restricciones derivadas de la inflación que afectan la capacidad actual generadora de fondos, como a la elección y desarrollo de nuevas actividades. Debe contemplarse no sólo la inflación general, sino también las inflaciones específicas y las medidas del tipo de los controles de precios que afectan los distintos conceptos de ingresos y egresos de la institución.

En cuanto a los riesgos por devaluación suelen definirse criterios de cobertura parcial o total mediante: exportaciones; seguros de cambio y/u operaciones de futuro; títulos nominados en moneda extranjera (Bonex actualmente).

Las actitudes extremas serían: la ignorancia de los riesgos sin tomar coberturas o las sobrecoberturas que pueden llegar a transformar los riesgos de inflación y/o devaluación en beneficios. Como veremos este planteo puede a su vez entrar en colisión con la liquidez, llegando a afectar la supervivencia.

3. Las limitaciones o restricciones indirectas al ciclo operativo pueden ser consideradas como riesgos financieros asignándoseles tope frente a la elección de nuevos negocios o desarrollo de los actuales. Respecto del desenvolvimiento de las actividades existentes constituyen riesgos no directamente controlables o influenciados por la institución.
4. La viabilidad financiera implica la capacidad para soportar financieramente el cumplimiento de los distintos objetivos y asegurar en particular la supervivencia de la institución.

Se manifiesta en requerimientos que hacen a la estructura y volumen relativo del patrimonio. Por ej:

- En cuanto a los activos:
 - Monto y composición de los activos líquidos
 - Monto y composición de los activos no líquidos
- En cuanto a la financiación:
 - Nivel de endeudamiento
 - Tipo de endeudamiento: monetario o no monetario (indexado)
tasa fija o tasa variable
con garantía o sin garantía
 - Plazos del endeudamiento
 - Potencial para endeudamientos adicionales o ampliación de capitales lo que a su vez implica considerar:
 - Rentabilidad actual
 - Disponibilidad de proyectos de inversión viables
 - Dividendos pagados en el pasado

Como muchos de estos factores pueden agruparse bajo las ideas de movilidad y flexibilidad financieras, resulta que la viabilidad financiera es una integración de los conceptos tradicionales de liquidez y solvencia con los conceptos propuestos de movilidad y flexibilidad financieras.

Una inferencia inmediata es que los requerimientos de viabilidad financiera deberán ser mayores cuanto:

- Más ambicioso o complejo sea el nivel de aspiración de los objetivos.
- Mayores sean los riesgos políticos, operativos y financieros enfrentados.

Así por ej. ocurre con los proyectos de exploración petrolera o minera que presentan: altos riesgos políticos y operativos, elevados montos de inversión y lento retorno.

En consecuencia las empresas que los enfrenten deben ubicarse en un alto grado de viabilidad financiera que les permita disponer de razonables posibilidades de éxito.

La viabilidad financiera de los distintos objetivos de una institución conduce a:

- Niveles mínimos de rentabilidad, dividendos, liquidez, solvencia y, en general, flexibilidad financiera.
- Niveles máximos de algunos de los restantes objetivos. Por ej: límites al crecimiento o al posicionamiento en los mercados.

Los planteos también pueden realizarse en términos de máximos a los riesgos de inviabilidad financiera.

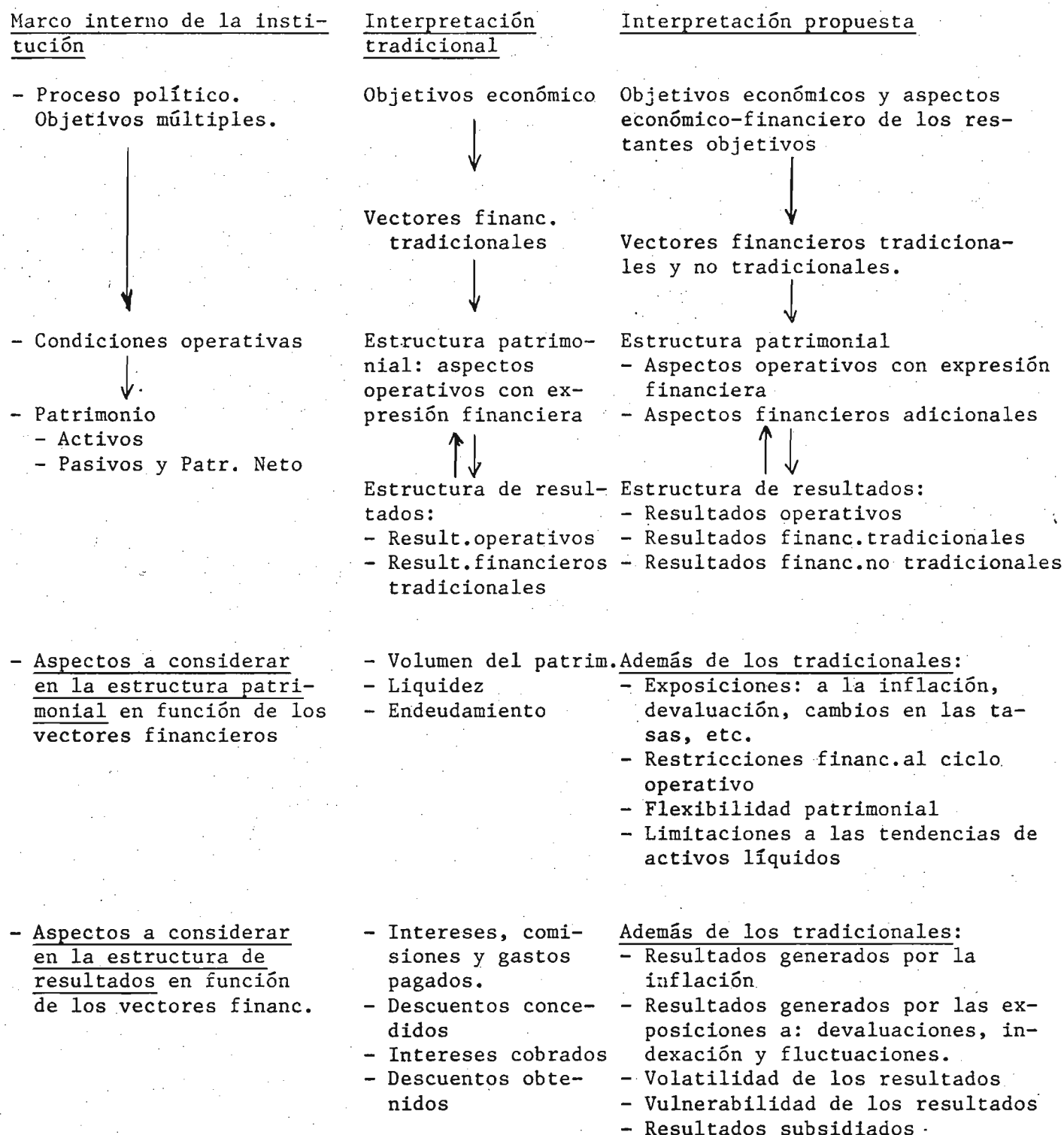
Otra forma de apreciar la viabilidad financiera resulta de vincular los recursos expresados en la estructura patrimonial actual con los posibles efectos financieros de las amenazas y los requerimientos financieros de las oportunidades. Estratégicamente el volumen y estructura del patrimonio actual implica determinadas fortalezas y debilidades en relación con la posibilidad de cumplimiento de los objetivos pero, simultáneamente, deben evaluarse las amenazas de impactos financieros resultantes de la caída de actividades actuales (particularmente importante en contextos recesivos). También deberían evaluarse los fondos necesarios para el desarrollo, innovación y crecimiento de nuevas oportunidades que puedan al menos compensar la caída de las actuales.

2.3.5. Las estructuras: patrimonial y de resultados

1. Introducción

El siguiente esquema general sintetiza las relaciones entre el contexto de la institución y las interpretaciones de su estructura patrimonial y de resultados, destacando los ingredientes introducidos por una nueva interpretación coherente con el enfoque propuesto para la Función Financiera.

Diagrama 2.5
INTERPRETACIONES TRADICIONAL Y PROPUESTA DE LAS ESTRUCTURAS
PATRIMONIAL Y DE RESULTADOS



2. La estructura patrimonial

El patrimonio puede ser conceptualizado como una estructura que sintetiza la composición financiera de la institución.

Se compone básicamente de: las inversiones, representadas por los activos y las financiaciones, representadas por los pasivos y el patrimonio neto (capital, reservas y resultados acumulados)

El análisis de la estructura patrimonial debe contemplar los siguientes elementos de juicio:

- Dimensiones: absoluta: en función de la valorización
relativa: valorización proporcionada con los niveles de actividad
- Composición: análisis de los elementos componentes vinculándolos con los vectores financieros. A tal efecto deben definirse las propiedades cuya asignación a los distintos elementos componentes permitan articular sus relaciones con los vectores financieros.
- Cambios previsibles y cambios deseables:
teniendo en cuenta que la composición del patrimonio varía en función de los resultados económico-financieros obtenidos por la institución a través de su desempeño.

Diferenciación de los elementos patrimoniales desde el punto de vista operativo: toda institución requiere para su desenvolvimiento ciertas inversiones, cuyo monto y composición derivan de la naturaleza de la actividad y del contexto en el que se halla inserta la institución. Así por ej. los niveles absoluto y relativo de los activos corrientes y de los bienes de uso pueden variar considerablemente entre distintas actividades, considerando siempre los niveles de aspiración insertos en los objetivos de la institución. Otro tanto ocurre con la estructura de la financiación cuyo nivel total es, a su vez, función de las inversiones requeridas.

Resulta entonces que las condiciones en que debe desempeñarse la institución, permiten estimar los límites o rangos operativos del patrimonio. Denominamos a este concepto "expresión financiera de los aspectos operativos". Existen distintas razones

por las que la estructura patrimonial real puede mostrar divergencia con la resultante de las operaciones. Fundamentalmente puede decirse que estas diferencias pueden tener dos orígenes interrelacionables:

- Los resultados reales con expresión monetaria que se van incorporando al patrimonio.
- Los objetivos de la institución que, manifestados en términos de vectores financieros, impactan la regulación del patrimonio. Por ej: la minimización de los riesgos por exposición a la inflación o a la devaluación, o por deudores incobrables, o por falta de insumos importados etc.

La definición de propiedades implica determinar para cada subconjunto de elementos o componente patrimonial su ubicación respecto de los vectores financieros. Así por ej. los activos monetarios se consideran expuestos a la inflación y los no monetarios no expuestos. Los activos en moneda extranjera se consideran no expuestos a la devaluación y los activos en moneda local expuestos. Los pasivos a tasas fijas no se consideran expuestos a los cambios en las tasas mientras los pasivos a tasa variable se consideran expuestos.

Puede entonces trazarse la siguiente matriz:

Cuadro 2.2

ARTICULACION ENTRE LOS VECTORES FINANCIEROS Y LOS ELEMENTOS PATRIMONIALES

Elementos patrimoniales \ Vectores Financ.	Tradicionales	No tradicionales	Calificac. por concepto
- Activos			
- Pasivos			
- Patrimonio Neto			
- Relaciones patrimoniales			

Resulta entonces que:

- Las relaciones patrimoniales sintetizan el estado del patrimonio con respecto a cada uno de los vectores financieros o con respecto a un grupo de los mismos (caso de la viabilidad financiera). Resultan así relaciones globales de:
 - Liquidez
 - exposición a la inflación

- exposición a la devaluación
 - limitaciones al ciclo operativo
 -
 - Las calificaciones por concepto permiten sintetizar las implicancias financieras de cada elemento del patrimonio.
- Así por ejemplo el rubro deudores por ventas locales puede ser caracterizado como: expuesto a la inflación y a la devaluación, afectable por restricciones financieras al ciclo operativo, líquido pero no afectado por limitaciones a su tenencia, etc.

3. La estructura de resultados

Una primera clasificación distingue los resultados en operativos y no operativos, identificando los primeros con los objetivos centrales de la institución, es decir, los que constituyen su actividad o negocio. Los resultados no operativos incluyen a los resultados financieros.

Los resultados financieros pueden a su vez clasificarse en:

- Tradicionales : intereses, descuentos financieros y gastos asociados, tanto cobrados como pagados.
- No tradicionales:

Resultados por exposición a la inflación

- Corrección monetaria (inflación general) sobre:
 - Capital de trabajo neto
 - Amortizaciones de los bienes de uso

Resultados por desfasaje entre:

- La corrección monetaria (inflación general)
- La inflación específica aplicable a los ingresos o costos de la institución.

Resultados por exposición a:

- Las devaluaciones
- La indexación de los pasivos y sus cargas financieras
- Las fluctuaciones en las tasas

También pueden incluirse dentro de los no tradicionales los resultados por subsidios recibidos (crediticios, impositivos, etc.)

Puede realizarse entonces un análisis de la estructura de resultados, considerando las relaciones que vinculan a los mismos con los vectores financieros. Asumirá la forma de una matriz similar a la trazada para la estructura patrimonial.

Los resultados asignables a la compra, producción y venta de bienes de cambio incluyen componentes financieros que dependen de la evolución en los valores específicos de dichos bienes. Dichos resultados pueden agruparse en un concepto de "gestión stocks" que condense los efectos de los cambios en los precios de los bienes comprados y en existencia. El método de cálculo deberá contemplar el sistema de costeo seguido (según éste sea a valores históricos o de reposición).

Una corrección sobre el esquema presentado consistiría en eliminar o reemplazar la amortización de los bienes de uso y, por consiguiente, la corrección monetaria de la misma. Esto es lógico porque:

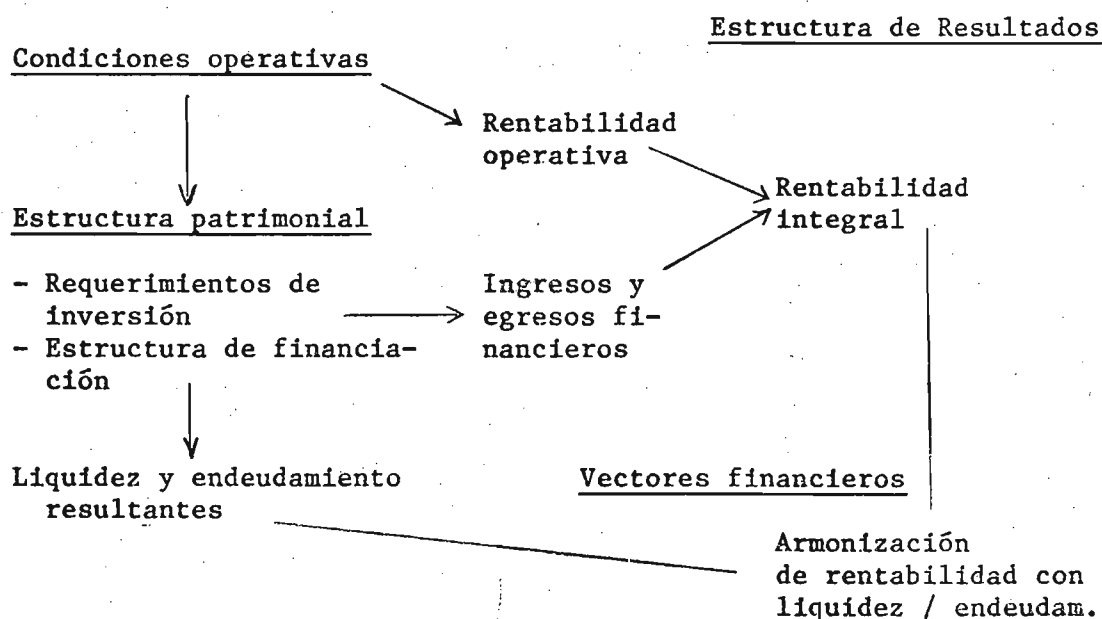
- No existe relación causa-efecto entre las cantidades producidas y la reducción del valor de los bienes de uso. Este argumento es coherente con la utilización del costeo directo.
- En condiciones de alta inestabilidad y rápido cambio tecnológico, los fondos a invertir en renovación, ampliación y/o actualización de activos fijos, dependen de la forma en que se planteen los objetivos y de la evolución relativa de los costos ante cambios tecnológicos.

2.3.6. Síntesis del contenido de la Función Financiera

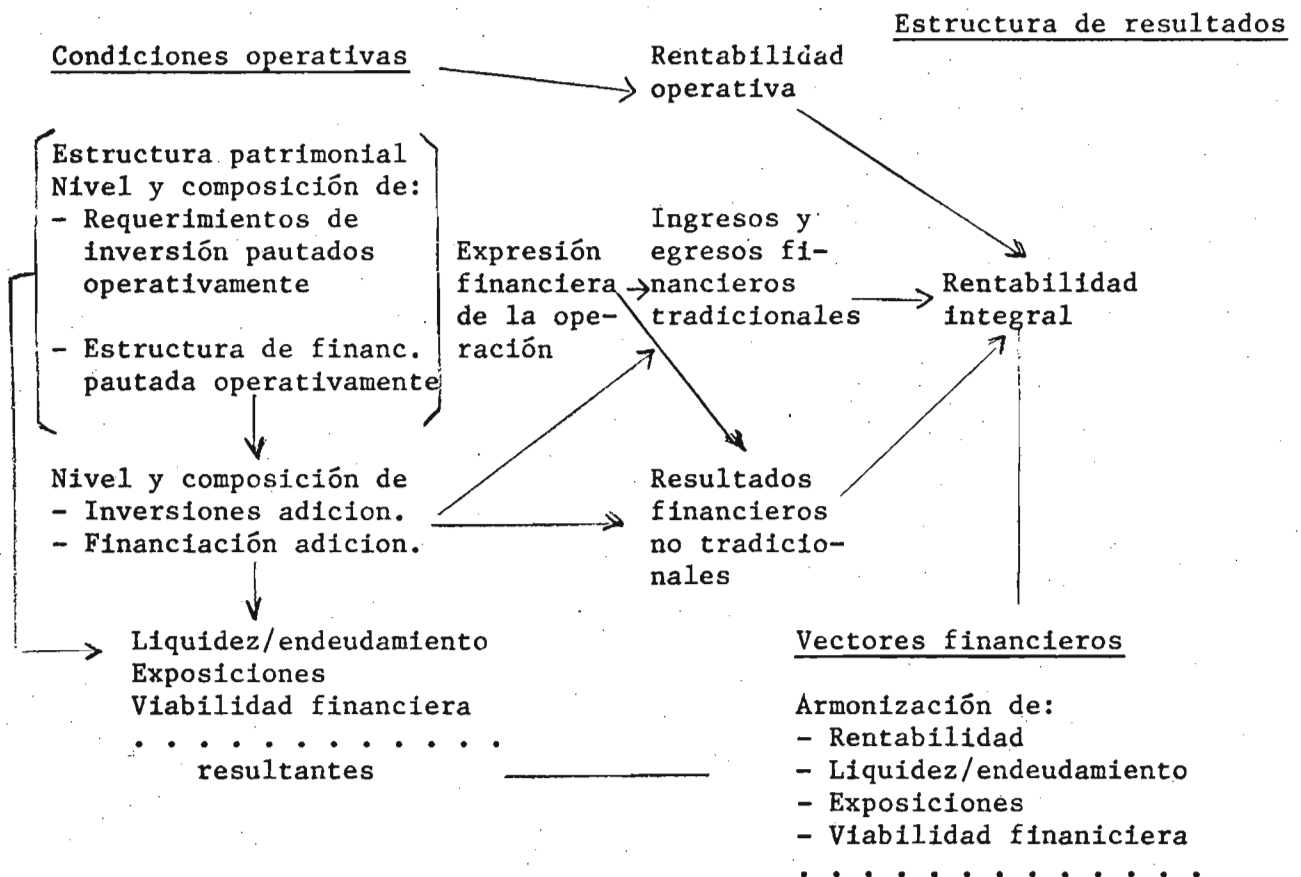
Vinculando los vectores financieros con la estructura patrimonial y con la estructura de resultados pueden sintetizarse las interpretaciones del contenido de la función.

Diagrama 2.6

INTERPRETACION TRADICIONAL DEL CONTENIDO DE LA FUNCION FINANCIERA



INTERPRETACION PROPUESTA DEL CONTENIDO DE LA FUNCION FINANCIERA



Puede afirmarse que el contenido de la Función Financiera comprende el estudio de los siguientes temas:

1. Vectores financieros
2. Análisis de las estructuras patrimonial y de resultados
 - a. Estructura de resultados: corresponde al flujo de fondos y permite determinar los costos financieros tradicionales y no tradicionales que integran los resultados.
 - b. Estructura patrimonial: corresponde tanto a las condiciones operativas de la institución como a las inversiones y financiaciones adicionales.
 - c. Relaciones entre la estructura de resultados y la estructura patrimonial
 - d. Cambios a introducir y/o inducir en la estructura patrimonial con el objeto de mejorar el nivel y estructura de los resultados esperados y de reducir los riesgos financieros.

2.3.7. Alcance de la Función Financiera

Ha quedado explicado que cada decisión en el marco institucional constituye un proceso compuesto, esto es una red de premisas e influencias que afectan a distintos aspectos de la realidad y por consiguiente a distintas funciones. Por lo tanto las decisiones en los niveles político y de dirección no son identificables con funciones determinadas; debería más bien identificárselas con un concepto de decisión multifuncional.

No corresponde entonces definir el alcance de la función en base a las decisiones "financieras", sino a partir de la identificación de los puntos de intersección de la Función Financiera con los niveles decisivos enfatizados en la moderna teoría de la administración. De esta forma se contemplarán los segmentos financieros identificables en el comportamiento de las instituciones.

El alcance de la Función Financiera quedará acotado definiendo el grado de diferenciación de la misma en cada nivel decisorio así como el rol que la función cumple en el mismo nivel. Este último tema permitirá conectar este capítulo con los siguientes en los que trataremos la conceptualización de la Función Financiera así como sus objetivos y restricciones.

En el cuadro siguiente se sistematiza el alcance de la Función Financiera.

Cuadro 2.3
ALCANCE DE LA FUNCION FINANCIERA

<u>Niveles decisorios alcanzados</u>	<u>Intersección entre el nivel decisorio y la F.F.</u>	<u>Grado de diferenciación de la F.F. en el nivel</u>	<u>Rol de la F.F. en el nivel</u>
-Nivel político/estratégico	-Aspectos económico-financieros del sistema político	-Bajo. El nivel político se corresponde con un sistema único en cada institución, que comprende una amalgama de aspectos provenientes de las distintas funciones. (El sistema político o estratégico es un sólo subconjunto decisorio)	-Armonización (definición y compatibilización) de los vectores financieros -Percepción, interpretación y valoración del contexto económico -Participación en las definiciones estratégicas -Diagnóstico global de la institución -Elaboración de objetivos y políticas -Detección y evaluación de nuevas oportunidades -Estabilización de las definiciones (presupuestos) -Realimentación de resultados a nivel político
-Nivel administ. -De dirección (planeamiento)	-Sistemas financieros diferenciables como subconjuntos de premisas decisorias -Planeamiento financiero general -Planeamientos financieros específicos correspondientes a determinadas decisiones no parametrizadas	-Medio. El nivel de dirección se corresponde en cada institución con varios sistemas diferenciables por función. Pero no hay en este nivel relación biunívoca entre decisiones y funciones.	-Análisis de todos los aspectos financieros que hacen a las estructuras patrimonial y de resultados y administración de aquellos aspectos financieros que exceden a las condiciones operativas -Interrelación con las restantes funciones: sintetizando, coordinando e integrando a través de: -El común denominador monetario -Los instrumentos de planificación y control -(flujos de información)
-De ejecución	-Decisiones financieras rutinarias (parametrizadas)	-Alto. El nivel de ejecución se corresponde en cada institución con múltiples sistemas diferenciables por funciones y por subfunciones. Hay en este nivel un alto grado de relación entre las funciones y las decisiones.	-Gestión financiera: -Basada en el planeamiento financiero -Ejerciendo control sobre las operaciones financieras
-Nivel operativo	-Sistemas financieros operativos	-Total. En el nivel operativo de cada institución existe una estricta correspondencia entre sistemas y funciones. A cada función le corresponde un conjunto de sistemas operativos identificables con cada aspecto de las distintas subfunciones.	-Operatoria financiera. Efectivización de los hechos financieros.

2.4. Conceptualización de la Función Financiera

2.4.1. Tipo de concepción a formular

Puede caracterizársela en términos de los siguientes elementos de juicio:

- Abierta: a los cambios en el contexto y en los objetivos de la institución.
- Dependiente: de la interacción entre el contexto inestable y cambiante, los objetivos múltiples de la institución, su comportamiento en materia financiera, su patrimonio y los resultados obtenidos.
- Dinámica: en cuanto a su capacidad de adecuación incorporando los permanentes cambios que se operan en la realidad.
- Sensible: Los resultados económico-financiero de cada institución dependen en alto grado del comportamiento del contexto.

2.4.2. Aproximación descriptiva

La nueva concepción propuesta para la Función Financiera comprende:

- 1° El pronóstico y evaluación del contexto económico financiero.
- 2° La detección y procesamiento de los aspectos económico-financieros involucrados explícitamente o implícitamente en el comportamiento de la coalición y en los distintos objetivos de la institución.
- 3° La integración de todos los aspectos monetarios al sistema de gobierno de la institución, vinculando expectativas con decisiones.
- 4° La contribución al logro de los objetivos derivados del proceso político, mediante la generación, propuesta, aplicación y control de las políticas y planes económico-financieros necesarios para la compatibilización y logro de los objetivos de la institución.
- 5° La consideración en las distintas instancias de los vectores financieros tradicionales y no tradicionales.
- 6° La integración en el proceso decisorio (para los niveles de planeamiento y ejecución) contemplando:
 - Los aspectos financieros de las habitualmente consideradas decisiones operativas ("no financieras").
 - La elaboración integral de los aspectos financieros correspondientes a las decisiones que exceden lo operativo.

7° La síntesis, coordinación (armonización) y control de las restantes funciones a través del común denominador monetario. La herramienta básica es la inserción en los procesos de planificación y control a través del presupuesto.

Este hace al rol de integración y control de la Función Financiera.

Otras consideraciones

En cuanto a la integración al sistema de gobierno de la institución de todos los aspectos (componentes) percibidos como monetarios cabe notar:

- La variabilidad de estos conceptos: durante mucho tiempo la inflación no se percibió como variable monetaria que afectara los resultados. Por lo tanto no formó parte del estudio de las finanzas ni se la incorporó a las técnicas contables.
- Esta integración comprende:
 - . Desde contribuir a la elaboración y estabilización de metas y vectores.
 - . Hasta controlar el comportamiento de la institución en términos de resultados monetarios.

Por otra parte la Función Financiera contribuye decisivamente a la viabilidad e integración en el comportamiento de la institución a través de:

- Su inserción en el proceso político (estrategia)
 - . En la percepción de lo considerado monetario, su interpretación, valoración y estabilización.
 - . En la realimentación:
 - . Acerca del contexto económico-financiero
 - . Acerca de la "perspectiva" financiera (posición en el horizonte de la estrategia).
 - . Acerca de los resultados obtenidos
- Su integración con las decisiones "operativas" a través de los aspectos financieros de las mismas.
- Su rol de síntesis y coordinación de las distintas funciones a través de la combinación de:
 - . El reflejo monetario (común denominador).
 - . Los instrumentos de planificación y control (flujos de información).

2.4.3. Desarrollo analítico del concepto de la Función Financiera

Véase el cuadro 2.4 adjunto.

2.4.4. Caracterización de la Función Financiera como proceso

1. Introducción

Se trata de obtener una conceptualización de la Función Financiera consistente con:

- Los escenarios reales (contextos de alta inestabilidad)
- El comportamiento de las instituciones
- El contenido y alcance de la Función Financiera
- La inserción de la Función Financiera en el sistema político de la institución.

2. Elementos a considerar

La Función Financiera comprende una compleja estructura que abarca la identificación y vinculación de premisas decisorias que afectan distintos tipos de decisiones y distintos niveles decisorios. El común denominador está definido por los resultados, hechos o aspectos que se perciben como monetarios.

La Función Financiera involucra la formulación de expectativas sobre variables no controlables por la institución y su vinculación con decisiones operadas a través de variables controlables.

La Función Financiera contribuye al logro de los objetivos que resultan del proceso político:

- para los objetivos económico-financieros en particular
- para otros objetivos: por ej. posibilitando oportunidades para nuevas estrategias competitivas.

Constituye un proceso adaptativo de la institución:

- A sí misma

En cuanto a la coalición

En cuanto a las condiciones operativas

- A sus resultados y a su contexto

Debe tenerse presente el circuito de adaptación de las instituciones: el comportamiento de la institución en relación con el contexto se traduce en hechos, que son asimilados y computados como resultados, realimentándolos en un proceso de control que posibilita la adaptación de la institución.

DESARROLLO ANALITICO DEL CONCEPTO DE LA FUNCION FINANCIERA

1. A NIVEL POLITICO

Ampliación y comentarios

A. General. Respecto del conjunto: contexto; objetivos; funciones; armoniza los aspectos económico (rentabilidad/dividendos) y financieros (flujo de fondos y estructura patrimonial) en las instancias de:

- Definición, integración y síntesis
- Realimentación y control

B. Respecto del contexto económico-financiero

- Integra al sistema de gobierno de la institución las variables económico-financieras del contexto relevantes para los objetivos de la institución.
- Para ello efectúa el siguiente proceso:
 - a) Define e identifica los aspectos percibidos como monetarios.
 - b) Pronostica e interpreta el comportamiento de las variables macroeconómicas relevantes.

C. Respecto de los distintos objetivos de la institución

Armoniza (compatibiliza y equilibra) sus aspectos económico-financieros:

- Contribuye a la elaboración, estabilización y control de los objetivos directamente relacionados con los aspectos económico-financieros.
- Contribuye a la interpretación de los restantes objetivos en términos financieros, decodificando y midiendo sus aspectos monetarios y transformándolos en nociones de riesgos y vectores financieros.
- Genera, propone y aplica las correspondientes políticas económico-financieras, y evalúa las repercusiones que en dichos aspectos generan las restantes políticas.
- Detecta y pondera el efecto que las restantes funciones ejercen sobre los objetivos económicos y vectores financieros.
- Controla el comportamiento de la institución en términos de resultados monetarios.

- Contribuye a optimizar el objetivo económico central (rentabilidad por ej.) pero sujeto a las restricciones que emanan de los aspectos económico-financieros de los restantes objetivos (liquidez/endeudamiento/viabilidad/riesgos control/ etc.).
- En lo general: afecta el proceso político de la institución:
 - A nivel de interpretación de objetivos.
 - En lo referido a las definiciones de las políticas correspondientes a las distintas funciones, ponderando y midiendo sus aspectos económico financieros así como los resultados obtenidos por aplicación de las mismas.
- En lo específicamente financiero:
 - A nivel de elaboración de objetivos.
 - En forma integrada con el análisis y ponderación de los riesgos financieros define los vectores financieros y los incorpora al sistema de gobierno.
- Participa en las definiciones estratégicas de la institución:
 - Contribuyendo a la elaboración y estabilización de metas.
 - Estimulando la participación en nuevos negocios (actividades), posibilitando y orientando la detección de nuevas oportunidades y concurriendo a su evaluación.
 - Desarrollando un rol de alerta permanente y evaluación respecto de las bajas de los negocios (actividades) existentes.

DESARROLLO ANALITICO DEL CONCEPTO DE LA FUNCION FINANCIERA (Continuación)

2. A NIVEL ADMINISTRATIVO

Ampliación y comentarios

- Administra el flujo de fondos (°) a través de las siguientes variables:
 - Controlables por la institución pero sólo parcial o indirectamente controlables por la Función Financiera
 - Controlables por la Función Financiera: corresponden a los aspectos no operativos del patrimonio.
- La administración del flujo de fondos se lleva a cabo de manera de:
 - Compatibilizar los distintos vectores financieros (tradicionales y no tradicionales).
 - No vulnerar las restricciones emanadas de:
 - La coalición política
 - Las condiciones operativas
 - Orientar las restricciones (en el mediano y largo plazo) hacia valores más favorables.

- Las condiciones operativas son definidas por las características de la institución y de su contexto, así como por el conjunto de las decisiones estratégicas que "posicionen" a la institución.
La Función Financiera procesa las condiciones operativas mediante la decodificación y medición de sus aspectos monetarios. Identifica dichas condiciones obteniendo su expresión y ponderación financiera.
En particular la Función Financiera participa en los aspectos operativos del capital de trabajo mediante la interpretación, ponderación y control del mismo y de los hechos y resultados de naturaleza económico-financiera que lo afectan.
- La Función Financiera administra las inversiones y financiación adicionales a las que son expresión financiera de las condiciones operativas.
- La Función Financiera ejerce la coordinación e integración de las restantes funciones a través del común denominador monetario y mediante los sistemas de información.
Coordina, evalúa y controla todas las decisiones que involucran flujos de fondos.

(°) El flujo de fondos se refiere a:

- Obtener fondos: mediante ingresos operativos o no, incremento de pasivos o de capital, realización de activos.
- Aplicar fondos: mediante erogaciones referidas a costos, gastos, adquisición de activos, cancelación de pasivos, distribución de utilidades.

3. Concepto: la Función Financiera como proceso adaptativo

La Función Financiera puede ser caracterizada como una compleja estructura de premisas decisorias que percibe e interpreta todos los hechos y resultados monetarios relevantes para la institución, y los integra al sistema de gobierno de la misma; configurando un proceso adaptativo de la institución a sí misma, a sus resultados y a su contexto.

El alcance de este proceso adaptativo es tan amplio como lo sea la percepción de hechos, resultados y circunstancias con implicancias económico financieras traducibles en términos monetarios.

La Función Financiera configura entonces un complejo proceso adaptativo de la institución que se manifiesta especialmente a través de la estructura patrimonial y que alcanza:

1. A la misma institución:

- En cuanto a los objetivos definidos por la coalición en el sistema político.
- En cuanto a las condiciones operativas de la institución y su expresión financiera.

2. A los resultados obtenidos por la institución

3. A los efectos del contexto en la institución

Este proceso comprende todo lo referido a los aspectos que se perciben y operan monetariamente.

Este proceso adaptativo involucra a su vez dos grandes subprocesos:

1. Percibir, definir y elaborar los aspectos monetarios referidos a:

- El contexto y su interacción con los distintos objetivos de la institución.
- Las consecuencias económico-financieras que derivan de las condiciones operativas y del desempeño de las restantes funciones.
- Los resultados obtenidos y su impacto en la estructura patrimonial.

2. Integrar dichos aspectos monetarios al sistema de gobierno de la institución:

- Vinculando expectativas con decisiones.
- Desarrollando funciones de síntesis, coordinación (armonización) y control de las restantes funciones.

Como este proceso adaptativo está integrado por subconjuntos de premisas decisorias de distinto nivel (sistemas político, de planeamiento y de ejecución), con el común denominador de los aspectos cuyos resultados se perciben como monetarios, puede definirse a la Función Financiera como:

- Una compleja estructura de premisas decisorias correspondientes a los distintos niveles (sistemas) jerárquicamente relacionados.
- Con el común denominador de los resultados percibidos como monetarios.
- Que en conjunto configuran un proceso adaptativo de la institución a sí misma y a su contexto y resultados.

Este proceso es abierto y dinámico en un doble sentido:

- Porque lo es en sí el proceso político de formación de objetivos especialmente en un medio altamente inestable.
- Porque la percepción de lo que "es" o "no es" monetario también es dinámica y culturalmente cambiante.

4. Interpretación de la Función Financiera

Sintetizando lo expresado se deduce una función financiera concebida como definición, integración, síntesis y control de los aspectos económico-financieros que hacen a:

- los objetivos
- los contextos
- las restantes funciones
- las condiciones operativas

expresados todos ellos a través de los resultados económico-financieros y de su impacto en la estructura patrimonial.

Pueden ampliarse los conceptos indicados en la siguiente forma:

- Objetivos:

en general la Función Financiera compatibiliza y equilibra los aspectos económico-financieros del conjunto de objetivos de la institución.

- Para los de carácter económico financiero la Función Financiera contribuye a su elaboración, estabilización y control.
- Para los restantes (innovación, participación, productividad, etc.) la Función Financiera los interpreta y procesa traduciéndolos en términos monetarios. De tal forma se obtienen las nociones de riesgos y vectores financieros.

- Contextos

- La Función Financiera deslinda el contexto financiero del contexto económico general, y define y mide las variables correspondientes incorporándolas al análisis de los riesgos financieros.

- Restantes funciones / Condiciones operativas.

- La Función Financiera detecta, define y mide los aspectos monetarios involucrados.
- Efectúa el seguimiento, evaluación y control correspondientes.

La expresión administrativa de este proceso es la administración financiera, que se ocupa de los flujos de fondos y contribuye a la selección de alternativas de financiación e inversión con acuerdo a los vectores financieros, derivados a su vez de la faz política de la misma función financiera.

2.5 Objetivos y Restricciones de la Función Financiera

2.5.1. Introducción

1. Análisis crítico de la concepción vigente. Resumen

Podemos sintetizar lo ya explicado en los siguientes puntos:

- La concepción vigente es estática y apriorísticamente asociada a la maximización de rentabilidad. Esta idea resulta de limitar el campo analizado de la Función Financiera a las instituciones empresarias y, además, de aceptar para las mismas la existencia de un objetivo dominante en términos de rentabilidad y optimización.
- Nuestra concepción difiere sensiblemente. Consideramos que:
 - Los objetivos de la Función Financiera deben resultar de la interacción entre los objetivos múltiples de la institución y el contexto altamente inestable en que la misma se desenvuelve. Deben considerar la naturaleza de la Función Financiera y sus consecuencias así como el contenido y alcance derivados de las mismas.
 - La definición de objetivos de la Función Financiera debe comprender a todo tipo de instituciones.
 - Los efectos del contexto financiero sobre los objetivos múltiples y el patrimonio de la institución generan riesgos financieros que, reelaborados, se convierten en vectores financieros. Estos últimos son la base para definir el contenido

de la función y reemplazan a la noción estática y limitada de la restricción de liquidez.

- El control de la institución suele constituirse en uno de los vectores financieros principales.

2. Evolución de los objetivos asignados a la Función Financiera

Existe una íntima asociación entre la concepción de los objetivos asignados a nivel de la institución y los objetivos y restricciones reconocidos para la Función Financiera. El siguiente cuadro intenta sintetizar este tema:

Cuadro 2.5

PRINCIPALES VERSIONES DE LOS OBJETIVOS DE LA INSTITUCION Y DE LA FUNCION FINANCIERA

versiones (IV) Conceptos	Solomon	Azulay	Messuti	Nuestra propuesta
-Objetivos a nivel institución	Maximizar la riqueza de los accionistas (I)	Maximizar la riqueza de los accionistas (I)	Ampliación de objetivos: maximizar los "obj. prefijados" por la Dirección	Generalización de los obj. formulándolos en función del proceso político (II)
-Objetivos a nivel F.F.	Maximizar el patrimonio o valor actual neto	Maximizar el valor actual neto del flujo de fondos (descontado a la tasa de su costo de capital)	Optimizar el nivel de los fondos disponibles (función de liquidez) y su empleo con el objeto de maximizar los "objetivos prefijados"	(III)
-Restricciones a nivel F.F.		Liquidez		Riesgos financieros resultantes de los efectos del contexto sobre los objetivos y el patrimonio.

Aclaraciones

(I) Hay dos versiones básicas de esta formulación:

- Maximizar el valor actual de la Empresa
- Maximizar el precio de mercado de las acciones.

(II) En nuestra interpretación la F.F. contribuye a la definición y logro de los objetivos emanados del proceso político, integrando los aspectos monetarios al sistema de gobierno de la institución.

(III) Como se explica más adelante en este capítulo hemos identificado cuatro formulaciones específicas de los objetivos de la Función Financiera compatible con nuestra interpretación de la misma.

- a) Optimizar la relación rentabilidad / riesgos sujeto a las implicancias financieras de los restantes objetivos.
- b) Obtener los niveles mínimos de los objetivos económico-financieros perseguidos compatibilizándolos con:
 - el logro de los restantes objetivos mínimos.
 - los límites máximos definidos para los diversos riesgos.
- c) Mantener financieramente viable a la institución mediante:
 - la reinversión de los fondos
 - la obtención de una estructura patrimonial adecuada que permitan asegurar la supervivencia y control de la institución
- d) Minimizar la combinación de los riesgos financieros dentro de los niveles compatibles con los riesgos políticos y del negocio (y, eventualmente, compatibilizando con el logro de un nivel mínimo de los restantes objetivos).

(IV) Bibliografía: Solomon, 44 - 51

Azulay, 487 - 491

Messuti, 1964, 18 - 19

3. Versión general propuesta

Consideramos el siguiente enunciado como una primera aproximación general al objetivo de la Función Financiera, consistente con la conceptualización propuesta para la misma: Contribuir a la definición y al logro de los objetivos emanados del proceso político, integrando los aspectos monetarios al sistema de gobierno de la institución.

Aspectos a considerar para el desarrollo de las nuevas propuestas específicas:

- En general posibilidad de identificar un objetivo económico-financiero destacado.
- En particular: posibilidad de considerar a la rentabilidad como el objetivo predominante de la institución.
- Aspectos económico-financieros inherentes a las condiciones operativas de la institución.
- Riesgos del negocio y financieros
- Noción de "restricción" para la formulación de los objetivos
- Aspectos económico-financieros que hacen a los objetivos de la institución:
 - . En el corto plazo: niveles de liquidez y de movilidad.
 - . En el largo plazo: rentabilidad en términos de flujo de fondos neto de efectos inflacionarios. En principio dicho nivel es el necesario para:
 - . Retribuir a los miembros de la coalición (dividendos)

- . Mantener el control de la institución
- . Mantener un ritmo de inversiones y un nivel de viabilidad financiera suficientes para asegurar la supervivencia de la institución frente a los distintos escenarios probables.

4. El rol de la Función Financiera en la integración de resultados monetarios y de riesgos

A efectos de facilitar la comparación sólo vincularemos con la Función Financiera la estrategia de la institución por una parte y la función comercial por otra.

Cuadro 2.6

ROL COMPARADO DE LA FUNCION FINANCIERA EN CUANTO A RESULTADOS MONETARIOS Y RIESGOS

<u>Variables de la institución</u>	<u>Estrategia (aspectos interfuncionales)</u>	<u>Mercado (función comercial)</u>	<u>Finanzas (F.F.)</u>
-Objetivos		Satisfacer necesidades del consumidor	-Optimizar rentabilidad -Mantener viabilidad financiera -Reducir los riesgos financieros
-Aspectos monetarios involucrados		Precios	-Rentabilidad/dividendos -Inflación/devaluación/tasas de interés
-Rol de cada función en cuanto a los aspectos monetarios	Ponderación respecto de los no monetarios	Aportar sus propias variables a la integración	Detección e integración de variables monetarias
-Riesgos	Restricciones dadas por los restantes objetivos Riesgos políticos (contexto general)	Riesgos del mercado	Riesgos financieros específicos Integración de riesgos

2.5.2. Desarrollo de las nuevas propuestas

1. Hipótesis de trabajo obtenidas por ajuste o corrección de las versiones tradicionales

a. Suponiendo la existencia de un objetivo económico-financiero destacable entre los del mismo carácter

Primera formulación: contribuir a la definición y logro del objetivo económico-financiero destacable y a la interpretación de los aspectos financieros de los restantes objetivos de la institución, tendiendo hacia la armonización de los distintos objetivos entre sí. Se trata de contribuir al logro de los objetivos económicos, armonizándolos con la interpretación y proyección financiera de los restantes expresados en términos de riesgos financieros.

Una segunda formulación puede asumir el objetivo económico-financiero destacado como tal, y las condiciones e implicancias financieras derivadas de los restantes objetivos como restricciones.

El objetivo de la Función Financiera sería entonces: contribuir al logro (o a la optimización) del objetivo económico-financiero central, sujeto a las restricciones financieras (riesgos máximos asumibles) que derivan del efecto de los contextos inestables en los restantes objetivos y en las condiciones operativas de la institución.

Para cumplir este objetivo la Función Financiera detecta e integra los resultados monetarios y los riesgos. Estos últimos pueden ser captados directamente del contexto por la Función Financiera (riesgos financieros) o recogidos de otras funciones (riesgos del negocio o actividad - Función Comercial).

Aclaraciones:

Si se compara este planteo con el punto de vista vigente de la administración financiera pueden delimitarse dos aspectos:

- El objetivo: maximizar el flujo neto de fondos descontados
- Los componentes de la corriente de fondos:
 - . oportunidad
 - . volumen
 - . riesgo (como dispersión de los resultados esperados)

Mientras la oportunidad y el volumen hacen directamente al objetivo de maximización, el riesgo actúa en un sentido distinto y se constituye en un límite o restricción a dicha maximización. Puede observarse entonces que esta versión habitual del objetivo de la Función Financiera no es incompatible con nuestra propuesta, desde el momento en que lleva implícita la restricción que tratamos de enfatizar.

Generalizando el punto anterior puede decirse que nuestro enfoque no descarta el uso de formulaciones más restringidas o limitadas del objetivo de la Función Financiera, siempre que las mismas sean consistentes con el contexto y el proceso político de la institución, y siempre que las mismas sean reelaboradas tan pronto se modifiquen las circunstancias determinantes. Pero cabe notar que la extrema complejidad y turbulencia del

contexto financiero argentino hace poco probable la aplicabilidad prolongada de versiones que, por muy específicas, están atadas a supuestos restrictivos, y que además no contemplan los aspectos financieros de la supervivencia.

Como veremos en este capítulo la diversidad de objetivos de las instituciones y de los vectores financieros involucrados en los mismos, generan una diversidad de restricciones asignables a la Función Financiera.

b. Suponiendo la existencia de un objetivo de rentabilidad predominante a nivel institución

Bajo este supuesto la Función Financiera tiene por objetivo contribuir a optimizar la relación "rentabilidad/riesgos" que resulta de:

- los negocios elegidos presentes y futuros
- el contexto financiero
- la composición de la coalición y sus requerimientos de compensaciones económicas.
- la estructura patrimonial de la institución

detectando e integrando los resultados monetarios y los riesgos financieros y del negocio.

Otra formulación posible bajo este supuesto: la Función Financiera tiene por objetivo optimizar la rentabilidad en el plazo y condiciones financieras (estructura patrimonial, viabilidad, riesgos) que constituyen la escala de valores dominante. Esto implica la búsqueda de optimización de la rentabilidad bajo las restricciones que surgen de los restantes objetivos y de los contextos inestables.

Bajo este enfoque la Función Financiera asume:

- Los resultados (rentabilidad) netos del efecto de la corrección monetaria.
- Los riesgos financieros que derivan de: el nivel de endeudamiento, las fluctuaciones de las tasas, la indexación y otros aspectos del contexto financiero incluyendo las restricciones indirectas al ciclo operativo.
- Los riesgos no financieros tales como el político o el riesgo comercial.

Identificados estos factores la Función Financiera busca el máximo nivel de logro conjunto de los mismos. Por tratarse de factores en oposición no hay posibilidad de lograr un óptimo matemático sino más bien un equilibrio satisfactorio. F. Weston plantea análogamente un enfoque vinculado a la optimización de la relación rentabilidad/riesgo (Weston, 1978, 2).

2. Hipótesis de trabajo obtenidas a partir del análisis del contenido de la Función Financiera, suponiendo que la definición de los objetivos de la institución se realice por niveles mínimos de cada uno

Se parte de la multiplicidad de objetivos de la institución y de la definición de los mismos por niveles mínimos del tipo: "por lo menos..."

La Función Financiera contribuye al logro de los objetivos emanados del proceso político mediante la detección de los riesgos financieros y la definición y elaboración de los vectores financieros implicados en los distintos objetivos (en forma coherente con los restantes riesgos: políticos; del mercado; etc.)

El resultado de este proceso implica agregar a los objetivos mínimos originales: mínimos y máximos en términos de vectores financieros.

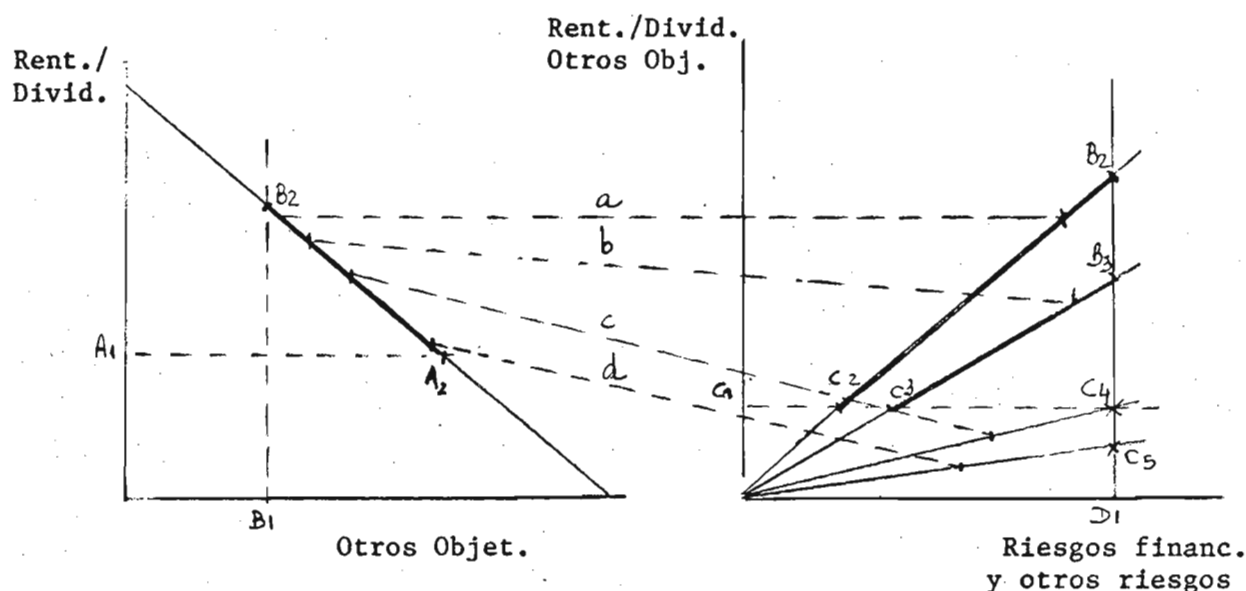
Podemos asumir además que los objetivos económicos (rentabilidad/dividendos) son competitivos con los restantes objetivos de la institución, una vez que se sobrepasan los niveles de rentabilidad indispensables para el logro de los restantes objetivos. La supervivencia también requiere rentabilidad pero asociada a la reinversión y no a los dividendos.

Por otro lado puede postularse que el logro de los objetivos, tanto en lo que hace a rentabilidad como en lo referido a los restantes, es directamente proporcional al nivel de riesgos conjuntos.

Veamos la graficación del razonamiento:

Gráfico 2.1

RELACION ENTRE: RENTABILIDAD/DIVIDENDOS, OTROS OBJETIVOS Y RIESGOS



Aclaraciones:

A_1 y B_1 - Niveles mínimos aceptables

A_2 B_2 - Tramo de elección en la combinación de objetivos

C_2 B_2 - Tramos de elección de combinaciones "Logro Objetivos-
 C_3 B_3 Riesgos"

C_4 - Una sola combinación satisface las condiciones

C_5 - Ninguna combinación las satisface

a , b , c , d - Relaciones entre cada una de las combinaciones de objetivos aceptables y su correspondiente curva de comportamiento en relación con el conjunto de riesgos.

C_1 - Nivel mínimo aceptable

D_1 - Nivel máximo aceptable

Puede introducirse el objetivo de la Función Financiera como la compatibilización de la definición y el logro de los objetivos mínimos económicos y no económicos de la coalición para:

- Las condiciones de riesgos políticos y del mercado que emanan de los contextos y actividades (negocios) elegidos.
- Los riesgos financieros relacionados con el contexto y los objetivos y condiciones operativas de la institución.

En consecuencia el énfasis de la Función Financiera está en tratar de elevar los niveles de logro de los objetivos económico-financieros y/o reducir los riesgos financieros, con acuerdo a la escala de prioridades de la coalición.

Suponiendo que a cada combinación viable de "rentabilidad/dividendos" con otros objetivos, le corresponda una línea de relación con el conjunto de riesgos, puede interpretarse que la Función Financiera tiene un rol decisivo en los siguientes aspectos:

- Determinación de las combinaciones viables "rentabilidad/dividendos" con "otros objetivos".
- Definición (para cada combinación viable) de la curva de riesgos financieros correspondiente a los distintos niveles de logro de los objetivos.

Fusión de esta curva con los restantes riesgos para determinar la relación entre logros de los objetivos y riesgos conjuntos.

- Elección de la curva que suministre un mejor posicionamiento global para la institución, esto es un mayor tramo para elección de combinaciones "logro/riesgos" por encima del nivel de logros mínimos fijados para el conjunto de los objetivos. También se puede definir en términos de elegir la curva que proporcione el máximo nivel de logro de objetivos para cada nivel dado de riesgos.

El objetivo de la Función Financiera sería en consecuencia:

- La ponderación en términos de riesgos financieros de los objetivos económicos y no económicos mínimos perseguidos por la institución.
- La contribución al logro de los objetivos compatibles con los máximos riesgos políticos, del negocio y financieros aceptados por la coalición.

También puede interpretarse el objetivo de la Función Financiera como la selección de la combinación óptima de los objetivos mínimos de la institución mediante:

- La definición de los riesgos financieros y su integración con los riesgos políticos y del negocio.
- La ponderación de las distintas combinaciones de objetivos mínimos por el conjunto de riesgos.

También cabe interpretar el objetivo de la Función Financiera desde el punto de vista de minimización de riesgos, en términos compatibles con el logro de los objetivos mínimos de la Institución. En tal caso, y asignando prioridad a los objetivos económicos ligados a la subsistencia, puede formularse el objetivo de la Función Financiera en la siguiente forma: minimizar los riesgos financieros sujeto a un nivel compatible con los restantes riesgos y con el nivel de rentabilidad que asegure la supervivencia de la institución.

Se entiende que todas estas versiones del objetivo de la Función Financiera se encuentran en el marco definido por una concepción de los objetivos a nivel institución del tipo: "lograr por lo menos los distintos objetivos a, b, c,... sujetos a máximos de riesgos políticos, del negocio y financieros".

Dentro de los objetivos mínimos a lograr se encuentran necesariamente los objetivos de carácter económico-financiero.

3. Hipótesis de trabajo obtenidas desplazando el objetivo predominante tradicional por la supervivencia de la institución y el mantenimiento de su control

A efectos de optimizar esta hipótesis se ha partido del trabajo de Donaldson y Lorsch ("Decision Making at the Top") que postula, entre otros conceptos significativos, el reemplazo del objetivo dominante tradicional de maximización de rentabilidad por las metas de supervivencia y estabilidad.

Cabe notar que este trabajo está basado en el estudio de 12 compañías norteamericanas y es el resultado de más de cuatro años de investigación.

Se han extraído y sintetizado de dicho trabajo los aspectos que hacen fundamentalmente a la Función Financiera.

El siguiente paso ha sido el análisis del razonamiento de Donaldson y Lorsch aplicado a situaciones de alta inestabilidad con recesión económica, tal como puede caracterizarse el contexto argentino.

En ambos casos la elaboración de los argumentos se hace suponiendo que los objetivos predominantes sean:

- La supervivencia de la institución y
- El mantenimiento de su control por parte de la coalición dominante

a. Hipótesis de trabajo para el contexto de los EE UU

(Según Donaldson y Lorsch: "Toma de decisiones en la alta dirección").

Interpretación del Diagrama 2.8

La existencia de objetivos más críticos que la maximización de rentabilidad altera los vectores financieros de la institución.

El objetivo de supervivencia en un marco de crecimiento unido a la necesidad de mantener el control de la institución plantean la

derivación de una proporción mayoritaria y creciente de fondos a la reinversión, aunque la misma merme considerablemente la compensación económica de los accionistas (en forma directa: a través de los dividendos; en forma indirecta: a través del mecanismo bursátil).

El objetivo de la Función Financiera sería en tal caso, contribuir a la supervivencia de la institución y al mantenimiento de su control, mediante la generación y aplicación a la reinversión de los fondos suficientes.

En esta formulación la compensación de los accionistas se haría sólo por el excedente de fondos constituyéndose en variable residual o de ajuste.

Observación:

Cabe notar que aceptando el razonamiento de Donaldson y Lorsch se modifica asimismo la versión vigente del "objetivo operativo" de la administración financiera. Ya no se trata de contribuir a seleccionar las alternativas de inversión y financiación que agreguen un mayor valor presente a la institución, sino aquellas alternativas que aseguren la supervivencia y el control en términos de mercado y financiación.

Si bien el mantenimiento del control por el grupo preponderante aparece como un objetivo institucional asociable a cualquier otro, es en su conjunción con la supervivencia donde adquiriría mayor coherencia, conjugándose ambos objetivos en lo que podríamos llamar la "supervivencia del grupo de control".

b. Hipótesis de trabajo para el contexto argentino

Interpretación del Diagrama 2.9

La existencia de objetivos más críticos que la maximización de rentabilidad altera los vectores financieros tradicionales de la institución.

El objetivo de supervivencia en un marco de depresión, alta inflación e inestabilidad plantea:

- La necesidad de generar fondos crecientes para enfrentar la absorción inflacionaria de los mismos (en su defecto debe afrontarse un mayor riesgo de supervivencia vía endeudamiento creciente).
- La necesidad de reinvertir dichos fondos estructurando el patrimonio en forma tal de minimizar los riesgos financieros.

A su vez la necesidad de mantener el control de la institución también opera en el mismo sentido, haciendo que los fondos adicionales requeridos para enfrentar la depresión de la demanda y los riesgos financieros deba surgir de un proceso de reinversión (y no de la incorporación de nuevos capitales).

Esta reinversión de fondos en el marco de una estructura patrimonial adecuada para enfrentar los riesgos financieros, provocan una considerable merma en los fondos destinables a dividendos y, por consiguiente, en lo referido a maximizar la compensación de los accionistas.

Las características del contexto con sus fuertes limitaciones para la obtención de financiación definen para las instituciones condiciones de inflexibilidad financiera y significativa dependencia del endeudamiento a corto plazo. Esto acentúa la necesidad de reinvertir suficiente volumen de fondos para equilibrar y hacer menos dependiente la estructura patrimonial.

El objetivo de la Función Financiera sería: asegurar la supervivencia de la institución y el mantenimiento de su control, mediante la generación de los fondos suficientes y su aplicación a la reinversión, en forma tal de obtener una estructura patrimonial que haga financieramente viable a la institución. La viabilidad financiera combina liquidez y solvencia con movilidad y flexibilidad, permitiendo limitar el nivel de los riesgos financieros y neutralizar sus efectos. (De allí que sea condición para la supervivencia de la institución).

El grado de riesgo deberá ser definido por la coalición oscilando entre:

- El mantenimiento dentro de los niveles de riesgos máximos aceptables, que sean compatibles con la mínima compensación económica requerida por los accionistas.
- La minimización de los riesgos (políticos, financieros, de mercado) sujeta o no a un mínimo de compensación para los accionistas.

Una política alternativa consistiría en aumentar la rentabilidad por la vía del incremento de los pasivos monetarios, lo que

equivale a tratar de transferir a terceros el costo de financiar la inflación del capital de trabajo. Este criterio genera los siguientes problemas:

- Incremento del endeudamiento con un mayor riesgo por insolvencia.
- Al crecer el endeudamiento se acentúa la dependencia respecto del mismo.

Independientemente de los riesgos, debe tenerse en cuenta que el beneficio de los pasivos monetarios debe surgir de la comparación entre el costo de los mismos y la rentabilidad de la inversión financiada. En las derivaciones de la propuesta trataremos los temas referidos a los operadores aptos según las situaciones decisorias.

Diagrama 2.8

OBJETIVOS DE LA FUNCION FINANCIERA. HIPOTESIS DE TRABAJO POR DESPLAZAMIENTO DEL OBJETIVO

TRADICIONAL DE LA INSTITUCION (CONTEXTO: EEUU)

Necesidades del personal:
- seguridad
- crecimiento

Seguridad en el empleo
Oportunidad y movilidad ascendente

Supervivencia de la institución
Estabilidad

Mantener, por lo menos, la participación en el mercado

Creer, por lo menos, al ritmo de crecimiento de la industria (sector) total.
(Índice de expansión exigido por el sector)

Mantener el ritmo de inversión necesario para sostener la expansión
(Índice de inversión)

Mantener el control de la institución

Ser financieramente independiente
("Expansión de autosostenimiento")

No depender de financiación externa
(de nuevos accionistas o de aportes de capital de los existentes)

Crear un mercado de capitales estable e interno que pueda generar fondos cuando sea necesario para sostener la expansión:
- Vía producción y retención de las ganancias
- Vía endeudamiento

Necesidad de destinar fondos para la reinversión

Maximizar la riqueza de los accionistas

Maximizar:
- La compensación de los accionistas (dividendos)
- la cotización bursátil de las acciones (que a su vez requiere de los dividendos)

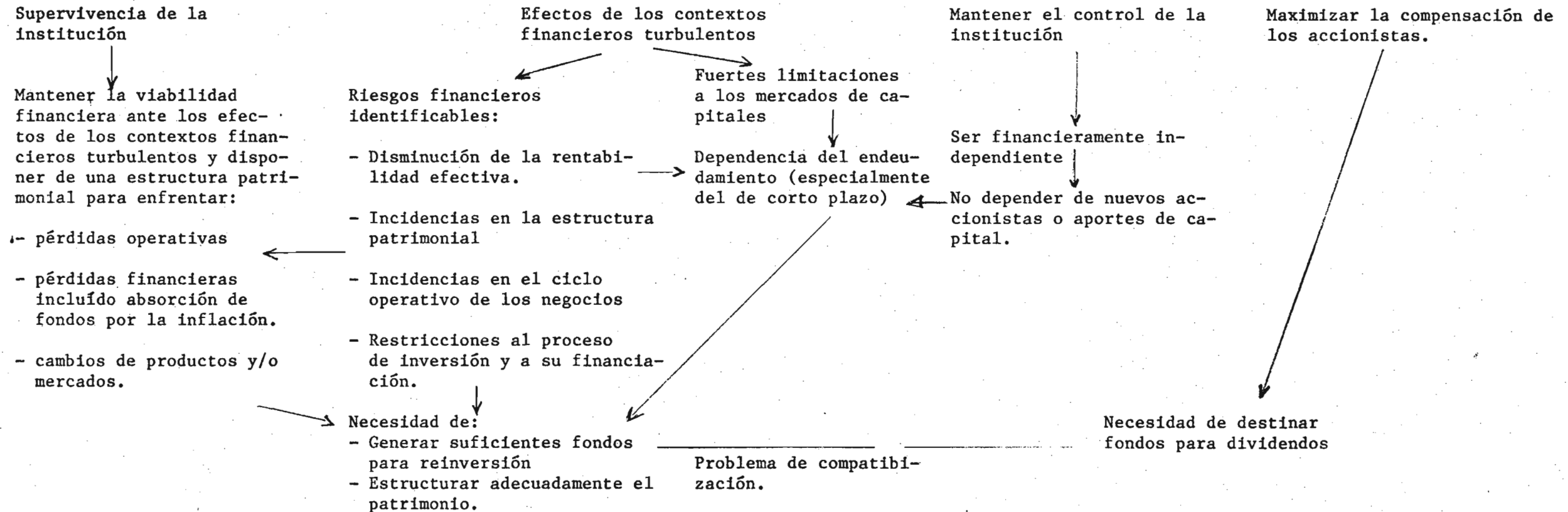
Necesidad de destinar fondos para dividendos

Problema de compatibilización

Diagrama 2.9

OBJETIVOS DE LA FUNCION FINANCIERA - HIPOTESIS DE TRABAJO POR DESPLAZAMIENTO DEL OBJETIVO

TRADICIONAL DE LA INSTITUCION (CONTEXTO: ARGENTINA)



2.5.3. Síntesis de los objetivos y restricciones de la Función Financiera

1. Comparación de las distintas versiones correspondientes a las nuevas propuestas

Se efectúa en el Cuadro 2.7 en forma coherente con las hipótesis de trabajo previamente desarrolladas.

Aclaraciones sobre las hipótesis de trabajo aplicadas

Hipótesis 1.:

Estas propuestas son obtenidas a partir del entorno de las tradicionales. Conservan entonces la idea de "optimizar" (o, al menos, la de obtener un nivel satisfactorio), pero en un marco de restricciones mucho más amplias y complejas que la tradicional de liquidez (concepto de: "riesgos financieros").

Hipótesis 2.:

Estas propuestas parten de ideas distintas orientándose a la búsqueda de objetivos mínimos compatibles con los contextos actuales. Podría en este sentido considerarse que la aplicación al contexto argentino de las ideas de Donaldson y Lorsch sobre supervivencia y control, constituye un caso particular del planteo general referido a la persecución de objetivos mínimos. La diferencia con el contexto desarrollado referido por los anteriores reside en que, para nuestro contexto, el enfoque de supervivencia no se da en un ámbito de crecimiento sino en uno de turbulencia con alta inflación y estancamiento económico. De allí que la viabilidad financiera tenga connotación "defensiva" tanto a nivel de las inversiones como en general de la estructura patrimonial. La alternativa de una conducta que privilegiara la búsqueda de la rentabilidad, recurriendo significativamente al endeudamiento monetario como forma de obtener beneficios disminuiría la liquidez y la solvencia pudiendo hacer peligrar la viabilidad financiera.

Observación (I)

En el largo plazo el objetivo puede plantearse como la minimización de la combinación integral de los riesgos (no sólo los financieros), entendiendo que la Función Financiera contribuye a definir la estrategia de la institución y que, por su naturaleza, tiene carácter integrador.

OBJETIVOS Y RESTRICCIONES DE LA FUNCION FINANCIERA - COMPARACION DE LAS DISTINTAS VERSIONES

CORRESPONDIENTES A LAS NUEVAS PROPUESTAS

Hipótesis de trabajo acordes con	Objetivo: Contribuir a:	Restricción: sujeto a:
0. La propuesta a nivel global	- La definición y logro de los objetivos emanados del proceso político, integrando los aspectos monetarios al sistema de gobierno de la institución.	El mantenimiento del control por parte de la coalición dominante en la institución.
1. Las propuestas de objetivos para la Función Financiera obtenidas por ajuste o corrección de las versiones tradicionales: - Suponiendo un objetivo económico-financiero destacable - Suponiendo la existencia de un objetivo de rentabilidad predominante a nivel institución.	1.1 Definir y obtener el objetivo económico-financiero central 1.2 Optimizar el obj.econ.-financ.central 1.3 Optimizar la rentabilidad (sujeto a A) y B) 1.4 Optimizar la relación rentabilidad/riesgos resultante de: - los mercados y contextos) - la coalición) sujeto a B) - la estructura patrimonial) 1.5 Optimizar la rentabilidad en el plazo y las condiciones financieras definidas por la coalición (sujeto a B)	1.1 Armonizar los aspectos econ.- fin. correspondientes a: los restantes objetivos, las condiciones operativas y el impacto del contexto. 1.2 Las restricciones económico-fin. (riesgos) derivados de...(idem anterior). A) Los riesgos: del negocio; financieros; políticos B) Las implicancias econ.-fin. de los restantes obj. - Las compensaciones económicas (coalición) - Las inversiones a realizar (negocios elegidos)
2. La suposición de objetivos institucionales definidos por niveles mínimos de cada uno de ellos. Se basa en el contenido de la Función Financiera definido a partir de niveles mínimos de los distintos objetivos perseguidos.	2.1 Compatibilizar la definición y el logro de los objetivos mínimos de la coalición (económicos y no económicos) 2.2 Definir y obtener los objetivos económico-financieros mínimos 2.3 Definir y obtener la combinación óptima (desde el punto de vista financiero) para los objetivos mínimos de la institución. 2.4 Definir, compatibilizar y obtener: - Niveles mínimos de los objetivos económico-financieros. - Niveles mínimos y máximos de los vectores financieros integrados con los restantes riesgos. 2.5 Minimizar la combinación de los riesgos financieros (caso particular el anterior) (I).	2.1 - Riesgos máximos: políticos, del negocio y financieros. 2.2 { Compatibles con logros mínimos de los restant.obj Que no excedan los niveles máximos definidos para los riesgos. 2.3 - La combinación óptima se define en función de los riesgos integrados que comprenden: riesgos políticos, financieros, del negocio, otros. 2.5 { Un nivel compatible con los restantes riesgos (I) Un nivel mínimo de logro de los restantes obj. que asegure la supervivencia.
3. El desplazamiento del objetivo predominante tradicional: - Supervivencia y control de la institución, en lugar de: - Maximizar la riqueza de los accionistas. Consecuentemente se desplazan los vectores financieros: - Viabilidad financ.en lugar de: - Rentabilidad / Dividendos.	3.1 Asegurar la supervivencia y control de la institución manteniéndola financieramente viable: - Generando y reinvirtiendo los fondos suficientes - Obteniendo una estructura patrimonial adecuada en forma tal que permitan limitar el nivel de los riesgos financieros y neutralizar sus efectos. 3.2 Minimizar la combinación de los riesgos financieros que puedan llegar a afectar la supervivencia y/o el control (caso particular del anterior) (I).	3.1 - Si se requiere una compensación económica mínima para la coalición se ve limitada la reducción del riesgo financiero - Dentro de los límites compatibles con los riesgos políticos y del negocio (I).

2. El campo de los objetivos viables para la Función Financiera en el contexto argentino

Sintetizando las propuestas desarrolladas surge el siguiente espectro de posibilidades para concebir los objetivos y restricciones de la Función Financiera:

- El objetivo de optimización es aceptable pero con un enfoque mucho más elaborado que el vigente. No se trata entonces de optimizar sólo la rentabilidad sino la compleja relación "rentabilidad/riesgos" resultante de los contextos, la coalición y la estructura patrimonial. (Obj. 1.4 del cuadro 2.7). En este planteo la restricción no se limita a la liquidez sino a las diversas implicancias financieras de los distintos objetivos, tales como las compensaciones económicas de la coalición y las inversiones a realizar para los negocios elegidos.

Desde el punto de vista del enfoque estratégico (ver capítulo siguiente) se trataría de un criterio de maximización ecléctica que elimina los riesgos inaceptables pero elige, de entre las mejores alternativas, aquella que posibilite obtener el resultado más favorable.

- En el otro extremo del campo de posibilidades se ubica la minimización del conjunto de los riesgos financieros, dentro de los límites definidos por los diversos contextos y los restantes riesgos. También pueden agregarse restricciones emanadas de los niveles mínimos de logro requeridos para los restantes objetivos (Obj. 2.5. del cuadro 2.7).

Estratégicamente se trataría del criterio conservador orientado exclusivamente a minimizar el riesgo de pérdidas significativas.

- Un tercer enfoque puede ser sintetizado en la definición y obtención de niveles mínimos de los objetivos económico-financieros dentro de las restricciones establecidas por los logros mínimos de los restantes objetivos y los niveles máximos aceptables para los diversos riesgos (Objetivo 2.2 del cuadro 2.7).

Desde el punto de vista estratégico se trata de un criterio ecléctico no maximizador, que busca lograr la mayor cantidad de objetivos mínimos posibles, debido a la imposibilidad de reducir los distintos objetivos no operativos y asignar un claro ranking entre los mismos.

Es menos conservador que el criterio de minimización y asigna peso más equilibrado a los distintos objetivos considerados.

- El cuarto enfoque podría ser considerado como una versión específica o caso particular del anterior. Implica mantener la viabilidad financiera de la institución en forma tal de asegurar la supervivencia de la misma y su control por la coalición (Obj. 3.1 del cuadro 2.7). El énfasis se desplaza hacia la rentabilidad en función de reinversión y a la obtención de una adecuada estructura patrimonial. Este enfoque se vincula con una discusión que ya está teniendo lugar en los EE. UU.: el tradicional objetivo de maximizar el flujo de fondos tiende a transformarse en una cuestión de reinversión vs. dividendos. La moderna versión de la teoría financiera parece sugerir que los accionistas prefieren la reinversión de las utilidades asegurando así la supervivencia y el control de la institución, más que la maximización de las compensaciones económicas.

Si bien esta posición tiene puntos en común con la nuestra, al acentuar la importancia del contexto y relativizar la definición de los objetivos, debemos notar que en condiciones de alta inestabilidad (contexto financiero argentino) la reinversión se opera en un marco de fuertes riesgos, tanto del negocio como financieros. Estos riesgos, a su vez, limitan y condicionan los montos reinvertibles: ya sea en forma directa (impactos en la rentabilidad) o en forma indirecta (al requerir excepcionales niveles de viabilidad financiera).

Estratégicamente caben consideraciones similares a las efectuadas para el enfoque de obtención de niveles mínimos

por objetivo, pero enfatizando que en contextos altamente inestables la supervivencia es un objetivo no operacional fundamental. Se trata de una posición equilibrada que subraya el predominio de la supervivencia frente a otros objetivos no operacionales. A su vez, para nuestro contexto, interpretamos estratégicamente la supervivencia en términos de viabilidad financiera.

La variante de esta hipótesis consistente en minimizar la combinación de los riesgos financieros que puedan llegar a afectar la supervivencia y/o el control (obj.3.2 del Cuadro 2.7) es la versión más conservadora de la supervivencia interpretable como viabilidad financiera.

Implica integrar esta hipótesis con la de minimización de riesgos.

3 - EL ENFOQUE ESTRATEGICO

3.1 Introducción. Caracterización del enfoque estratégico

El concepto de estrategia se refiere al nivel político de la institución en íntima vinculación con los objetivos finales de la misma. Comprende fundamentalmente decisiones que vinculan a la institución con su medio y se refieren a lo que podríamos denominar el marco ecológico de la institución. Se privilegia entonces la interrelación entre la institución y el medio.

Para algunos autores (Ansoff, 1965, 7-B), este concepto lleva a que la estrategia se vincule principalmente con:

- La selección de mercados y la mezcla de productos futuros.
- Las decisiones acerca de los negocios: en cuál se está y en cuales se quiere estar.

El concepto de estrategia involucra una elección reflexiva entre las opciones fundamentales que conducen a la inserción de la institución en sus contextos (político; jurídico; económico; tecnológico e informático).

Estas opciones persiguen el logro de la supervivencia, el desarrollo y la prosperidad. (Wanty y Halberthal, 7-8).

La estrategia se vincula entonces con el conocimiento acerca de:

- Donde se está (diagnóstico)
- Hacia donde se va (objetivo)
- Cual es el camino a seguir y donde llegan sus límites (políticas)

Siguiendo a Frischknecht (1982) podemos caracterizar a la estrategia no como una teoría sino como un método para dirigir la atención basado en el procesamiento de información de inteligencia.

Las decisiones estratégicas hacen a los fines para los que comprometen recursos mientras las decisiones de planeamiento relacionan medios con fines asignando los recursos. Finalmente las decisiones de gestión se ocupan de los medios, de la utilización de los recursos y, por tanto, de la eficiencia.

Pensar claramente en el enfrentamiento con la incertidumbre es la más importante habilidad en la conducción de las instituciones. Es la habilidad no programable por excelencia: las estrategias tienen fines y acciones dirigidas en consecuencia, pero ante nuevos acontecimientos pueden modificarse y assimilarlos. Las estrategias tienen incorporada la posibilidad de la flexibilidad y el cambio mientras que los programas contienen la previsión de las acciones para todos los elementos predeterminados pero no tienen en cuenta los nuevos elementos aleatorios. En síntesis: la estrategia de las instituciones no es simplemente una categoría jerarquizada de programa sino un

enfoque global que puede recurrir a diversos programas según las cambiantes circunstancias.

3.2 Componentes del enfoque estratégico

Las decisiones estratégicas presentan las siguientes características esenciales:

- Vinculación directa e integral con el (los) objetivo(s) estratégico(s).
- Fuerte dependencia de factores externos en un proceso de adaptación por ensayo y error. Dichos factores integran el medio o contextos de la institución.
- Comprometen los recursos de la institución: humanos; técnicos; físicos; informáticos; monetarios.
- El horizonte es el del más largo plazo compatible con las restricciones y las decisiones se toman en situaciones de ignorancia respecto del futuro para lo cual se adoptan determinados criterios decisorios.
- El enfoque estratégico es en si mismo un método para tratar las definiciones políticas de la institución.

A continuación desarrollaremos brevemente cada uno de estos elementos:

3.2.1 Objetivo(s) estratégico(s): son siempre multidimensionales, requieren funciones de preferencia conjunta y mantienen conflicto latente. En consecuencia la estrategia surge siempre de procesos políticos de coalición y negociación.

Una forma de resolver el objetivo estratégico consiste en postular sus eventuales contribuyentes a largo plazo. Por ejemplo para el objetivo no operacional de supervivencia pueden postularse siguiendo a Ansoff:

- 1) El poder competitivo externo vinculado al crecimiento y la estabilidad
- 2) La eficiencia interna asociada a: la operación, las aptitudes y la antigüedad.
- 3) La flexibilidad externa tanto ofensiva como defensiva
- 4) La respuesta a contingencias

Los aspectos financieros aparecen en la operación (margen, rotación de activos, endeudamiento, capital en giro) y en la respuesta a contingencias (liquidez, endeudamiento, proporción de los activos corrientes sobre la inversión total) (Ansoff, 1965, 53-58). Si quisieramos integrar este razonamiento con nuestro enfoque de la función financiera deberíamos adicionar por lo menos:

- la utilidad efectiva deducidos los costos inflacionarios

- la productividad financiera vinculada con la eficiencia interna
- la viabilidad financiera vinculada con la flexibilidad externa y la respuesta a contingencias
- el conjunto de riesgos financieros ponderando los tres aspectos anteriores

3.2.2 Factores externos: son las variables no controlables típicas de la decisión estratégica:

- 1) Situación política: depende de la interacción de los grupos sociales, de sus ideologías y de su poder y recursos. Deben preverse las coincidencias y conflictos potenciales teniendo en cuenta estos elementos de juicio.
- 2) Situación económica: el estudio de su evolución puede basarse en modelos macroeconómicos y econométricos. A las empresas interesan particularmente:
 - El contexto económico general: evolución del ciclo económico
 - El contexto financiero: la inflación y el comportamiento de las variables fuertemente asociadas a la misma
 - El contexto económico específico:
 - . La estructura competitiva de los mercados
 - . La tendencia y estacionalidad de la demanda de sus productos
- 3) Evolución tecnológica: anticipable con diversos métodos

Los sistemas de información y la computación son un caso particular y significativo que hace a la organización de las instituciones.

También puede agregarse el régimen jurídico susceptible de extrapolación en cuanto a un reducido número de dimensiones.

La prioridad de los distintos factores depende del tipo de institución: sus objetivos, dimensión y proyección. Así por ejemplo cuanto más grande e internacional sea una empresa mayor puede ser el interés comparativo destinado a la política y menor el asignado a otros elementos de los contextos.

3.2.3 Recursos: son las variables controlables de la matriz de decisión estratégica. Pueden evaluarse mediante el "perfil competitivo" de Ansoff (97) que vincula las áreas con los recursos. Evaluando cada intersección se pueden detectar puntos orientativos para la formulación de estrategias alternativas en términos del llamado "vector de crecimiento" ("mercados/productos": actuales y nuevos).

Entre los recursos se incluyen los organizativos además de los monetarios, físicos y humanos. Las áreas pueden ser reemplazadas por el más adecuado

concepto de funciones.

3.2.4 Decisiones estratégicas: presentan una situación de incertidumbre a la que debe aplicarse algún criterio para elegir estrategias alternativas frente al comportamiento de variables no controlables a las que no se puede asignar probabilidades. Los principales criterios aplicables son:

- El conservador: orientado exclusivamente a minimizar el riesgo de pérdidas significativas ("minimax"). Se opone frontalmente al crecimiento pudiendo llegar a afectar por esa vía a la subsistencia según sean las características del contexto.
- El optimista: orientado a optimizar los beneficios a costa de los riesgos ("maximax"). Implica una posición desequilibrada y de alto riesgo frente a los contextos turbulentos.
- El criterio ecléctico: consistente en:
 - 1) Eliminar los riesgos inaceptables: descartando aquellas estrategias que conducen a pérdidas excesivas (no soportables por la institución) cualquiera sea el hecho externo que se presente.
 - 2) Retener como mejores estrategias las de mayor esperanza matemática recurriendo para ello al criterio de Laplace (igual probabilidad a todos los hechos externos)
 - 3) Aplicar el criterio "maximax" entre las alternativas que quedan, eligiendo en consecuencia aquella que permita obtener el mejor resultado.

Este criterio ecléctico desarrollado por Wanty y Halberthal (144) es el que mejor parece adecuarse, tanto al nivel teórico como en función de las experiencias recogidas, a la obtención de resultados destacados sin caer en riesgos excesivos. En nuestro caso al reformular el campo de los objetivos viables para la Función Financiera en el contexto argentino (punto 2.5.3.2), hemos planteado hipótesis de trabajo acordes con este criterio o con el criterio conservador, descartando la persecución de los máximos beneficios a costa de riesgos excesivos.

3.2.5 El ingrediente metodológico: se parte de la concepción "ecológica" de la institución que le asigna fuerte interdependencia respecto de sus contextos y, por consiguiente, prioriza la información de "inteligencia" que hace a los mismos y a los competidores. Comprende:

- El análisis de la situación actual: tendiente a detectar las fortalezas y debilidades de la institución frente a sus contextos actuales, y las opor

tunidades y amenazas en relación con los cambios que puedan operarse en dichos contextos, tanto los generales (político o económico) como los específicos (comercial o financiero).

Vinculando el objetivo estratégico con la situación actual se obtiene una síntesis denominada generalmente: diagnóstico.

- La definición o formulación de la estrategia: se agregan al diagnóstico las asunciones y premisas necesarias para completar el marco de la definición y se trazan los escenarios sobre las distintas situaciones probables. En consecuencia se formulan las hipótesis sobre las distintas decisiones que pueden configurar la estrategia.

Finalmente se elige la estrategia que será adoptada bajo la forma de vectores o metas para cada aspecto del objetivo estratégico, a lo que se agregan los lineamientos básicos o políticas elegidas para conseguir dichas metas o vectores.

- Los escenarios son proyecciones subjetivas de las situaciones posibles que la institución deberá enfrentar. La definición de escenarios no formula respuestas sino, por el contrario, trata de formular las preguntas adecuadas.
- Las estrategias no son definiciones analíticas ni objetivas sino solamente hipótesis sobre situaciones y sobre las respuestas a las mismas. Las soluciones previstas en la estrategia deben estar estructuradas en forma tal que puedan ser controladas para adaptar en término las que se confirman y descartar las que no corresponden a la situación real.

3.3 Consideraciones sobre el enfoque estratégico

La ecuación estrategia/tiempo admite muchas facetas en su análisis: los planes de largo plazo tienden muchas veces a ser más operacionales que estratégicos. De allí que algunos consideren la estrategia más como un asunto de dirección que como un problema de tiempo o alcance.

Además las decisiones de corto plazo pueden ser estratégicas si bien su significado como tales pueda no ser detectado inicialmente.

Las decisiones estratégicas tienden entonces a caracterizarse más por sus implicancias en cuanto a intensidad e irreversibilidad que por su correlación con el tiempo. Aquí aparece otra vez la fuerte asociación con la viabilidad financiera en los marcos de alta turbulencia.

Podría decirse entonces que las decisiones estratégicas son aquellas que en función de la intensidad e irreversibilidad de sus implicancias pueden cambiar el destino y/o la dirección del negocio o actividad.

No es indispensable que exista planeamiento para que exista estrategia, ni tampoco es indispensable que esta última se formalice. La estrategia es una concepción o enfoque mientras que el planeamiento estratégico (adaptativo) es el método racional para administrar estrategias previamente definidas.

Pero también una estrategia puede materializarse directamente mediante las decisiones de gestión sin pasar por las de planeamiento. De alguna forma puede interpretarse la "estrategia competitiva" como sosteniendo esta posición.

A la inversa, el planeamiento sin definición estratégica previa, carece de bases y tiende a convertirse en una minuciosa proyección de detalles que, en contextos altamente inestables, suelen carecer de toda utilidad.

Asimismo comenzar por el planeamiento sin haber definido la estrategia puede llevar a definiciones estratégicas implícitas por simple adición de planes, lo que vulnera la misma concepción estratégica.

El pensamiento estratégico debe necesariamente preceder a la planificación y estar articulado sin dependencias instrumentales respecto de la misma.

Los paradigmas alternativos frente a las estrategias altamente estructuradas (planeamiento estratégico) o no estructuradas (estrategia competitiva) son el control estratégico y la administración estratégica.

El primero intenta compatibilizar los dos modelos: estructurado y de estímulo-respuesta, fijando un horizonte estratégico y limitando la planificación hasta llegar al posicionamiento en el mismo.

La administración estratégica adiciona al planeamiento un sistema de administración de cuestiones estratégicas (SACE) orientado a respuestas en tiempo real.

Cuanto más inestable es el contexto más necesario es disponer de estrategia. Planificar en la inestabilidad es más difícil pero también más indispensable. Parece conveniente iniciar estos enfoques en las épocas comparativamente más estables a fin de poder usarlos intensivamente cuando las situaciones se hacen más complejas.

La estrategia debe estar basada en previsiones y no en proyecciones aunque estas últimas puedan ser un elemento de apoyo. Lo que interesa prever son los puntos de inflexión mucho más que los valores absolutos que asumirán las variables. La información fundamental es la que se refiere a la previsión de los contextos: cambios económicos, ambientales, sociopolíticos y tecnológicos.

Los recursos humanos son el factor más importante de una administración

moderna pero deben tenerse en cuenta aspectos como los siguientes:

- La mayoría de los gerentes asciende mediante éxitos en el plano operacional pero sin haber sido preparados para pensar estratégicamente. Al respecto no son ayudas efectivas ni las herramientas ni la intuición o "instinto". Lo que vale es una educación metodológica sobre la forma de pensar (enfoque de los problemas y las decisiones) y una formación interdisciplinaria integrada.
- El famoso aserto empírico: "el hombre correcto para el puesto correcto" vulnera la dinámica de las instituciones actuales con estructuras sujetas a frecuentes cambios. Además limita la posibilidad de formación integral de los hombres a través de su tránsito por distintas funciones.

Las definiciones estratégicas corresponden al nivel político (alta dirección) de la institución. Los planes asociados a la estrategia corresponden en cambio al nivel gerencial o de dirección. Consecuentemente cuanto menos definida esté la estrategia más deberá intervenir la alta dirección en las decisiones gerenciales. Cuanto más se carezca de planes más comprometida estará la gerencia con las cotidianas decisiones de gestión hasta llegar a una identificación entre ambas.

Pero al mismo tiempo debe tenerse en cuenta que en contextos de alta turbulencia la esencia de la concepción estratégica reside en reconocer los aspectos estratégicos de los problemas y decisiones cotidianos, integrándolos de inmediato al método de análisis estratégico en aplicación.

3.4 Alternativas metodológicas para la implementación del enfoque estratégico

3.4.1 El enfoque estructurado: Estrategia y planeamiento estratégico

Los planes estratégicos tienen según Ackoff (pag. 16) una caracterización basada en:

- Su identificación con los objetivos y metas de la alta dirección
- Sus efectos: en cuanto a alcance, intensidad e irreversibilidad
- Su perspectiva: en cuanto al número de funciones involucradas

Por lo tanto sólo podrían identificarse dos niveles estratégicos:

- La unidad estratégica; por ejemplo: la empresa como conjunto de negocios
- La subunidad estratégica; por ejemplo: una división de la empresa compuesta por una línea de productos referidos a un mismo mercado. Las distintas funciones tienen cabida dentro de cada una de las subunidades estratégicas.

Las funciones, por el contrario, no dan origen a estrategias desde el momento en que la presencia de estas últimas requiere del concierto interfun-

cional. A nivel de cada función hay aspectos estratégicos que se integran en la estrategia de la institución o subunidad, así como planes estratégicos funcionales que tienen como común denominador y concepto rector a la estrategia de la unidad o subunidad correspondiente.

Si vinculamos este planteo con las estructuras de las instituciones observaremos que las áreas organizativas pueden tener:

- Estrategia: si el área corresponde a una subunidad estratégica
- Plan estratégico dependiente de la estrategia de la institución: si se trata de un área funcional.

También cabe mencionar las siguientes ideas acerca del planeamiento estratégico:

- Se lo compara con una partida de ajedrez: en cada movimiento no hay que tener en cuenta solamente el próximo sino una secuencia completa
- Se lo asimila a la voluntad de ganar llevando al competidor fuera del negocio y arribando a una importante participación en el mercado.
- La estrategia sobre la que se basan los planes debiera contemplar no sólo el tradicional análisis de competidores y factores de mercado, sino también los mercados financieros que pueden afectar significativamente los costos financieros. Las estrategias debieran ser "paquetes integrados"

Volveremos sobre este tema al tratar los elementos para la concepción y elaboración de los modelos financieros. (Cap. 5.6)

3.4.2 La estrategia competitiva

Para esta concepción el planeamiento estratégico aparece como algo muy formal y estructurado, incompatible con entornos de alta turbulencia.

Por el contrario la estrategia se concibe como un proceso de creación e innovación permanentes en un marco conceptual poco estructurado y altamente dinámico. La estrategia competitiva es un enfoque que se basa en la interrelación de la empresa con el sector económico o mercado a que pertenece. Al respecto Porter (24) ha perfilado un esquema que permite el análisis de cada sector industrial o de negocios, evaluando cinco fuerzas fundamentales:

- las de los competidores actuales
- las de los clientes o compradores
- las de los proveedores
- la amenaza de posibles sustitutos del producto
- los posibles nuevos competidores

Adicionalmente considera las llamadas "barreras" para salir y entrar en el

sector industrial.

El enfoque de Porter es claramente unilateral al considerar que la estrategia de una institución se identifica exclusivamente con la función comercial.

Además enfatiza la oferta sin valorizar adecuadamente las características de la demanda.

Levy intenta subsanar esta última limitación definiendo la estrategia competitiva como aquella orientada al conflicto que inevitablemente se produce en todo mercado. Considera decisiones estratégicas básicas las que hacen a la mezcla de productos y a sus respectivos posicionamientos. Su concepción es semiológica y estructuralista: rechaza la noción "fabril" de productos reemplazándola por los posicionamientos definidos como las decodificaciones de los productos realizadas por los mercados. En esta concepción la diferenciación de un posicionamiento sólo tiene lugar en el campo simbólico del consumidor y es exclusivamente en dicho campo donde nace y se resuelve el conflicto competitivo. La decisión estratégica fundamental sería aquella que define en que conflictos asignar recursos.

El enfoque de Levy permite cubrir los aspectos débiles del esquema de Porter, fundamentalmente en lo que hace al estudio de la estrategia desde la perspectiva de la demanda. Pero sigue siendo un enfoque exclusivamente comercial de la estrategia que ignora los importantísimos impactos de las restantes funciones en la definición de los objetivos y de las políticas institucionales.

Tanto Porter como Levy circunscriben el estudio de los factores estratégicos relevantes al sector industrial o mercado en que se halla inserta la empresa. Los ingredientes estratégicos derivados del impacto que los contextos no comerciales ejercen sobre la institución, ya sea en forma directa o indirectamente a través de su efecto en el contexto comercial, no son adecuadamente reconocidos en este enfoque.

Pese a su significativa parcialidad la estrategia competitiva ha aportado elementos valiosos como la noción de que la estrategia es permanentemente provisoria y superable en un círculo continuo de prueba y error (aprendizaje).

La idea de un "período de planeamiento" autosuficiente, característica del planeamiento estratégico, ha quedado claramente superada en la estrategia competitiva.

1. El control estratégico: Ruelfli y Sarrazin plantean este paradigma refiriéndolo al desarrollo de las corporaciones en circunstancias ambiguas.

Se sintetizan a continuación los principales elementos de este enfoque:

- El marco externo de la institución caracterizado por:
 - . Entorno incierto: grupos de interés público, intervención gubernamental, rápido cambio tecnológico, falta de información confiable.
 - . Consecuentemente: baja influencia de la institución sobre sus contextos y carácter ambiguo de los mismos.
- El marco interno de la institución caracterizado por:
 - . La dispersión en la toma de decisiones estratégicas
 - . El conflicto de los objetivos de largo alcance
- Los paradigmas existentes:
 - . Planificación racional: dominación, incertidumbre controlada, largo plazo, centralización.
 - . Incrementación: reacción, planificación sumergida, corto plazo, descentralización.
- El paradigma propuesto (control estratégico) definido por:
 - . Síntesis de los otros paradigmas: negociación, plazos largo y corto, descentralización controlada.
 - . Las estrategias no sólo se formulan sino que también se negocian con los grupos externos. Las decisiones estratégicas se concretan a través de un proceso de negociación con el entorno.
- La ambigüedad no puede ser superada definitivamente sino más bien debe permitírsele que se elimine por sí misma, mientras la institución se adapta a la ambigüedad mediante ajustes satisfactorios y reiterados.

Un resultado básico de este enfoque es la concepción de la estrategia como un proceso adaptativo, en el cuál debe preservarse tanto como sea posible la flexibilidad del desarrollo de las instituciones en términos del número de alternativas viables. El vector "viabilidad financiera" desarrollado en nuestro enfoque, muestra una total compatibilidad con esta concepción del control estratégico.

El control estratégico puede considerarse como un modelo que intenta sintetizar una planificación racional normativa con una incrementación disjunta, tratando de convertirse en un paradigma más general que los anteriores y postulando un aspecto eminentemente adaptable de la institución.

Mecánica del control estratégico:

- Fraccionamiento del modelo de decisiones en sucesivos cometidos de corto plazo y en ajustes periódicos para dinamizar objetivos en con-

flicto.

- División del horizonte decisorio en función del grado de confiabilidad de la información disponible
- Debe empezarse por seleccionar las "dimensiones del desarrollo".
- Definición de una "perspectiva de desarrollo" como una serie de objetivos intermedios no confusos considerando los objetivos y restricciones confusos de largo plazo. La "perspectiva de desarrollo" es una construcción n-dimensional a través de la cual la institución tiene que ser guiada para estar en posición de alcanzar sus objetivos de largo plazo.
- Para los primeros períodos (hasta los objetivos intermedios): el proceso de planificación tiene una mecánica similar a la de los modelos clásicos normativos.
- Deben distinguirse cuatro tipos de decisiones:
 - . Control de gestión: control de los plazos cortos en las situaciones planificadas.
 - . Centros no identificables de decisiones estratégicas
 - . Conducción principal aproximada a la planificación estratégica
 - . Sistema de control estratégico: tendiente a manejar el efecto de las fuerzas internas y externas que repercuten sobre la institución, en situaciones ambiguas, hasta un punto que asegure el desarrollo de la institución a tono con sus objetivos de largo plazo. Procede por adaptación mediante ajustes satisfactorios (no óptimos) y reiterados.

2. La administración estratégica

Se apoya en una línea de pensamiento creativo que trata de sintetizar el pensamiento analítico de alto grado de evaluación característico del planeamiento, con el pensamiento intuitivo basado en la generación de ideas sin restricciones.

Trata de responder a un cambio que más allá de ser intenso y discontinuo tiende a ser prácticamente "inesperado". Constituye una concepción cultural integral que incorpora dentro de sí al planeamiento estratégico.

La idea central es que el plan debe estar sometido a reanálisis permanente en función de los cambios en los contextos y tan pronto como éstos puedan ser detectados. Pero esto no implica que el plan deba ser rehecho continuamente, sino complementado con un sistema apto para captar las llamadas "señales débiles" del contexto y someterlas a tratamiento

decisorio.

Deben tenerse en cuenta fundamentalmente:

- Los efectos probables de los cambios: en términos de la relevancia e intensidad que les son asignables.
- La urgencia: en términos de relación entre la velocidad de respuesta requerida por los nuevos hechos externos y el tiempo requerido para el ensamble de los mismos dentro de los planes

Según Ansoff (1980) este enfoque permite regular el número de cuestiones a tratar con los escasos recursos disponibles, pero manteniendo al mismo tiempo un adecuado control sobre la lista completa de problemas.

El SACE (sistema de administración de cuestiones estratégicas) cubre una falencia del planeamiento periódico pero no lo reemplaza sino que lo complementa. El planeamiento periódico sirve para especificar los rubros principales y asegurar la coherencia entra las diferentes partes de la organización. El SACE sirve para responder en término a los desvíos que puedan producirse debido a nuevas oportunidades/amenazas y fuerzas/debilidades.

El SACE implica el "monitoreo" constante de los acontecimientos o sea su seguimiento en tiempo real, buscando siempre dirigir la innovación en forma de minimizar riesgos y mejorar el aprovechamiento de las oportunidades.

Serra y Moreno señalan que la diferencia entre planeamiento estratégico y administración estratégica no se basa en la sofisticación de los planes sino en la profundidad con que los mismos están inmersos en toda la organización y ligados a la toma de decisiones operativas.

Administrar estratégicamente implica que la estrategia guíe todos los pasos de la institución y en función de ella se adecúen todos los procesos administrativos e incluso la estructura organizativa.

La administración estratégica destaca fundamentalmente:

- El "efecto turbulencia" y su tratamiento mediante los "escenarios".
- Los mercados decrecientes: con la consecuente valorización de la supervivencia como objetivo y la estrategia competitiva como técnica.

La estrategia ya no es solamente anticipatoria (como en el planeamiento a largo plazo y la dirección por objetivos) o explorativa (como el planeamiento estratégico) sino creativa, es decir generadora de innovación, y administrada en "tiempo real" con el apoyo de las herramientas computacionales.

Siguiendo las ideas de Ansoff se trata de sintetizar en el siguiente cua-

dro las relaciones entre la evolución de :

- La turbulencia; definida por:
 - . Su intensidad o nivel
 - . La familiaridad de los eventos
 - . La rapidez del cambio
 - . La visibilidad del futuro
- Las estrategias posibles
- Los sistemas de administración general:
 - . Desde el consenso hasta la negociación
 - . Desde las señales "fuertes" hasta las "débiles"

Cuadro 3.1

RELACIONES ENTRE TURBULENCIA, ESTRATEGIA Y ADMINISTRACION

Etapa/ Concepto	Turbulencia	Estrategias	Sistemas de Administración
			General
Primera	Repetitiva (1900)	Estables	Control
Segunda	Expansiva (1940)	Reactivas	Planeamiento a largo plazo (proyecciones)
Tercera	Cambiante (1960)	Anticipatorias	Idem más D.P.O.
Cuarta	Discontinua (1970)	Exploratorias	Planeamiento estratégico (ciclo periódico)
Quinta	Inesperada (1980?)	Creativas	Administración estratégica: Planeam. estrat. más SACE

Puede apreciarse un desfase notable en los países no desarrollados entre el nivel de turbulencia observado y las estrategias y sistemas aplicados en la mayoría de sus instituciones.

En nuestra opinión este desfase identifica un déficit básico para el éxito de las instituciones y por consecuencia para el crecimiento y desarrollo de los países.

El cuadro anterior puede ser completado vinculando el tipo de crecimiento económico característico de cada etapa con los valores predominantes en la cultura de las instituciones de la época (con particular referencia a la cultura empresarial). Así puede observarse que el crecimiento económico se acelera primero hasta ser globalmente expansivo, luego pasa a ser globalmente limitado y finalmente se transforma en recesivo pero con diferencia sectorial.

La economía va perdiendo su comportamiento global homogéneo: en los estados actuales de recesión conviven una mayoría de sectores estancados o en decrecimiento con algunos pujantes y en expansión.

Paralelamente la cultura empresaria va pasando del predominio de la intuición al de la eficiencia. Luego aparece la idea de adaptación no sólo de los recursos y habilidades sino también de los mismos objetivos, metas o vectores y políticas de la institución. La búsqueda de la eficiencia significó la consideración de la administración como disciplina científica superando la etapa puramente intuitiva de los "capitanes de la industria". La noción actual de adaptación busca revalorizar la creatividad integrándola con los métodos incorporados en la "etapa científica".

En cuanto a la evolución desde el planeamiento estratégico hacia la administración estratégica cabe notar que las definiciones y planes característicos de la primera etapa del planeamiento estratégico se dan sólo a nivel institución, mientras que en los años actuales tiende a pensarse en términos de definiciones integradas a nivel de institución y a nivel de cada una de las subunidades estratégicas que la componen. Así por ejemplo en una empresa organizada divisionalmente puede hablarse de definiciones estratégicas para la empresa y para cada una de las divisiones y de planes estratégicos para cada una de las funciones.

3.5 Roles estratégicos de la organización y la administración

Las características de la organización, tanto en lo referido a sus aspectos culturales y de recursos humanos como en lo atinente a la estructura organizacional y los sistemas de información, configuran aspectos básicos de la definición estratégica al mismo tiempo que condicionantes de la misma. El carácter condicionante es más intenso en la medida en que menor sea el horizonte considerado. Algo análogo puede decirse en relación a las técnicas de administración que hacen fundamentalmente a la planificación y el control de la institución.

El componente cultural tiene gran relevancia en la capacidad de una institución para definir y alcanzar sus objetivos y para aplicar determinadas estructuras y sistemas. El cambio cultural debe acompañar a los demás componentes de la estrategia a definir, enfatizando el logro de ideas y enfoques compartidos en los distintos sectores y niveles de la institución.

La estructura organizativa se identifica inmediatamente con la estrategia elegida. Actúa como una fuerza pero al mismo tiempo como una restricción sobre el campo de las definiciones estratégicas posibles. Así por ejemplo el

lanzamiento de nuevas actividades puede ser incompatible con una estructura exclusivamente funcional apta para manejar actividades tradicionales y muy decantadas. Las opciones pueden estar en pasar directamente a una estructura divisional o bien mantener la funcional pero incorporando como unidad independiente la conducción del proyecto.

Ya hemos destacado la importancia estratégica de definir cuáles son los recursos humanos requeridos para llevar adelante las distintas facetas de la estrategia. Esto lleva inmediatamente a plantear un "mix" adecuado entre capacitación interna y selección externa. En el primer caso debe enfatizarse la formación integrada a través del planeamiento de carreras, la rotación de funciones y la educación metodológica dirigida al análisis de problemas y la toma de decisiones.

Los aspectos humanos son la clave de los retornos del planeamiento. Las estrategias impuestas jerárquicamente o aquellas que requieren un proceso muy formal y estandarizado tienden a "ahogar" el desarrollo de los recursos humanos. Una estrategia brillante que no puede "ganar el corazón" de la gente que debe implementarla no es suficientemente buena. La participación organizada, la generación de consenso y el acercamiento interdisciplinado por encima de las especialidades profesionales, parecen constituirse en aspectos fundamentales de la definición e implementación estratégicas. Se requiere formar innovadores lo suficientemente flexibles como para saltar las vallas interdisciplinarias con espontaneidad.

En lo que hace a la administración cabe destacar el rol de la planificación en cuanto a su función en la asignación de recursos y, al mismo tiempo, como interfaz entre la estrategia y las restantes técnicas de administración. El común denominador financiero de los distintos planes se articula en el presupuesto: una herramienta fundamental para evaluar alternativas en la asignación de recursos. El control de gestión permite seguir los ciclos menores de planeamiento y debe ser completado, según el enfoque de la administración estratégica, por un sistema de monitoreo en tiempo real. También puede destacarse un sistema de administración de recursos humanos que brinde incentivos al desempeño equilibrando los resultados inmediatos con los de largo plazo.

4 - ESTRUCTURA CONCEPTUAL DE LA FUNCION FINANCIERA

4.1 Introducción. Grupos de variables componentes

4.1.1 Planeamiento y estructura conceptual

La definición de la estructura conceptual de una disciplina vinculada al proceso decisorio supone identificar las variables relevantes y las relaciones que las articulan entre sí. Pero al mismo tiempo el estudio de una función como la financiera no puede desvincularse del proceso de planificación institucional que sirve de base para el desempeño de la misma. Debe insistirse que la planificación útil es la basada en la idea de "discontinuidad"; considerando las proyecciones del pasado sólo como elemento referencial y enfatizando las previsiones derivadas del análisis crítico y del estudio de los escenarios alternativos.

La siguiente es una enunciación de las etapas de la planificación. El punto 3. define la intersección del proceso de planeamiento con el análisis de la estructura conceptual:

- 1- Conocimiento, información e investigación
- 2- Pronóstico de las variables no controlables ("escenarios")
- 3- Incorporación y articulación de variables a la estructura lógico - conceptual de los problemas a resolver.
- 4- Cuantificación
- 5- Análisis de sensibilidad
- 6- Elección del plan

El presente capítulo se ocupa de bosquejar los elementos de juicio necesarios para la etapa 3., abriendo el camino para analizar los ingredientes financieros de la estrategia y desarrollar el planeamiento financiero, así como para efectuar una revisión crítica de los conceptos básicos vigentes sobre la función financiera.

4.1.2 Elementos de juicio para encarar la definición de la estructura conceptual

La factorización de las variables implicadas en la función financiera debe efectuarse en función de su naturaleza y propiedades financieras y no en base a una clasificación contable. A su vez a cada variable financiera deben, asignarse propiedades que permitan vincularla con los vectores financieros y articularla en las decisiones correspondientes.

Las distintas variables definidas deben estar intervenculadas por un esquema de relaciones que les de coherencia interna y que, a la vez, facilite su vinculación con las restantes disciplinas. Considerando en particular las decisiones referidas a: inversión, financiación y retención/distribución

de utilidades, cabe notar:

- La necesidad de enfatizar la interdependencia entre estas decisiones sobre la base de sus aspectos financieros comunes.
- La necesidad de deslindar el alcance de la función financiera respecto de las mismas, reconociendo la participación de las restantes funciones. O sea destacar las vinculaciones entre los aspectos financieros y operativos que convergen en cada una de estas decisiones.
- El enfoque global o alternativo del capital de trabajo como una sola entidad con propiedades financieras derivadas de su estructura y que permiten vincularla con los vectores financieros. El capital de trabajo debe ser considerado como un subconjunto de la estructura patrimonial con efectos impulsores y a la vez limitantes sobre la función financiera.

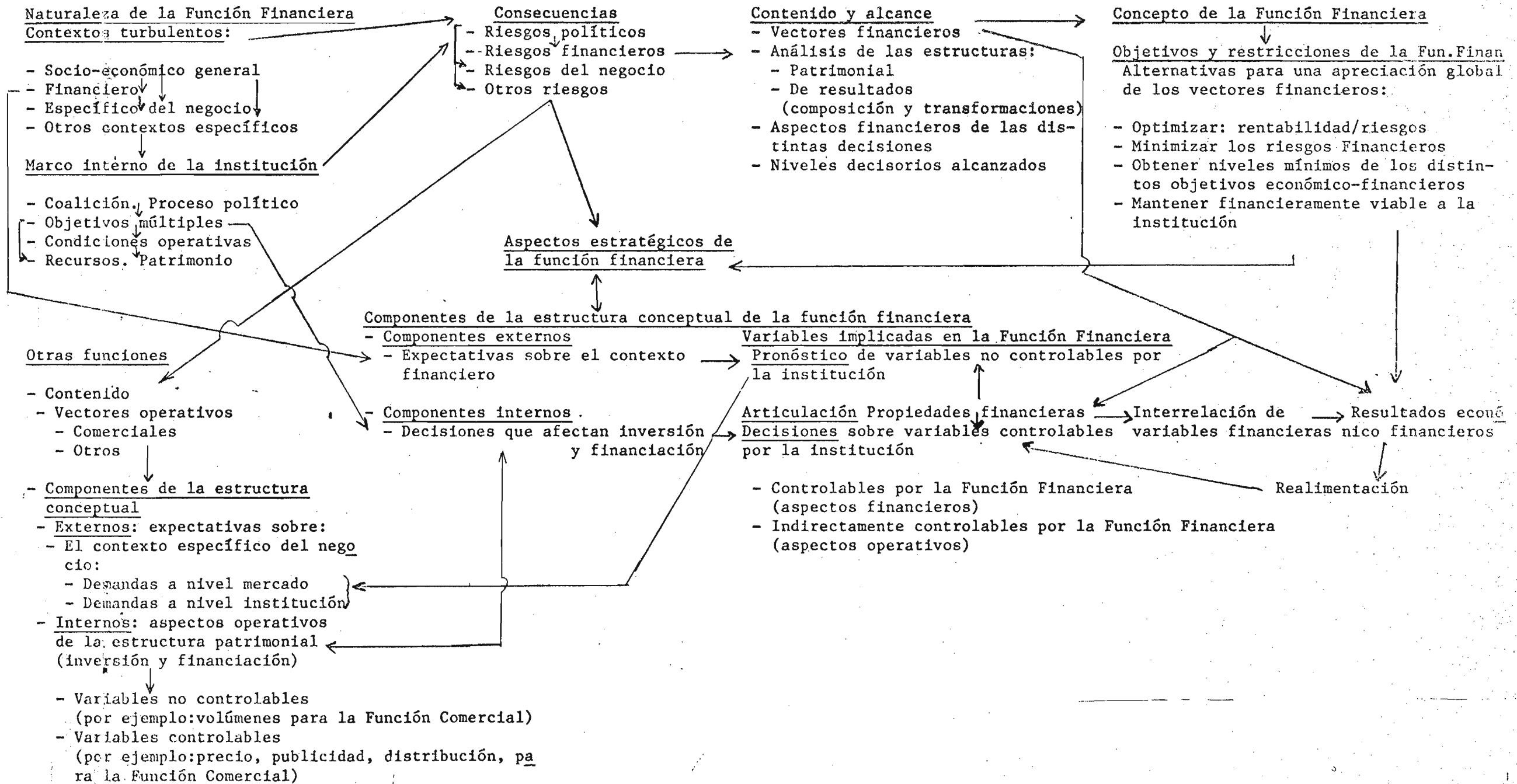
4.1.3 Ubicación de la estructura conceptual de la función financiera en relación con la propuesta de reformulación.

Un análisis de la estructura decisoria de la función financiera debe contemplar los siguientes antecedentes:

- La naturaleza de la función financiera y sus consecuencias.
- El contenido y alcance de la función y los objetivos y restricciones que le son asignables.
- La definición de los aspectos estratégicos de la función financiera (tema que desarrollaremos en el capítulo 5.5 para el contexto argentino sobre la base del enfoque estratégico ya bosquejado).
- El contenido y los componentes de la estructura conceptual de cada una de las restantes funciones, articulados sobre una base coherente con la propuesta para la función financiera.

Estas relaciones se sintetizan en el Diagrama 4.1

UBICACION DE LA ESTRUCTURA CONCEPTUAL DE LA FUNCION FINANCIERA EN RELACION CON LA PROPUESTA DE REFORMULACION DE LA MISMA



4.1.4 La función financiera en relación con el tratamiento de las condiciones operativas y el análisis de las estructuras patrimonial y de resultados

Debe establecerse la diferenciación de los componentes patrimoniales desde el punto de vista operativo: toda institución requiere para su desenvolvimiento ciertas inversiones, cuyo monto y composición derivan del tipo de actividad y del contexto correspondiente. Así por ejemplo los niveles absolutos y relativo de los activos corrientes y de los bienes de uso pueden variar considerablemente entre distintas actividades, considerando siempre los niveles de aspiración insertos en los objetivos de la institución. Otro tanto ocurre con la estructura de financiación cuyo nivel total es función de las inversiones. Recíprocamente el nivel de inversiones se encuentra condicionado por la capacidad de financiación disponible.

Pueden estimarse entonces monetariamente los límites o rangos operativos del patrimonio, los que también pueden interpretarse como la expresión financiera de los aspectos operativos.

Generalmente los límites operativos del patrimonio se definen como:

- Mínimos de cada rubro del activo operativo
- Máximos de cada rubro del pasivo operativo

de allí que la función financiera se oriente principalmente a evaluar:

- El agregado de activos (operativos o no)
- La reducción de los pasivos operativos
- El agregado de pasivos no operativos

Existen dos grupos de razones por las que la estructura patrimonial real puede mostrar divergencias significativas con la resultante operativa:

- Los resultados reales con expresión monetaria que se van incorporando al patrimonio.
- Los vectores financieros que impactan la regulación del patrimonio:

Por ejemplo: minimización de los riesgos por inflación o devaluación.

La Función Financiera aúna el análisis de las estructuras patrimonial y de resultados y de las condiciones operativas con los objetivos de la institución para realimentar y "cerrar" la definición de los vectores financieros.

Los objetivos son interpretados y procesados para traducirlos en términos económico-financieros e incorporarlos como reguladores (monitores) del proceso decisorio.

A su vez los resultados económico-financieros previstos y reales son realimentados a la coalición, para la reelaboración y control de los objetivos de la misma en general y de los vectores financieros en particular.

El estudio de las condiciones operativas y de las estructuras patrimonial

y de resultados comprende:

- a) La detección y definición de las condiciones operativas de la institución y de su impacto en las estructuras patrimonial y de resultados.
- b) La medición de los límites operativos de la estructura patrimonial. Aquí se originan las variables parcial o indirectamente controlables por la Función Financiera (por ejemplo: nivel de stocks), que también pueden definirse como la suma de una variable no controlable por la Función Financiera u operativa (nivel operativo de stocks) y de una variable controlable por la Función Financiera (inversión adicional en stocks).
- c) El estudio de la estructura de resultados (flujo de fondos) incluyendo:
 - Los riesgos financieros que hacen al logro de los resultados (volatilidad; vulnerabilidad)
 - Los costos financieros tradicionales (interés) y no tradicionales (corrección monetaria sobre activos y pasivos monetarios) que componen los resultados
 - La medición de los límites operativos de la estructura de resultados
- d) La determinación de las relaciones entre estructura de resultados y estructura patrimonial.
- e) Como resultado de los puntos anteriores derivan:
 - Los elementos de juicio necesarios para concretar la especificación de los vectores financieros.
 - Los cambios a introducir y/o inducir en la estructura patrimonial para mejorar el nivel y estructura de los resultados esperados y disminuir los riesgos financieros, por ejemplo: para optimizar la relación: rentabilidad/riesgos.

En cuanto a la definición de los riesgos financieros, del negocio, etc. debe destacarse que los mismos surgen del impacto de los contextos en el marco interno de la institución, constituido por los objetivos y las estructuras patrimonial y de resultados. Es el impacto probable de las variables macroeconómicas sobre dichas estructuras el que genera los probables riesgos que pueden recaer sobre la institución. La definición y ponderación de lo que significa cada riesgo siempre debe efectuarse en función de los objetivos de la institución.

La interrelación entre resultados operativos y financieros pueden ejemplificarse examinando la influencia de la gestión comercial en la financiera, a través de las políticas de plazos de venta y compra.

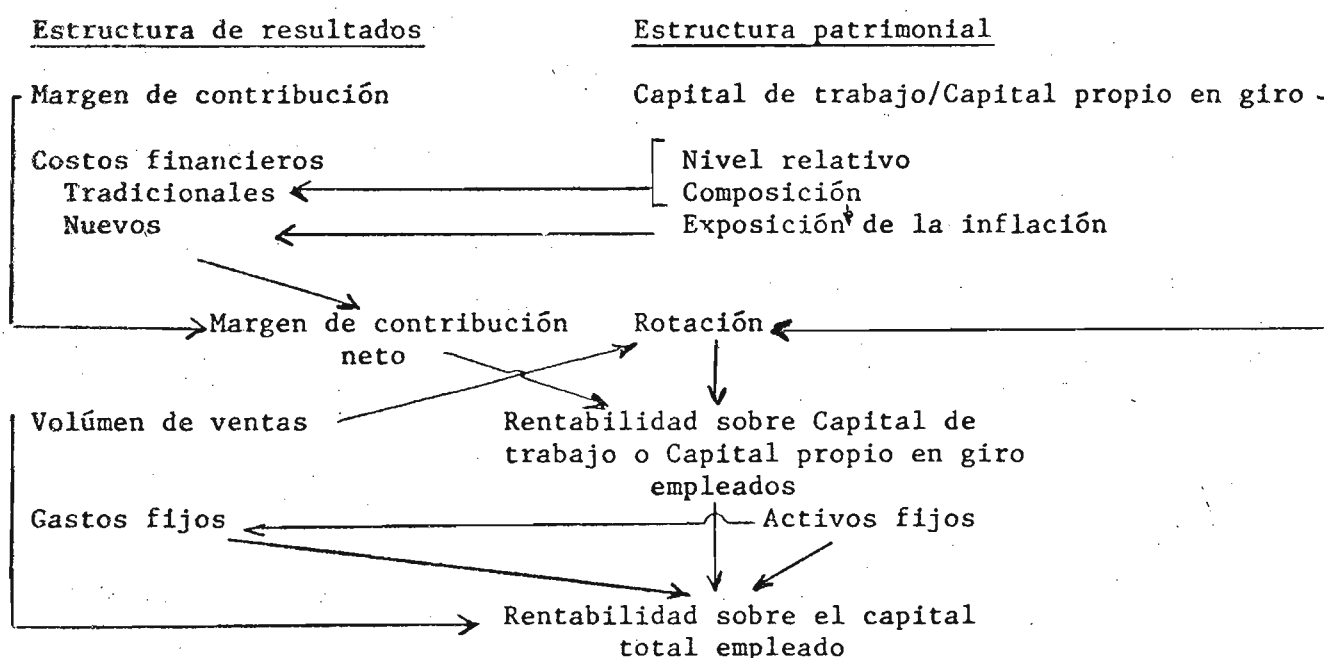
- No conviene financieramente otorgar descuentos por pronto pago que excedan el costo alternativo de financiación. Siempre desde el punto de vista financiero el límite estaría dado por la necesidad de reducir el giro con menor riesgo por incobrables.

- Conviene pagar anticipado a los proveedores para obtener descuentos cuando la tasa de éstos supera el costo de financiación alternativo (generalmente bancario). El límite financiero está dado por las restricciones de liquidez.

Una interpretación errónea de los presentes factores puede llevar a plantear en un plano exclusivamente comercial enfoques de márgenes de utilidad o volúmenes de actividad, cuando el problema reside en los efectos de las políticas comerciales de plazos sobre los resultados financieros.

Diagrama 4.2.

RELACION ENTRE ESTRUCTURAS PATRIMONIAL Y DE RESULTADOS EN LO REFERIDO A RENTABILIDAD



4.1.5 Roles inmediato de la Función Financiera en relación con las estructuras patrimonial y de resultados

A nivel operativo la Función Financiera selecciona las alternativas de financiación e inversión que contribuyen al logro de los vectores financieros, actuando dentro de los límites definidos por los objetivos y las condiciones operativas de la institución. Se deduce entonces que:

- En el corto plazo la Función Financiera sólo hace al ajuste y optimización manejando muy parcialmente la dimensión y composición de inversiones y financiación, dado que los mismos vienen dados en gran parte por el fenómeno operativo y los objetivos de la institución.
- En un plazo mayor la Función Financiera hace a la orientación o direcciona

miento y a la evaluación para la definición cualitativa y cuantitativa de las inversiones y la financiación, dentro de los vectores financieros y las políticas financieras vigentes.

La Función Financiera siempre está comprometida con la viabilidad de la institución sea cual fuere el plano o plazo desde el que se la examine.

Ampliando lo indicado podemos definir que el rol inmediato de la Función Financiera en relación con las estructuras comprende:

- Ajustar el nivel y composición de los activos operativos y financieros considerando la liquidez, movilidad y exposición en función de los volúmenes actuales de actividad, así como la rentabilidad sobre el capital de trabajo neto empleado.
- Ajustar la financiación para la estructura de liquidez e inmovilizaciones existentes.

El rol mediato de la Función Financiera incluye a su vez:

- En cuanto a inmovilizaciones:
 - El dimensionamiento y orientación de la búsqueda participando en la definición de los montos y clases de inversión
 - El análisis de las financiaciones alternativas de las nuevas inversiones y/o el de la capacidad de financiación que puede estimular nuevas inversiones.
 - La evaluación de la rentabilidad de los proyectos
- En cuanto al capital de trabajo: su asignación a operaciones y a inversiones financieras definiendo específicamente:
 - Para el capital de trabajo operativo: la inversión por producto
 - Para las inversiones financieras: el tipo específico de inversión.

Ambos roles se ejercen dentro del marco de los vectores financieros y a través de la aplicación de las políticas que hacen a los orígenes y aplicaciones del flujo de fondos.

4.1.6 Grupos de variables que componen la estructura conceptual de la Función Financiera

La estructura lógica de la Función Financiera puede interpretarse en términos de:

- Componentes externos: no controlables por la institución. Hacen al contexto financiero.
- Componentes internos: controlables por la institución.

Los componentes externos: definidos por las expectativas sobre el contexto financiero que se ubica como interfaz entre el contexto económico general

y la institución. Tiene un carácter condicionante e impulsor a la vez y se inserta en la estructura decisoria a través del pronóstico de las variables no controlables por la institución.

Los componentes internos: referidos a las decisiones que afectan inversión y financiación en el sentido amplio de las mismas y destacando las interrelaciones entre ambos tipos de decisión. Los aspectos financieros de estas decisiones se insertan en la estructura decisoria de la Función Financiera a través de las variables controlables por la misma. Del análisis de las restantes funciones surgen los componentes operativos de las decisiones de inversión y financiación, que se traducen en variables controlables dentro de cierto rango por la institución pero solo parcial o indirectamente controlables por la Función Financiera (restricciones para la misma). Dentro de los componentes internos se ubica el análisis de la estructura patrimonial considerando movilidad, flexibilidad y exposición a los riesgos; de allí surgen subconjuntos tales como el capital de trabajo o el capital propio en giro.

En el caso de los componentes internos es necesario profundizar el análisis a efectos de establecer la participación de la Función Financiera en el comportamiento y determinación de las distintas variables controlables. Surgen así:

- Las variables controlables por la Función Financiera; por ejemplo el tipo de inversión financiera para los excedentes de fondos.
- Las variables sólo parcial o indirectamente controlables por la Función Financiera. Son aquellas variables que afectan aspectos económico - financieros pero que, en el corto plazo, se hallan dominadas por:
 - Las condiciones operativas de la institución y/o
 - Los objetivos derivados de la coalición política

Por ejemplo: niveles mínimos de liquidez; niveles máximos de endeudamiento y riesgos financieros; proporción de gastos fijos respecto de las ventas; etc.

Se trata de variables susceptibles de cierto control por la Función Financiera pero en forma indirecta y diferida a través del proceso político y de la obtención de resultados. También se las identifica como restricciones de la Función Financiera.

Articulación: la relación entre los componentes externos e internos se opera en la relación con las variables implicadas en la Función Financiera. Teniendo en cuenta los vectores financieros pueden definirse y asignarse propiedades financieras tanto para las variables controlables como para las

no controlables por la institución. La interrelación de las variables financieras en las distintas situaciones decisorias y el pronóstico del comportamiento de las variables no controlables permiten derivar los probables resultados económico - financieros. Estos resultados deben ponderarse en función de los objetivos y restricciones de la Función Financiera y medirse por su contribución al logro de los vectores financieros. De estos resultados debe realimentarse el análisis de las variables controlables por la Función Financiera, haciéndolo extensivo en caso necesario a las restantes variables controlables por la institución. La articulación de las relaciones entre las variables no controlables, parcialmente controlables y controlables requiere introducir el concepto de operador financiero: esto es los indicadores necesarios para evaluar las alternativas de decisión respecto de las variables controlables.

Para las variables no controlables por la Función Financiera debe efectuarse el pronóstico de los valores. Para las restricciones deben cuantificarse los valores probables. Para las variables controlables deben efectuarse los cálculos de su incidencia en los resultados en función de los pronósticos de las variables no controlables y la cuantificación de las restricciones. El análisis de los distintos resultados permitirá elegir el valor más adecuado para las variables controlables.

4.2 Análisis de los componentes de la estructura conceptual. El contexto financiero.

Los criterios para la subdivisión y análisis de los distintos contextos así como para la ubicación específica del contexto financiero ya han sido introducidos en el Capítulo 2.1.1, al tratar el marco externo real de las instituciones en contextos turbulentos. Sin embargo algunos conceptos requieren un mayor desarrollo para poder definir con razonable precisión la estructura conceptual de la Función Financiera.

En primer lugar debe enfatizarse que el contexto financiero además de ejercer un impacto directo sobre la institución vía Función Financiera también ejerce otros impactos que recaen sobre las restantes funciones. Estos impactos indirectos surgen del efecto que las variables asociadas al contexto financiero ejercen sobre los restantes contextos y, por consiguiente, sobre las restantes funciones. Así por ejemplo: las demandas a nivel mercado correspondientes a determinado sector económico no sólo responden a variables económicas "reales" tales como el precio del producto o el salario real del consumidor, sino también a variables financieras como la tasa de interés,

particularmente para los bienes de consumo durable que compiten con las inversiones financieras.

Puede entonces identificarse relaciones "horizontales" entre el contexto financiero y los contextos comerciales, tecnológicos, de recursos humanos, etc. Las variables financieras como la inflación, devaluación, tasas de interés, etc. no sólo actúan directamente sobre la Función Financiera de la institución sino que también ejercen un considerable impacto sobre los restantes contextos. De la misma forma la Función Financiera se interrelaciona con las restantes a través de los correspondientes vectores financieros. En consecuencia puede afirmarse que el contexto financiero ejerce una amplia función interfaz entre los contextos generales, tal como el económico, y la institución. El carácter amplio de dicha interfaz multiplica sus efectos como factor condicionante e impulsor.

El contexto financiero puede ser considerado como un subconjunto dentro del contexto económico, referido a variables tales como: precios de los distintos factores y niveles (agro - industria - mayoristas - minoristas - etc.), tarifas, tipo de cambio, tasa de interés, etc. Al contemplar las relaciones y evolución de las distintas variables que integran el contexto financiero, deben indentificarse las modificaciones entre los precios relativos que afectan los distintos componentes de la estructura de resultados de la institución: precios, costos directos, salarios, otros gastos fijos, etc.

Las variables que componen el contexto financiero se identifican con las políticas monetaria, crediticia y cambiaria, pero también ejercen importantes influencias sobre los denominados sectores "reales" de la economía: oferta y demanda productiva, área laboral, sector público y sector externo.

La inserción del contexto financiero en la estructura decisoria de la Función Financiera se opera a partir de la generación de las expectativas económicas que se traducen en términos del pronóstico de las variables económicas no controlables por la institución; es decir que se procesan las expectativas económicas generales para obtener el pronóstico de las variables macro relevantes. Dichas variables son a su vez incorporadas al análisis y simulación de las decisiones.

En síntesis: la Función Financiera procesa las expectativas económicas para obtener los pronósticos de las variables macro financieras y luego utiliza dichos pronósticos para analizar y simular las decisiones que afectan los distintos aspectos financieros de la institución.

Dados los pronósticos de las series macro financieras tales como:

- Inflaciones: que afectan precios, costos directos, gastos fijos, tarifas etc.
- Devaluaciones: que afectan distintas divisas y no sólo el valor del dólar.
- Tasas de interés: cobradas y pagadas para cada tipo de financiación factible, surgen dos tipos de relaciones:
 - a) Entre los valores de las distintas variables macro para un mismo período. Cabe aquí identificar la dispersión del pronóstico de cada variable en el período considerado y, consecuentemente, la dispersión del pronóstico de la relaciones entre las distintas variables para el mismo período.
 - b) Entre las series de las distintas variables macro a través de períodos sucesivos. Cabe ahora identificar las variaciones de las relaciones entre las series de variables; por ejemplo: en que momento las tasas de interés pasan de ser mayores a menores que el nivel de inflación considerado. Surge entonces la estimación del sentido y la cantidad probable de puntos de inflexión en las relaciones entre variables.

La dispersión de los pronósticos del tipo a) para los períodos inmediatos al considerado se vincula con las decisiones financieras de gestión pudiendo no llegar a afectar el planeamiento financiero.

La dispersión de los pronósticos del tipo b) para un número suficiente de períodos afecta indefectiblemente el planeamiento financiero. La existencia de puntos de inflexión en las relaciones entre las variables macro puede incluso alterar la estrategia global de la institución en la medida en que afecte sensiblemente los aspectos financieros de la misma. Así por ejemplo un cambio en las relaciones entre tasas de interés y valorización de los inventarios puede modificar el nivel conveniente de los mismos y, consistentemente, el énfasis asignado al objetivo de incrementar la participación de mercado.

Queda entonces definido que el análisis financiero, básico para el desarrollo de la Función Financiera, debería asentarse sobre buenos pronósticos de las políticas macroeconómicas gubernamentales y del comportamiento de las variables macro financieras que derivan de las mismas.

En contextos de alta inflación e inestabilidad tiende a acentuarse el grado de dificultad para el pronóstico de las variables macro, lo que a su vez actúa elevando el grado de incertidumbre sobre las relaciones entre las variables y sobre los puntos de "giro" o inflexión entre las mismas.

El grado de incertidumbre impacta a su vez en el horizonte decisorio, reduciendo la posibilidad de efectuar inmovilizaciones como las que suelen requerir muchas de las inversiones productivas.

Cabe recordar aquí diversas recomendaciones del Instituto Argentino de Ejecutivos de Finanzas acerca de la necesidad de mantener políticas económicas coherentes a lo largo del tiempo, evitando los cambios pendulares y frecuentes que reducen considerablemente el campo de las inversiones factibles.

La alta inestabilidad y las cambiantes políticas macroeconómicas también afectan sensiblemente las posibilidades de financiación.

Al respecto cabe mencionar la recomendación de 1984 del Instituto Argentino de Ejecutivos de Finanzas acerca del "Aporte del estado a un mercado de capitales para el sector privado"; cuyo punto 1 define: "Informar los datos macroeconómicos esperados y presupuestarios por períodos más extensos que el anual, que posibiliten a los operadores económicos efectuar proyecciones adecuadas". También debe destacarse aquí el estudio de E. Pendás y D. de Pendás: "De la inflación al autofinanciamiento" donde se sostiene que:

- La inflación deteriora los canales de transformación del ahorro en inversión de modo tal que aunque el ahorro aumente en una economía inflacionaria, no necesariamente se consigue aumentar la capacidad de producir más bienes.
- La dinámica misma del proceso inflacionario conduce a distorsiones en el mercado de bienes, mientras que en los mercados financieros las altas tasas de inflación dificultan su predicción, de modo tal que los rendimientos reales de los activos y pasivos financieros se tornan inciertos.

También debe mencionarse el rol de compatibilización de la Función Financiera en relación con los efectos del contexto financiero sobre las distintas funciones de la institución. Así por ejemplo: una caída en la tasa de interés del mercado puede afectar favorablemente la demanda dirigida a la empresa, generando consiguientemente mayores requerimientos de capital de trabajo en términos de inversión en la cartera de deudores. Pero paralelamente se genera la conveniencia de invertir en activos no monetarios (bienes de cambio por ejemplo) lo que también origina mayores requerimientos de capital de trabajo. Corresponde a la Función Financiera efectuar el análisis y compatibilización de ambas posibilidades en función de la rentabilidad y los restantes vectores financieros. A la función comercial corresponderá evaluar el impacto de las mayores ventas en las metas comerciales perseguidas. La decisión final lógicamente no es ni comercial ni financiera sino que se inserta en la intersección de ambas funciones.

4.3 Análisis de los componentes internos de la estructura conceptual. Interrelación entre financiación e inversión.

4.3.1 Conceptos amplios de inversión y financiación

A los efectos de nuestro razonamiento consideraremos inversión a toda aplicación patrimonial de fondos, independientemente de que los activos involucrados sean corrientes o no corrientes, operativos o no operativos. De la misma forma consideraremos financiación a toda fuente u origen de fondos ya sea que se encuentre ligada con la autogeneración (utilidades), con el endeudamiento o con la provisión de capital propio externo.

Este enfoque no elimina la clasificación en activos y pasivos corrientes y no corrientes, de suma utilidad para pautar las restricciones financieras al crecimiento de diversificación de los negocios existentes y para evaluar los impactos derivados de los fenómenos monetarios. Dentro de las inversiones y financiaciones es fundamental identificar los componentes monetarios, dedido a que los mismos se encuentran instantáneamente afectados por la inflación generando las consiguientes pérdidas o ganancias (corrección monetaria) según se trate de activos o pasivos.

4.3.2 Asociación entre financiación o inversión

Todas las decisiones que implican un incremento de los activos totales de la institución (sean los nuevos activos operativos o financieros), conllevan su correspondiente financiación vía resultados, endeudamiento o capital. De la misma forma toda disminución neta de los activos totales va asociada a su correspondiente aplicación de fondos vía distribución de utilidades, cancelación de pasivos o reintegro del capital.

Las decisiones que no aumenten o disminuyan el monto total de los activos implican cambios en la composición de los mismos y/o en la de su financiación. Así por ejemplo: la realización de un activo genera fondos (financiación) que se aplican a la inversión de otro activo (aplicación). O bien la incorporación de un nuevo pasivo (financiación) permite cancelar un pasivo existente (aplicación).

Si consideramos por ejemplo el ciclo operativo de una empresa vemos que constituye también una sucesión de orígenes (ventas y cobranzas) y aplicaciones (compras y pagos), donde los fondos están desfasados entre sí en el tiempo. Por lo tanto se requieren una serie de decisiones complementarias para obtener los fondos faltantes o aplicar transitoriamente los fondos excedentes.

Tanto las decisiones que involucran incrementos o disminuciones del patrimonio como aquellas que afectan su composición implican modificaciones que hacen no sólo a la rentabilidad sino a variables financieras de la institución (liquidez, solvencia, riesgo, etc.). Estas variables se hallan vinculadas con los distintos vectores financieros y, consecuentemente, con los aspectos financieros de la estrategia.

Por otra parte los mercados financieros sumamente limitados e imperfectos correspondientes a contextos de alta inflación actúan:

- Restringiendo la autofinanciación:

- . Por falta de utilidades reales autogeneradas
- . Por falta de aportes de capital propio externo

- Circunscribiendo las fuentes y montos de endeudamiento aplicables a determinadas inversiones:

- . Por la escasez y selectividad de los créditos disponibles
- . Por los ya habitualmente altos índices de endeudamiento de la institución, que tornan inflexible su posición financiera y le dificultan incrementar sus pasivos.

Se concluye que existe una íntima asociación entre financiación e inversión y de ambas respecto de los aspectos financieros involucrados en los objetivos institucionales.

Por lo tanto es indispensable considerar simultáneamente las opciones de inversión, financiación y dividendos, evitando separaciones artificiales que no se corresponden con la naturaleza de la Función Financiera.

Puede ser conveniente diferenciar los instrumentos de análisis a efectos de una mejor comprensión y manejo, pero las decisiones que afectan aspectos financieros deben ser evaluadas considerando las perspectivas de financiación, inversión y eventual distribución de utilidades, aplicables a la correspondiente situación decisoria.

4.3.3 Orígenes y aplicaciones de fondos y sus relaciones con los objetivos institucionales.

El siguiente cuadro 4.1 permite resumir los distintos grupos de orígenes y aplicaciones de fondos, asociando cada uno de los mismos con los objetivos correspondientes de la institución. Dicho cuadro permite sintetizar la íntima conexión entre las fuentes de financiación (orígenes de fondos) y las inversiones (aplicaciones de fondos). Aceptando los conceptos amplios de inversión y financiación resulta que todo origen de fondos se transforma en alguna aplicación y, recíprocamente, que toda aplicación de fondos proviene

de algún origen de los mismos.

La liquidez constituye la variable de conexión entre los orígenes y las aplicaciones: a ella convergen los distintos orígenes de fondos y de ella emanan las distintas aplicaciones. Por consiguiente la identificación de cada origen con cada aplicación puede o no ser posible. En muchos casos se opera una mediatización a través del flujo de fondos que impide correlacionar directamente orígenes con aplicaciones determinadas. Así por ejemplo los distintos orígenes de fondos pueden ir generando liquidez para luego, en una segunda etapa, derivarse hacia determinadas aplicaciones. En otros casos la identificación es perfectamente clara: se liquida una inversión cuyo producto se aplica a cancelar una deuda o bien se contrae una nueva deuda cuyo monto se deriva de inmediato a generar una inversión realizable.

Cuadro 4.1

ORIGENES Y APLICACIONES DE FONDOS VINCULADOS CON LOS OBJETIVOS DE LA INSTITUCION

ORIGENES

OBJETIVOS

- Rentabilidad real (a)	Rentabilidad real, ponderada por los riesgos inherentes a la actividad
- Utilidad operativa	
- Resultados financieros	
- Tradicionales	
- No tradicionales: efectos devaluatorio, inflacionario, etc.	
- Endeudamiento	No sobrepasar el nivel máximo de riesgos aceptado.
- Realización de inversiones	Supervivencia Crecimiento
- Financieras	
- Operativas	No sobrepasar el nivel máximo de riesgos aceptado. Mantener el control de la institución
- Capital propio externo (a)	
- Los mismos socios	
- Otros socios	
- Acciones preferidas	
- Acciones ordinarias	

APLICACIONES

- Dividendos (b)	Compensación económica de los propietarios
- Cancelación de deuda	No sobrepasar el nivel máximo de riesgos aceptado.
- Reintegro del capital propio (b)	
- Viabilidad financiera	Supervivencia
- Inversiones realizables	Crecimiento
- Cobertura de riesgos financieros (exposiciones a la inflación, devaluación, etc.)	
- Inversiones operativas	
- Crecimiento del capital de trabajo neto aplicado (siempre que el mismo sea positivo) y/o	
Crecimiento del capital propio en giro aplicado (c) (siempre que el mismo sea positivo)	
- Nuevas inmovilizaciones	
- Tangibles	
- No tangibles	

Aclaraciones:

- (a) Estos orígenes de fondos implican crecimiento del patrimonio neto.
- (b) Estas aplicaciones de fondos implican reducciones del patrimonio neto.
- (c) El capital propio en giro aplicado a una actividad específica o al desenvolvimiento general de una institución se define como:

Capital de trabajo neto aplicado + Activos no corrientes realizables

- Pasivos no corrientes

También puede definírsele a partir del capital total o patrimonio neto de la institución: Capital total empleado - Activos fijos.

4.3.4 La empresa como un "fondo común" de inversiones en proyectos.

Redefinición y ampliación del concepto.

Suele aceptarse la condición de independencia del riesgo por la cual el valor de mercado de un proyecto no depende de la empresa que lo absorbe. (Pogué y Lall, 260-261). En consecuencia la empresa puede ser concebida como un "fondo común" de inversiones en proyectos (por analogía con los fondos comunes de inversiones en valores mobiliarios), siendo simplemente el valor total del fondo la suma de los valores actuales netos de los proyectos.

Este planteo tiene en común con nuestra reformulación los conceptos amplios de inversión y de financiación así como la necesaria asociación entre los mismos. Sin embargo acepta implícitamente la existencia de mercados perfectos con valuación de la empresa vía cotización bursátil y la existencia de un objetivo único de optimización de las ganancias de los accionistas.

Por otra parte la condición de independencia de riesgo implica que el riesgo de una oportunidad de inversión y la consecuente decisión, es independiente del riesgo asignable a la estructura de activos ya existente en la empresa o a la de otras oportunidades de inversión. Entendemos que esta proposición se ve fuertemente limitada en la medida en que el riesgo de una oportunidad de inversión depende en alta medida de su financiación y ésta, a su vez, es en cierto grado función de la estructura patrimonial de la institución que asume el proyecto.

Para compatibilizar la idea del "fondo común" con nuestra reformulación debería introducirse la evaluación de cada proyecto en términos de sus probables efectos en los distintos vectores financieros: rentabilidad integral; flexibilidad financiera; solvencia; riesgos financieros por exposición; riesgos por volatilidad y vulnerabilidad.

La yuxtaposición en una misma empresa de varios proyectos no es en consecuencia directamente sumable, sino que requiere un análisis ponderado de los resultados y la estructura patrimonial proyectados en función de los distintos proyectos considerados. La empresa como un "fondo común" de inversiones en proyectos tendrá entonces el valor que derive del análisis multidimensional asociado a los distintos vectores financieros. Este concepto puede ampliarse a las distintas instituciones en la medida en que todas desarrollen "proyectos" con implicancias financieras que pueden ser ponderadas en relación con los vectores financieros.

4.4 El capital de trabajo como variable financiera

4.4.1 Concepto e implicancias

Por contraposición con el enfoque tradicional que desagrega el capital de trabajo en sus elementos componentes y procede a estudiar por separado la administración de cada uno de los mismos, el enfoque alternativo consiste en considerarlo como una sola unidad y, consiguientemente, como una variable económico-financiera. El capital de trabajo pasa entonces a ser un subconjunto de la estructura patrimonial al que pueden adscribirse propiedades que afectan la impulsión y limitación (restricción) de la Función Financiera. Este enfoque puede aplicarse tanto a la aceptación bruta como a la neta del capital de trabajo.

Las propiedades financieras dependen a su vez de la configuración del capital de trabajo en cuanto a su nivel relativo y su estructura o composición y surgen de vincular estos aspectos con la forma en que los mismos afectan a los vectores financieros de la institución. El capital de trabajo considerado como restricción hace no sólo a la rentabilidad y a la liquidez sino que también afecta substancialmente las posibilidades de crecimiento. El problema central es la asignación de un recurso escaso, representado por el monto del capital de trabajo neto disponible, en forma de optimizar el aporte del mismo a los vectores financieros. Los conceptos instrumentales aplicados son el cálculo marginal y el concepto ampliado (incluyendo riesgos) del costo marginal del capital.

4.4.2 Vectores financieros y relaciones del capital de trabajo con cada uno de los mismos.

1. Rentabilidad

Puede enfocarse como el nivel relativo de los resultados netos incluidos cargas fiscales y resultados por inflación. El nivel relativo de los resultados se establece comparando con la respectiva inversión.

Considerando los incrementos o disminuciones del capital de trabajo neto como variable controlable pueden identificarse tres aspectos:

- El nivel relativo de la variación: por comparación con la variación de las ventas o ingresos brutos.
- La estructura de los activos y pasivos corrientes que componen el capital de trabajo en cuanto a:
 - La exposición a la inflación
 - Otros aspectos identificables en forma directa e inmediata con la composición del capital de trabajo y con la incidencia en los resultados.

Por ejemplo: proporción de deudores con alto riesgo de cobranza.

Ante cada posibilidad de incrementar el capital de trabajo deberá compararse: el retorno variable con la inversión variable requerida. El retorno variable está definido por el incremento en la contribución marginal total deducidas las variaciones en los resultados por inflación.

Esto implica adoptar como regla de decisión el cálculo marginal y como concepto clave el costo marginal del capital (en lugar del costo promedio ponderado del mismo).

En la búsqueda de optimización de la rentabilidad por lo referido al capital de trabajo debe tenerse en cuenta que el concepto relevante es la maximización del resultado neto final. Por lo tanto no debe tenderse a extremar el uso aislado de ninguno de los siguientes conceptos:

- Inversión en activos no monetarios en lugar de activos monetarios
- Endeudamiento en pasivos monetarios
- Obtención de una exposición favorable (negativa) a la inflación

También debe observarse que la rentabilidad en condiciones no inflacionarias puede obtenerse directamente por adicionar a la suma de los ingresos netos la diferencia entre el valor final e inicial de la inversión. Pero en condiciones inflacionarias deben considerarse los siguientes conceptos:

- a. La medición a moneda constante: definiendo el concepto de valor del dinero en el tiempo mediante una tasa de descuento. Dicha tasa involucra un nivel de liquidez casi inmediata y un nivel de riesgo casi nulo y debe aplicarse también para medir la evolución del valor de la inversión en condiciones no inflacionarias.
- b. El ajuste monetario: correspondiente a la tasa de inflación
- c. La medición de la rentabilidad real bajo inflación: incorporando el concepto de incertidumbre. Los ingresos esperados y el valor de la inversión al final del período pasan a ser expresiones aleatorias y no predeterminadas. El ajuste combinado de los factores a. y b. debe ser comparado con la tasa de costo de oportunidad real (deducido el impacto inflacionario) de los fondos.

La exposición a la inflación puede definirse como la ausencia de aptitud de un medio de inversión para protegerse, total o parcialmente, del efecto inflacionario sobre su valor nominal. O, en forma más general, como el grado de variabilidad a que se ve sometido el valor real de un concepto patrimonial a través del tiempo. En el concepto vertido la exposición a la inflación forma parte de la rentabilidad (ajuste monetario) al igual que la tasa de descuento y el efecto de la incertidumbre. De allí que pueda hablarse también de un concepto de rentabilidad real o integral, por oposición a quienes pre

fieren tratar la exposición a la inflación como un vector independiente.

2. Liquidez: considerando los incrementos o disminuciones del capital de trabajo neto como variable controlable, puede identificarse la relación entre los mismos y la estructura de capitalización existente o proyectada y puede acotarse el impacto en la liquidez asociado a cada alternativa. El análisis de la composición del capital de trabajo permite medir no sólo el grado de liquidez sino también la movilidad a corto plazo de sus componentes. Este último aspecto es de fundamental importancia en la evaluación de la capacidad de adaptación inmediata del patrimonio a nuevas alternativas en la estrategia de la institución.
3. Riesgos: dada una determinada estructura patrimonial y para cada incremento alternativo en la capital de trabajo pueden identificarse:
 - El impacto esperado en la rentabilidad medido en términos de incremento en la contribución marginal.
 - El riesgo asociable a cada incremento en el volumen del capital de trabajo.

Clarificadas las preferencias de riesgo de la dirección superior de una institución pueden asociarse los impactos en la rentabilidad y en el riesgo que derivan de incrementos en el capital de trabajo y obtener, en consecuencia, el óptimo teórico del capital de trabajo aplicable en una situación dada.

Teniendo en cuenta que los ajustes en los volúmenes y/o mezcla de productos provocan fuertes impactos en el nivel de riesgos de la institución es importante disponer de un enfoque para metodizar el análisis.

Al analizar los riesgos cabe diferenciar entre:

- Los asociados con el rango de variabilidad en los resultados esperados
- Los asociados con la estructura patrimonial por lo que hace a:
 - Nivel de solvencia
 - Nivel de exposición a devaluación, corrección monetaria, cambios en las tasas de interés, etc.

Por lo tanto la discriminación de los riesgos asociables a cada incremento posible en el capital de trabajo deberá calibrarse analíticamente, en forma tal de poder vincular dicho análisis con los objetivos de la institución.

4.4.3 Análisis de los cambios en el capital de trabajo:

1. El estudio del capital de trabajo debe contemplar:
 - La diferenciación y clasificación analítica de los conceptos que lo integran con acuerdo a sus propiedades es decir en relación con los dis-

tintos vectores financieros: rentabilidad; liquidez; riesgos; etc.

- En particular la diferenciación entre los incrementos de precios generales y específicos y las relaciones de los mismos con los distintos rubros del capital de trabajo.
- La diferenciación entre altas y bajas por un lado o mantenimiento por otro, de los activos y pasivos que componen el capital de trabajo.

Esta diferenciación hace substancialmente a las variables relevantes ante cada situación decisoria.

2. Puede en general observarse que el análisis convencional de los estados contables no captura los diversos factores e interrelaciones asociables a los cambios en el capital de trabajo. Siguiendo a Harrison y Hernández pueden identificarse las siguientes causas básicas de dichos cambios: efectos inflacionarios, cambios en el volumen de actividad, cambios en el nivel de eficiencia. Dichas fluctuaciones a veces operan en el mismo sentido y otras en direcciones encontradas.

La eficiencia se vincula con la productividad de los recursos financieros que a su vez puede ser medida mediante la rotación del capital aplicado. El índice de rentabilidad sobre el capital puede desdoblarse en dos componentes: la rentabilidad sobre ventas y la rotación o intensividad en el uso del capital aplicado. La rotación hace tanto al capital de trabajo como a los activos y pasivos en giro no corrientes que sumados al anterior constituyen el capital propio en giro. También está comprendida la rotación de los activos fijos.

3. El análisis de los cambios en el capital de trabajo comprende entonces los siguientes puntos:

- Productividad: se pueden calcular niveles "teóricos" de cada rubro en función de los antecedentes y con relación a un año base. Así por ejemplo habrá un inventario "teórico" que se comparará con las cifras del inventario actual expresadas en la misma moneda del año base. Los valores "teóricos" expresan las rotaciones del año base.
- Volumen: se lo considera proporcional a las ventas.
- Impacto de la inflación en el capital de trabajo: puede obtenerse en dos formas:
 - . Por diferencia entre las situaciones inicial y final de cada rubro y deduciendo las variaciones por volumen y productividad.
 - . Por comparación del inventario actual a valores corrientes con el mismo inventario a valores del año anterior. El concepto de "inventario" es aplicable a los distintos rubros que componen los activos y pasivos de la institución.

4. A su vez el impacto de la inflación en el capital de trabajo se vincula con:

- Los fondos absorbidos por la inflación: que dependen del nivel de exposición inflacionaria medible por el capital de trabajo monetario neto. Si éste es negativo la absorción de fondos se transforma en una liberación de fondos identificada con las utilidades por inflación.
- La rentabilidad por tenencia o valorización: consistente en la variación en el valor real de las inversiones. La utilidad por tenencia puede contrastarse con la rentabilidad operativa derivada de los ingresos generados por la inversión durante un determinado período. Dentro del capital de trabajo la rentabilidad por tenencia se aplica preferentemente a los stocks y a algunos activos financieros tales como los valores negociables indexados y las acciones de otras empresas.

Al efectuar el análisis de los fondos absorbidos por la inflación deben contemplarse:

- La cuantificación de los montos absorbidos.
- Las alternativas para la financiación de dichos fondos absorbidos: reinversión de utilidades y/o nuevo endeudamiento (o eventualmente nuevos aportes de capital).
- Costo del mayor capital de trabajo requerido por la inflación: será la corrección monetaria para las utilidades que se reinviertan y el costo real del endeudamiento adicional en caso de nuevo endeudamiento.

A su vez la definición de las alternativas de financiación a ser aplicadas dependerán de los factores siguientes:

- El carácter del capital de trabajo neto requerido: positivo (activos corrientes mayores que pasivos corrientes), neutro o negativo.
- Los resultados netos de la institución en relación con el incremento del capital de trabajo requerido.
- Las reales posibilidades de recurrir al endeudamiento: en procesos inflacionarios agudos el nivel de crédito accesible tiende a decrecer. Esta caída de las deudas como fuente financiera puede ser absoluta vía congelamiento del crédito o relativa en los casos en que el endeudamiento crece pero a un ritmo menor que el de la inflación.

Si no hay financiación a través de mayor endeudamiento o si éste no es conveniente por sus altos costos, la reposición del capital de trabajo positivo al ritmo de la inflación debe hacerse necesariamente a través de los beneficios autogenerados y/o de nuevos aportes de capital.

La evaluación del impacto inflacionario en los activos no monetarios

tales como los bienes de cambio debe contemplar:

- Los incrementos de precios específicos del rubro, incluidos los efectos de los controles de precios u otros mecanismos legales que puedan restringir el traslado de los mayores costos a los precios de venta.
- Los costos de financiación de dichos activos no monetarios en términos de corrección monetaria y tasa de interés a pagar.

4.5 Estructura conceptual propuesta para la Función Financiera

4.5.1 Esquema general introductorio

La estructuración de la Función Financiera requiere identificar y clarificar las variables controlables por la institución calificándolas en función de sus propiedades respecto de los vectores financieros.

Ejemplos:

- Vectores financieros: Rentabilidad; Liquidez; Solvencia; Flexibilidad

Riesgos: Por exposiciones (a la inflación; a la devaluación; etc.)

Por vulnerabilidad o volatilidad de los resultados.

- Variables no controlables por la institución (externas):

tasas de interés; inflación general y cambios en los precios relativos; devaluación de la moneda local.

- Variables controlables por la institución (internas):

- Operativas: sólo indirectamente controlables por la Función Financiera

- Financieras: controlables por la Función Financiera.

En consecuencia las decisiones sobre las variables controlables por la Función Financiera deben tener en cuenta:

- Los vectores financieros definidos coherentemente con los objetivos de la institución

- Los pronósticos acerca del comportamiento previsto para las variables no controlables por la institución

- Las políticas sobre las variables controlables operativas

- Las propiedades asignables a las distintas variables controlables por la institución (sean o no controlables por la Función Financiera) en relación con los vectores financieros.

- La articulación entre las variables controlables y no controlables, en función de los vectores financieros vigentes y de las propiedades financieras asignadas a las variables. Constituyen los "modelos de relaciones": Variables controlables/Variables no controlables/Vectores financieros.

El procedimiento básico a partir de los elementos mencionados consiste en:

1. Formular hipótesis sobre las variables controlables por la Función Financiera.

2. Simular el comportamiento según las hipótesis realizando los cálculos correspondientes.

3. Estudiar los resultados obtenidos en función del cumplimiento de los vectores financieros.

4. Realimentar el análisis procediendo a:

- Ajustar las hipótesis sobre variables controlables por la Función Financiera y/o
- Plantear la conveniencia/necesidad de cambios en las políticas sobre variables controlables operativas. Los cambios también pueden efectuarse a nivel de planes respetando las políticas vigentes.

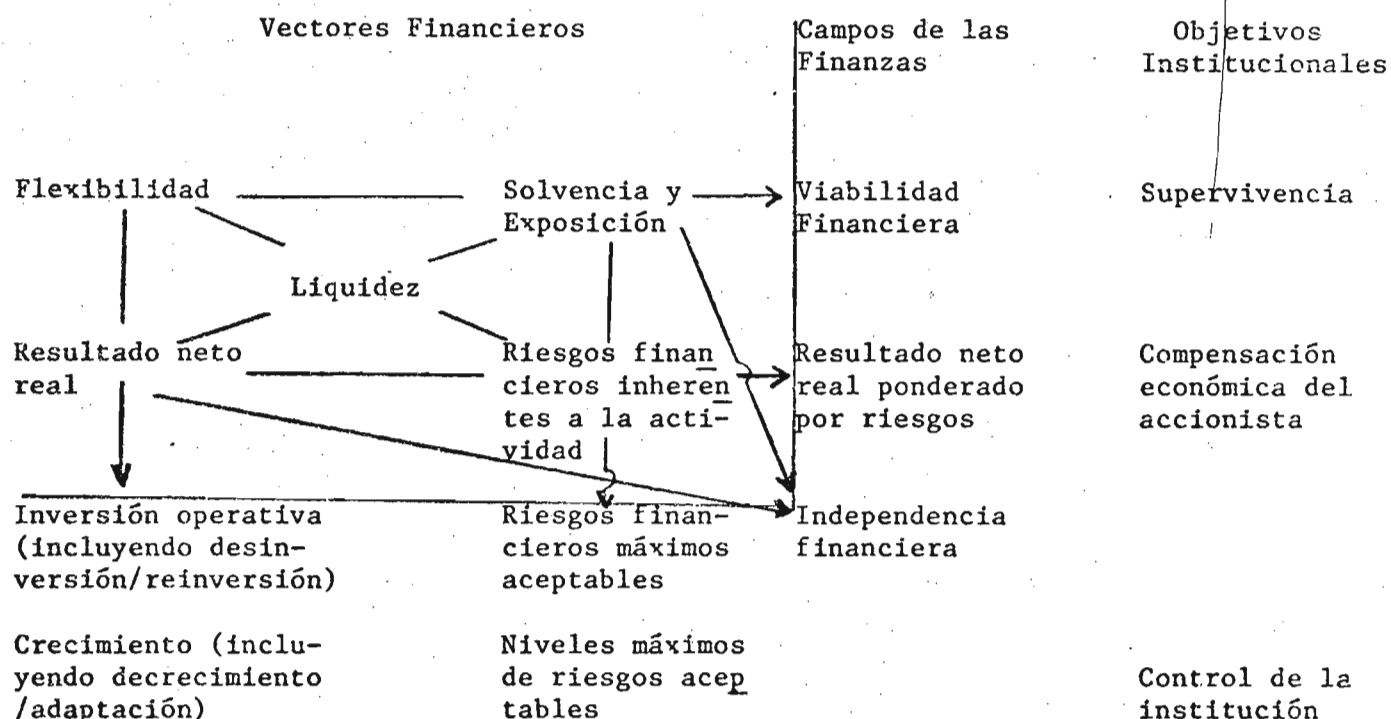
Puede considerarse el nivel de los créditos a clientes como ejemplo descomponiéndolo en:

- Una variable controlable operativa: por lo que hace al nivel mínimo que la función comercial define en relación con las características del mercado (es el nivel necesario para "estar en el mercado").
- Una variable controlable por la Función Financiera: por lo que hace a los niveles de crédito por encima del mínimo y considerando:
 - . El efecto comercial: mayores volúmenes de ventas sin bajar precios
 - . Los efectos financieros directos:
 - . Mayor riesgo por exposición monetaria (menor rentabilidad)
 - . Mayor riesgo por deudores incobrables (menor rentabilidad probable)
 - . Costo neto probable de la mayor financiación asignada a los clientes: en términos de endeudamiento y/o costo de oportunidad de los fondos propios.
- El balance final es realizado por la Función Financiera ponderando el impacto probable del mayor crédito en la rentabilidad y en los restantes vectores financieros. La función comercial deberá a su vez aportar la ponderación en función de sus propias metas o vectores: tales como volumen y participación en el mercado.

4.5.2 Propuesta para la definición de los vectores financieros y los campos de las finanzas, incluyendo hipótesis de relaciones con los objetivos institucionales

Diagrama 4.3

VECTORES FINANCIEROS, CAMPOS DE LAS FINANZAS Y OBJETIVOS INSTITUCIONALES



Comentarios:

- Según los objetivos priorizados por la institución resultarán:
 - Priorizados ciertos vectores financieros y los correspondientes campos de las finanzas
 - En consecuencia también quedarán priorizadas ciertas variables controlables.

El resto tenderá a transformarse en factores de ajuste.

- Si se prioriza un determinado vector financiero cabe preguntarse en que medida no se está asignando prioridad al conjunto de este vector con otro que configuran un cierto campo financiero. Así al priorizar la flexibilidad financiera cabe analizar si no se está tendiendo a priorizar la viabilidad financiera (flexibilidad más solvencia) o bien la inversión operativa que hace al crecimiento (flexibilidad más resultado neto real). Este análisis es particularmente relevante si en lugar de explicar el objetivo institucional priorizado se procede a destacar directamente un cierto vector financiero.

4.5.3 Análisis de los factores o componentes de los vectores financieros

1. Referidos a los resultados netos efectivos o reales

a Resultados operativos

- Pueden definirse como sigue:

Ventas
menos: Costo directos
Margen de contribución
menos: Nivel de gastos fijos
Resultados operativos

- Las variables no controlables significativas son:

- . Los diversos niveles de inflación aplicables al sector económico correspondiente que afectan los ingresos y los distintos costos y gastos de la institución.
- . Los controles de precios
 - . Restricciones directas al traslado de mayores costos
 - . Restricciones indirectas (efectos cruzados) vía mercados

Afectan la capacidad generadora de fondos de la institución sin que la misma disponga de medidas directas de neutralización.

- La eficiencia o productividad de los recursos se define por las rotaciones del capital de trabajo y de los activos inmovilizados. Los aspectos financieros comprometidos son los que hacen a la productividad financiera: rotación del capital de trabajo (total y neto); rotación del capital propio en giro empleado; rotación del capital propio total empleado.

b. Resultados financieros: acorde con las incidencias directas de los riesgos financieros en la estructura de resultados (2.2.4.2.a.).

- Convencionales: cargas e ingresos financieros (interés, descuentos, comisiones y gastos)

- No convencionales:

- . Por exposición a:

- . La inflación (corrección monetaria)
- . La devaluación
- . La fluctuaciones en las tasas de interés
- . La indexación de los pasivos y sus cargas financieras

- . Por desfase entre:

- a) La inflación general (corrección monetaria) y la inflación específica: aplicable a la relación Ingresos/Gastos fijos.

- b) La inflación específica y los incrementos en los costos directos o variables (particularmente bienes de cambio): aplicable a la relación Ingresos/Costos directos.

c. Resultado gestión stocks

- Surgen por la fluctuación durante el período considerado entre los valores de reposición e históricos e incluyen el costo financiero de los stocks. El método de cálculo es distinto según se apliquen sistemas de costeo histórico o por reposición.

2. Referidos a los riesgos financieros

- a. Riesgos de insolvencia y exposición: acorde con las incidencias de los riesgos financieros en la estructura patrimonial (2.2.4.2.b.)

- Riesgos de insolvencia

- Inmediata: liquidez
- Mediata: endeudamiento

El mayor endeudamiento implica un mayor compromiso de pagos fijos en concepto de reintegro y servicios de la deuda. La respuesta de la institución a este riesgo pasa en gran parte por un mayor grado de liquidez, aún cuando los factores de incertidumbre actuando en forma negativa reduzcan al mínimo el flujo de fondos autogenerados (Gelli y Senderovich, 61)

- Riesgos por exposición

De acuerdo a las técnicas contables vigentes la corrección monetaria correspondiente al riesgo de exposición a la inflación se acepta como un resultado efectivo "a priori", calculado sobre el capital de trabajo neto expuesto. No ocurre así en lo referido a los restantes riesgos por exposición: a las devaluaciones; a las fluctuaciones en las tasas de interés; a la indexación de los pasivos y sus cargas financieras; y al efecto de "leverage negativo".

- b. Riesgos financieros inherentes a la actividad

- Riesgos por volatilidad de los resultados previstos:

Se vinculan con las probabilidades de ocurrencia de los riesgos financieros que tienen incidencia directa en la estructura de resultados (2.2.4.2.a.). Hacen a las fluctuaciones no compensadas, provocadas por cambios en la estructura de resultados asociables a modificaciones en los precios relativos y/o caídas en el nivel de actividad. Ejemplos: crecimiento de los costos directos no trasladables total o parcialmente a los precios de venta; incremento inflacionario de los gastos fijos superior al aumento de los precios de venta.

- Riesgos por vulnerabilidad del ciclo operativo

Acorde con las limitaciones o restricciones financieras que operan como incidencias indirectas en el ciclo operativo del "negocio" (2.2.4.2.c.).

Comprenden:

- Clientes: situaciones de insolvencia
- Abastecimiento de insumos y/o productos:
 - . Restricciones locales
 - . Restricciones a las importaciones
- Fuentes crediticias:
 - . Locales: limitaciones a la obtención y/o renovación de fondos
 - . Internacionales: Restricciones o bloqueo al flujo internacional de capitales
- Tenencia de activos líquidos:
 - . Limitaciones permanentes (por ejemplo: para determinadas formas jurídicas de sociedad)
 - . Limitaciones coyunturales
- Riesgos asociables a la estacionabilidad del flujo de fondos

3. Referidos a la flexibilidad financiera

Acorde también con las incidencias de los riesgos financieros en la estructura patrimonial (2.2.4.2.b.).

La flexibilidad financiera incluye la capacidad de respuesta a las contingencias y comprende:

- Dimensión del patrimonio: en relación con los objetivos y condiciones operativas de la institución y, en particular, en relación con el nivel de actividad referido.
- Solvencia inmediata: liquidez
- Movilidad financiera: proporción de fondos líquidos reasignables en el corto plazo sin afectar la operatividad de la institución.
- La flexibilidad financiera de los activos:
 - . Proporción de activos corrientes respecto del total.
 - . Proporción de activos gravados respecto del total; limitaciones a la disponibilidad legal de los activos.
- La flexibilidad financiera del endeudamiento
 - . Grado de dependencia respecto del endeudamiento.
 - . Potencial de ampliación del endeudamiento. Se considera que tiende a ser inversamente proporcional al nivel del mismo.
 - . Proporción del endeudamiento sujeta a subsidios o regímenes especiales.

4. Aclaraciones acerca de los componentes de los vectores financieros

En las instituciones de intermediación financiera (bancos, compañías financieras) los que aquí identificamos como resultados financieros tradicionales tienden a identificarse con los resultados operativos.

El resultado financiero o carga financiera neta resume los distintos conceptos financieros que afectan resultados incluyendo los costos derivados de la estructura de financiamiento (mezcla y costo de fuentes financieras).

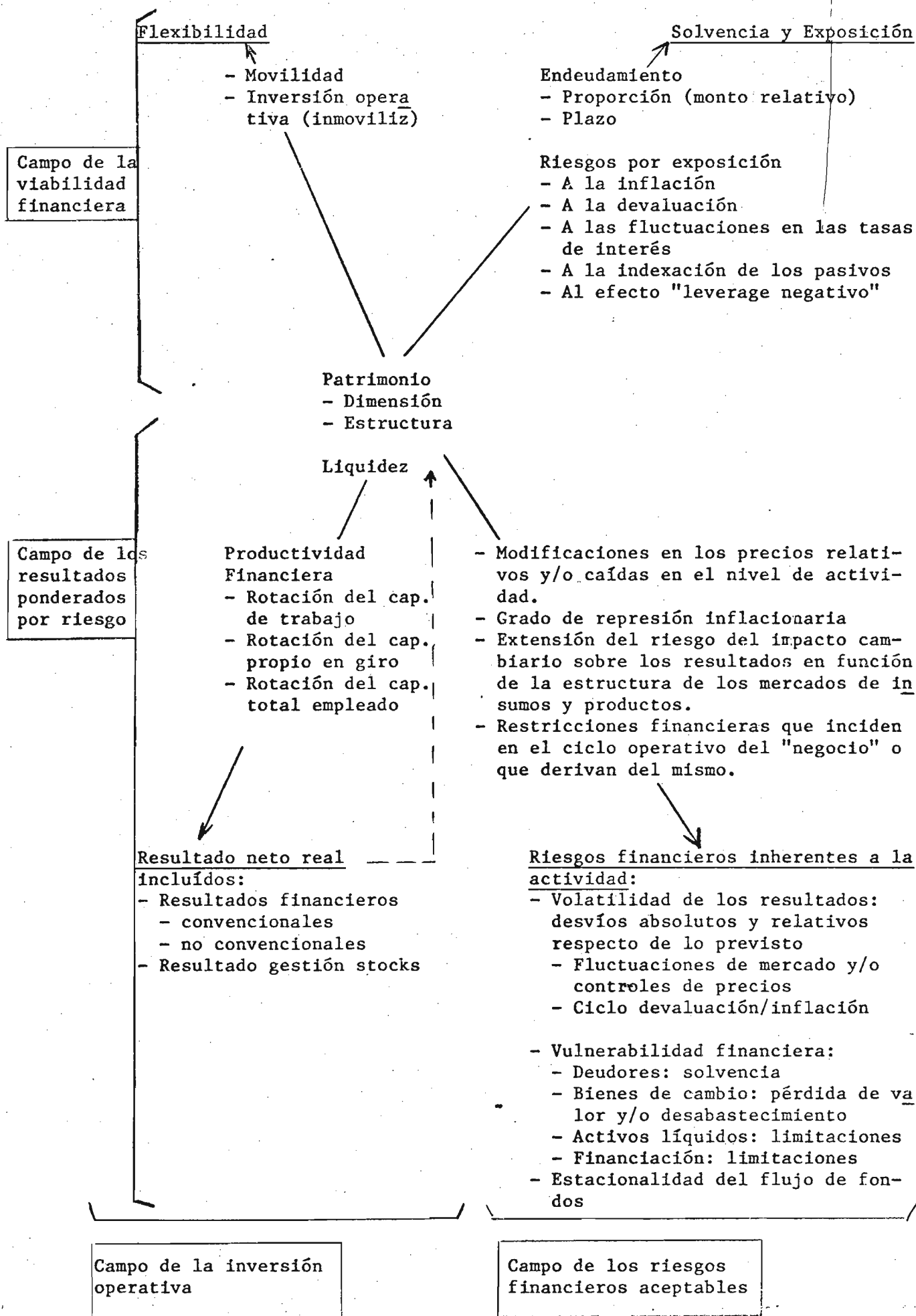
Los resultados asignables a la gestión de stocks se agrupan generalmente en un rubro cuya composición varía según el sistema de costeo seguido.

El uso de garantías, contratos y opciones futuras tiende a neutralizar los diversos riesgos financieros. Tal el caso de un contrato de futuro que implica la compra de una opción para dólares futuros a un precio determinado. Si la opción no se ejerce sólo se pierde la prima del contrato que tiene el carácter de un seguro. Este tipo de coberturas para los riesgos financieros se encuentra muy poco difundida y desarrollada en mercados financieros como el argentino.

5. Resumen de las relaciones entre los vectores financieros y los factores o componentes de los mismos

Diagrama 4.4.

RELACIONES ENTRE LOS VECTORES FINANCIEROS Y SUS COMPONENTES



4.5.4 Análisis de la Viabilidad Financiera

Con acuerdo a lo ya indicado los conceptos comprendidos en este vital campo de las finanzas son: liquidez, movilidad, flexibilidad, solvencia y exposición. Los vectores involucrados son dos:

- El que hace a la flexibilidad: comprendiendo también liquidez y movilidad
- El referido a solvencia y exposición

1. Liquidez

Está dada por la velocidad con que se encuentran disponibles los fondos. Se la suele medir por la relación entre activos y pasivos corrientes o por la diferencia entre dichos conceptos. (capital de trabajo neto total).

La llamada liquidez "normal" se refiere a poseer permanentemente, la cantidad de efectivo necesario para enfrentar las diversas necesidades financieras asociadas a los niveles habituales del ciclo operativo del "negocio".

La liquidez "adicional" implica por el contrario:

- Obtener el capital de trabajo adicional necesario para enfrentar mayores volúmenes coyunturales de actividad (ventas estacionales; contratos especiales; etc.)
- Atenuar los efectos de la escasez de fondos resultantes de: bajas utilidades; incremento de los inventarios; rotación más lenta de los créditos; etc.

2. Movilidad

Son los fondos líquidos disponibles para aplicar a nuevos destinos.

Se calcula como la proporción de fondos en inversiones realizables o en bienes de cambio por encima de las necesidades operativas del capital de trabajo. La estimación de las necesidades operativas deberá computar el efecto inflacionario y el crecimiento normal de las actividades existentes. La generación de movilidad vía crecimiento de los activos monetarios es también posible pero muy costosa, a menos que se la compense mediante intereses cobrados (caso clientes) u otro ingreso financiero.

La movilidad implica la posibilidad de generar y/o trasladar capital corriente dirigido hacia aquellos campos donde se lo requiera imprescindiblemente para soportar la actividad o donde aparezcan las oportunidades más atractivas. Es la disponibilidad de los fondos en el "frente de combate" necesario para sostener o reemplazar actividades, diversificar y/o aprovechar oportunidades.

3. Flexibilidad

Es la posibilidad de adecuar la estructura patrimonial a nuevos volúmenes y/o actividades más allá de lo determinado por los fondos existentes.

Implica un concepto similar al de movilidad pero referido a los activos no corrientes, tales como las inmovilizaciones en activos fijos o bienes no materiales. La capacidad de generar nuevos fondos cuando sea necesario hace ce a la esencia de la flexibilidad. Los orígenes fundamentales son:

- La autogeneración de fondos: utilidades
- La suscripción de nuevas acciones: la posibilidad de hacerlo se encuentra en función de las políticas de dividendos que se hayan seguido anteriormente, sobre todo cuando se consideran los sectores masivos y minoritarios de accionistas.
- Nuevos endeudamientos y/o modificación del perfil de endeudamiento existente.
- Realización de activos inmovilizados o utilización de los mismos para obtener nuevos fondos a través de garantías o gravámenes.

También deben considerarse una serie de factores intangibles tales como: la reputación crediticia; las relaciones con los accionistas y las expectativas de los mismos; la disponibilidad de proyectos viables de inversión; etc.

4. Consideraciones conjuntas sobre los distintos aspectos de la viabilidad financiera.

La movilidad y la flexibilidad implican mantener el fluir de fondos en un nivel tal que permitan adecuarse al avance tecnológico y al eventual crecimiento o caída de los mercados. Los mercados en expansión, los cambios de mercados e inclusive la lucha por subsistir en mercados decrecientes, requieren importantes cantidades de efectivo dado que las inversiones preceden a los ingresos.

Existen una serie de características del endeudamiento que, en la medida en que se lo relacione con la flexibilidad financiera se traducen en una serie de impactos sobre la misma:

- La cuotificación del crédito bancario obliga a la institución a mantener su endeudamiento con los bancos a corto plazo en forma permanente, al sólo efecto de disponer del mismo cuando se lo necesite. Esto lleva a sobrecargar el endeudamiento de corto plazo durante períodos en que no se lo utiliza y a disminuir el grado de flexibilidad financiera.
- Ante caídas de los niveles de actividades la proporción del capital de trabajo financiado con deudas a largo plazo puede carecer de flexibilidad para deshacerse del mismo. En este caso la liquidez y la flexibilidad operan en sentido inverso: se puede disponer de una liquidez excesiva y costosa en un marco de inflexibilidad financiera.

- Altos índices de endeudamiento actuales disminuyen a su vez la probabilidad de obtener nuevo endeudamiento incrementando en consecuencia la inflexibilidad financiera.
- La financiación de activos inmovilizados con pasivos a corto plazo otorga cierta forma de flexibilidad pero compromete el grado de liquidez.

Las decisiones que afectan la viabilidad financiera de una institución deberán basarse en pronósticos sobre el comportamiento de las diversas variables involucradas. Por lo tanto el énfasis en la viabilidad financiera conduce también a enfatizar la importancia y calidad de los pronósticos.

Diversos aspectos pueden afectar la gestión económico-financiera de una institución endeudada, por ejemplo:

- Disminución de los márgenes de utilidad.
- Desaceleración de las tasas de inflación que afectan los precios de venta sin ajuste en las tasas de interés que afectan los pasivos.
- Políticas restrictivas de créditos.

El factor fundamental que permite atenuar el riesgo de una institución endeudada es la velocidad con que puede reaccionar ante eventos negativos, cancelando operaciones existentes y prescindiendo de nuevas operaciones. Esta capacidad financiera defensiva está dada por la liquidez "adicional" y por la movilidad financiera, que a su vez son función de:

- El nivel de las inversiones realizables.
- El ciclo del negocio en cuanto a su duración en el tiempo (cuanto más corto es el ciclo, mayor es la capacidad de respuesta de la institución).

Un alto nivel de endeudamiento eleva los riesgos por:

- Cambios en el mercado financiero.
- Efectos del control de precios sobre los márgenes de utilidad, sobre todo porque un alto endeudamiento actual multiplica las dificultades para recurrir a nuevos préstamos.

Además las altas tasas nominales de interés computadas sobre un importante endeudamiento pueden superar la capacidad de generar utilidades por la institución, independientemente de que las tasas de interés generales o sectoriales continúen siendo negativas respecto de la inflación.

El predominio de pasivos a corto plazo acentúa las dificultades asignables a una crisis de endeudamiento al exigir una mayor velocidad de respuesta por parte de la institución endeudada.

El encaje de dinero es función del grado de incertidumbre y tiene un costo financiero explícito o implícito muy importante en economías de alta inflación. Puede estar aumentado por las cifras exigidas por los bancos como apo

yo en cuenta.

En términos generales puede decirse que:

- La movilidad financiera involucra la liquidez.
- La flexibilidad financiera involucra liquidez y movilidad más otros aspectos tales como la dimensión, naturaleza y situación de los activos y pasivos.
- La viabilidad financiera en su sentido más amplio comprende una conjunción de aspectos referidos a:
 - La estructura patrimonial: en términos de liquidez, movilidad, flexibilidad, solvencia, exposiciones.
 - En particular la neutralización de amenazas, la respuesta a contingencias y el aprovechamiento de oportunidades:
 - Atenuar la vulnerabilidad financiera ante recesiones
 - Disponer de recursos asignables al desarrollo, innovación y crecimiento.
 - Los factores intangibles: que afectan las posibilidades de inversión y financiación.

La viabilidad financiera hace tanto a los niveles de inversión actuales como a su crecimiento o caída y a las financiaciones aplicables a cada situación. Implica relacionar el volumen y estructura del patrimonio actual y de sus posibles alternativas con los objetivos perseguidos en general y con la supervivencia en particular.

El concepto de viabilidad financiera acuñado en este trabajo a nivel de institución encuentra una interesante correspondencia con los debates actuales sobre las políticas macroeconómicas aplicables en nuestro país. En este caso la viabilidad financiera se conecta con el volumen y origen de los fondos necesarios para enfrentar el déficit fiscal inmediato, avanzando al mismo tiempo: en su disminución y en la de la inflación, en la movilización del ahorro interno en nuevas inversiones y en la solución de los problemas de la deuda externa y de la atracción de capitales. Puede postularse por ejemplo la necesidad de una viabilidad financiera compatibilizada con políticas que aseguren el crecimiento económico del país y una mejor distribución de la riqueza del mismo.

4.5.5 Definición de los distintos riesgos financieros

1. Los siguientes comentarios se refieren a distintos aspectos del Cuadro

Con la excepción de la insolvencia, los riesgos financieros quedan definidos por la intersección entre el comportamiento de las variables macroeconómicas y las estructuras patrimonial y de resultado de la institución. La evaluación de los riesgos se realiza entonces en función de las expectativas sobre dichas variables macroeconómicas.

Los riesgos por: exposiciones a la inflación, devaluación, indexación y fluctuaciones en las tasas, y el de vulnerabilidad de activos, surgen exclusivamente de relacionar la estructura patrimonial con el comportamiento de las variables económicas. Por el contrario los riesgos que hacen a la volatilidad de los resultados y al posible efecto de "leverage negativo" surgen de interrelacionar con las variables económicas: la estructura de resultados o la relación entre ésta y la estructura patrimonial. La volatilidad de los resultados siempre está referida a la distribución sectorial de la inflación, devaluación, etc. en forma tal que deben precisarse los valores específicos de inflación, devaluación, etc. aplicables a la institución.

Incidencias sobre el margen de contribución:

- El efecto de los controles de precios sobre el sector/empresa afecta la posibilidad de absorción/transferencia de los mayores costos directos. El impacto sobre los proveedores afecta el costo de los insumos comprados, mientras que el impacto sobre la empresa juega con los precios de los productos vendidos.
- Con acuerdo al planteo de Jacque y Lorange (23) podemos indicar que en altas inflaciones controladas o reprimidas a través del tipo de cambio surge una exposición a la devaluación resultante de comparar:

A- Costo de los insumos

- 1- Nacionales sin competencia importada
- 2- Nacionales con competencia importada
- 3- Importados

B- Precios de venta del producto

- 1- Mercado interno sin competencia importada
- 2- Mercado interno con competencia importada
- 3- Mercado de exportación

Ejemplos: A.1 con B.1: neutral, sin exposición

A.3 con B.1: con exposición

A.1 con B.3: con exposición negativa (favorable)

La incidencia de las devaluaciones en el margen de contribución debe ser ajustada de acuerdo con el sector económico: algunas actividades como las

agropecuarias se encuentran afectadas por retenciones que modifican la paridad real de exportación; la mayoría de las importaciones soporta los correspondientes recargos o aranceles.

Volviendo a la estructura conceptual propuesta para la Función Financiera (Diagrama 4.4.) puede definirse un componente del riesgo de volatilidad de los resultados asociado al ciclo "devaluación/inflación" y caracterizados por:

- La extensión o alcance del riesgo del impacto cambiario en función de la estructura de los mercados de insumos y de productos.
- La intensidad del riesgo en función del grado de represión inflacionaria medido por los controles de precios y/o cambiarios.

Las fluctuaciones posibles en los aranceles de importaciones y en las retenciones o reintegros a la exportación constituyen un riesgo que puede acoplarse al de las devaluaciones o tratarse por separado.

El nivel de inflación aplicable a las cargas fijas se vincula con:

- La variación relativa (por precio) de los gastos fijos:
 - Salarios controlados que pueden aumentar por encima o por debajo de la inflación aplicable a los precios de la institución: afectan la rentabilidad.
 - Tarifas públicas controladas: ídem
- La variación por volumen de actividad en función de los gastos fijos: así por ejemplo el incremento general de los salarios por encima o por debajo de la inflación general, tiene un efecto macro que incide sobre la demanda de los mercados donde el salario real es causa de la misma. Esto puede afectar el nivel de actividad de la institución disminuyendo el volumen de actividad e incrementando la incidencia de los costos fijos sobre ingresos.

2. Cabe también mencionar otros riesgos financieros no incluidos en el

Cuadro 4.2:

- a. Por insuficiente dimensión patrimonial
- b. Por insuficiente capacidad de respuesta a contingencias y/o insuficiente flexibilidad patrimonial
- c. Por resultados negativos en materia de gestión de stocks.
- d. Por efecto "leverage negativo"
- e. Por otras incidencias indirectas en el ciclo operativo del "negocio"
- f. Por incidencias en el proceso de inversión y en su financiación.

Mientras a. y b. hacen a la estructura patrimonial, c. y d. se vinculan con ambas estructuras (patrimonial y de resultados), en tanto e. y f. hacen fundamentalmente a factores del contexto.

Cuadro 4.2
DEFINICION DE LOS DISTINTOS RIESGOS FINANCIEROS

Estructuras	Estructura Patrimonial				Estructura de resultados					Relación entr
	General		C.de T./C.P. en Giro		Incidencia de los precios relativos (2)		Incidencia de las dev.(4)	Inc. de los costo finan.	Incidencia de precios relat. en el volúmen	Incid.de los costos finan
	Act.y Pas. corrientes	Pas./Cap. propio	Act.y Pas. monerarios	Act.y Pas. en mon. extr o indexados	%M.de C. s/ ingresos	% Costos fijos s/ingres	%M de C s/Ingr %C fijos s/Ing	%C Finan s/ Ingresos(5)	%C fijos s/ Ingresos	%C. Finan. s/ ingresos
Espectativas	Exposición a la insol vencia in- mediata	Exposición a la insol vencia me- diata			Inflaciones	específicas	Devaluaciones específicas			Rotaciones de C.de T/C.P.en Giro.Cap. tot empleado
- De inflación			Exposición a la infla- ción	Exposición a la inde- xación de los pasivos y sus cargas financieras	Absorción/ Transferen. de los Cost directos (3)	Variación re- lativa (por precio) de los gastos fijos		Cambios rela- tivos en el costo finan. del Cap.prop. empleado		
- De devaluación				Exposición a la deva- luación			Impacto en el M.de C unit y/ o en los c.f.	Cambios rela- tivos en el costo finan. del endeudam.		
- De tasa de interés				Exposición a las fluctuacio- nes en las ta- sas						
- De depresión eco- nómica	Exposición a pérdidas por caídas de activos vulnerables: Deudores B.de Cambio (1)				VOLATILIDAD DE LOS RESULTADOS				Variación rela- tiva (por volú- men de activi- dad de los cos- tos fijos (1))	Variación rel- tiva (por rot- ción) de los costos finan.
Clasificación de activos y pasivos en función de su:	Liquidez	Origen	Carácter monetario		ACLARACIONES:					
					1) Estos casos implican un fuerte ingrediente o contenido comercial 2) Incluidos controles de precios y salarios 3) Depende del poder de los proveedores y de las ventajas competitivas de la insti- tución considera. En un ingrediente comercial que tiende a derivar hacia el cam- po financiero en un marco de control de precios. 4) Incluido control del tipo de cambio 5) Entran en consideración: Tasa de inflación general; Tasas de interés específicas; Devaluaciones específicas					

4.5.6 Propiedades Financieras

1. Concepto y ubicación de las propiedades

La vinculación entre los factores o componentes de los vectores financieros y cada uno de los elementos de la estructura patrimonial se realiza a través de las propiedades que son asignables a estos últimos. O sea que la definición de propiedades implica determinar para cada concepto o elemento patrimonial su relación respecto de cada uno de los factores o componentes quedando, en consecuencia, determinada su ubicación respecto de los respectivos vectores financieros. Tal como hemos explicado en el punto anterior la composición del vector referido a la volatilidad de los resultados surge de la intersección de las variables macroeconómicas con la estructura de resultados y con la relación entre ésta y la estructura patrimonial.

Debe tenerse en cuenta que la calificación de cada elemento del patrimonio o de la estructura de resultados respecto de cada componente o factor financiero es, en principio, puramente cualitativa y depende de las propiedades asignables al elemento. Todo intento de medición del grado o intensidad asignable a la propiedad en relación con determinado elemento surge de recursos como los siguientes:

- Traducir en un pronóstico cuantificado la expectativa sobre la variable no controlable. Por ejemplo: expectativa de devaluación para el cálculo del riesgo por devaluación asignable a un pasivo en moneda extranjera.
- Relacionar el valor absoluto del elemento estudiado con el de aquel otro con que debe articularse para definir la propiedad. Por ejemplo en el caso de endeudamiento: vincular el total de pasivos con el monto del patrimonio neto.

Identificados todos los elementos del patrimonio que tienen una misma propiedad puede derivarse una calificación acerca del nivel en que la estructura patrimonial en su conjunto cumple con el respectivo factor financiero, ya sea en forma puramente cualitativa o intentando algún tipo de cuantificación según lo indicado.

Para determinar el grado en que un patrimonio cumple con un vector financiero o con un grupo de los mismos (por ejemplo: campo financiero) habrá que sumar o integrar el cumplimiento del patrimonio respecto de cada uno de los factores o componentes que integran dicho(s) vector(es).

La matriz "Vectores financieros/Elementos patrimoniales" (Cuadro 2.2 del capítulo 2.3.5) puede entonces replantearse subdividiendo los vectores financieros en los factores o componentes de cada uno y estableciendo las relaciones entre cada factor y cada elemento de la estructura patrimonial.

Las relaciones patrimoniales obtenidas en la matriz sintetizan el estado del patrimonio (o de subconjuntos del mismo como el capital de trabajo), con respecto a cada uno de los factores financieros, los vectores financieros o los grupos de vectores financieros (campos financieros).

A título de ejemplo pueden identificarse los distintos rubros o elementos patrimoniales que implican inversiones y vincular cada uno con factores financieros tales como: Disponibilidad, Movilidad, Exposición a la inflación, Exposición a la devaluación, etc.. Como primera aproximación puede definirse el grado en que el elemento patrimonial cumple con la propiedad que lo identifica con el factor, utilizando una escala cualitativa simple en términos de: alto, medio y bajo.

Tomando como ejemplo las inversiones realizables puede formularse la siguiente hipótesis:

Cuadro 4.3

INVERSIONES REALIZABLES / FACTORES FINANCIEROS

	Disponibilidad	Movilidad	Expos.a la infl.	Expos.a la dev.
- En moneda nacional (dep.a plazo fijo) a 30 días	Media/Alta	Media/Alta	Media	Alta
- En moneda nacional indexada dep.a plazo fijo (indexados) a 180 días	Media	Media	Baja	Media
- En moneda extranjera (Bonex)	Alta	Alta	Media	Baja

La validez de las calificaciones asignadas a cada concepto patrimonial para cada uno de los factores financieros considerados, sólo podrá ser evaluada a la luz del pronóstico de las variables macroeconómicas para el período correspondiente.

2 Propiedades financieras asignables a cada elemento del patrimonio

a. Elementos del activo: inversiones

1. Dimensión

- Valor absoluto: monto
- Valor relativo: proporción respecto de otro rubro

2. Liquidez: plazo o velocidad de realización
 - Corrientes
 - No corrientes
3. Operatividad: referencia al "negocio" o actividad
 - Operativos
 - No operativos
4. Naturaleza: pueden afectar la capacidad de endeudamiento
 - Tangibles: bienes de cambio; bienes de uso
 - Intangibles: investigación; desarrollo; lanzamiento de nuevos productos; publicidad; organización; técnicas de administración; recursos humanos.
5. Exposición: carácter monetario
 - Exposición a la inflación
 - Monetarios (no indexados): disponibilidades; créditos.
Exposición total.
 - Monetarios con tasa de interés definida: depósitos a plazo fijo a tasa predeterminada; letras de tesorería.
Exposición variable.
 - No monetarios. Indexados en base a inflación general: depósitos a plazo fijo indexados por índices generales de precios.
Baja exposición.
 - Semi-monetarios. Indexados en base a inflaciones específicas y sujetos a condiciones especiales (control de precios por ej.)
 - Bonex; base: devaluación del peso; paridad del título.
 - Créditos en moneda extranjera: devaluación del peso en relación con la moneda específica aplicable.
 - Bienes de cambio: inflación específica del sector; absorción-traslado de mayores costos directos/control de precios, etc.
 - Bienes de uso: desgaste/obsolescencia/evolución específica de sus precios
Exposición limitada; por ejemplo a la diferencia entre la inflación general y la específica.
 - Exposición a la devaluación
 - En dólares. No expuestos
 - En otra divisa. Parcialmente expuestos según la relación de la divisa respectiva con el dólar.
 - En moneda local. Expuestos.

6. Vulnerabilidad a las restricciones financieras que inciden en el ciclo del "negocio"

- Incobrabilidad: créditos
- Control de precios/aranceles/restricciones a la importación o abastecimiento local: bienes de cambio
- Limitaciones a la tenencia de activos líquidos
 - Permanentes: según el tipo de figura jurídica de la institución
 - Coyunturales: según el rubro afectado (Bonex por ejemplo)
- Limitaciones a la disponibilidad legal del activo: activos afectados en garantía

7. Contribución a la rentabilidad

- Directamente identificable: inversiones realizables por ejemplo:
La rentabilidad estimada debe ponderarse por el factor de riesgo correspondiente: por ejemplo variación en el nivel de inflación general prevista ("volatilidad de la rentabilidad directamente identificable")
- No directamente indentificable: créditos, bienes de cambio; bienes de uso. Puede identificarse con un subconjunto de la estructura patrimonial como el capital de trabajo, al que sí es asignable una contribución a la rentabilidad en un determinado período.

b. Elementos del pasivo y patrimonio neto: financiaciones

1) Dimensión

- Valor absoluto: monto
- Valor relativo: proporción respecto de otro rubro

2) Plazo de vencimiento

- Corrientes
- No corrientes

3) Operatividad

- Operativos
- No operativos

4) Naturaleza u origen

- | | |
|---------------|------------------|
| - Deudas | - Fondos propios |
| - Comerciales | - Capital |
| - Financieras | - Reservas |

5) Exposición: carácter monetario

- A la inflación
 - No monetarios (indexados): expuestos
 - Monetarios: no expuestos

- A la devaluación
 - En moneda extranjera: expuestos
 - En moneda nacional: no expuestos
- A las fluctuaciones en las tasas de interés
 - Tasa variable: expuestos
 - Tasa fija: no expuestos
- A la indexación de los pasivos y sus cargas
 - Indexados: expuestos
 - No indexados: no expuestos

6) Vulnerabilidad a las restricciones financieras que inciden en el ciclo del "negocio"

- A la no obtención, no renovabilidad o no mantenimiento en términos reales de la financiación local
- A las restricciones que afectan el flujo internacional de fondos
- A la especificidad del pasivo (respecto de su contrapartida en inversiones)
- Pasivos legalmente privilegiados
 - Con garantía documentaria
 - Con garantía real

7) Costo individualizable de la financiación

- Costo explícito del pasivo
- Costo implícito de los fondos propios

3. Definición de subconjuntos de la estructura patrimonial en función de propiedades comunes de los elementos del patrimonio

Cuadro 4.4.

ESTRUCTURA PATRIMONIAL: PROPIEDADES DE LOS ELEMENTOS Y DEFINICION DE SUBCONJUNTOS

Propiedades asignables a las inversiones	Subconjuntos de la estructura patrimonial	Propiedades asignables a las financiaciones
A-Dimensión	A-Patrimonio total/ Patrimonio neto (Capital propio empleado)	A-Dimensión
B-Liquidez	B-Capital de trabajo/Capital de trabajo neto	B-Plazo de vencimiento
C-Operatividad	C-Movilidad	C-Operatividad
D-Naturaleza	D-Flexibilidad D-Endeudamiento (solvencia)	D-Origen
E-Exposición: carácter monetario	E-Exposición neta a: -La inflación (posición monetaria neta) -La devaluación (posición cambiaria neta) -Las fluctuaciones en las tasas -La indexación de los pasivos	E-Exposición: carácter monetario
F-Vulnerabilidad a las restricciones financ. que inciden en el ciclo del "negocio"	F-Vulnerabilidad total a las restricciones financieras que inciden en el ciclo del "negocio"	F-Vulnerabilidad a las restricciones financ. que inciden en el ciclo del "negocio"
G-Contribución a la rentabilidad	G-Rentabilidad neta directamente identificable	G-Costo individualizable de la financiación

Aclaraciones al cuadro 4.4

Respecto de los subconjuntos de la estructura patrimonial indicados cabe notar que:

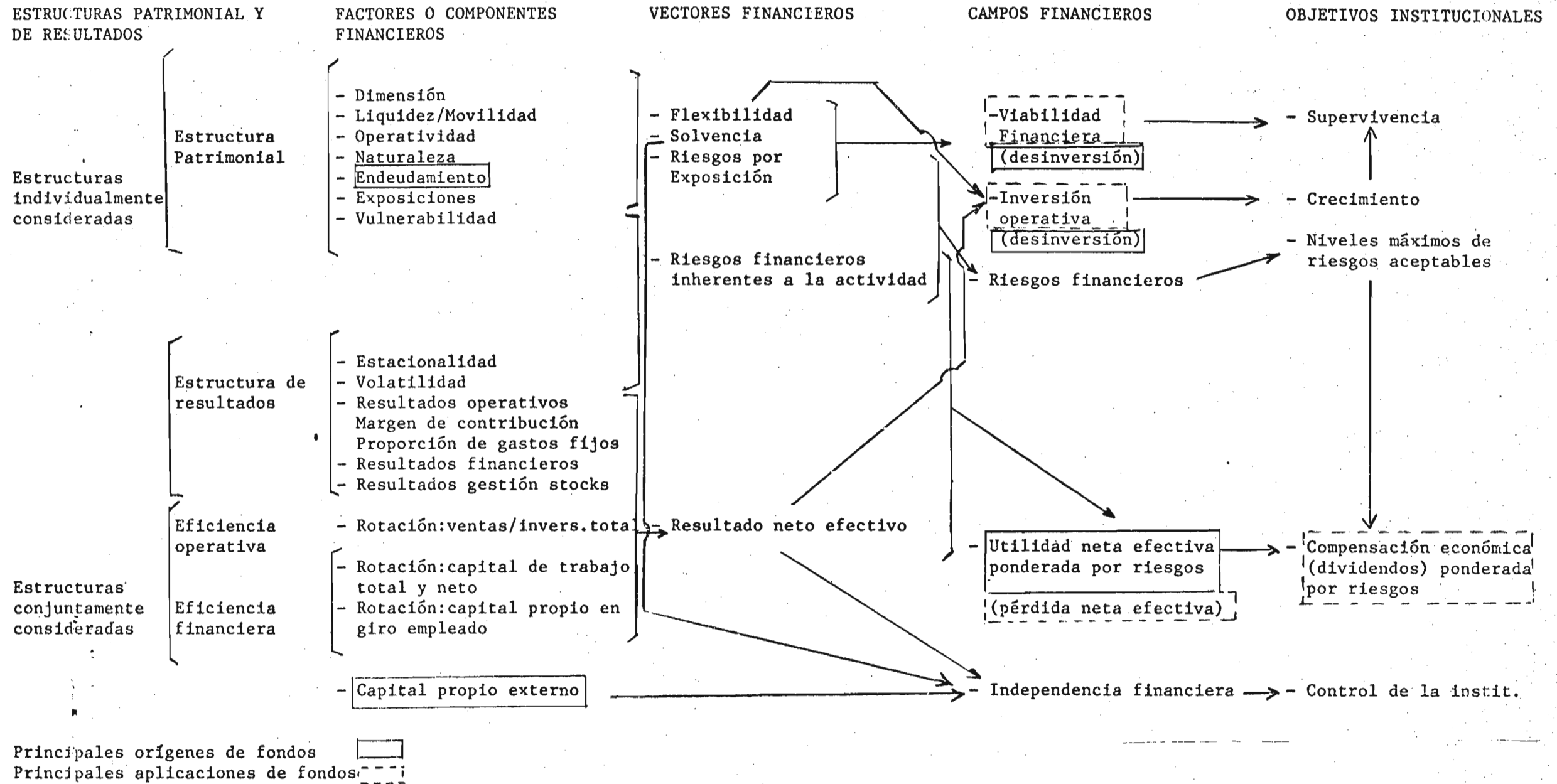
- La Exposición neta (E) se calcula por diferencia ponderada entre los elementos equivalentes del activo y del pasivo:
 - Monetarios: para la posición monetaria neta
 - En moneda extranjera: para la posición cambiaria neta
 - Sujetos a tasa variable: para la exposición neta a las fluctuaciones en las tasas.
 - Sujetos a indexación: para la exposición neta a la indexación
- La Vulnerabilidad total a las restricciones financieras que inciden en el ciclo del "negocio" (F): se calcula por adición ponderada de los rubros expuestos del activo y del pasivo. En general este concepto es más relevante en plazos medios y largos y fundamental ante cambios significativos en los niveles de actividad.
- Ni la Exposición neta ni la Vulnerabilidad total se corresponden como subconjuntos con el Capital de trabajo, pues ambos excluyen los elementos corrientes que no se asimilan con las correspondientes propiedades y, en cambio, incluyen los activos y pasivos no corrientes que sí se corresponden con las mismas.

Otros subconjuntos definibles no indicados en el Cuadro 4.4 son:

- El capital propio en giro: que según ya se ha explicado resulta de excluir del capital propio empleado los Activos fijos, por lo que puede considerarse un concepto fundamentalmente ligado con la liquidez y movilidad "potenciales" o de mediano plazo.
- La posición no monetaria neta: resultante de comparar los activos y pasivos no monetarios. Puede asimilarse con una Exposición neta a la indexación en la medida en que la misma opere en forma homogénea sobre los activos y pasivos afectados.

El presente enfoque permite reencontrar conceptos habituales como el capital de trabajo o la solvencia, por el mismo camino que define los nuevos conceptos propuestos como subconjuntos de la estructura patrimonial.

1. INTERRELACIONES DESDE LAS ESTRUCTURAS PATRIMONIAL Y DE RESULTADOS HASTA LOS OBJETIVOS INSTITUCIONALES



2. Roles inmediato y mediato de la Función Financiera en relación con las estructuras patrimonial y de resultados. Planteo desde el punto de vista de la estructura conceptual de la Función Financiera.

Estamos ahora en condiciones de avanzar sobre la elaboración del contenido y alcance de la Función Financiera, estableciendo sus roles inmediato y mediato en relación con las estructuras patrimonial y de resultados.

Para ello además de considerar los elementos de juicio ya expresados acerca de los componentes internos de la estructura conceptual, deberán enfatizarse:

- La composición de los vectores financieros definidos en el proceso político de la institución. Volveremos sobre este punto al tratar los ingredientes estratégicos de la Función Financiera.
- El análisis de las condiciones operativas que definen límites y topes a las estructuras patrimonial y de resultados. Dichas condiciones operativas interactúan en el proceso político al nivel de los objetivos de la institución.

Por lo tanto el contenido y alcance de la Función Financiera desde el punto de vista de su estructura conceptual y de su rol en el corto plazo puede definirse como: el ajuste de la estructura patrimonial, mediante la utilización de las variables controlables por la Función Financiera, con el propósito de mejorar todo lo posible el cumplimiento de los vectores financieros vigentes. Este proceso se efectúa:

- 1° Determinando la real movilidad de la estructura patrimonial a ser administrada por la Función Financiera.
- 2° Vinculando los elementos de la estructura patrimonial con los factores o componentes de los vectores financieros a través del análisis de las propiedades financieras.
- 3° Vinculando en la misma forma las variables no controlables o externas ("output" del contexto financiero) con los factores o componentes de los vectores financieros. Por ejemplo: impactos inflacionarios.
- 4° Pronosticando el comportamiento de las variables no controlables
- 5° Fijando hipótesis sobre el comportamiento de las variables parcial o indirectamente controlables por la Función Financiera (por ejemplo: cambios en volúmenes definidos por la Función comercial)
- 6° Definiendo las situaciones decisorias aplicables para lo cual debe tomarse en cuenta los pasos anteriores. En consecuencia se definirán los elementos de la estructura patrimonial y los operadores aptos a considerar (Tema a tratar en el Capítulo 5.2)
- 7° Elaborando las correspondientes decisiones mediante las funciones de cálculo,

análisis y selección correspondientes.

8° Implementando las correspondientes decisiones

Si consideramos un plazo mediano el rol de la Función Financiera gira alrededor de los siguientes puntos:

- Asignación de capital de trabajo y capital propio en giro: a cada una de las operaciones o "negocios" y a la viabilidad financiera.
- Evaluación integral y coordinada de proyectos de inversión incluyendo su correspondiente financiación
- Inducción de cambios en las estructuras patrimonial y de resultados a partir de:
 - El manejo que la Función Financiera realiza de sus propias variables controlables.
 - Las funciones de integración y evaluación que desempeña la Función Financiera respecto de las restantes funciones.
 - Las funciones de orientación en la búsqueda que desempeña la Función Financiera. Por ejemplo: al orientar la búsqueda de nuevos proyectos

Los distintos aspectos que hacen al rol mediano de la Función Financiera se estructuran mediante el planeamiento financiero, que debe actuar dentro de los límites definidos por la estrategia de la institución y en forma coherente con los planes de las restantes funciones.

3. Relación entre Elementos de la estructura patrimonial y Variables controlables por la Función Financiera.

Los elementos de la estructura patrimonial pueden ser considerados como los componentes primarios de las variables controlables por la institución, de forma tal que agrupando elementos se generan las variables controlables. La forma en que se agrupen los elementos es siempre función de alguna(s) propiedad(es) común que permita homogeneizarlos: Activos corrientes; Capital de trabajo neto; Inversión en activos fijos; Posición monetaria neta; etc. En general puede aceptarse una identificación entre los subconjuntos del patrimonio definidos en función de propiedades y las denominadas variables controlables.

En cuanto a la relación específica: elementos/variables controlables por la Función Financiera caben dos aclaraciones:

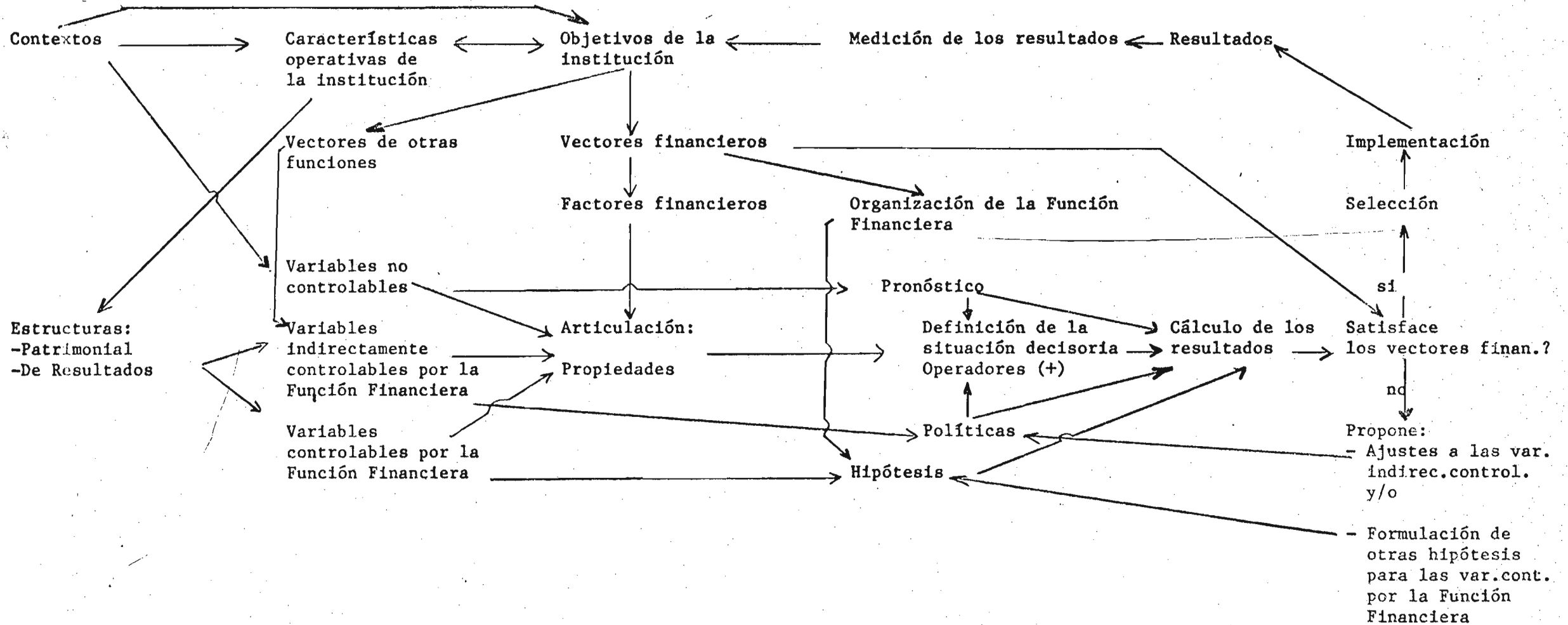
- a) El grado con que la Función Financiera actúa sobre sus variables controlables se encuentra en función de la situación decisoria. La situación decisoria a su vez se encuentra en función de dos aspectos: el nivel de la decisión y las circunstancias específicas que determinan el campo de la misma.

Así por ejemplo: las variables controlables por la gestión financiera (esto es: la Función Financiera a nivel de gestión) se limitan a la colocación transitoria de fondos excedentes o a cubrir adecuadamente los faltantes también transitorios, optimizando la financiación en operaciones de corto plazo. Por el contrario a nivel de planeamiento la Función Financiera incide substancialmente en la asignación de capital de trabajo a metas operativas y a viabilidad financiera, así como a decidir en materia de inmovilizaciones y estructura de financiación. Por último, a nivel estratégico, la Función Financiera fija rumbos y a la vez parametriza la búsqueda de oportunidades y el desarrollo de negocios presentes y futuros.

- b. Hay elementos de la estructura patrimonial que pueden descomponerse o subdividirse en aspectos controlables por la Función Financiera y aquellos que no lo son sino que están definidos operativamente. Tal el caso de los bienes de cambio que por su carácter de activo no monetario y por las facilidades que emanan de su identificación con el ciclo del "negocio" suelen ser utilizados como inversión realizable, comparable con las inversiones financieras. De allí que frecuentemente parte del stock deba ser considerado como un activo operativo no controlable por la Función Financiera, mientras que el excedente de las necesidades operativas se asimile a una inversión realizable y, por tanto, controlable por la Función Financiera.

Diagrama 4.6

4.6.1 SINTESIS GENERAL DE LA FUNCION FINANCIERA COMO PROCESO ADAPTATIVO



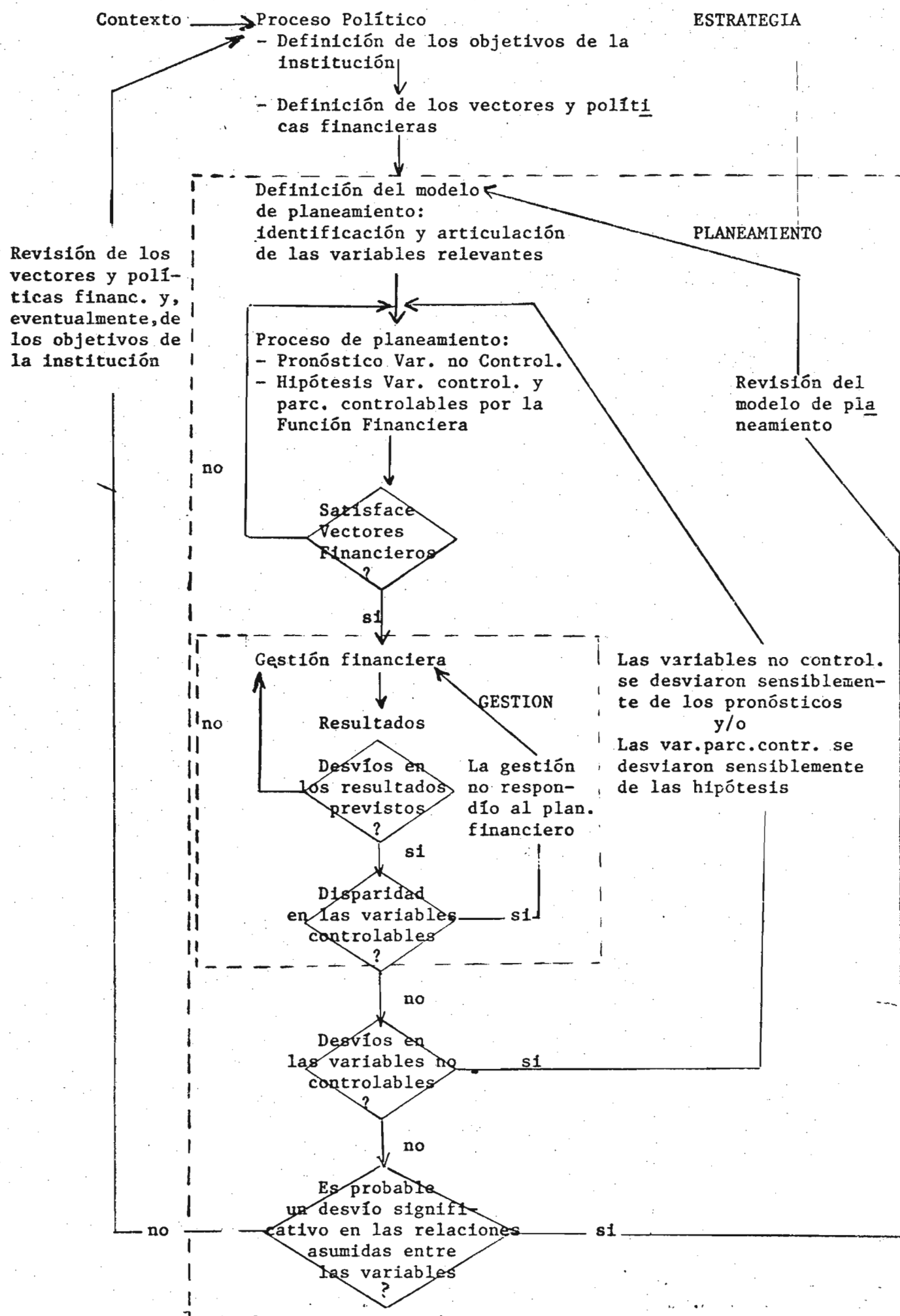
Aclaraciones:

- La Función Financiera es interpretada aquí como un proceso adaptativo de la institución a sí misma (objetivos; características operativas), al contexto y a los resultados.

(+) Los operadores son los indicadores necesarios para evaluar las decisiones sobre las variables controlables por la institución

Diagrama 4.7

4.6.2 LA FUNCION FINANCIERA COMO PROCESO ADAPTATIVO EN RELACION CON LOS NIVELES DE CISORIOS



Aclaraciones al Diagrama 4.7

- Nivel Estratégico

La Función Financiera interviene en el proceso político:

- a) Aporta los datos, modelos y criterios necesarios para que la coalición política integre los aspectos económicos-financieros en su interpretación del contexto y en su formulación de los objetivos de la institución.
- b) Define los vectores financieros.

- Nivel Planeamiento

a) La Función Financiera define el modelo de planeamiento:

- Identifica las variables que le son relevantes
 - No controlables: derivadas del contexto
 - Parcial o indirectamente controlables: derivadas de las condiciones operativas de la institución. Por ejemplo: activos mínimos por tipo.
 - Controlables por la Función Financiera.
- Define el modelo de interrelaciones que articula los tres grupos de variables y los vectores financieros mediante las correspondientes propiedades financieras
- Define las posibles situaciones decisorias identificando los operadores aplicables en cada caso
- Define los criterios para el conocimiento de las distintas variables:
 - No controlables: selección de un sistema de pronósticos
 - Parcial o indirectamente controlables: enlace con las políticas y planes de otras funciones
- Selección y cuantificación de las variables
- Controlables por la Función Financiera: selección de la información

b) La Función Financiera lleva a cabo el proceso de planeamiento:

- Efectúa el pronóstico sobre las variables no controlables y las hipótesis sobre las variables parcial o totalmente controlables por la Función Financiera
- Efectúa el análisis de sensibilidad sobre la incidencia en los resultados de cada grupo de variables
- Evalúa en que medida los resultados obtenidos satisfacen los vectores financieros

5. CONSECUENCIAS DE LA REFORMULACION PROPUESTA

5.1 Revisión crítica de los conceptos vigentes acerca de la Función Financiera (postulados y criterios)

Trataremos a continuación de sintetizar nuestro análisis crítico acerca del conjunto de supuestos o hipótesis que configuran la base de la concepción vigente acerca de las finanzas. Cabe recordar que dicha concepción está referida fundamentalmente al campo de la administración financiera y a un tipo particular de instituciones: las empresas; mientras que nuestra propuesta abarca integralmente la función financiera incluidos sus componentes políticos o estratégicos y refiere a los distintos tipos de instituciones.

A los efectos de sistematizar los supuestos o hipótesis vigentes, de forma tal que su replanteo sea coherente con la reformulación propuesta, se los agrupa como sigue:

- Postulados básicos: comprenden la discusión del objetivo de las finanzas y del supuesto central referido a la oposición entre rentabilidad y liquidez.
- Criterios básicos: vinculados al contenido de las finanzas, con particular referencia al análisis de los orígenes y aplicaciones de fondos.

5.1.1 Revisión crítica de los postulados básicos de la disciplina financiera:

El objetivo central de las finanzas

1. Ya se han explicado detalladamente las fuertes limitaciones que tiene la concepción vigente de las finanzas al considerar un sólo y axiomático objetivo: el referido a la maximización de la riqueza de los accionistas.

a. En primer lugar esto supone aceptar la existencia de un objetivo único y estable a nivel de institución que, además, se identifica con el objetivo asignado a las finanzas.

b. En segundo lugar el objetivo referido a la maximización del valor que la empresa tiene para el accionista, supone la existencia de un mecanismo por el cual los inversores se forman un concepto sobre la rentabilidad de su tenencia en acciones y lo trasladan al precio de mercado de las mismas (VAN HORNE, 7 a 10,15). Tal mecanismo no existe en un contexto financiero carente de un importante y representativo mercado bursátil.

c. El denominado "objetivo operativo", equivalente a la meta financiera o a nuestro concepto de vector, postula la maximización del valor actual del flujo de fondos descontado por la tasa de costo de capital y sujeto, en algunas versiones, a la restricción de liquidez. Este objetivo no es sino el instrumento para maximizar la riqueza de los accionistas, por lo que también supone aceptar dicho único objetivo final.

2. En el capítulo 2.5 hemos desarrollado varias hipótesis de trabajo consistentes con la coexistencia de objetivos múltiples en las instituciones.

Estas hipótesis surgen de los siguientes razonamientos:

a. Por ajuste o corrección de las versiones vigentes: este planteo lleva a mantener el objetivo de maximizar rentabilidad, pero ampliado el campo de las restricciones a los diversos riesgos e implicancias financieras que hacen al cumplimiento de los distintos objetivos de la institución. Así por ejemplo a partir de los vectores y de los campos financieros esbozados en la estructura conceptual planteada (Ver Diagrama 4.3), pueden formularse propuestas para el objetivo de la Función Financiera coherentes con un objetivo institucional que contemple: el logro de los máximos niveles de compensación económica de los propietarios compatibles con:

- Asegurar la supervivencia de la institución
- No sobrepasar el nivel máximo de riesgos aceptables
- No caer por debajo del nivel mínimo de crecimiento relativo aceptable
- Asegurar el mantenimiento del control de la institución

Traducido en términos del objetivo de la Función Financiera el planteo sería:

El logro del máximo resultado neto real distribuible que sea compatible con:

- El grado de viabilidad financiera que asegure la supervivencia
- Un nivel de riesgos financieros aceptables "per se" y en su integración en el conjunto de los riesgos de la institución.
- Un grado de inversión operativa compatible con el nivel mínimo de crecimiento relativo aceptable.
- Un grado de independencia financiera tal que asegure el mantenimiento del control de la institución.

Puede recordarse aquí la comprensión de cada uno de los conceptos involucrados:

- La viabilidad financiera contempla tanto la flexibilidad como la solvencia y riesgos por exposición.
- Los riesgos financieros alcanzan a la solvencia y exposiciones por un lado y a los riesgos financieros inherentes a la actividad o "negocio" por otro.
- La inversión operativa reposa en la flexibilidad financiera y en el resultado neto real, además de otros aspectos como la disponibilidad de oportunidades de inversión.
- La independencia financiera está asociada con la estructura de financiación y resulta de comparar:

Los fondos propios: capital del grupo de accionistas existente que ejerce el control más fondos autogenerados en la proporción correspondiente.

Los fondos ajenos desde el punto de vista del grupo de control: los pasivos totales más el capital correspondiente a otros accionistas incluido su participación en los fondos autogenerados.

- b. Suponiendo que la definición de los objetivos de la institución se realice por niveles mínimos de cada uno de ellos: esto conduce a niveles mínimos en el logro de los objetivos económico-financieros incluida la rentabilidad, en el marco de las restricciones derivadas de los logros mínimos de los restantes objetivos y de los niveles mínimos y máximos de los vectores financieros integrados con los restantes riesgos.
- c. El desplazamiento del objetivo de maximización de rentabilidad por el de supervivencia, lleva a postular como objetivo de la Función Financiera el mantener financieramente viable a la institución, mediante la reinversión de las utilidades y la obtención de una adecuada estructura patrimonial. Debe recordarse aquí que, para nuestro contexto, el enfoque de supervivencia no se da en un ámbito de crecimiento (tal como lo postulan Donaldson y Lorsch para Estados Unidos) sino en uno de turbulencia con alta inflación y estancamiento económico, por lo que la viabilidad financiera tiene una connotación predominante "defensiva" tanto a nivel de las inversiones como de la estructura patrimonial.

Cabe notar que mientras la primera versión incorpora a la tradicional maximización los elementos de juicio que emanan de los contextos altamente inestables, las versiones b. y c. se orientan a la obtención de una rentabilidad "satisfactoria" sujeta a un riesgo "razonable". Al respecto Geli y Senderovich (61) sostienen que "en un mundo de incertidumbre, con dificultades para postular el grado de severidad de las fluctuaciones económicas generales, representa un comportamiento altamente racional reducir al mínimo la exposición al riesgo máximo". La noción de rentabilidad "satisfactoria" puede ser referida como en la versión 2. a un mínimo por comparación con rendimientos alternativos o bien, como en la versión 3., al nivel necesario para realimentar la inversión y la estructura patrimonial en forma tal de asegurar la viabilidad financiera.

En cuanto al concepto de riesgo "razonable" cabe observar que variantes de 2. y 3. pueden ser formuladas sobre la base de minimizar la combinación de los riesgos financieros considerando simultáneamente los niveles asignables a los restantes riesgos (políticos e inherentes a la acti-

En todas las versiones los riesgos financieros son enfocados en un sentido amplio: además del tradicional riesgo por insolvencia se computan los referidos a los riesgos por exposición, por restricciones financieras que inciden en el giro de los "negocios" o vulnerabilidad, y por volatilidad de los resultados. Además se integran al riesgo financiero los restantes (políticos, comerciales, etc.) que configuran el complejo panorama de riesgos asociado a los contextos altamente inestables.

Otra restricción general aplicable a estas distintas formulaciones del objetivo de la Función Financiera es la referida a mantener el control de la institución, al menos en el grado en que se considere necesario, por parte de los miembros dominantes de la coalición.

5.1.2 Revisión crítica de los postulados básicos de la disciplina financiera:

El supuesto central de las finanzas

Es permanente la referencia en la doctrina a la existencia de un comportamiento necesariamente opuesto entre rentabilidad y liquidez, a punto tal que esta relación se ha constituido en el "supuesto central" de la disciplina financiera, en un nivel de importancia comparable con el axioma que circunscribe el objetivo institucional a la maximización de la riqueza de los accionistas. También se suele mencionar la relación directa existente entre rentabilidad y riesgos financieros. Por otro lado son abundantes y permanentes los ejemplos en el contexto argentino donde rentabilidad y liquidez se correlacionan y, aún más, donde la rentabilidad sigue una relación inversa con los riesgos financieros.

Nos proponemos encontrar los elementos de juicio diferenciadores que permitan entender cuando y por que funcionan unas u otras relaciones. Para ello utilizaremos la estructura conceptual propuesta para la función financiera enfatizando la estructura de resultados y la concepción unitaria del capital de trabajo. Se podrán vincular entonces los distintos vectores financieros con las modificaciones operables en el capital de trabajo en función de las políticas financieras aplicadas. La conclusión será una reformulación del supuesto central de la finanzas relativizando la relación entre los vectores financieros a las políticas aplicadas y a sus efectos en el capital de trabajo. Dicha conclusión es ampliable a otros orígenes y aplicaciones que no afectan el capital de trabajo.

1. Metodología del análisis

- Debe definirse un grupo de vectores financieros y un conjunto de políticas alternativas para el logro de los mismos.
- Para cada política deben examinarse las modificaciones probables en el capital de trabajo y el impacto que la misma tiene en el cumplimiento de cada una de los vectores financieros considerados.
- Cabe deslindar entonces aquellas políticas financieras que ejemplifican la versión vigente del supuesto central de las finanzas, al inducir el logro de los vectores financieros con acuerdo a las hipótesis de correlación u oposición habituales para los mismos. Asimismo se identificarán las políticas que generan justamente un comportamiento opuesto, haciendo consistente el logro de los distintos vectores financieros.

2. Vectores financieros a considerar

- Rentabilidad: incluidos los resultados financieros tradicionales y no tradicionales, en particular el efecto inflacionario o resultado por exposición a la inflación. La rentabilidad se considera beta de inciden

cia impositiva y sin diferenciar según el destino ulterior de los fondos autogenerados (a reinversión o a dividendos).

- Viabilidad financiera: incluye liquidez, movilidad y flexibilidad por una parte y solvencia por otra. No se incluyen en cambio las exposiciones a la inflación ni a la devaluación.
- Riesgos financieros: son fundamentalmente los que hacen a la vulnerabilidad y volatilidad de los resultados. La simbiosis de estos riesgos con la rentabilidad hace que los resultados esperados y el valor de la inversión al final del período pasen a ser expresiones aleatorias y no predeterminadas.
- Exposición a la devaluación: asociada con la posición cambiaria neta del capital de trabajo o del capital propio en giro.

3. Aspectos destacables del margen de contribución y del capital de trabajo

Aceptando que el margen de contribución puede ser considerado un factor fundamental para contrarrestar los efectos de la inflación sobre un capital de trabajo neto expuesto; cabe sintetizar las relaciones entre el margen de contribución y las variables no controlables o, a lo sumo, sólo indirectamente controlables por la Función Financiera.

En primer lugar el margen de contribución necesario para compensar la inflación deberá ser mayor cuanto mayor sean:

- La absorción de fondos provocada por el capital de trabajo y
- La proporción de los gastos fijos en relación con el nivel de ingresos.

A su vez la absorción de fondos por el capital de trabajo puede correlacionarse con los siguientes factores:

- La estructura necesaria para el capital de trabajo: cuanto mayor sea el capital de trabajo monetario neto positivo, mayor será el efecto inflacionario.
- El nivel inflacionario aplicable.

Por otra parte el capital de trabajo es en alto grado una variable dependiente del marco de la institución: contextos y objetivos en particular interaccionan con las características operativas de la institución, que a su vez definen los aspectos operativos de las estructuras patrimonial y de resultados.

Este condicionamiento operativo del capital de trabajo comprende:

- Nivel o envergadura: proporción del capital de trabajo neto necesario en relación con las ventas. Inversión o desinversión adicional en proporción con las fluctuaciones en el volumen de actividad.
- Composición: niveles mínimos y/o máximos de los rubros de gestión
- Exposición a la inflación: resultante de la composición. Puede ser negativa

en el caso en que los pasivos monetarios superen a los activos monetarios.

Pero los límites operativos del capital de trabajo no son rígidos ni mucho menos estables; es allí donde aparece la Función Financiera para:

- 1° Determinar los límites y analizar sus causas.
- 2° Plantear y analizar alternativas: tanto en lo que hace al capital de trabajo operativo como en lo referido a los aspectos no operativos del mismo.

Este análisis debe hacerse teniendo siempre en referencia el conjunto de los vectores financieros.

Cabe también recordar que el capital de trabajo se caracteriza por: dos aspectos que no se dan en los elementos de la estructura patrimonial ajenos al mismo:

- Su alta movilidad
- El impacto "instantáneo" de la inflación

Deberán tenerse presente estos conceptos al vincular las distintas políticas con sus impactos en el capital de trabajo y en el logro de los vectores financieros perseguidos.

4. Políticas aplicables y sus impactos en el logro de los vectores financieros

Se analizarán cada una de las siguientes políticas:

- Expansión o crecimiento del volumen de actividad manifestado generalmente en un mayor nivel de ventas.
- Reducción de los gastos fijos sin afectar al nivel de actividad o reduciéndolo en una proporción menor que la de los gastos fijos.
- Cambios en los niveles de eficiencia o productividad del capital de trabajo:
 - Mayor rotación de los activos monetarios.
 - Mayor rotación de los activos no monetarios. El caso particular de los bienes de cambio.
- Cambios en la estructura del capital de trabajo:
 - Menor exposición a la inflación por reducción de los activos monetarios.
 - Menor exposición a la inflación por incremento de los pasivos monetarios.
 - Mayor inversión financiera con reducción proporcional del capital de trabajo operativo.

Cuadro 5.1

IMPACTO DE CADA UNA DE LAS POLITICAS EN EL LOGRO DE LOS VECTORES FINANCIEROS

Políticas aplicables	Vectores Financ.	Rentabil. neta de resultados Financier.	Flexibil. + Solvencia	Riesgos Financieros	
				Vulnerabil. y volatil. resultados	Exposición a la deval. Con Cap.de Trab. neto expuesto (exposición cambiaria) Con Cap.de trab. neto de exposic. negativa (exposic. camb.neg.)
-Mayor volumen de actividad		A	D	A	A
-Reducción de gastos fijos		A	A	D	Neutro
-Mayor rotación					
-Act.monetarios		A	A	D	Variable
-Act.no monetarios (condicionado)		A	A	D	Variable
-Menor exposición a la inflación					
-Reducción act. monetaria		A	A	D	Variable
-Incremento pas. monetario		A	D	A	Variable
-Mayor invers. Financiera		A	A	D	D

Aclaraciones al Cuadro 5.1

- Abreviaturas: A - Aumento

B - Disminución

- El análisis de la consistencia de cada política respecto de los distintos vectores financieros, o sea el análisis de los impactos que la política tiene en cada uno de los vectores para determinar si existe o no coherencia de efectos, se efectúa en un marco más amplio que el de la simple relación rentabilidad / liquidez. Se incluye el concepto ya introducido de viabilidad financiera pero desagregando las exposiciones a la inflación y a la devaluación, debido a que la primera se considera como formando parte de los resultados y la segunda tiene un comportamiento que puede ser independiente o variar siguiendo otros elementos de la estructura patrimonial. (Por ejemplo: el destino dado a los activos monetarios eliminados)
- El vector volatilidad es función en parte del nivel de endeudamiento que al incrementarse eleva las cargas fijas y, por consiguiente, la probabilidad de oscilaciones en el rendimiento.
- El aporte a la rentabilidad derivado de los mayores pasivos monetarios debe calcularse neto de intereses pagados.

5. Identificación de las políticas financieras consistentes y de las no consistentes respecto de los vectores financieros.

Si analizamos la primera política: mayor volumen de actividad sin alterar significativamente los márgenes de contribución positivos existentes, puede observarse que se incrementa el capital de trabajo neto aplicado en forma proporcional impactando sobre los vectores financieros como sigue:

- Rentabilidad: manteniéndose aproximadamente constante el margen de contribución neto porcentual se eleva proporcionalmente su valor absoluto. Al no crecer proporcionalmente los costos fijos el efecto sobre la rentabilidad es positivo.
- Flexibilidad y Solvencia: un mayor volumen requiere mayor cantidad de fondos aplicados a la actividad que, en el caso normal de capital de trabajo neto positivo, se obtienen vía realización de activos financieros y/o mayor endeudamiento. En cualquier caso el impacto sobre la flexibilidad y solvencia tiende a ser negativo, por lo que aparece una primera inconsistencia respecto de los efectos de la misma política en la rentabilidad.
- Vulnerabilidad y volatilidad: un mayor volumen para una estructura patrimonial dada implica mayores riesgos financieros porque:
 - Los posibles desvíos a los resultados serán mayores en términos absolutos y también mayores en términos proporcionales respecto del capital propio total empleado, lo que afecta el nivel de volatilidad.
 - Serán mayores los activos corrientes que operan dentro del ciclo del negocio, lo que afecta el grado de vulnerabilidad.
- Exposición a la devaluación: dependerá de si la posición cambiaria neta es favorable (negativa) o desfavorable (los pasivos en moneda extranjera superan a los correspondientes activos). Además debe suponerse que dicha posición cambiaria forma parte de los activos y pasivos operativos por lo que varía en forma proporcional con las variaciones en el capital de trabajo operativo; en caso contrario el efecto en este vector podría ser independiente del volumen. Si el capital de trabajo neto tiene exposición cambiaria negativa (o sea favorable) su incremento mejorará la misma, dando consistencia a este vector con el efecto que el mayor volumen tiene en la rentabilidad. Si por el contrario el capital de trabajo neto tiene exposición cambiaria positiva (desfavorable) al elevarse el capital de trabajo se elevará la exposición, convirtiendo en inconsistente a este vector respecto del efecto que el mayor volumen tiene en la mejora de la rentabilidad.

Cabe notar que la política de mayor volumen, a diferencia de la mayoría de las indicadas en el cuadro, no es en sí una política financiera sino que se identifica

Su inclusión tiene sentido con el objeto de comparar los efectos financieros de las políticas más habituales.

El razonamiento efectuado para la política de mayor volumen también puede ser aplicado a la política de reducción de gastos fijos o a las políticas financieras de incremento de los niveles de eficiencia o productividad (mayor rotación) o de cambios en la estructura del capital de trabajo.

La síntesis acerca de la consistencia de las políticas puede ser expresada en la siguiente forma:

- La política de mayor volumen y la de menor exposición por incremento de los pasivos monetarios, hacen inconsistentes el logro de una mayor rentabilidad con mejoras en los niveles de flexibilidad/solvencia y disminución en los riesgos por vulnerabilidad/volatilidad. Se verifica entonces en estos casos la hipótesis tradicional de oposición rentabilidad vs. liquidez y de correlación de la rentabilidad con el riesgo.
- Las políticas de mayor rotación vía activos monetarios o activos no monetarios (esta última condicionada por los márgenes de contribución y la evolución de los precios relativos) así como la de menor exposición vía activos monetarios, hacen por el contrario consistentes el logro de una mayor rentabilidad con mejores niveles de flexibilidad/solvencia y menores riesgos por vulnerabilidad/volatilidad. Similares efectos son asignables a políticas de reducción de gastos o a adecuadas alternativas de mayor inversión financiera.

Se observa entonces en estos casos un comportamiento opuesto al de la hipótesis tradicional: la rentabilidad y la flexibilidad financiera operan en el mismo sentido mientras que la rentabilidad funciona en forma opuesta a los riesgos financieros de vulnerabilidad/volatilidad.

- Si se extiende el presente examen al vector financiero que refleja los riesgos por exposición a la devaluación puede observarse que:
 - En las alternativas de mayor rotación o menor exposición no puede establecerse un efecto necesario. Según los supuestos complementarios que se adopten respecto de la estructura patrimonial y las aplicaciones que se hagan de los fondos liberados en dichos casos la relación entre la política y el vector puede ser de independencia, o bien tener algún tipo de efecto que requiere precisar más el nivel del análisis que estamos encarando.
 - En la alternativa de mayor volumen el comportamiento del vector será consistente con la rentabilidad si la exposición cambiaria es negativa e inconsistente en caso contrario.
 - En la alternativa de mayor inversión financiera puede obtenerse consistencia entre la rentabilidad y la disminución de la exposición a la devaluación.

ción, sea cual fuere la exposición cambiaria neta. Lógicamente esta alternativa se encuentra condicionada al tipo de inversión financiera que se realice.

6. Otras consideraciones sobre las políticas aplicables. Versión alternativa de las relaciones: rentabilidad/liquidez (viabilidad)/riesgo financiero.

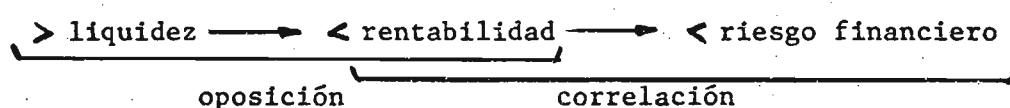
La experiencia reiterada de la finanzas argentinas nos muestra el no cumplimiento de lo que hemos denominado el "supuesto central" de la disciplina financiera. Así por ejemplo observamos como muchos activos líquidos superan en rentabilidad a las inversiones operativas, tanto en lo referido al capital de trabajo como en lo que hace a las inmovilizaciones. Paralelamente puede observarse que la correlación tradicional: rentabilidad/riesgo también suele estar ausente. Muchas veces son las inversiones realizables las de mayor rentabilidad y al mismo tiempo las de menor riesgo si se las compara con el capital de trabajo operativo y aún más si evaluamos inversiones en activos fijos u otras inmovilizaciones.

Frente al supuesto tradicional asumido por la disciplina financiera, surge una versión alternativa aplicable según sean las políticas por las que se persigue el logro de los vectores financieros. Se introduce entonces una relativización de las relaciones rentabilidad/liquidez (viabilidad)/riesgo financiero. Dicha relativización obliga a profundizar en las causas de los impactos en forma tal de poder prever el comportamiento de los mismos respecto de los distintos vectores financieros.

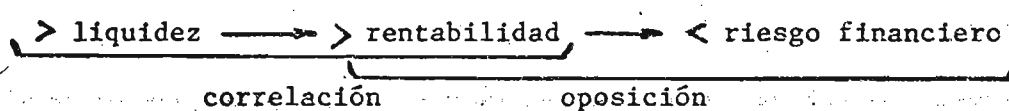
El supuesto central tradicional proclama la existencia de una necesaria oposición entre rentabilidad y liquidez y una necesaria correlación entre rentabilidad y riesgo. Nuestro replanteo permite alumbrar una cantidad significativa de casos en los que existe correlación directa entre la rentabilidad y la situación financiera y una "sorprendente" pero perfectamente explicable oposición entre rentabilidad y riesgo.

Las relaciones indicadas pueden sintetizarse como sigue:

- Supuesto central tradicional



- Versión alternativa aplicable a determinadas políticas y situaciones:



Puede observarse que cambian las relaciones de la rentabilidad con la liquidez y con el riesgo, pero permanecen en cambio las relaciones entre liquidez y riesgo que continúan siendo de signo inverso tanto en la versión tradicional como en la alternativa.

Con referencia a las inversiones realizables o financieras cabe notar que la versión alternativa parece tener validez en la comparación entre capital de trabajo operativo e inversiones realizables o entre inversiones realizables e inversiones inmovilizadas. Por el contrario al comparar los distintos tipos de las inversiones realizables entre si parece conservarse en un grado mayor la relación tradicional: las inversiones más líquidas tienden a ser las de menor rendimiento y a la vez las de menor riesgo (por ejemplo: depósitos en caja de ahorro con garantía estatal) frente a inversiones menos líquidas con mejor rendimiento y mayor riesgo (por ejemplo: depósitos a plazo fijo a tasa libre o indexados sin garantía estatal). Esta consideración es particularmente importante pues no se trata de reemplazar el rígido supuesto tradicional por otro u otros probablemente más aproximados a la realidad pero igualmente rígidos. Por el contrario lo que se propone es entender la variabilidad de las situaciones decisorias y de los "supuestos" aplicables a las mismas.

La definición puede más bien plantearse en los siguientes términos: la situación financiera (viabilidad) no necesariamente se opone a la rentabilidad ni ésta necesariamente se opone al riesgo, sino que el análisis debe ser efectuado en función de los vectores financieros y las situaciones decisorias. Estas últimas deben considerar una diversidad de elementos de juicio, entre los que se destacan las políticas aplicadas incluídas las asignaciones de los fondos liberados y las características de la estructura patrimonial.

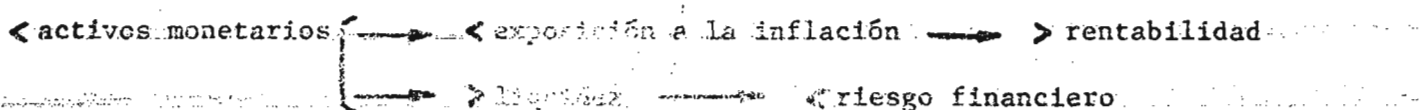
Otro subconjunto de situaciones decisorias particularmente relevante es aquel que hace al manejo de la exposición a la inflación. La misma es considerada en sí como un componente del resultado neto real, si bien también puede llegar a ser computada como un riesgo en la medida en que su incidencia pueda desviarse significativamente de lo previsto.

Al respecto existen dos alternativas:

- La administración vía menores activos monetarios hace a la rentabilidad consistente con la liquidez y opuesta al riesgo (versión alternativa)
- El manejo vía mayores pasivos monetarios mantiene vigente la inconsistencia entre el logro de los distintos vectores financieros tal cual la sustenta la versión tradicional, dado que una política de obtener utilidades inflacionarias y/o compensar pérdidas vía endeudamiento, conduce a una mayor probabilidad de insolvencia y a una menor flexibilidad financiera.

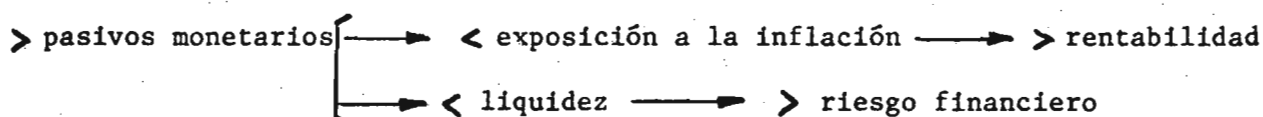
Las relaciones pueden sintetizarse como sigue:

- Administración vía activos monetarios



La validez y magnitud de los impactos se encuentra condicionado por la aplicación que se asigna a los fondos liberados a partir de los activos monetarios.

- Administración vía pasivos monetarios



La mejora en la rentabilidad se verifica en la medida en que el efecto favorable de la corrección monetaria sea mayor que el costo financiero provocado por el sobreendeudamiento. La validez y magnitud de los impactos se encuentra condicionada por la aplicación que se asigne a los fondos generados por el nuevo endeudamiento.

7. La política de stocks como caso particular de las políticas que afectan el capital de trabajo

Ya se ha destacado que los activos no monetarios ofrecen, además de su contribución neta identificada con la rentabilidad, un resultado por tenencia derivado de la evolución de su valor real durante un período.

Cabría suponer que los bienes de cambio, como caso particular de los activos no monetarios, se valorizan siguiendo aproximadamente los niveles de inflación, por lo que en principio el mayor valor por tenencia estaría compensando los costos financieros (corrección monetaria aplicable y/o intereses pagados, según sea la financiación).

Pero esta consideración general se encuentra fuertemente acotada por las siguientes características de los bienes de cambio:

- Su valor monetario de realización está en relación con su valorización específica y no con los índices generales de inflación. Esto puede provocar por ejemplo fuertes pérdidas a una empresa cuando sus precios avanzan más lentamente que los generales que son a su vez aplicables a sus gastos, sueldos y jornales, etc.

Como caso particular debe considerarse la transferibilidad a los clientes de los incrementos de precios practicados por los proveedores de insumos. Si la misma se ve anulada o disminuida el mayor valor de reposición de las materias primas no debería computarse patrimonialmente sino por su real incidencia en el mayor valor de los productos elaborados. La depresión económica y los controles de precios pueden afectar sensiblemente la capacidad de una empresa para trasladar a sus clientes los mayores costos que derivan de sus proveedores. La consecuencia inmediata de la no transferibilidad o transferibilidad limitada de los mayores costos directos es la disminución del margen de contribución, con su consecuente impacto en la rentabilidad final.

- El valor monetario de los bienes de cambio es inversamente proporcional a su rotación: cuanto más eficiente sea la gestión de stocks expresada en términos de velocidad de rotación menor será su valorización monetaria, tendiendo a comportarse este elemento como un activo monetario. Por el contrario una lenta rotación permitirá una plena valorización de los stocks, que tenderán a comportarse como un activo no monetario.

Mientras activos tales como los créditos al rotar más rápidamente mejoran su contribución a las utilidades en términos de eficiencia y menor costo financiero simultáneamente, en los activos no monetarios (créditos indexados por ejemplo) la mayor rotación genera utilidades por eficiencia pero pierde el beneficio de la valorización. En el caso de los bienes de cambio caben las consideraciones de los activos no monetarios pero sujetos a su valor específico que puede evolucionar por encima o por debajo del nivel general inflacionario.

- En todos los casos debe computarse como contrapartida de la valorización el costo por tenencia de stocks: no sólo el interés pagado y/o la corrección monetaria sino los diversos gastos asociados a los mismos.
- Pueden resumirse los efectos de las políticas de stocks en los resultados, siempre que los márgenes de contribución sean positivos:
 - Con alta rotación:
 - La incidencia en los resultados por eficiencia es significativa: se expresa en la productividad del capital empleado
 - La incidencia monetaria por tenencia es escasa: no aprovechándose los eventuales beneficios derivados de la actualización de los valores de inventario.

En síntesis: el inventario brinda beneficios por su productividad pero no en carácter de inversión.

- Con baja rotación:
 - La incidencia por eficiencia es escasa: hay baja productividad del capital empleado.
 - La incidencia monetaria por tenencia es elevada: se aprovechan los beneficios de la valorización.

En síntesis: el inventario se transforma en una inversión realizable alternativa a las inversiones financieras.

Los métodos de cálculo para el costo financiero sobre el capital propio empleado varían según que el sistema de costeo aplicado sea de tipo histórico o a valores de reposición, dado que la corrección monetaria se aplica en el primer caso sobre el capital de trabajo neto total incluidos bienes de cambio, mientras

que en el costeo a reposición la corrección monetaria no se aplica sobre los inventarios. Volveremos sobre este tema al tratar las consecuencias financieras para las instituciones derivadas de los contextos turbulentos, en lo referido al impacto en los elementos no monetarios del patrimonio. (5.4.3)

Puede sintetizarse afirmando que, para márgenes de contribución positivos, el incremento de rotación en los activos monetarios es siempre consistente con el objetivo de rentabilidad, pues implica al mismo tiempo:

- Mejor resultado por mayor eficiencia del capital empleado
- Mejor resultado por menor costo financiero

Por el contrario el incremento de rotación en los activos no monetarios en general y, particularmente, en los bienes de cambio, puede o no ser consistente con dicho objetivo según que a) supere o no a b) siendo:

- a) Los mejores resultados por mayor eficiencia y menor costo financiero del capital empleado
- b) La caída en los resultados provocada por la menor valorización de los stocks

Enfocados los bienes de cambio como una inversión realizable dado su capacidad de valorización puede afirmarse que la probabilidad de consistencia entre rentabilidad y rotación aumenta en la medida en que la inflación general sea mayor que la específica aplicable a los bienes de cambio. En este caso la caída en los resultados provocada por la menor valorización tiende a ser compensada con creces por el menor costo financiero del capital empleado. El balance final dependerá de los valores relativos en los que juega un rol fundamental el nivel del margen de contribución aplicable.

En nuestro ejemplo de política aplicable referido a la mayor rotación (Cuadro 5.1), puede introducirse como condición de consistencia que el costo financiero ponderado para el período sea mayor que la inflación específica asignable a los bienes de cambio. Esto supone favorecer comparativamente la rotación frente a la valorización de las tenencias. En caso contrario las conclusiones sobre consistencia del impacto en los vectores financieros serían distintas: la mayor rotación mejoraría la posición financiera y disminuiría los riesgos financieros pero a costa de una menor rentabilidad neta.

8. Conclusiones. Síntesis sobre el supuesto central de las finanzas.

Las modificaciones en el capital de trabajo deben ser analizadas teniendo en cuenta las políticas que las originan en forma tal de identificar aquellas políticas que hacen consistentes entre sí a los distintos vectores financieros.

Considerando el nivel y composición del capital de trabajo no puede hablarse de oposición entre rentabilidad y liquidez ni de correlación directa entre rentabi-

lidad y riesgo como situaciones necesarias. Por el contrario existen una serie de situaciones en que la relación entre los distintos vectores financieros se torna consistente entre sí: la rentabilidad opera en la misma dirección que la situación financiera y en relación inversa con los riesgos financieros. Pueden entonces categorizarse los conjuntos o tipos de modificaciones al capital de trabajo que hacen consistente a los distintos vectores financieros entre sí, e identificárseles con las políticas que producen dichas clases de modificaciones. En general puede afirmarse que las políticas orientadas a una mayor eficiencia o productividad, ya sea a través de la reducción de los gastos fijos y/o de una mayor rotación de los activos, así como aquellas que reducen los activos expuestos a la inflación y/o incrementan adecuadas inversiones financieras, tienden a transformar en consistente el logro de los principales vectores financieros. Por el contrario las políticas basadas en mayores volúmenes o en incremento de los pasivos monetarios, tienden a obtener mayor rentabilidad a costa de disminuir el logro de los restantes vectores financieros.

En el complejo contexto argentino las instituciones en general y las empresas en particular, han venido buscando una forma de contrarrestar los efectos de la inflación en un marco que asegure la subsistencia, esto es considerando vectores como viabilidad y riesgos financieros. Es una cuestión importante para las instituciones y para la sociedad argentina identificar los caminos por los que se orienta esta búsqueda. Han sido privilegiadas la eficiencia y/o la inversión financiera? Se busca prioritariamente compensar las pérdidas provocadas por la inflación reestructurando el capital de trabajo, incrementando los precios o incrementando los volúmenes? La reducción de la exposición monetaria se realiza disminuyendo los activos monetarios o más bien incrementando los pasivos monetarios? Estos orígenes de fondos a que rubros han sido aplicados? Como contrapartida de estas preguntas surgen las referidas a las políticas gubernamentales utilizadas que, de una u otra forma, estimulan y direccionan las políticas aplicables por las instituciones. Nuestro trabajo no pretende formular respuestas a estas preguntas pero sí dejarlas planteadas, destacando su importancia para el éxito de las instituciones argentinas y proponiendo nuestro inédito esquema como enfoque para encarar el tema.

La ampliación del presente análisis más allá del capital de trabajo constituye asimismo un eslabón importante del nuevo enfoque. En principio las inmovilizaciones en activos fijos en el contexto argentino parecen ofrecer: baja disponibilidad; baja rentabilidad y alto riesgo, de donde se derivarían

una correlación entre rentabilidad y disponibilidad y una oposición entre rentabilidad y riesgo. A su vez de estos aspectos se deriva la oposición entre disponibilidad y riesgo financiero. Esta hipótesis coincidente con nuestra versión alternativa es por cierto opuesta a la tradicional que postula la mayor rentabilidad de las inversiones productivas en general. Los activos fijos se han caracterizado tradicionalmente por su baja disponibilidad; alta rentabilidad y alto riesgo, en contraste con las inversiones líquidas de alta disponibilidad; baja rentabilidad y bajo riesgo.

La comparación entre las dos versiones muestra un traslado de la rentabilidad desde los activos fijos hacia activos líquidos como las inversiones realizables. Sin embargo el análisis debe profundizarse mucho más, teniendo en cuenta que el vector perseguido no es simplemente la liquidez sino el nivel de viabilidad financiera que asegure la supervivencia. La viabilidad financiera requiere a su vez de la movilidad y la flexibilidad financieras necesarias para enfrentar los problemas y aprovechar las oportunidades financieras. La movilidad implica disponibilidad de activos líquidos por encima de las necesidades operativas lo que coincide con la mayor rentabilidad de las inversiones realizables. Pero en cambio la flexibilidad se correlaciona con la existencia de un nivel de activos no líquidos suficiente como para enfrentar mediante eventuales realizaciones y/o gravámenes fuertes problemas e importantes transformaciones patrimoniales, lo que no es consistente con la menor rentabilidad de las inversiones inmovilizadas. Por otro lado muchos activos fijos y en particular los inmuebles, muestran durante importantes períodos una fuerte valorización por tenencia que también tiende a constituirse en un factor neutralizador del impacto inflacionario.

En síntesis: la necesaria oposición entre rentabilidad y liquidez y la necesaria correlación entre rentabilidad y riesgo no constituyen supuestos aplicables a las distintas situaciones decisorias de los contextos inestables. Nuestra reformulación propone circunscribir la aplicabilidad de dichas relaciones a las políticas que tratan de mejorar la rentabilidad por la vía de una menor exposición a la inflación basada en mayor endeudamiento monetario y/o en base a mayores volúmenes de actividad. Por el contrario las políticas de aplicación de fondos orientadas a una mayor eficiencia financiera, reducción de gastos o una menor exposición monetaria de los activos, permiten armonizar rentabilidad con viabilidad financiera alcanzando inclusive, a

definir situaciones decisorias donde la rentabilidad está en relación inversa con el riesgo.

La relación inversa entre liquidez y riesgo financiero se mantiene en las distintas situaciones decisorias examinadas en nuestra reformulación. De todos modos los conceptos son analizados con una óptica coherente con los vectores financieros de donde la liquidez se integra a los conceptos de flexibilidad y solvencia que la involucran, y los riesgos financieros son precisados en términos de viabilidad y vulnerabilidad.

5.1.9. Revisión crítica de los criterios básicos aplicados por la disciplina financiera:

Resumen de la posición vigente

1. Siguiendo a Solomon podemos sintetizar como sigue la concepción vigente de las finanzas:

- Aceptación de los postulados básicos:
 - En cuanto al objetivo general de las finanzas en términos de maximización del valor de la empresa para el accionista.
 - En cuanto al supuesto central de la necesaria oposición entre rentabilidad y liquidez.
- Definición del contenido de las finanzas en términos de:
 - Estudio de fuentes alternativas de fondos: composición de la financiación a utilizar.
 - Elección entre usos alternativos de fondos que afectan al volumen y estructura de los activos, en base a propuestas emanadas de otras funciones.

En resumen puede decirse que la teoría vigente de las finanzas se ocupa de evaluar las ventajas de empleos potenciales de fondos frente al costo de las fuentes alternativas, de modo de lograr los objetivos financieros predeterminados para la empresa.

2. A efectos de cumplir con su cometido el enfoque vigente de las finanzas incluye necesariamente los siguientes criterios básicos:

- Definición del "standard" básico de performance financiera: como pauta de referencia para evaluar los cambios significativos y estables en la estructura patrimonial. Esto conduce al análisis del denominado "costo del capital" que incluye tanto las fuentes propias (generación de utilidad, nuevos aportes) como las ajenas (distintos tipos de endeudamiento). La definición de costo del capital suele girar en torno a la idea de la

mínima tasa de retorno que debería obtenerse de un proyecto para que se conservara sin cambio la cotización corriente de las acciones.

- Discusión del efecto de "leverage" o "palanca": el supuesto clásico consiste en asumir que el endeudamiento "normal" se opera a tasas menores que el rendimiento derivable de la aplicación de los fondos a la actividad de la empresa y a un costo menor que el costo del capital propio. A partir de aquí y del concepto del costo del capital se sostiene la existencia de un beneficio por endeudamiento y se obtienen dos grandes consecuencias:
 - La posibilidad de definir una estructura financiera óptima: en el punto en el que se establece la máxima diferencia entre el menor costo del capital ajeno y el mayor costo que, por razones de riesgo, cabe asignar al capital propio. Este punto corresponde a la identificación del mínimo coste medio del capital
 - La posibilidad de optimizar el valor presente de la empresa: expresado en términos de cotización de las acciones y en correlación con la estructura financiera óptima y, por consiguiente, con el punto de mínimo coste medio del capital

Dicha posición clásica ha sido cuestionada en profundidad por Modigliani y Miller quienes no aceptan la dependencia del costo del capital respecto de la estructura de financiación. Para ellos no existiría una estructura financiera óptima y el valor de la empresa sería función exclusiva de los beneficios esperados de los activos. La posición original de Modigliani y Miller suponía la existencia de mercados perfectos y sin incidencia impositiva lo que limitaba notoriamente la validez de sus conclusiones. Pese a los ajustes que posteriormente los mismos autores introdujeron en su posición, la doctrina actual se inclina por aceptar la posición clásica, partiendo de la existencia del efecto de palanca pero introduciendo el riesgo por insolvencia como restricción. Es decir que se acepta la maximización del valor de mercado de la empresa en términos de cotización de las acciones por la concurrencia de:

- Los beneficios esperados de los activos
- El logro de una estructura financiera óptima que haga mínimo el costo del capital (sujeto a restricción de solvencia).

En lo referido al capital de trabajo la doctrina vigente puede dividirse en dos corrientes:

- La tradicional: busca la optimización mediante el tratamiento individual rubro por rubro.
- La concepción unitaria del capital de trabajo como variable económica: tal como ha quedado expuesta.

5.1.4. Revisión crítica de los criterios básicos aplicados por la disciplina financiera: desarrollo acorde con la reformulación propuesta

Nuestra posición sobre los criterios básicos utilizados incluye una serie de consideraciones que avanzan sensiblemente sobre la concepción vigente. Esto es consecuencia lógica de la reformulación de la Función Financiera planteada y, en particular, de las nuevas hipótesis sobre la formulación de sus objetivos y sobre las relaciones: rentabilidad, liquidez (viabilidad), riesgos financieros.

En cuanto a los postulados de Modigliani y Miller cabe notar que los mismos resultan claramente inaceptables a la luz de nuestro planteo, dado el divorcio entre sus supuestos y las características de las economías altamente inestables y, en particular, por lo que hace a los mercados financieros. Los supuestos de Modigliani y Miller no consideran:

- La financiación mediante endeudamiento en divisas, con su impacto en la rentabilidad y en la exposición a devaluaciones.
- La segmentación de los canales financieros y la coexistencia de muy distintas tasas de interés según canales y plazos distintos.
- La movilidad hacia "afuera" de las alternativas de inversión, a través de las distintas inversiones financieras que afectan tanto rentabilidad como viabilidad de la institución.
- El hecho de que la tasa de comparación ("corte") de los accionistas no está referida al rendimiento de las acciones, sino, preferentemente, a los rendimientos de las alternativas de inversión (especialmente las de corto plazo) y a la viabilidad financiera.
- Nuevos aspectos asociables al incremento del endeudamiento además del tradicional riesgo de insolvencia; por ej: los beneficios monetarios.

La crítica a los supuestos de Modigliani y Miller alcanza al funcionamiento de las finanzas en los países desarrollados, si bien adquiere plena vigencia e intensidad cuando se la refiere a un contexto como el argentino.

1. Análisis crítico en cuanto a la definición del "standard" básico de performance financiera

El costo del capital propio, dadas las características de los mercados financieros argentinos, no puede asociarse a la cotización de las acciones ni a otro mecanismo similar que la reemplace. Por el contrario y teniendo en cuenta el habitual "racionamiento" de capitales juegan un fuerte rol las consideraciones inherentes al costo de oportunidad en función de las alternativas disponibles de inversión; así como el probable deseo de los propietarios de obtener ingresos en los períodos inmediatos más que en los futuros mediatos (en función de la incertidumbre percibida).

La comparación en lo referido al costo de oportunidad del capital propio debe considerar:

- La rentabilidad sobre bases homogéneas (por ej: retorno neto esperado a moneda constante).
- Los grados de riesgo asociados a la obtención de dicha rentabilidad. En el caso de inversiones productivas es fundamental estimar la volatilidad de las ganancias así como también la vulnerabilidad, ambas asociadas a las características financiera de la actividad o sector.
- La comparación de rentabilidad y riesgo debe incluir una estimación de la "liquidad" de la inversión, por lo que hace a su aporte a la viabilidad financiera.

En lo referido al capital ajeno deben computarse los probables costos del endeudamiento adicional, así como el impacto del endeudamiento y de la nueva inversión asociada en la estructura patrimonial con sus secuelas en materia de riesgos y viabilidad financieros.

Una primera aproximación a nuestro punto de vista sobre el "standard" básico debería asociar: 1° el probable impacto de las decisiones bajo estudio en la rentabilidad integral versus la tasa de costo de oportunidad real (en ambos casos computados los efectos monetarios); 2° el probable impacto en los riesgos y en la viabilidad financieros. También puede decirse que el "costo medio o total del capital" tiende a ser reemplazado por el "enfoque residual", interpretado como el costo de oportunidad de los fondos propios en aplicaciones de similares características (riesgos/disponibilidades), o en aplicaciones financieras si no se dispone o no son aceptables las inmovilizaciones.

La aplicación de los nuevos criterios debe efectuarse en función de las situaciones decisorias según que éstas sean:

- Exclusivamente referidas al capital de trabajo ("cálculo marginal ponderado").
- Exclusivamente referidas a los componentes patrimoniales no corrientes.
- Referidas a ambos tipos de componentes patrimoniales.

2. Análisis crítico en cuanto al efecto de "leverage" o "palanca"

- a. El supuesto central de este efecto reside en obtener endeudamiento a un costo menor que el del capital propio en forma tal de modificar la estructura de financiación, disminuyendo el costo total o medio del capital y, consecuentemente, mejorando el valor de la empresa expresado en términos de cotización de sus acciones. Al mismo tiempo se supone que la aplicación de los fondos proporciona una rentabilidad superior al costo de financiación.

Ya hemos explicado que debido a las limitaciones de los mercados financieros estas relaciones no suelen darse en el contexto argentino, lo que hace débil al supuesto y limitada su aplicación, conseguir financiación para inversiones productivas puede resultar bastante más oneroso que el retorno real pretendido para el capital propio en función de sus oportunidades alternativas de inversión. También es frecuente que el costo de financiación iguale o supere el retorno de la inversión productiva. Debe considerarse que las inversiones financieras pueden arrojar rendimientos mayores y riesgos menores que las productivas (a la inversa de lo que ocurre en los mercados desarrollados); por consiguiente el efecto de palanca debería contemplar la comparación del endeudamiento con el costo de oportunidad del capital propio medido en términos de opciones financieras, además de su aplicación a otras inversiones productivas. Pero aún así suele suceder que el costo del nuevo endeudamiento sea superior lo que invalida el supuesto central del efecto de palanca.

En cuanto al costo del capital propio cabe notar que:

- En el corto plazo está asociado a la movilidad financiera (costo de oportunidad de las inversiones alternativas).
- En un plazo mayor está más asociado a la flexibilidad financiera (capacidad de incorporar nuevos fondos).

Pero en ambos casos la ponderación del costo del capital propio surge por comparación con las alternativas financieras de aplicación y origen ponderadas por las diferencias de riesgo e inmovilización.

Según ya se explicó puede aceptarse que, en general, el mayor endeudamiento implica un mayor riesgo financiero en términos de volatilidad de los resultados esperados. Esto deriva en una mayor incertidumbre respecto del flujo de fondos lo que a su vez impacta en una mayor tasa de rendimiento requerida por los accionistas, que puede entonces superar al costo de oportunidad del capital propio definido en términos de opciones alternativas.

b. Las consideraciones anteriores no contempladas en la doctrina vigente limitan sensiblemente la aplicabilidad del efecto de palanca. Pero, para los casos en que aún sea efectivamente aplicable, caben aún otros ingredientes de gran importancia en su consideración:

b.1 El efecto positivo en la rentabilidad derivado de un incremento en los pasivos monetarios: este efecto implica una "profundización" o "multiplicación" del efecto palanca. También puede neutralizar los mayores costos de un pasivo respecto del capital propio, haciendo emerger el efecto palanca donde, de otro manera, éste no existiría.

Pero es inmediato que la obtención de beneficios en rentabilidad mediante pasivos monetarios se efectúa a expensas de la viabilidad financiera y, respecto de los pasivos a corto plazo, a expensas de la liquidez.

H. Bierman (1980, 159) puntualiza a su vez que la decisión de endeudamiento en condiciones inflacionarias debe ser adecuadamente sopesada teniendo en cuenta:

- La tasa nominal de interés
- La tasa de retorno de la inversión a realizar
- El costo de las fuentes alternativas de capital

Por lo tanto la decisión de endeudamiento no debería derivarse automáticamente de la sola existencia de la inflación, sino que debería depender de un detallado análisis. Esta posición es compatible con la muestra que, como veremos oportunamente, circunscribe el tan habitual uso del concepto de moda de las "tasas negativas de interés" a su real y limitado campo de aplicación.

También debe tenerse en cuenta que al beneficio derivado de incrementos en los pasivos monetarios, debe contraponérsele el costo que significa la probable aplicación de una parte

el capital de trabajo operativo. El impacto neto en la rentabilidad debe considerar ambos aspectos e incluir los respectivos intereses pagados y cobrados.

b.2 Una parte significativa de los pasivos puede consistir en deuda en moneda extranjera. El efecto de palanca aquí acusa dos modificaciones importantes:

- El impacto en la rentabilidad como función del endeudamiento se encuentra en relación con la devaluación del peso respecto de la moneda extranjera además de estar en relación con la tasa de interés pactada. El resultado combinado de devaluación y tasa de interés en moneda extranjera puede llegar a diferir considerablemente del costo del endeudamiento en moneda local.
- Suponiendo que el efecto de palanca sea igualmente aplicable a este caso, cabe notar la generación de un importante riesgo por devaluación que puede afectar sensiblemente los resultados de la institución e, inclusive, poner en crisis su viabilidad financiera.

b.3 Un razonamiento similar es aplicable a los pasivos indexados que si bien pueden generar durante ciertas etapas un efecto de palanca positivo, en comparación con otras fuentes de financiación y/o teniendo en cuenta la aplicación de los fondos, implican un importante riesgo financiero ante la eventual aceleración del proceso inflacionario.

b.4 Relatividad del efecto palanca en el caso de altas tasas: cuando la tasa de interés es muy elevada, en particular cuando es significativamente mayor que la inflación, el efecto del endeudamiento financiero con terceros puede llegar a ser indeseable en términos comparativos. Si bien el efecto de palanca puede arrojar saldo positivo, dado que la tasa de rendimiento de los activos supera a la tasa de interés pagada por el endeudamiento adicional (neta de la corrección monetaria de los pasivos), la mejora puede ser aún mayor si se reemplazan deudas de costo superior a la inflación, por capital propio de costo igual a la inflación o al rendimiento de las inversiones alternativas (costo de oportunidad del capital propio). En otros términos: resulta

conveniente reemplazar el endeudamiento por capital propio en la medida en que sea factible, en aquellos casos en los que a pesar de existir efecto de palanca positivo, desde el punto de vista de las inversiones, el costo de oportunidad del capital propio resulta inferior al costo efectivo del endeudamiento adicional.

c. Cabe además la identificación de un efecto de palanca "negativo" que, en lugar de generarse en opciones activas de inversión y/o mejora de la estructura del endeudamiento, deviene como efecto de un flujo de fondos negativo que obliga a endeudarse a tasas crecientes de interés. Esta situación es típica secuela de la incapacidad para generar un flujo de fondos suficiente que compense las pérdidas monetarias derivadas de la exposición de un capital de trabajo positivo. El nuevo endeudamiento genera a su vez un crecimiento del déficit de fondos futuro, cerrando un círculo que puede llevar a la insolvencia de la institución.

c.1 Causas del efecto de palanca negativo:

- En materia de contexto financiero pueden formularse las siguientes hipótesis sobre los efectos de los movimientos en las tasas de interés, cuando se actúa en condiciones de alta inflación y con mercados financieros significativamente limitados (ver también: 2.1.1.8.a.2).

1°) a < tasa de int. real → uso del crédito → inflación →
(en relación con la rentabilidad neta)

> necesidad de cap. → endeudamiento
de trabajo (a tasas crecientes)

2°) a > tasa de int. real → requerimiento de fondos
para compensar el flujo negativo

→ endeudamiento
(a tasas crecientes)

- En cuanto a los aspectos internos de la institución cabe destacar:

- La existencia de márgenes de contribución netos muy

bajos (o aún negativos) por efectos de la traslación limitada de los mayores costos directos y la depresión de la demanda.

- La baja rotación del capital por efectos de la depresión de la demanda.

- La alta absorción de fondos por el efecto inflacionario sobre el capital de trabajo.

El efecto básico es la nula o negativa rentabilidad de la institución y su impacto en una estructura patrimonial de baja flexibilidad financiera (alto endeudamiento frecuentemente inclinado hacia el corto plazo), que a su vez restringe la posibilidad de reducir el endeudamiento ya existente.

C.2 Consecuencias del efecto de palanca negativo:

- Las causas mencionadas pueden hacer que el flujo de ingresos netos sea insuficiente para enfrentar los intereses crecientes y la eventual amortización de la deuda.

Si el volumen real de actividad no se incrementa, el mayor endeudamiento para el mismo volumen deriva en una mayor carga financiera real, y a su vez requiere un nuevo incremento del endeudamiento generando un círculo vicioso. En otros términos: el mayor endeudamiento puede generarse como una necesidad indispensable para seguir operando en condiciones donde concurre una mala rentabilidad con altas tasas de interés real. Puede gestarse entonces un flujo de fondos crecientemente negativo, derivado de la relación entre los servicios del nuevo endeudamiento y la menor rentabilidad marginal comparativa del capital empleado.

El mayor endeudamiento necesario para seguir operando genera a su vez una mayor pérdida real y retroalimenta el circuito requiriendo una nueva dosis de mayor endeudamiento.

- El editorial de "La Nación" del 11/1/82 referido a problemas del mercado financiero decía:

"... la depresión redujo la demanda de préstamos del sector privado en forma mucho menor de lo que hubiera

sido dable esperar. Ello en razón de que la desequilibrada situación financiera de muchísimas empresas les impidió devolver créditos caros y, por el contrario, las obligó a mantenerlos a través de reiteradas renovaciones".

Cuanto mayor sea la distancia entre el servicio de los préstamos vigentes y el ingreso neto de fondos mayor será la necesidad de ampliar el endeudamiento, con efecto multiplicador en la posición financiera y en los resultados netos de la institución.

C.3 Síntesis del efecto de "palanca negativo":

- Dadas las condiciones de:

Contexto: alta inflación y tasas fuertemente significativas de interés en relación con la rentabilidad real de la institución.

Institución: resultados reales negativos y condiciones de inflexibilidad financiera con capital de trabajo positivo.

- Se derivan:

- 1°) Achicamiento del capital de trabajo neto real en función del efecto combinado de la inflación y de las tasas de interés pagadas, que en conjunto generan costos financieros mayores que la rentabilidad operativa.
- 2°) Endeudamiento creciente a tasas nominales superiores a las tasas de rentabilidad interna, lo que incrementa las pérdidas efectivas de la institución.
- 3°) Consecuente necesidad de nuevos endeudamientos a tasas crecientes, con el consiguiente efecto multiplicador en los resultados negativos.

C.4 El análisis para identificar la posible caída en un efecto de "palanca negativo" debe considerar estos aspectos:

- La existencia de un flujo de fondos nulo o negativo:
$$\text{Resultado neto (sin costos financ.)} + \text{amortizaciones} \leq \text{Corrección monetaria} + \text{Intereses pagados}$$
- El nivel efectivo de la tasa de endeudamiento marginal a pagar por los nuevos fondos.

3. Análisis crítico en cuanto al enfoque para seleccionar combinaciones "óptimas" de fuentes financieras y de inversiones

Además de los elementos de juicio ya expresados en relación

210
con el análisis de las distintas fuentes financieras y con el efecto del endeudamiento en particular ("leverage"), caben otras consideraciones relevantes para el enfoque de este tema en contextos altamente inestables.

Una primera línea de razonamiento debe referirse a la habitual separación de las estructuras "óptimas": de financiamiento por un lado y de inversión por otro. Esta concepción deriva de aceptar como premisa la total separación entre los "riesgos de los negocios" correspondientes a las inversiones y representados por los activos, y los riesgos financieros correspondientes a las financiaciones y representados por los pasivos. Sin embargo desde el momento en que cada actividad o negocio requiere determinadas condiciones operativas que se expresan patrimonialmente, tanto en materia de inversiones como de financiación, y considerando que los riesgos financieros abarcan a ambos aspectos (exposiciones a la inflación y a la devaluación; vulnerabilidad etc.), es imposible afirmar que los activos (inversiones) están sometidos sólo a los riesgos del negocio.

(Salvo, claro está, que se involucre en este último concepto a riesgos financieros y no comerciales).

Así por ej. una inversión que requiera un capital de trabajo con activos monetarios y pasivos en U\$S está expuesta al riesgo financiero como consecuencia de las condiciones operativas de la actividad. La cobertura de dicho riesgo podrá encararse por distintas vías: por ej. inversiones financieras en títulos nominados en la misma moneda (Bonex).

Probablemente la total diferenciación entre riesgo "económico" o inherente al negocio y riesgo financiero esté asociada al reconocimiento de un único riesgo financiero: el referido a la insolvencia de la institución. Pero los contextos altamente inestables provocan una profundización y diversificación de los riesgos financieros, que afectan la totalidad de la estructura patrimonial y provocan la indivisibilidad de las decisiones relativas a financiación e inversión.

Por otra parte y como se indicó al tratar la estructura conceptual de la Función Financiera los mercados financieros limitados, segmentados y asociados a numerosas condiciones y subsidios, hacen imposible razonar acerca de las inversiones factibles en términos independientes de las respectivas

Inversión y financiación son prácticamente dos caras de una moneda de forma que afectando una de ellas inmediatamente queda afectada la otra. La nítida separación entre riesgos del negocio y financieros se basa en gran parte en el claro deslindamiento entre los mercados de negocios y los de capitales. Pero en contextos turbulentos con mercados financieros pobres y limitados la interdependencia aumenta considerablemente. El impacto del contexto financiero ya no se limita, por ej., al efecto de la tasa de interés en la demanda de un cierto producto, sino que hace al mercado financiero accesible para el negocio considerado y, por lo tanto, afecta el costo, riesgo y viabilidad del mismo. La búsqueda de la optimización debería hacerse entonces en relación con los pares de modificaciones posibles "inversión/financiación" o "financiación/inversión" y su impacto en los distintos vectores financieros.

El tratamiento más o menos "independiente" tendería a quedar limitado a los ajustes en las inversiones o pasivos corrientes y de baja significación, afectando fundamentalmente el nivel de la gestión financiera.

Una consideración adicional acerca de la determinación de estructuras financieras óptimas es la referida a sus implicancias en el "standard" básico de performance financiera. Según sea la posición adoptada sobre el efecto de "leverage" y sobre la optimización de la estructura patrimonial será por ej., el enfoque y por consecuencia el cálculo, de la tasa de corte y otros parámetros utilizados para aprobar o desechar proyectos. Así por ej. un enfoque que considere como óptima una estructura de alto endeudamiento subvaluando el peso de los riesgos implicados, tenderá a considerar viables proyectos que de otra forma no serían aceptables.

En mercados muy imperfectos con poca financiación a largo plazo cobra un rol fundamental la autofinanciación quedando en consecuencia enfatizados:

- El impacto de la política fiscal (progresión de las tasas) sobre la tasa de retorno requerido.
- Las alternativas de inversión ponderadas por riesgo y disponibilidad como base para la aceptación de los proyectos.

En el caso en que se requiera incrementar el endeudamiento el impacto mayor proviene de la política monetaria: generalmen-

del capital propio en inversiones financieras de bajo riesgo, por lo que el retorno deberá ser suficientemente alto para compensar el mayor riesgo de las inmovilizaciones.

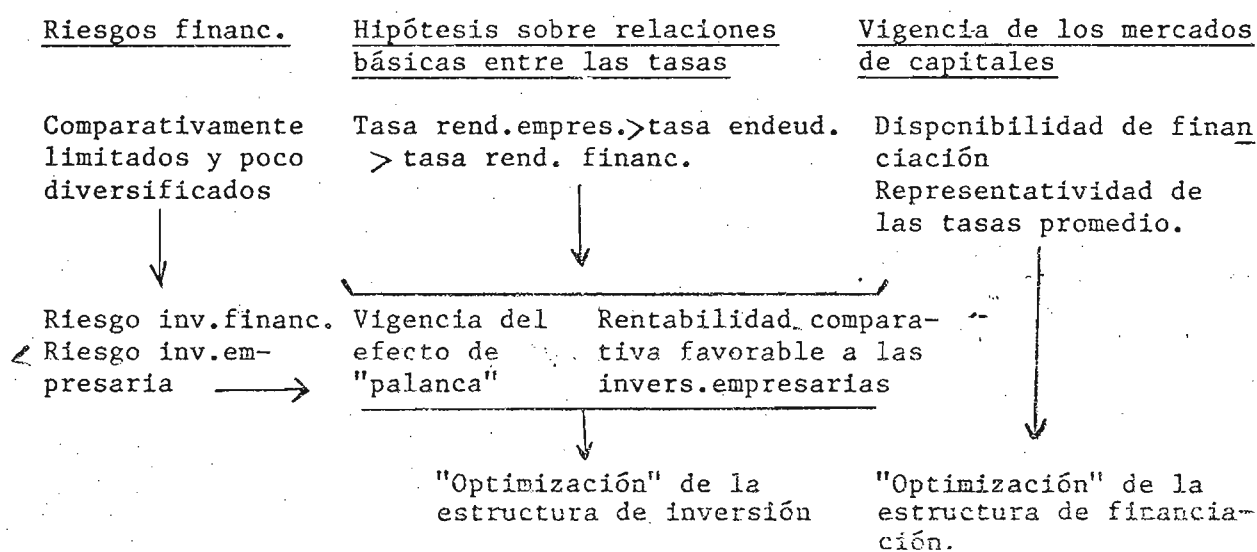
La determinación del costo de financiar una inversión debe considerar el costo del capital según su origen (propio: costo de oportunidad en función de alternativas de inversión; ajeno: costo real), adicionándole los márgenes de seguridad, riesgos financieros e inflexibilidad financiera derivados de las inversiones.

Un factor muy importante a considerar para optimizar los niveles de inversión/financiación es la naturaleza de los activos (además de su monto y liquidez). En el caso particular de los activos inmovilizados dicha naturaleza puede formar parte de la flexibilidad patrimonial al igual que la movilidad financiera. Así por ej. las inversiones inmobiliarias pueden permitir niveles de endeudamiento más elevados que otras inversiones del mismo valor pero de distintas características. Otra consideración importante para la selección de combinaciones "óptimas" de financiación e inversión es la referida a la forma de enfocar la interrelación entre los plazos de las mismas: ver al respecto punto e.4 donde se explica por qué dichas interrelaciones deben ser evaluadas a nivel global de la estructura patrimonial y no en forma aislada para cada decisión.

En los diagramas siguientes se define la incidencia comparada de los mercados financieros en relación con la posibilidad de lograr combinaciones "óptimas" de inversión y financiación.

Diagrama 5.1

OPTIMIZACION DE LAS ESTRUCTURAS DE INVERSION Y FINANCIACION
PAISES DESARROLLADOS (CON ESPECIAL REFERENCIA A EE.UU.)

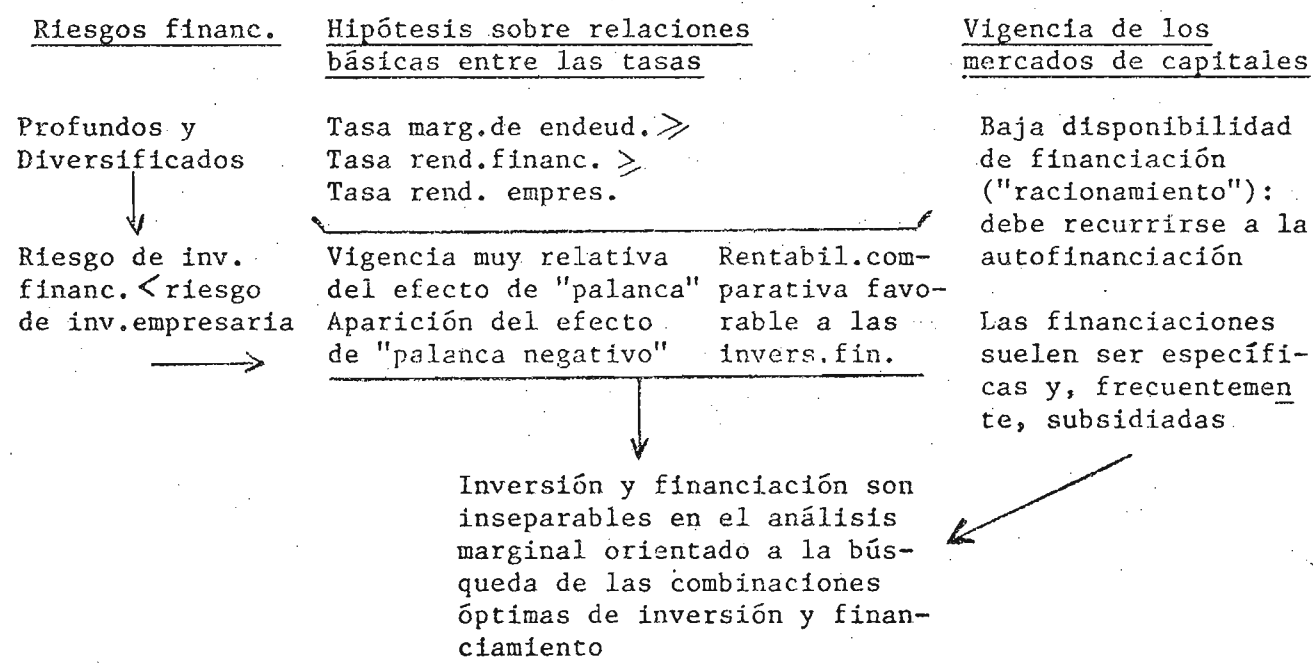


La conclusión básica es que en contextos no demasiado inestables la búsqueda de las combinaciones óptimas de inversión y financiación puede ser encarada con un grado considerable de independencia . Si bien siempre dentro del margen de maniobra que otorgan: los objetivos de la institución; sus condiciones operativas; las características de los contextos y de los mercados financieros.

Diagrama 5.2

OPTIMIZACION DE LAS ESTRUCTURAS DE INVERSION Y FINANCIACION

PAISES EN CONTEXTOS TURBULENTOS (CON ESPECIAL REFERENCIA A LA REP.ARGENTINA)



4. Análisis crítico en cuanto a la posibilidad de optimizar el valor presente de la institución vía optimización de la estructura financiera

Una primera consideración es la imposibilidad de aplicar la cotización de las acciones como indicador del valor de la institución, ya sea porque las instituciones no empresarias así como muchas de las empresas no cotizan en bolsa o bien, para las que sí lo hacen porque el valor de cotización carece de una adecuada correlación con el de la empresa. Esto ocurre debido a la confluencia de los distintos factores que definen las características de los mercados financieros altamente inestables condicionando severamente los valores de cotización.

Aceptando que, de todos modos, pudiera hablarse de un objetivo de optimización para el valor actual de la institución, el mismo no podría estar referido a una estructura financiera óptima con independencia de las alternativas de inversión, ni a un

mínimo costo medio del capital con independencia de: las oportunidades alternativas de inversión de fondos, el costo necesario para obtener fondos adicionales y las preferencias del grupo predominante de la coalición para obtener ingresos presentes y no en períodos futuros.

Por otra parte la valuación de la institución no debería basarse sólo en el costo del capital (o en medidas equivalentes) sino que debería ser reemplazada por un concepto más comprensivo, basado en los vectores financieros y que contemple el pronóstico de los resultados de la institución en términos de:

- Expectativas de rentabilidad integral (considerados los efectos inflacionarios)
- Expectativas de riesgos financieros
- Expectativas de viabilidad financiera.

5. Otras consideraciones relevantes

Quedan por destacar algunos temas de profunda significación financiera que se vinculan con los criterios básicos ya analizados.

a. Criterios para seleccionar inversiones

Pueden identificarse tres métodos básicos:

- I. Flujo de fondos descontado o tasa de rentabilidad interna del proyecto.
- II. Valor actual neto descontado de la inversión o valor del capital
- III. Período de recupero o período de repago.

El primer criterio puede considerarse como una medida de la rentabilidad en términos relativos por contraposición con el segundo que identifica la rentabilidad con una medición en términos absolutos. El tercer criterio puede ser considerado una medida del grado de liquidez o "liquidabilidad" de la inversión.

Coincidimos con Suárez Suárez (74/75, 83) en que se trata de medidas complementarias y no sustitutivas entre sí. Considerando la experiencia recogida en el contexto argentino y el razonamiento ya expresado estimamos recomendable una combinación de:

- El período de repago: calculado a moneda constante y con una tasa de descuento estimada en función de las oportunidades alternativas de inversión y/o el costo del capital adicional.
- La tasa interna de rentabilidad del proyecto calculada sobre un número de años limitado pero sensiblemente superior al período de repago.

La combinación de ambos indicadores permite una primera aproximación a la ponderación del proyecto en términos de rentabilidad, riesgos financieros y viabilidad financiera, así como la comparación de proyectos alternativos.

b. Administración del capital de trabajo

El capital de trabajo presenta dos características diferenciadoras dentro del conjunto de la estructura patrimonial:

- Una de ellas es la inherente a su misma definición: la velocidad de realización de sus componentes y su correlación con el ciclo del negocio.
- La otra característica es derivada: todos los componentes del capital de trabajo pueden considerarse instantáneamente afectados por la inflación, la indexación o la devaluación. Esto no ocurre con los activos y pasivos no corrientes donde los efectos se encuentran mediatizados a través de la incertidumbre asociada al horizonte de su realización, como en el caso de las cuentas a cobrar y a pagar, o a la tecnología como en el caso de los bienes de uso.

Para nuestro enfoque de la F.F. es indispensable adoptar la concepción unitaria del capital de trabajo que lo interpreta como una sola entidad o variable que afecta la rentabilidad, el crecimiento y la liquidez/movilidad de la institución. Asignando las correspondientes propiedades a los elementos que lo integran puede analizarse el capital de trabajo de una institución y calificarlo en conjunto por su relación con los vectores financieros. La consecuencia será una política para su administración tendiente a:

- Transformarlo dentro de los límites operativos (composición y rotación).
- Asignarlo a los distintos productos o negocios.
- Definir y administrar sus componentes no operativas.

buscando siempre el cumplimiento de los vectores económicos.

La "regla de decisión" coherente con este enfoque unitario y marginal del capital de trabajo se basa en el denominado "cálculo marginal" o sea: la rentabilidad neta esperada de un incremento, disminución o reasignación del capital de trabajo, ponderada por los impactos en los riesgos y en la viabilidad financiera. El análisis del capital de trabajo actual y su proyección tienen a su vez incidencia estratégica

para orientar la búsqueda de oportunidades de inversión y, llegado el caso, para evaluar entre inversiones y financiamientos alternativos.

c. Políticas de dividendos

Si bien este tema será tratado con mayor profundidad al desarrollar los aspectos estratégicos de la Función Financiera caben mencionar en esta revisión los siguientes puntos:

- Según sea el énfasis puesto por los accionistas en la compensación económica las políticas de dividendos pueden funcionar como políticas activas (prioritarias) o pasivas (residuales).

- Es muy importante analizar el impacto de dichas políticas en la estructura patrimonial de la institución, en particular respecto de su solvencia.

Esta apreciación debe considerar especialmente el aporte relativo al logro de los vectores financieros: "rentabilidad/ dividendos" versus "rentabilidad/ reinversión" y todo lo referido al nivel de "viabilidad financiera".

- Asimismo debe tenerse en cuenta la vinculación entre la política de dividendos y la valuación de la institución. También aquí las interpretaciones se encuentran divididas: desde Modigliani y Miller que sustentan la total independencia del valor de la empresa respecto de su política de dividendos, hasta los autores que valorizan notablemente el impacto de los mismos.

Nuestro punto de vista considera necesario enfocar este tema a partir del vector "viabilidad financiera" que requiere, para economías estancadas y altamente inestables, un importante proceso de reinversión calificado en función de las estructuras patrimoniales proyectables y de los riesgos financieros amplios expuestos en nuestra reformulación. Por lo tanto nuestra primera aproximación al tema se aleja tanto de las versiones que sostienen la reinversión de las utilidades a ultranza en nuevos proyectos productivos (persiguiendo el crecimiento a costa de importantes riesgos financieros), como de las actitudes generalizadas en las economías estancadas que identifican el valor de la empresa con las utilidades distribuidas olvidando el impacto financiero de esta

política. Cabe notar que este último enfoque no sería tan crítico si las condiciones inflacionarias fueran moderadas; por el contrario en nuestro medio la inflación actúa como un poderoso "aspirador" de los fondos generados en el ciclo operativo, obligando a enfatizar el enfoque de la viabilidad financiera.

d. Correlación de plazos entre inversiones y financiación

Es habitual considerar como "necesaria" esta correlación sin aclarar adecuadamente el alcance del concepto. Así Solomon (218- 219) postula la "lógica evidente" que tiene equilibrar la duración de las deudas con las de los activos que generan ganancias, de donde se desprende que los activos fijos y el capital de trabajo permanente deben encontrarse financiados con endeudamiento a largo plazo, mientras el capital de trabajo transitorio debe serlo con endeudamiento a corto plazo. Basagaña (1982, 148 al 151) profundiza el planteo incorporando los fondos propios (patrimonio neto), asignados sólo en parte a los activos fijos dado que el resto se deriva a la financiación del capital de trabajo neto operando como cobertura de los desfases en el ciclo operativo corriente de la empresa. Dentro de los activos corrientes establece la diferenciación entre los de carácter permanente, financiados con pasivos permanentes, y los ocasionales correlacionables con pasivos de igual naturaleza.

Entendemos que estas postulaciones o "reglas empíricas" no deberían interpretarse aisladamente sino en un marco más amplio, tal como el que se deriva de la estructura conceptual propuesta en nuestra reformulación. Surge entonces que en cada decisión el principal aspecto de evaluación patrimonial no es la correlación incremental de la inversión con su financiación, sino el resultado que sobre la estructura patrimonial total deriva de dicha decisión. El enfoque que preconizamos implica medir los efectos incrementales en la rentabilidad de la decisión bajo análisis, para efectuar la evaluación de las posiciones de riesgos y viabilidad financiera en forma global analizando la proyección de la totalidad de la estructura patrimonial. Así por ej. una institución de alta liquidez puede perfectamente incorporar

un nuevo negocio que requiera inmovilizaciones financiadas con pasivos corrientes siempre, claro está, que tenga un aporte positivo a la rentabilidad. En este caso el exceso de liquidez puede perfectamente volcarse a financiar esta nueva actividad, sin incurrir en excesivos riesgos financieros ni exceder los límites razonables de la viabilidad financiera, en la medida en que se conserven adecuados niveles de liquidez, movilidad, flexibilidad y endeudamiento. Puede desarrollarse otro ejemplo referido a un negocio o actividad adicional que requiere inversiones corrientes financiadas con pasivos a largo plazo, sus efectos en la liquidez pueden resultar más que compensatorios.

Este tema debería ser incluido como un componente dentro del análisis de la "optimización" de la estructura patrimonial, es decir de los conjuntos de inversiones y de financiación. Partiendo entonces de:

- El enfoque unitario del capital de trabajo
- El concepto de viabilidad financiera introducido en nuestra reformulación (al que podría integrarse el riesgo por vulnerabilidad).

resulta que la optimización de los plazos en las relaciones entre fuentes y aplicaciones de fondos debiera hacerse respecto de la total estructura patrimonial proyectada y no en función del incremento o disminución bajo decisión. Por lo tanto no es aceptable interpretar las reglas de correlación de plazos en forma rígida y aislada respecto de cada decisión.

Es fundamental considerar la rentabilidad real del crecimiento o disminución de la actividad existente o de la nueva actividad y la evaluación del impacto correspondiente en el conjunto de la estructura patrimonial, en relación con la viabilidad financiera y los restantes parámetros financieros tal como se los ha definido al considerar el proceso político. Los plazos de inversión y de financiamiento quedan comprendidos dentro de este enfoque de evaluación integral.

e. Síntesis sobre las distintas situaciones decisorias

Considerando principalmente su alcance las situaciones decisorias expuestas puede resumirse como sigue:

- Aquellas que afectan exclusivamente la inversión en capital de trabajo.

- Las que afectan inversiones inmovilizadas incluyendo o no inversiones en capital de trabajo.

- Las que afectan políticas de dividendos

en cada una de estas situaciones se inserta el correspondiente análisis de correlación de plazos entre inversión y financiación.

Todas ellas deben comprender el enfoque marginal ponderado de la rentabilidad, considerando los costos de oportunidad generados por los usos alternativos de fondos, y los impactos integrales en los restantes vectores financieros según surge del análisis de la totalidad de la estructura patrimonial. Los restantes vectores financieros son los referidos a los campos de: la viabilidad financiera, la inversión operativa y los riesgos financieros.

5.2. Definición de las variables total o parcialmente controlables por la Función Financiera. Operadores aptos según las situaciones decisorias

5.2.1. Introducción

Por razones de extensión el examen de los operadores aptos para las situaciones decisorias que afectan variables controlables o parcialmente controlables por la Función Financiera se circunscribirá a los elementos patrimoniales componentes del capital de trabajo en su vinculación con el el vector financiero rentabilidad. Entendemos que este enfoque y metodología es perfectamente aplicable a los restantes elementos de la estructura patrimonial así como a las vinculaciones que impactan en los restantes vectores financieros, por lo que las conclusiones obtenidas en este punto pueden considerarse como un subconjunto representativo del total de conclusiones obtenibles.

Las situaciones decisorias quedan a su vez definidas por la conjunción de:

- Los aspectos alcanzados en la decisión (acerca de que se decide).
- El campo de amplitud de la elección (entre que se decide).

Las situaciones decisorias son función del nivel de la decisión y de la red de interrelaciones respecto de otras decisiones tomadas o a tomar.

5.2.2. Situaciones decisorias considerando sólo alternativas en la composición y/o plazo de los activos corrientes

1. Elección exclusiva entre alternativas de inversión financiera

a. Aspectos a contemplar

1° Previsiones para el período considerado según las relaciones

- Tasas de interés previstas (para cada activo financiero)
- Inflación prevista (medida por el índice específico aplicable a cada activo financiero)
- Devaluación del \$ prevista

2° Identificación y calificación de cada activo alternativo:

- En moneda nacional:
 - .Indexados según la inflación: Valores Nacionales Ajustables; Depósitos a plazo fijo ajustables
 - .A tasa variable: Depósitos a plazo fijo a tasa variable
 - .A tasa fija predeterminada: Letras de tesorería; Dep. a plazo fijo; Aceptaciones; Operaciones "call"; Acciones preferidas
- Aleatorios: Acciones ordinarias) Según cotización
Fondos comunes de inversión) bursátil
- En moneda extranjera
 - Depósitos en u\$s: a tasa de interés fija a la que debe agregarse la devaluación prevista para el \$
 - Bonex: a tasa de interés variable en función de tasas internacionales a la que deben agregarse:
 - la devaluación prevista para el \$
 - la relación entre su valor nominal y su cotización ("disagio").

3° Las previsiones de la inflación deben tener en cuenta las distintas alternativas de mantenimiento, aceleración y desaceleración del ritmo inflacionario existente al momento de la decisión, así como el impacto de cada alternativa inflacionaria respecto de las tasas de interés y de las devaluaciones previsibles.

b. Ejemplo:

Si para un período predefinido se da que:

Expectativas de inflación	>	Tasa de inversión	>	Expect. de tasa
				financ. predeterm. de devaluación monetaria + tasa de depósito en u\$s

Resultará la siguiente escala de prioridades para las inversiones financieras en función exclusiva de la rentabilidad:

1° Dep. a plazo fijo ajustables 2° Dep. a plazo fijo 3° Dep. en u\$s.

c. Situación decisoria:

En ninguno de estos casos hay incremento o disminución del endeudamiento o de la autofinanciación: sólo hay opción entre los distintos activos en términos de alternativas de inversión financiera.

d. Conclusión:

Los operadores aplicables para este tipo de situaciones decisorias son las variables no controlables.

2. Elección incluyendo inversión en el giro del negocio y/o bienes de cambio como inversión financiera

a. Inversión en el giro del negocio: créditos; nivel operativo de bienes de cambio; requerimientos de dinero disponible:

- En función de las expectativas de la tasa marginal de rendimiento del capital para el período de tiempo considerado.

b. Bienes de cambio como inversión financiera:

- Bienes de cambio nacionales: materias primas; productos elaborados o de reventa.
 - En función de la expectativa de la tasa de inflación específica aplicable.
 - Siempre que se estimen realizables a los precios resultantes teniendo en cuenta:
 - Competencia
 - Efectos directos e indirectos del control de precios.
- Bienes de cambio importados: materias primas; productos elaborados o de reventa.
 - En función de la expectativa de la tasa de inflación específica aplicable considerando especialmente:
 - Devaluación del \$ en relación con el u\$s
 - Devaluación del u\$s y, eventualmente, evolución de su paridad con respecto a la divisa aplicable según el país de origen.
 - Expectativas de realización a los precios resultantes en forma análoga a los bienes de cambio nacionales.
- Bienes de cambio nacionales o importados exportables:
 - Además de las consideraciones comunes con los no exportables deberán contemplarse especialmente las expectativas en cuanto a retenciones, reintegros, u otras normas que afecten su valor efectivo de realización.

3. Análisis del plazo para la inversión en activos corrientes

- a. En muchos casos los plazos mínimos de las alternativas de inversión financiera se encuentran legalmente definidos. Por lo tanto no resulta posible aislar la elección del plazo asignado a una inversión de la inversión misma.
- b. Deberá contemplarse la estabilidad prevista para la tasa de inflación en dos aspectos:
 - En cuanto a la misma serie inflacionaria:
 - Estabilidad de las expectativas a través del tiempo:
A mayor estabilidad prevista: mayor probabilidad de inversiones financieras a más largo plazo.
 - Dispersión de las expectativas en cada momento del tiempo.
 - En las relaciones entre expectativas de distintas variables, es decir relaciones obtenidas comparando puntualmente las respectivas series: en cuanto a sus valores y dispersión de expectativas.
 - Tasa de inflación
 - Devaluación del peso; tasa de interés aplicable; cotización bursátil; tasa marginal de rendimiento del capital; etc.
- c. También deberá contemplarse la liquidez en cuanto define la estructura de vencimientos de los activos y pasivos corrientes existentes.

5.2.3. Situaciones decisorias considerando también la dimensión de los activos corrientes vía endeudamiento y/o financiación propia, además de la composición y plazo de los mismos

1. Análisis de los operadores para incremento o disminución del endeudamiento

- a. Incremento del endeudamiento; comparación entre:
 - Tasa de costo del endeudamiento específica.
 - Tasa marginal de rendimiento del capital (para inversión en el giro normal del negocio) o tasa de retorno esperada (para inversión financiera).
- b. Disminución del endeudamiento:
 - Comparación del costo del endeudamiento eliminable con la tasa de retorno esperada para la inversión financiera, con expectativa de tasa de inflación específica aplicable y con la tasa marginal de rendimiento del capital.

- Mientras algunas de estas tres tasas de rendimiento resulte positiva no resulta conveniente reducir el endeudamiento. La aplicación de los fondos se hará según la comparación de las tasas respectivas esperadas.

Lo indicado es válido desde el punto de vista exclusivo del vector rentabilidad y mientras no se vulneren otros vectores como los límites financieros de liquidez.

c. El caso particular de los stocks de bienes de cambio:

- Según queda dicho la decisión de incremento de stocks vía incremento del endeudamiento se efectúa comparando la tasa marginal de costo del endeudamiento con la expectativa de tasa marginal de rendimiento del capital.
- Una vez incorporado el bien de cambio al capital de trabajo su retención se efectuará en la medida en que la expectativa de tasa de inflación específica aplicable sea superior al costo financiero del mantenimiento del stock y siempre que se cumplan dos condiciones:
 - Que el beneficio identificable al retener el bien de cambio supere a lo que se deje de ganar por menor eficiencia (costo de oportunidad de la menor rotación del capital de trabajo).
 - Que no haya expectativas probables de caída en el valor de realización de los stocks.
- Este es el único caso identificado en que una decisión que hace al volumen del capital de trabajo se toma en base a una tasa de inflación y no en base a una tasa de rentabilidad. Debe subrayarse nuevamente que esta excepción sólo es aplicable a la baja del endeudamiento y no al alza del mismo.

d. La "inversión" en el giro normal del negocio.

- Dado que los bienes de cambio pueden ser considerados como una opción de inversión realizable (financiera) y que las disponibilidades no comprendidas en las inversiones realizables tienden a un mínimo en contextos de alta inestabilidad, el análisis de las inversiones en el "giro de los negocios" se manifiesta fundamentalmente a través del rubro créditos, dentro de los límites definidos por las condiciones operativas de la actividad.

- Si la situación decisoria define la venta a crédito como indispensable para vender y/o expandir el volumen real de operaciones, la comparación pasa simplemente por la expectativa de la tasa marginal de rendimiento del capital versus el costo financiero adicional (representado por la tasa de endeudamiento marginal).
- Si por el contrario el giro del negocio o actividad vía venta a crédito se presenta como una alternativa frente a otras inversiones la comparación debe incluir:
 - La expectativa de tasa marginal de rendimiento del capital para el giro normal.
 - La expectativa de la tasa de inflación específica aplicable a la retención de bienes de cambio.
 - La expectativa de la tasa de retorno de la inversión financiera para las nuevas inversiones financieras considerables.

Teniendo en cuenta en todos los casos:

- 1) Considerar un período de tiempo comparable para las distintas alternativas de inversión. En el caso del giro normal debe contemplarse la correspondiente rotación del capital de trabajo.
- 2) La deducción en cada alternativa de los correspondientes costos financieros: así por ej. para disponer de los fondos necesarios para invertir en bienes de cambio o en inversiones financieras, pueden computarse según el caso:
 - El descuento a clientes por su pago anticipado y/o
 - El costo de los fondos de terceros.(endeudamiento marginal).

2. Análisis del plazo asignable al incremento del endeudamiento

- a. El plazo asignable al incremento del endeudamiento es función de:
 1. La estabilidad prevista para la tasa de inflación en sí misma considerada como serie en el tiempo.
 2. La estabilidad prevista en el rendimiento de los activos afectados según sea la aplicación de fondos considerada (a mayor estabilidad: mayor plazo de endeudamiento).
 3. La estabilidad prevista en las tasas de interés a pagar por el endeudamiento adicional.
 4. El análisis conjunto de:

- El ciclo financiero del negocio (a mayor ciclo financiero: mayor plazo de endeudamiento).
- La estructura de vencimientos de los activos y pasivos existentes.

b. Resulta entonces que en principio y en la medida en que haya dispersión en las expectativas acerca de cada una de las tasas de retorno (tasa marginal de rendimiento del capital y tasa de inversión financiera) e incertidumbre sobre la estabilidad de sus relaciones, el endeudamiento de corto plazo tendería a ser el más eficiente.

Esta interpretación juega en el sentido opuesto a la tradicional en las finanzas derivada de la noción de capital de trabajo:

- Para la noción tradicional que apunta exclusivamente a la liquidez son preferibles:
 - Un menor endeudamiento
 - Endeudamiento a más largo plazo

La consecuencia es un mayor capital de trabajo neto deseable.

- Para una nueva interpretación en condiciones de alta inflación aparecen argumentos en favor de:
 - Un mayor endeudamiento monetario: por su efecto en los costos financieros.
 - Endeudamiento a más corto plazo: por su efecto en la flexibilidad financiera.

La consecuencia es un menor capital de trabajo neto deseable.

c. Por el contrario favorece endeudarse establemente (mediano plazo por ej.) cuando se dan simultáneamente:

- Expectativas de tasa marginal de retorno del capital mayor que la tasa de endeudamiento marginal.
- Expectativas de tasa de retorno de la inversión financiera mayor que la tasa de endeudamiento marginal.

Las ventajas de un endeudamiento estable se ven aún más reforzadas si también se da simultáneamente:

- Expectativas de tasa de inflación específica aplicable a los bienes de cambio mayor que la tasa de endeudamiento eliminable.

3. Aplicación de los fondos incrementales en la composición del capital de trabajo

Resulta de la comparación entre:

- La expectativa de tasa marginal de rendimiento del capital para

- La expectativa de tasa de rendimiento para aplicación a inversiones financieras.
- La expectativa de tasa de inflación específica para aplicación a bienes de cambio.

O sea que aceptada una determinada modificación en la dimensión de los activos corrientes la composición de la inversión en los mismos ya no depende de comparar los diversos rendimientos contra la tasa de endeudamiento, sino de compararlos entre sí para las distintas alternativas. La excepción está dada por aquellas alternativas de inversión en activos corrientes que puedan estar afectadas por un beneficio o sobrecargo en el costo de su financiación.

Cuadro 5.2

4. PRIMERA APROXIMACION A SITUACIONES DECISORIAS REFERIDAS AL CAPITAL DE TRABAJO

Y OPERADORES APLICABLES

Situaciones de- cisorias	Tipo de Operadores aplicables	Tasa de endeudam. marginal	Tasa de endeudam. eliminable	Expect. tasa marginal rend.cap.	Expect. tasa de rendimiento inv.financ.	Expect. tasa inflación específica aplicable B.C.	Estabilidad prevista para tasas de infla- ción, costos financie- ros y rendimientos	Ciclo financiero del negocio y situación de liquidez exis- tente
Análisis de la compo- sición de los activos				X	X	X		
Mayor endeudamiento		X		X	X			
Menor endeudamiento			X	X	X	X		
Plazo asignable al incremento del endeu- damiento		X	X	X	X	X	X	X

5. Financiación propia

La modificación del volumen de los activos en una perspectiva de corto plazo puede provenir de los fondos autogenerados via utilidades. En este caso y a efectos de poder computar un incremento real del capital de trabajo debe deducirse previamente el efecto de la inflación sobre las utilidades.

Desde el punto de vista de los operadores debe reemplazarse el costo explícito representado por la tasa de costo del endeudamiento por el costo implícito definido por la corrección monetaria del capital propio. Este enfoque de la financiación es aplicable tanto a los incrementos como a las disminuciones en los activos corrientes.

Cuadro 5.3

RESUMEN DE LOS OPERADORES NECESARIOS PARA EVALUAR SITUACIONES DECISORIAS REFERIDAS EXCLUSIVAMENTE AL VECTOR RENTABILIDAD Y AL CAPITAL DE TRABAJO.

CONCEPTOS	NOMENCLATURA	VARIABLES INVOLUCRADAS
- Expectativas de tasa marginal de rendimiento del capital	E (i MRC)	Pronóstico var.no controlables y decis.sobre var.controlables
- Expectativas de tasa de rendimiento de la invers.financiera	E (i RIF)	Pronóstico sobre var.no controlables
- Expectativas de inflación específica aplicable	E (i IEA)	Pronóstico sobre var.no controlables
- Tasa de endeudamiento marginal	i EM	Estructura patrimonial; Expectativas de resultados; Tasas del mercado
- Tasa de endeudamiento eliminable	i EE	Estructura patrimonial; Tasas existentes
- Tasa de corrección monetaria de los fondos propios	i CM	Alternativas de inversión; Pronóstico var.no controlables (nivel general de inflación)
- Expectativas de estabilidad para la tasa marginal de rendimiento del capital	Ee (i MRC)	Pronóstico var.no controlables y decis.sobre var.controlables
- Expectativas de estabilidad para la tasa de rendimiento de la inversión financiera	Ee (i RIF)	Pronóstico var. no controlables
- Expectativas de estabilidad para las tasas de inflación específicas aplicables.	Ee (i IEA)	Pronóstico var.no controlables

CONCEPTOS	NOMENCLATURA	VARIABLES INVOLUCRADAS
- Expectativas de estabilidad en la tasa de endeudamiento marginal	Ee (i EM)	Pronóstico var. no controlables; Tasas del mercado; Estructura patrimonial; Expectativas de resultados
- Expectativas de estabilidad en la tasa de corrección monetaria de los fondos propios	Ee (i CM)	Pronóstico var. no controlables; Alternativas de inversión.
- Ciclo financiero del negocio o actividad	CFA	Condiciones operativas
- Situación de liquidez existente	SLE	Condiciones operativas

5.2.5. Algunas conclusiones sobre los operadores

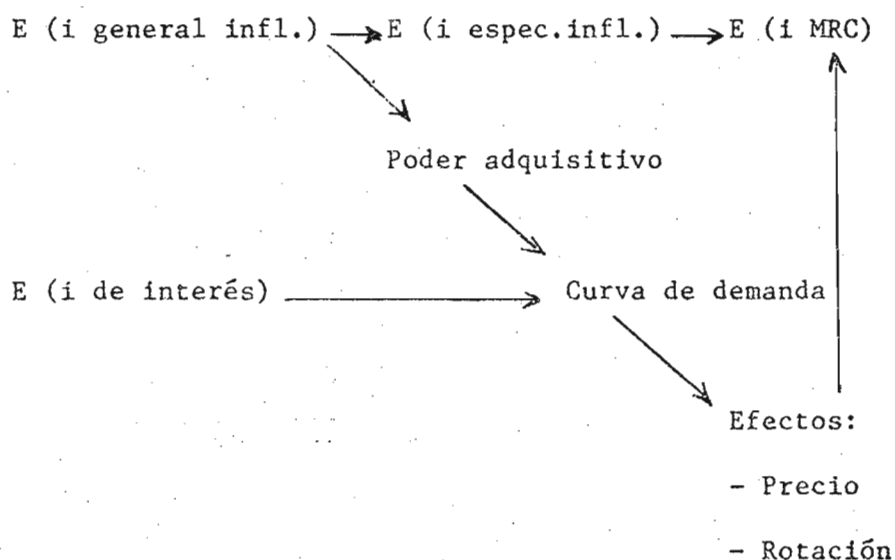
1. Las situaciones decisorias que sólo afectan la composición del activo corriente sin cambios en la liquidez (plazo de la inversión) deben considerar:
 - Las expectativas referidas a las tasas de rendimiento alternativas (inversiones financieras; en bienes de cambio)
 - El rendimiento marginal de la inversión en el ciclo del negocio
2. Las situaciones decisorias que involucran incrementos o disminuciones de los activos corrientes a través del endeudamiento deben considerar:
 - a. En cuanto a los montos y los elementos patrimoniales afectados.
 - Las expectativas de rendimiento en los distintos activos corrientes incluida la inversión en el giro del negocio.
 - La tasa marginal de endeudamiento en relación con las expectativas de rendimiento de las inversiones correspondientes (y no en su carácter de tasa positiva o negativa respecto de la inflación).
 - b. En cuanto a los plazos de inversión y endeudamiento:
 - La estabilidad de las expectativas sobre inflación específica y rendimientos considerados.
 - La estabilidad de las expectativas sobre los costos financieros.
 - El ciclo financiero y la situación de liquidez existente.
 - c. El factor de evaluación para los incrementos o disminuciones de los activos de trabajo está definido por la comparación entre la expectativa de tasa marginal de rendimiento del capital y la tasa de costo financiero aplicable. Las llamadas tasas de interés "positivas" o "negativas" respecto de la inflación no constituyen factor de evaluación para decidir acerca del nivel de los activos: excepto en el caso de retención de bienes de cambio

donde el cálculo debe considerar la inflación específica aplicable.

- d. Pero a efectos de ubicar adecuadamente el rol de las tasas de interés "positivas" o "negativas" debe tenerse en cuenta que las expectativas de inflación general unidas a las de tasa de interés, alimentan la definición de la probable tasa específica de inflación de la institución así como de sus curvas de demanda, y que estas a su vez se constituyen en entrada ("input") para la tasa marginal de rendimiento del capital previsible para la inversión. En síntesis:

Diagrama 5.3

RELACIONES ENTRE EXPECTATIVAS DE TASAS DE INFLACION, INTERES Y
RENDIMIENTO MARGINAL DE CAPITAL



3. Las situaciones decisorias que consideran incrementos o disminuciones de los activos corrientes vía financiación propia requieren incorporar como operador la corrección monetaria del capital propio, para lo cual deben tener en cuenta el costo inducido por las oportunidades alternativas de inversión.
4. Queda dicho que las decisiones sobre el capital de trabajo dependen de las tasas marginales de rendimiento y, en las decisiones incrementales, de su comparación con la tasa de endeudamiento o costo del capital correspondiente. La inflación, la devaluación y las tasas de interés del mercado, son sólo las variables independientes necesarias para alimentar a su vez el cálculo de las tasas marginales de rendimiento y de costo financiero.

Estas últimas por su parte son los operadores que permiten conectar las variables no controlables con las decisiones sobre las variables controlables.

Por consiguiente al elaborar los presupuestos económicos y financieros deben incorporarse los pronósticos de comportamiento correspondientes a las distintas variables independientes:

- Inflación específica de:
 - Precios
 - Costo de materias primas y otros gastos directos
 - Costo de mano de obra
 - Gastos fijos
- Devaluación del \$ en relación al u\$s y, eventualmente, otras monedas extranjeras.
- Tasas de interés a cobrar y a pagar.

En la elaboración presupuestaria se operará la transformación de los pronósticos de variables independientes mencionados en los operadores aptos para las situaciones decisorias a considerar.

5. Es fundamental ante cada posibilidad decisoria:

- 1° Identificar correctamente la situación decisoria aplicable
- 2° Identificar y calcular correctamente los operadores correspondientes.

Para decisiones sobre alternativas entre distintos activos corrientes y para decisiones sobre incrementos o disminuciones en los niveles de los mismos resultan; operadores distintos de las variables no controlables por la institución. Ejemplos:

- Decisiones sobre alternativas entre distintos activos corrientes (no afectan el volumen global del capital de trabajo):
Transferencias entre activos monetarios operativos (créditos) y no operativos (inversiones financieras):
Operadores: Rendimiento marginal del capital (expectativa) vs.
Rendimiento de la inversión financiera.
- Decisiones sobre incrementos o disminuciones en los niveles de inversión en activos corrientes. Se supone que afectan el volumen global del capital de trabajo bruto empleado pero sin afectar el nivel de operaciones:
- Incremento o disminución de los pasivos monetarios:
Operadores: Rendimiento marginal del "capital" (expectativa) vs.

Tasa marginal de endeudamiento o Tasa de

- Incremento o disminución de activos monetarios. Por ej:

Plazo asignado a los créditos.

Operadores: Tasa de interés cobrada vs.

Costo del dinero (propio y/o ajeno)

- Disminución de activos no monetarios: stocks

Operadores: Inflación específica aplicable vs.

Costo del dinero (propio y/o ajeno) eliminable

- Para decisiones sobre alternativas dentro de un mismo tipo de activo tal como los activos financieros (u otros independientes del ciclo del negocio): operadores iguales a las variables no controlables por la institución. Tal el caso de la comparación entre una inversión en moneda extranjera y otra en moneda local, donde los operadores serán la devaluación prevista y las respectivas tasas de interés y/o expectativas de inflación aplicables (en este último caso si se trata de inversiones indexadas).

6. Las tasas que deben considerarse en el proceso decisorio son las específicas referidas al contexto y la institución, en el marco de la situación decisoria considerada. No debe trabajarse con tasas generales o "promedio" que pueden alterar substancialmente los pronósticos de resultados.

Esto deriva de la coexistencia de múltiples tasas de inflación que afectan a cada uno de los distintos elementos de la estructura de resultados de la institución, así como de la coexistencia de múltiples tasas de interés en el marco de mercados financieros sumamente imperfectos.

En otros términos: la multiplicidad y alta dispersión de las tasas de inflación e interés hacen inoperantes sus respectivos promedios, obligando a definir las tasas específicas aplicables a cada situación decisoria.

7. El reconocimiento y definición de los operadores, tal como se ha ejemplificado en el presente capítulo, es doblemente importante:

- a. A nivel microeconómico: permite mejorar la articulación de las decisiones a partir de un adecuado énfasis en las variables realmente significativas para las mismas.

- Afecta aspectos de la organización de la Función Financiera tales como la información relevante a utilizar.

- Destaca el enfoque marginal del capital de trabajo: basado en la comparación del costo de financiación de los incrementos o disminuciones del mismo con el ingreso marginal neto aportado. Esta apreciación del capital de trabajo es coherente con el también denominado "enfoque residual" de las decisiones que, como se ha explicado, considera indisolublemente interrelacionados los aspectos financiación e inversión.

El costo financiero debe ser medido en relación con la rentabilidad que origina la aplicación de los fondos teniendo en cuenta que, sólo excepcionalmente, dicha rentabilidad coincide con las tasas de inflación aplicables (caso de la retención de stocks). El costo financiero debe relacionarse con la rentabilidad marginal del capital invertido y, por tanto, con la estructura de costos y economía de escala de la institución.

- b. A nivel macroeconómico: permite definir políticas y planes gubernamentales que tengan efectivamente en cuenta los operadores de las instituciones, efectuando un cuidadoso análisis crítico de la forma en que las mismas enfocan y articulan los aspectos financieros de sus decisiones. Así por ej. las denominadas tasas "positivas" y "negativas" en referencia a su comparación con los niveles generales de inflación, no constituyen los operadores adecuados para la mayoría de las situaciones decisorias. Los cambios en las expectativas de las variables financieras no controlables, sólo afectan directamente a las situaciones decisorias limitadas a la elección entre alternativas de inversión financiera. Para campos de amplitud mayores como los que involucran la inversión en el giro del negocio, se requieren complejos encadenamientos de relaciones que pasan necesariamente por los mercados y que, por lo tanto, afectan a las políticas vinculadas con los sectores "reales" de la economía.

5.2.6. APROXIMACION A UN RESUMEN DE SITUACIONES DECISORIAS REFERIDAS AL CAPITAL DE TRABAJO Y

RELACIONES ENTRE LOS OPERADORES APLICABLES

Aspectos sobre los que se decide	Monto y tipo inversión	Plazo de la Inversión y/o financiación
Campos de amplitud de la elección		
<u>- Composición de Los activos corrientes</u> - Sólo entre alternativas de inversiones financieras - Incluyendo: - Bienes de Cambio como inversión realizable - Inversión en el giro del negocio	Comparación entre: E (i int.espec.; inflac.espec.; cotizac. bursátil; devaluac. \$ etc.) E (i RIF) vs. E (i IEA) vs. E (i MRC)	Ee (i IEA) Ee (i MRC) Ee (i RIF), SLE
<u>- Modificaciones de los activos corrientes vía endeudamiento</u> - Incremento - Disminución - Retención de Bienes de Cambio	E (i RIF) o E (i MRC) > i EM E (i IEA) y E (i RIF) y E (i MRC) < i EE E (i IEA) > i EE y E (i IEA) - i EE > COR	Idem elementos de juicio referidos a la comparación de los activos corrientes pero agregando: Ee (i EM) CFA analizado conjuntamente con SLE.
<u>- Modificaciones de los activos corrientes vía fondos autogenerados</u> - Incremento - Disminución - Retención de Bienes de Cambio	Idem modificaciones vía endeudamiento pero reemplazando i EM ó i EE por i CM	Idem elementos de juicio referidos a la composición de los activos corrientes pero agregando: Ee (i CM) CFA analizado conjuntamente con SLE.

5.3. Factores que determinan los cambios en la estructura de resultados de la institución

5.3.1. Caracterización de los factores involucrados

Comparando con las estructuras patrimonial y de resultados preexistentes corresponde identificar dos tipos de cambios:

1. Cambios en la estructura patrimonial con impacto en la de resultados

- a. Los que afectan la posición monetaria neta: impactan los resultados vía corrección monetaria sobre el capital de trabajo/capital propio en giro.
- b. Los que afectan la eficiencia en la utilización del capital de trabajo; capital propio en giro y capital propio total empleado: impactan los resultados a través de una mayor o menor rotación de los distintos niveles del capital invertido.
- c. Los que afectan el nivel global de endeudamiento en proporción con el nivel de ingresos: impactan los resultados a través del mayor costo financiero. Pueden incluirse las pérdidas por diferencias de cambio originadas en el endeudamiento en moneda extranjera.

Considerando conjuntamente b. con c. podría hablarse de cambios relativos en la dimensión patrimonial respecto del nivel de ingresos, con impacto en la estructura de resultados.

2. Cambios que afectan directamente la estructura de resultados

- a. Diferencias en los incrementos de precios correspondientes a un mismo período:

Implican diferencias en el ritmo inflacionario que afectan las posiciones relativas entre los distintos precios. Pueden subclasificarse en:

- Diferencias que afectan el margen de contribución. Inflaciones específicas aplicables con:
 - Incidencias en los precios del sector (incrementos de precios específicos).
 - Incidencias en los costos directos del sector (incrementos de costos directos específicos).
 - Cambios respecto del período base en las tasas de interés cobradas o pagadas:
afectan la proporción de los intereses respecto de los precios y costos directos del sector. Hacen a la relación entre tasa de interés y precio específico.

Las incidencias en los precios y/o costos directos del sector modifican el margen de contribución porcentual, mientras que los cambios en las tasas de interés pueden modificar el margen de contribución neto de resultados financieros, en la medida en que por su comportamiento se asimilen a los ingresos y costos variables.

- Diferencias que afectan el resultado operativo:
 - Evolución de los precios con incidencia en cada uno de los grandes conceptos de gastos fijos: remuneraciones; alquileres, etc.
 - Cambios en las tasas de interés pagadas asignables a los gastos fijos por su identificación y/o comportamiento.

Debe notarse que mientras para los precios y costos directos y gastos fijos se computan los porcentuales de inflación aplicables al mes, en el caso de las tasas de interés no se considera su valor absoluto sino la diferencia en más o en menos respecto del período base.

b. Cambios en los niveles de actividad y/o de eficiencia:

Afectan la incidencia proporcional de los gastos fijos sobre los ingresos y los resultados.

c. Cambios en los niveles inflacionarios:

Aunque no se modifiquen las relaciones respecto de otros precios y costos la simple aceleración o desaceleración de la inflación afecta la estructura de resultados, al incrementar o disminuir respectivamente el impacto de la corrección monetaria sobre los fondos propios aplicados a inversiones monetarias.

5.3.2. El tema de las tasas de interés "positivas" o "negativas" en relación con la inflación

1. El planteo del problema. La inconsistencia del concepto de "licuación" de la deuda empresarial tal como se lo suele interpretar en la República Argentina.

a. Hemos visto al considerar los operadores financieros que las decisiones referidas a inversiones, inmovilizadas o no, se vinculan con la rentabilidad marginal del capital invertido.

Por lo tanto los operadores a comparar son: rentabilidad de la inversión considerada vs. costo de la financiación. Este último surge:

- Si se trata de capital propio: del costo de oportunidad de las inversiones alternativas.
- Si se trata de endeudamiento: del costo del endeudamiento marginal (que incluye la tasa nominal correspondiente).

Por lo tanto la relación entre tasa nominal del endeudamiento e índices de inflación sólo es aplicable a casos restringidos, tal como la hipótesis de mantener mercaderías en stock antes de realizarlas. Pero aún así el beneficio por tasa "negativa" deberá ser comparado con lo que se deja de ganar por menor rotación del capital de trabajo. Otro caso similar es el mantenimiento (o transferencia) entre inversiones financieras, en la medida en que las mismas excedan las necesidades operativas de la institución.

Además hemos identificado los factores que definen los cambios en la estructura de resultados: los mismos no incluyen las comparaciones entre los incrementos de precios generales o específicos y las tasas de interés del período.

- b. Sin embargo en los últimos años se ha generado una corriente de opinión que ve en las tasas de interés positivas o negativas respecto de la inflación de un determinado sector económico, el factor determinante de lo que ha sido dado en llamar "licuación de la deuda empresaria". Al respecto dice Ambito Financiero del 7/6/84 (pág.5): "El sector manufacturero en su conjunto logró el mes pasado aumentar los precios en 19,6 % por lo que la tasa activa del circuito regulado (14 %) le permitió licuar en 4,68 % su stock de deuda". Nada se dice en este artículo sobre la rentabilidad o el flujo de fondos generales o específicos de cada uno de los sectores industriales.

Por nuestra parte no hemos encontrado una definición rigurosa del concepto "licuación de la deuda" pero parecería que el mismo quiere denotar una disminución de las deudas en términos reales, equivalente al "beneficio" que implica un incremento de precios superior a la tasa de interés pagada. Es inmediata la inconsistencia de esta afirmación a la luz del razonamiento anteriormente expuesto: las tasas "positivas" o "negativas" respecto de la inflación del período no son factor de cambio en la estructura de resultados de la misma.

c. Es importante señalar que, además de lo dicho, el cálculo previsto de la tasa de interés real "positiva" o "negativa" respecto de la inflación depende básicamente de las expectativas, pues resulta de comparar un dato conocido (o al menos previsible) como la tasa de interés nominal, con un dato incierto tal como la expectativa de inflación.

De allí que en un mismo momento "coexisten" diversas tasas esperadas de interés real porque cada una está asociada con una diferente tasa esperada de inflación.

Podemos sintetizar como sigue la fórmula de cálculo:

$$\text{Tasa de interés real (en \%)} = \frac{\text{Tasa de interés nominal (en \%)} - \text{Tasa de infl. (en \%)}}{100 + \text{Tasa de inflación (en \%)}} \times 100$$

Resultando:

La Tasa de interés real = 0; cuando T.I.N. = T. Infl.

La Tasa de interés real > 0; cuando T.I.N. > T. Infl.

La Tasa de interés real < 0; cuando T.I.N. < T. Infl.

2. Algunas consecuencias identificables de las tasas "negativas"

a. En períodos de inflación con tasas de interés "negativas" existe un importante incentivo para que las compañías aumenten su endeudamiento a fin de lograr:

1. Reducción del capital en giro operativo propio: reemplazando la financiación propia por la ajena y derivando los fondos a dividendos o a inversiones financieras. Las alternativas entonces:

- Retirar los fondos de la institución reemplazándolos por una financiación más barata y posibilitando que los accionistas los apliquen a alternativas de inversión externa con mayor rentabilidad.
- Aplicar los fondos a inversiones financieras en la institución que permitan una rentabilidad positiva.

En este caso se da una suerte de "licuación", pero no por relación entre el endeudamiento y la rentabilidad del negocio o actividad, sino por aplicación del endeudamiento adicional a inversiones financieras.

2. Mantenimiento del capital en giro operativo, mediante un

reemplazo del endeudamiento existente por el nuevo a tasas menores, con la consecuente reducción del costo financiero.

3. Un mayor volumen de stocks respecto del nivel habitual u operativo. En este caso los stocks se constituyen en una clase particular de inversión realizable, válida en tanto la expectativa de su realización sea positiva en términos de rentabilidad.

Puede concluirse entonces que la existencia de tasas de interés suficientemente bajas en relación con el nivel inflacionario (aunque no necesariamente "negativas") pueden afectar las decisiones sobre composición de la financiación y sobre el volumen adicional de inversiones realizables.

- b. También hemos mencionado la importancia del contexto financiero en las demandas orientadas a determinados sectores de la economía.

En particular parecería que el nivel relativo de las tasas de interés respecto de la inflación opera como un factor de importancia en la determinación de la demanda global de muchos productos (por ej: bienes de consumo durables) ya sea a través de:

- El carácter competitivo que la adquisición de los mismos tiene respecto de inversiones financieras regidas por las tasas de interés y que constituyen opciones válidas para el cliente potencial y/o
- El costo de financiación de la compra para el cliente potencial, también regido por determinada tasa de interés.

Dice al respecto la revista Mercado en su artículo "El envío de las tasas" (Nº 770 del 2/8/84) al tratar los balances presentados en la Bolsa correspondientes al período enero-marzo: "Las reducidas tasas de interés vigentes en el período (fuertemente negativas en términos reales) contribuyeron a incentivar en forma sensible las ventas...".

- c. El efecto central de los niveles de las tasas de interés se vincula con la estructura de resultados de la institución, al definir la proporción que los intereses representan respecto de los ingresos y costos.

En consecuencia estructuras de resultados que arrojan fuertes márgenes de utilidad permiten absorber elevadas tasas reales

"positivas" respecto de la inflación, mientras bajos márgenes pueden ser insuficientes para absorber tasas reales "negativas".

d. Sin embargo y de acuerdo con lo expresado existen otros efectos que suelen presentarse asociados a la relación entre tasa de interés pagada por la institución y nivel inflacionario:

- Composición de la financiación (endeudamiento vs. fondos propios) en función de las oportunidades alternativas de inversión.
- Nivel de las inversiones realizables adicionales al capital de trabajo operativo requerido, considerando la expectativa del nivel de inflación específico aplicable a la institución.
- Efectos de las tasas reales de interés en los niveles de demanda dirigidos al sector de la economía considerado. El efecto de tasas "negativas" será positivo para la institución mientras logre alcanzar resultados netos favorables.

Estas conclusiones pueden sintetizarse correlacionando las expectativas de tasas de interés reales "negativas" respecto de la inflación con la probabilidad de los siguientes efectos:

- En materia de financiación: tendencia a reemplazar los fondos propios por endeudamiento.
- En materia de inversión: tendencia a invertir en bienes de cambio o activos indexados por encima de las necesidades operativas.
- En materia de ingresos: tendencia a su incremento en función del comportamiento de la demanda.

Valen los razonamientos inversos para los casos en que sean mayores las expectativas de tasas de interés reales "positivas". Si además en este último caso existe un contexto depresivo asociado a dichas tasas se incrementará la probabilidad de no poder trasladar las mayores tasas a los deudores, por lo que tenderá a reducirse la financiación y, por consecuencia, el nivel de la actividad económica del sector.

A continuación se resumen los efectos de las expectativas:

Cuadro 5.5

EFFECTOS DE LAS EXPECTATIVAS SOBRE TASAS DE INTERES

"REALES" RESPECTO DE LA INFLACION

Expect.de tasas de interés "reales" respecto de la inflación Concepto	Negativas	Positivas	
		Contexto "expansivo"	Contexto "depresivo"
Activos monetarios	Menor	Mayor	Menor
Activos no monetarios	Mayor	Menor	Menor
Pasivos monetarios	Mayor	Menor	Menor
Financiación propia	Menor	Mayor	Variable

3. Conclusiones

a. El efecto de "licuación de deudas" interpretado como el beneficio directo que derivaría de la tasas de interés "negativas" pagadas por las instituciones, resulta inconsistente con el análisis de los factores que impactan las estructuras de resultados. Puede afirmarse que dicho beneficio no existe como tal pues la incidencia de la tasa de interés en los resultados de un período no depende de la comparación de la misma con la inflación (incremento de precios del sector económico), sino de su relación con la estructura de rentabilidad de la institución. En otros términos: las tasas de interés "negativas" no tienen impacto directo en la estructura de resultados a la vez que las decisiones sobre volumen operativo de la institución, por lo referido al vector rentabilidad, se apoyan exclusivamente en la rentabilidad marginal del capital deducido el correspondiente costo financiero.

b. Si por el contrario se reinterpreta el concepto de "licuación de deudas" en forma coherente con el análisis de la estructura de resultados, existen varios beneficios comparativos para evaluar:

- En el caso en que no se amplie la dimensión del patrimonio: el endeudamiento adicional a la nueva tasa puede ser utilizado para reemplazar la financiación preexistente disminuyendo el costo financiero en función de las siguientes alternativas no excluyentes:

- Por menor tasa de interés pagada: para el caso en que se reemplace a otro endeudamiento.

- Por disminución comparativa respecto de la corrección monetaria del capital propio: en caso que se reemplaza a la autofinanciación.
- En el caso en que se amplíe la dimensión del patrimonio: el endeudamiento adicional puede ser aplicado a:
 - Inversiones financieras o en stock: con un posible beneficio igual a la diferencia entre la tasa de rendimiento de la inversión y la nueva tasa del endeudamiento adicional.
- El mismo efecto se logra si los fondos propios desplazados por el nuevo endeudamiento son aplicados a inversiones realizables en lugar de ser distribuidos como dividendos.
- Inversión en el giro del negocio: sólo en el caso en que el resultado permita absorber el nuevo costo financiero arrojando un remanente neto de beneficios.
- En cualquiera de los casos y dependiendo del sector industrial, a existencia de tasas negativas puede llegar a operar como estímulo sobre la demanda, elevando el nivel de actividad y favoreciendo el mejoramiento de los resultados por incremento del margen de contribución en pesos y por disminución de la incidencia proporcional de los gastos fijos.

c. En síntesis: las tasas de interés "negativas" respecto de la inflación no tienen efecto sobre el resultado de las instituciones, pero la disminución de las tasas pagadas que suele derivar de las medidas tendientes a "licuar los pasivos" puede mejorar los resultados de la institución vía transformación de la estructura de financiación; o bien porque las nuevas tasas pueden ser lo suficientemente bajas como para generar opciones rentables en inversiones realizables o, con menor probabilidad, en el giro del negocio. Además las tasas negativas pueden operar indirectamente a favor de la rentabilidad por el posible efecto sobre una mayor demanda.

5.4. Consecuencias financieras globales que, para las instituciones, derivan de los contextos altamente inestables

Considerando los objetivos, supuestos y criterios de la Función Financiera en los términos en que se propone su reformulación, corresponde ahora definir y analizar los diversos efectos de los contextos altamente inestables

sobre la institución. Los mismos hacen a los riesgos de variación en los resultados, a los impactos en los elementos que componen la estructura del patrimonio y a la variación de la demanda y las ventas.

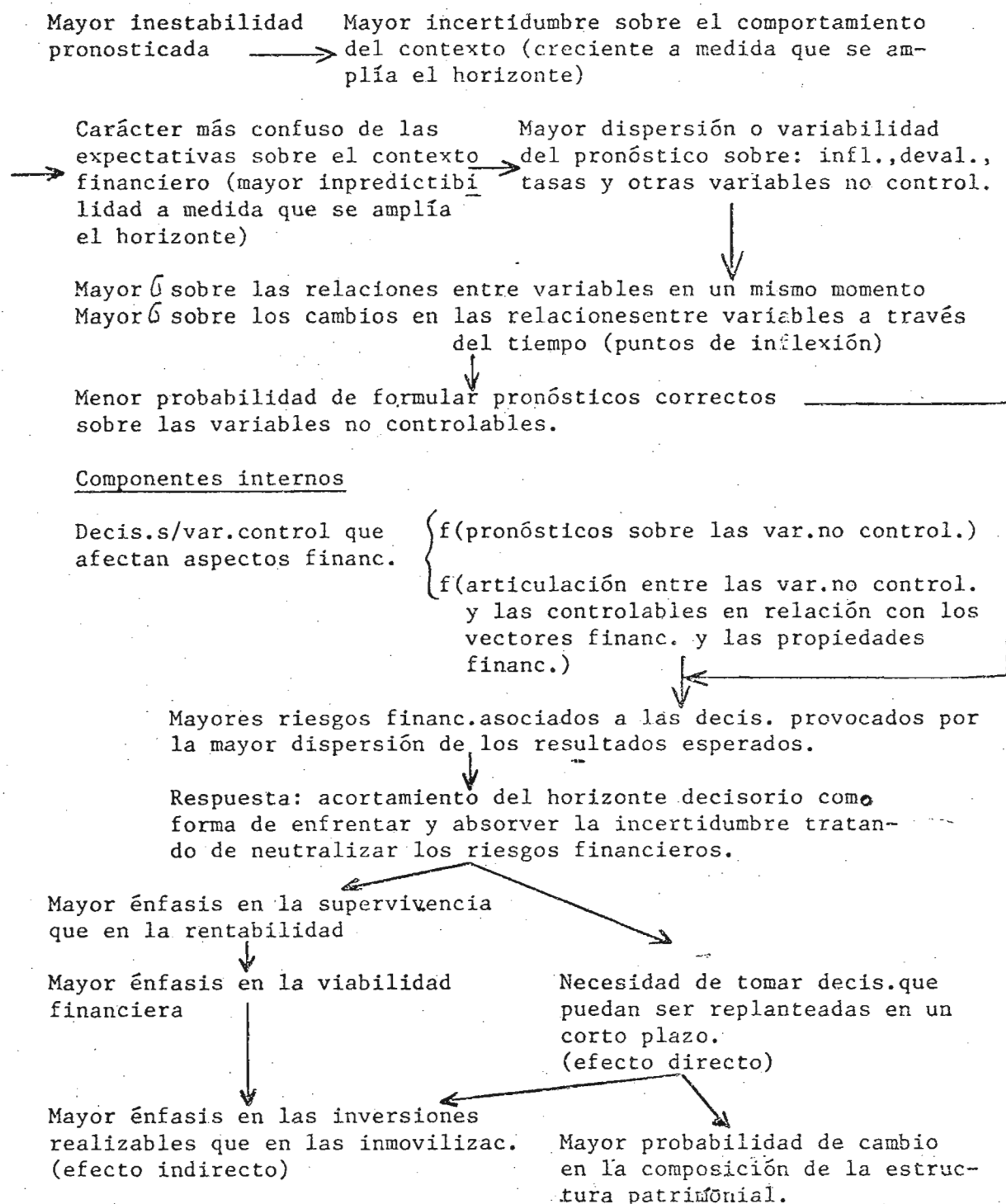
5.4.1. Consecuencias asociadas a los riesgos financieros de variación en los resultados esperados

1. La incertidumbre del contexto: su impacto en los riesgos financieros, en el horizonte decisorio y en las decisiones que afectan inversiones.

Diagrama 5.4

IMPACTOS DE LA INCERTIDUMBRE DEL CONTEXTO

Componentes externos de la estructura conceptual de la Función Financiera.



Análisis de los impactos derivados de la incertidumbre del contexto

(Diagrama 5.4)

El horizonte de la decisión con implicancias financieras es inversamente proporcional al grado de incertidumbre sobre:

- Las relaciones entre las variables macro correspondientes al contexto financiero.
- Los puntos de inflexión que, a través del tiempo, se producen en las relaciones entre dichas variables.

El acortamiento del horizonte decisorio tiene un doble efecto sobre las inversiones:

- Directo: al enfatizar las decisiones de corto plazo prioriza las inversiones realizables frente a las inmovilizaciones.
- Indirecto: en materia de objetivos adquiere mayor peso la supervivencia que la rentabilidad lo que enfatiza la viabilidad financiera y, en consecuencia, prioriza nuevamente las inversiones realizables.

Puede afirmarse entonces que las inmovilizaciones son en general vulnerables a los estados de inestabilidad así como éstos a su vez, se encuentran probablemente asociados a los niveles de inflación. Pero las inversiones que implican inmovilización son a su vez agrupables en:

- Nuevas inversiones: destinadas al crecimiento en los productos/mercados existentes o en nuevos productos/mercados.
- Reinversiones: destinadas a alcanzar mayor eficiencia reemplazando productos/mercados existentes por otros.

Las nuevas inversiones requieren fondos adicionales incorporados a la institución y, en consecuencia, incrementan el nivel de los riesgos financieros; las reinversiones mantienen o modifican el nivel de riesgos financieros ya existente. Consecuentemente, en condiciones de alta inestabilidad, la mayor parte de las limitadas inmovilizaciones se orienta hacia la reinversión de los fondos ya aplicados en la institución.

El objetivo de supervivencia se corresponde con la viabilidad financiera y ésta implica inversiones realizables que aseguren: liquidez; movilidad; flexibilidad; solvencia y cobertura a las exposiciones.

Por último cabe notar que la existencia de controles de precios pueden agravar los riesgos financieros asociados a los resultados esperados, especialmente por lo que hace a la volatilidad de los mismos, contribuyendo en consecuencia a la reducción del horizonte

decisorio. Esto disminuye la probabilidad de inversiones con productividad directa (es decir en los negocios de la institución) en la medida en que éstas requieran inmovilizaciones significativas de fondos.

2. La rotación de los activos corrientes: su impacto en los riesgos financieros y en los niveles requeridos de movilidad y flexibilidad financieras

a. Introducción al problema de los impactos de la rotación de los activos corrientes.

Los índices clásicos de liquidez son históricos, estáticos e incompletos. Es necesario analizar la naturaleza financiera de los conceptos, las características de la institución y las expectativas.

Una empresa que tiene ingresos asegurados por venta a largo plazo, requiere menor nivel de disponibilidades para enfrentar las obligaciones que otra empresa que depende de las cobranzas día a día. Esta característica se acentúa aún más si se trata de una actividad estacional.

En lo que hace a la relación endeudamiento/liquidez cabe notar que el endeudamiento puede fluctuar en función del giro total de reposición de caja. Así por ej. una compañía con rotación rápida de los activos corrientes (sin stock y con venta contado) no tiene riesgo en mantener pasivo corriente, ya que la generación del efectivo para cancelar las deudas sería instantánea (simultánea con las ventas).

A medida que los stocks y deudores comienzan a crecer, surge la necesidad de completar el negocio con un capital en giro propio para absorber el riesgo inherente a los desfases en dichos elementos de la estructura patrimonial.

Este razonamiento señala la importancia del rápido giro de los activos existentes para vincular con el grado de endeudamiento aceptable (es decir para "elastizar" este último).

b. Síntesis de las relaciones entre la rotación de activos corrientes y sus efectos en los vectores financieros: Ver diagrama 5.5.

c. Comentarios sobre las relaciones (Diagrama 5.5)

Los niveles de rotación de los activos corrientes afectan la volatilidad y/o la vulnerabilidad de los resultados de la institución. No es factible minimizar simultáneamente ambos riesgos dado que los mismos funcionan en sentidos opuestos: una más

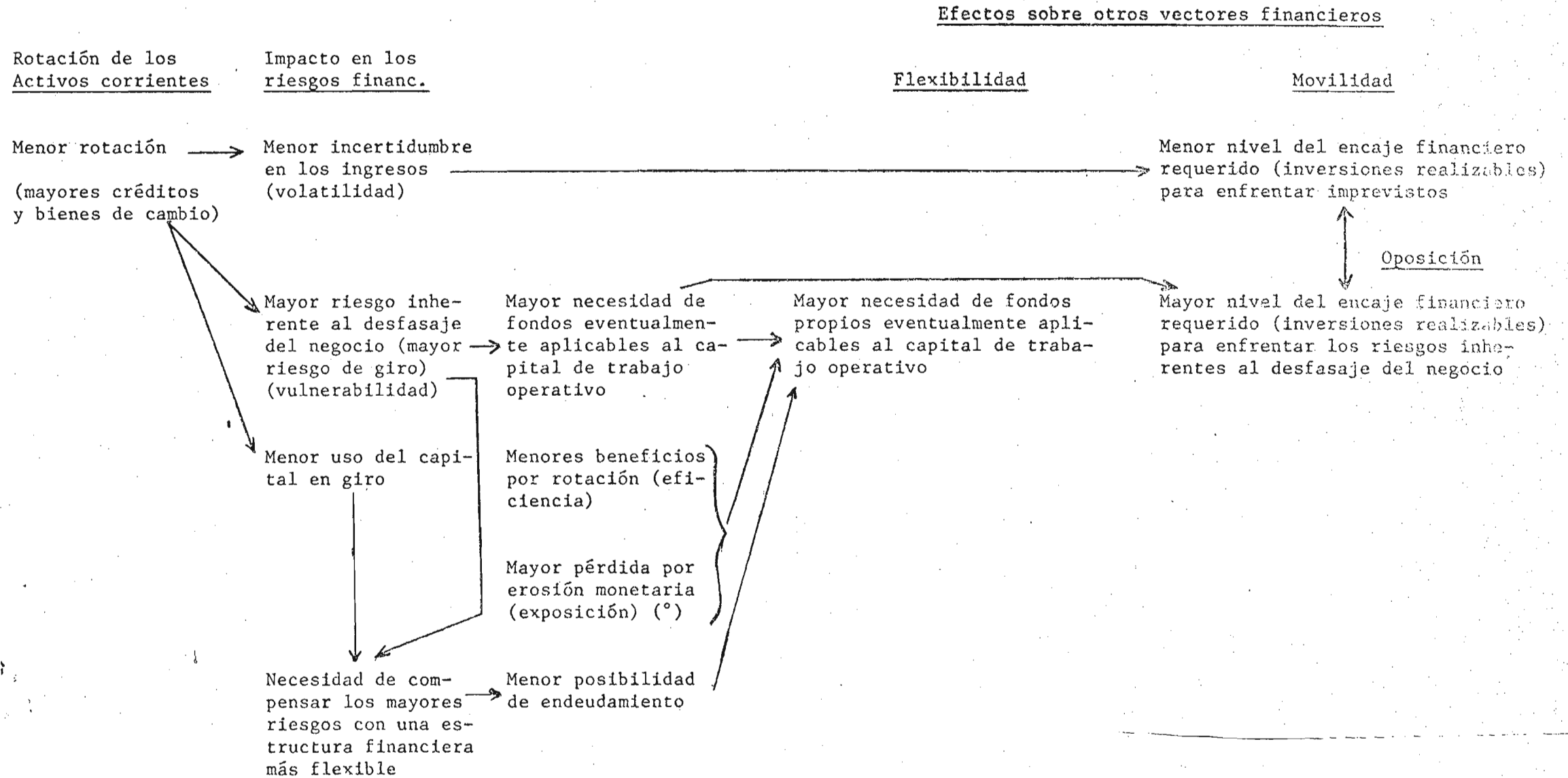
rápida rotación de los activos corrientes disminuye la vulnerabilidad pero incrementa la volatilidad de los resultados. La rotación más lenta produce exactamente los efectos inversos. La Función Financiera debe entonces buscar la "sintonización" de la rotación del capital de trabajo en forma tal de contemplar dichos riesgos financieros conjuntamente con el vector rentabilidad, afectado a través de la eficiencia implicada en la rotación. Esto nos conduce a la necesidad de disponer de un "encaje" para la cobertura de los riesgos financieros inherentes a la actividad. Este encaje puede materializarse en activos realizables del tipo de los activos financieros.

Los efectos de la rotación de los activos corrientes alcanzan a la capacidad para soportar endeudamiento, en la medida en que la posibilidad de generar rápidamente efectivo es función de la rotación de dichos activos y, a la vez, condición para cancelar pasivos. La consecuencia es que la capacidad para soportar endeudamiento es mayor cuanto más veloz sea la rotación de los activos corrientes y menor en el caso inverso. En términos de flexibilidad puede decirse que una estructura financiera con lenta rotación de activos corrientes tiene menos capacidad de recuperación para enfrentar los desfases en los mismos y, por lo tanto, requiere un nivel de endeudamiento comparativamente menor que compense la baja flexibilidad asignable a la lenta rotación de los activos corrientes.

Resumiendo los dos conceptos anteriores puede afirmarse que existe un efecto de la velocidad de rotación de los activos corrientes en los riesgos financieros (volatilidad y vulnerabilidad de los resultados) que debe ser compensada mediante un cierto "encaje". La financiación del mismo por terceros podrá ser proporcionalmente mayor en la medida en que la rotación de los activos corrientes sea más rápida.

Diagrama 5.5

RELACIONES ENTRE: LA ROTACION DE ACTIVOS CORRIENTES Y SUS EFECTOS EN LOS VECTORES FINANCIEROS



(°) Si el capital de trabajo monetario neto es positivo

Cuadro 5.6

SINTESIS DE LOS EFECTOS DE LA ROTACION DE LOS ACTIVOS CORRIENTES EN
LA MOVILIDAD Y FLEXIBILIDAD

Rotación de activos co- rrientes	Efectos		
	Necesidad de encaje	Capacidad para soportar endeu- damiento	Resumen
- Vector financ.	Movilidad	Flexibilidad	
- Rápida	En función de la volatilidad de los resultados	Alta: por la gene- ración instantánea de efectivo	Encaje variable financiable por terceros
- Lenta	En función de la vulnerabilidad de los resulta- dos	Baja: por los riesgos inheren- tes al desfase de los activos corrientes	Encaje variable financiable con fondos propios

d. Conclusiones: efectos en los riesgos financieros y en los niveles requeridos de movilidad y flexibilidad financieras.

1. El nivel de cobertura del vector que se identifica con los riesgos financieros inherentes a la actividad (volatilidad y vulnerabilidad de los resultados) está en función, entre otros factores, de la rotación de los activos corrientes y se materializa en la movilidad financiera y su financiación (que hace a su vez a la flexibilidad financiera).

Si hay alta rotación de deudores y bienes de cambio se necesita un cierto encaje para enfrentar la volatilidad de los resultados, pero dado que la agilidad del ciclo financiero permite una inmediata capacidad para cancelar deudas, el mismo puede ser financiado por terceros en proporción significativa.

Si hay baja rotación de deudores y bienes de cambio se necesita un cierto encaje financiero para enfrentar la vulnerabilidad de los resultados (esto es los riesgos financieros inherentes a desfases en el ciclo del negocio o actividad). Pero en este caso la estructura financiera deberá ser más flexible para compensar los mayores riesgos y la mayor lentitud del ciclo financiero, por lo que deberá limitarse el endeudamiento y, por tanto, el encaje financiero deberá proveerse en alto grado con financiación propia.

2. Entre dos actividades de igual rentabilidad sobre la inversión la mayor rotación ofrece comparativamente menores riesgos ante cambios en las reglas de juego (dado que tiene más probabilidad de compensar pérdidas con ganancias) y requiere una menor proporción de financiación con fondos propios. A igualdad de otras condiciones tenderá a ser la alternativa preferible.

3. Un índice que pretenda medir la capacidad patrimonial para enfrentar los riesgos financieros inherentes al desfase del negocio (vulnerabilidad), debe vincular las posibles variaciones de los activos corrientes con el patrimonio neto (fondos propios). Dichas variaciones tenderán a ser mayores en la medida en que sean mayores los activos corrientes. En consecuencia, posiciones de mayor liquidez financiadas con deudas a largo plazo, serán de mayor riesgo en cuanto a vulnerabilidad de los resultados que otras de menor liquidez ubicadas en una estructura de menor endeudamiento.

5.4.2. Consecuencias financieras asociadas al impacto en los elementos monetarios del patrimonio

Diagrama 5.6

EFFECTOS DE LA INFLACION EN UN MARCO RECESIVO SOBRE UN CAPITAL DE TRABAJO MONETARIO NETO POSITIVO

Cap. de trabajo monet. positivo cuyo volúmen es función de:

- Estructura del capital de trabajo
- Nivel de actividad
- Nivel de inflación

Alta inflación en un marco recesivo

Primer nivel de efectos macro

Menores plazos de los proveedores

Congelamiento del crédito bancario ordinario y/o discontinuación de líneas de crédito

Mayor capital de trab. necesario (a)

Mayor corrección monet. aplicable
Mayores tasas nominales de int. pagadas

Estructura de resultados:
Dificultad para mantener o alcanzar los márgenes de contribución porcentuales necesarios para contrarrestar la inflación

Flujo de fondos neto menor que el incremento requerido en el capital de trabajo para compensar la inflación

Resultados (util. + amortiz.) insuficientes en términos de flujo de fondos para cubrir los costos financieros:

- Implícitos: corrección monetaria sobre capital propio
- Explícitos: intereses sobre capital ajeno

Menor cap. de trabajo real

Mayor recesión e inflación

Segundo nivel de efectos macro

Mayores medidas de contención de la inflación

Mayor pugna sectorial

Efecto negativo de la balanza de pagos

Mayor control de precios

Mayores restricciones a las importaciones y/o a su régimen financiero

Menor margen de contribución (d)

Contramedidas para neutralizar los impactos inflacionarios

Insuficiencia creciente del cap. de trabajo
Pérdidas reales

Son posibles cambios para mejorar la eficiencia (productividad) financiera:
En la estructura del cap. de trabajo? (mayor rotación).
En la estructura de los result. (menores gastos fijos)?

Realimentación del resultado negativo (efecto de "palanca negativo") (c)

SI

Mayor recesión

Tercer nivel de efectos macro

Mayores falencias de clientes

Caída de la demanda

Mayores pérdidas por incobrables

Reducción del volúmen de venta

Es posible y conveniente aplicar los fondos de las inversiones realizables al capital de trabajo operativo? (b)

SI

Financiación del mayor cap. de trabajo operativo mediante reasignación de fondos propios

Mayor incidencia de gastos fijos
Menor flujo de fondos (menor rentabilidad por menor volumen)

Endeudamiento adicional a tasas crecientes para tratar de compensar el flujo de fondos negativo

Adaptación a las nuevas condiciones de menor capital de trabajo real

Menor volumen de operaciones

Efectos de la inflación en un marco recesivo sobre un capital de trabajo monetario neto positivo. Aclaraciones al diagrama 5.6.

(a) El costo del mayor capital de trabajo requerido por la inflación (en caso de capital de trabajo positivo) está dado por:

- La corrección monetaria sobre fondos propios y/o
- El costo del endeudamiento adicional necesario según las fuentes de financiación aplicadas.

(b) Aplicación de los fondos de las inversiones realizables:

Posible: se refiere a la movilidad financiera

Conveniente: se refiere a la rentabilidad comparativa de las inversiones financieras y operativas ponderadas por otros objetivos como la participación en el mercado.

(c) Efecto de "palanca negativo"

El mismo es válido aunque las tasas de interés sean "negativas" respecto de la inflación, pues depende de los niveles comparados de inflación y de las tasas nominales pagadas en su relación con la rentabilidad y el flujo de fondos.

(d) Menor margen de contribución: en un marco recesivo es probable que los incrementos de precios de los proveedores no puedan ser trasladados proporcionalmente al precio de venta.

5.4.3. Consecuencias financieras asociadas al impacto en los elementos no monetarios del patrimonio

1. Dificultades para mantener los márgenes de contribución porcentuales en los niveles necesarios para contrarrestar la inflación

En el supuesto de no disponer de otras variables controlables significativas se genera la necesidad de alcanzar determinados niveles en los márgenes relativos (porcentuales) de contribución, a efectos de neutralizar el impacto que la inflación causa en los capitales de trabajo netos positivos (Frischknecht, 1975).

El porcentual de margen de contribución a ser alcanzado está en función de:

- Los niveles de inflación
- La estructura del capital de trabajo (proporción del capital de trabajo neto positivo respecto de los activos corrientes).
- La estructura de los resultados (proporción de los gastos fijos respecto de los ingresos netos)

El importe o monto del margen de contribución requerido está en función de todos estos factores expresados en moneda comparable y de los niveles de actividad o volumen de las operaciones.

Las otras variables controlables cuya modificación se supone no posible en la presente situación decisoria comprenden:

- Volumen de operaciones
- Estructura del capital de trabajo
- Nivel relativo de los gastos fijos

Además de las variables típicamente no controlables como el nivel inflacionario.

Aceptando que los demás factores no son modificables en favor de la institución (en realidad pueden jugar en contra tal como ha quedado indicado en el punto 5.4.2.), el esfuerzo se centra en mantener o alcanzar los porcentuales necesarios para el margen de contribución.

El proceso inflacionario lleva naturalmente hacia el deterioro de tales márgenes dado que los incrementos de precios de los insumos (materia prima por ej.) que constituyen el principal componente del costo directo, son anteriores al incremento de los precios de ventas. El empleo del costeo de reposición permite reconocer y medir adecuadamente este desfase, evitando el cómputo de utilidades ficticias sobre las ventas realizadas.

Sin embargo a medida que se profundiza el proceso inflacionario y asociados con sus efectos recesivos aparecen los factores que inciden en una mayor reducción del margen de contribución porcentual:

- Imposibilidad de la demanda para absorber los incrementos de precios y/o
- Demoras y restricciones en los aumentos derivadas del control de precios gubernamental (con efectos no sólo directos sino también indirectos a través de los competidores).

Otro factor asociado es el incremento de los costos financieros variables ya sea por efecto de:

- Mayor corrección monetaria para el capital propio derivada de los mayores niveles inflacionarios y/o.
- Mayor interés pagado por el capital ajeno.

En la medida en que se acepte la deducción de los costos financieros variables para el cálculo del margen de contribución neto, debe concluirse que el crecimiento de los mismos constituye un impacto adicional en el nivel del margen de contribución porcentual requerido para contrarrestar la inflación.

2. Variaciones de precios relativos. Efectos en la estructura de resultados. Crecimiento relativo de los gastos fijos.

a. Introducción. Modelo contable apto para el tratamiento del problema. Métodos de costeo y resultado por gestión de stocks

Debe considerarse la importancia de los sistemas contables de valuación y costeo de los bienes de cambio en el análisis e interpretación de los resultados económico-financieros.

a.1. Costeo histórico ajustado por inflación vs. costeo a reposición.

Conceptos afectados:

- Costo directo - Margen de contribución

El costo directo según el método de costeo histórico (a P.P.P. ó "término medio" por ej.) es más bajo que el obtenido por los sistemas de reposición y es además, dependiente de la situación de los stocks: disminuye cuando las compras son inferiores a las ventas y aumenta en el caso inverso (tanto en pesos como en su relación

porcentual sobre las ventas). En consecuencia se ve afectado el margen de contribución.

Los sistemas de reposición por el contrario, definen un costo más realista y totalmente independiente de las fluctuaciones de los stocks.

- Corrección monetaria - Margen de contribución neto

La corrección monetaria es menor en los métodos de reposición que en los de costeo histórico, como consecuencia de que la misma no es computada respecto de los bienes de cambio. En consecuencia se ve afectado el margen de contribución neto.

- Incidencia de los gastos fijos - Resultado neto

En cuanto a los niveles de gastos no se observan diferencias porcentuales asignables a los distintos sistemas de valuación ni al empleo de distintas hipótesis relativas a precios y políticas de stocks.

En cambio una hipótesis de desfase entre los aumentos de precios específicos de la institución considerada y los aumentos generales con incidencia en los gastos fijos, puede modificar la participación de estos últimos en la estructura de resultados.

- Resultado por gestión de stocks - Resultado neto final
(Resultado por evolución patrimonial)

La comparación de los conceptos que definen los resultados por stocks arroja una clara diferencia entre el método de costeo histórico y los basados en el costo a reposición. Mientras que en el primero el resultado de la gestión de stocks involucra la revaluación neta de los mismos en un período de tiempo, los métodos de reposición contemplan la revaluación de las compras del período, a las que se deduce el inventario inicial a valor de reposición multiplicado por el diferencial entre las tasas de corrección monetaria y la revaluación de stocks. Si ambas tasas son iguales entre si el diferencial se anula y desaparece el segundo elemento. Véase la deducción de la fórmula del resultado por gestión de stocks para el costeo a reposición en el punto a.2 y su interpretación en el punto a.3.

- Síntesis:

La descomposición de los resultados por rubro según el sistema de valuación aplicado nos muestra que:

- El mayor costo directo de los métodos de reposición resulta compensado por los menores cargos en concepto de corrección monetaria (como consecuencia de la exclusión de los bienes de cambio) y por la diferencia en el resultado de los rubros asociados a la gestión de stocks.
- Los resultados finales netos de gastos o resultado operativo computada la gestión de stocks (también llamado: resultado por evolución patrimonial) son exactamente iguales por ambos métodos.

No se modifica el resultado sino su composición o estructura: el mayor costo directo del costeo a reposición es compensado en forma combinada por la menor corrección monetaria y la diferencia en el resultado asignado a la gestión de stocks.

Cuadro 5.7

COMPARACION DE LOS METODOS DE COSTEO EN CUANTO A SUS
EFECTOS EN LA ESTRUCTURA DE RESULTADOS

<u>Elemento de la estructura de resultados</u>	<u>Costeo histórico</u>	<u>Costeo a reposición</u>
Costo directo	Dependiente de la política de stocks.	-Mayor que histórico -Independiente de la política de stocks
Corrección monetaria		-Menor que histórico
Resultados por gestión de stocks	Proporcional a la revaluación neta de los stocks	-Proporcional a la revaluación de las compras menos inventario inicial por diferencial de tasas
Gastos		-Igual al costeo hist.
Resultado neto final		-Igual al costeo hist.

Estas comparaciones son válidas para cada política de stocks (constante, decreciente o creciente) y para cada nivel de incremento de precios.

a.2 DEDUCCION DE LA FORMULA DEL RESULTADO POR GESTION DE STOCKS EN EL COSTEO A REPOSICION

Conceptos	Diferencia de valuación stock final	Diferencia de va- luación stock inicial	Corrección monetaria sobre diferencia de valuación stock inicial
1°) Gestión de stocks a costeo histórico	$+c_1 (pr_1 - ptm_1)$	$-c_o (pr_o - ptm_o)$	$-c_o (pr_o - ptm_o) \cdot (\text{inflación aplicable para CM})$
2°) Diferencia en el costo marginal (reposic.-hist.)	$+vv_1 (pr_1 - ptm_1)$		
3°) Corrección monetaria sobre el stock ini- cial de bienes de cambio			$-c_o ptm_o \cdot (\text{infl. aplic. para CM})$

4°) Resumen: fórmula de gestión de stocks del costeo histórico ajus- tada a costeo reposic.	$(c_1 + vv_1) (pr_1 - ptm_1) - c_o (pr_o - ptm_o)$	$-c_o (pr_o - ptm_o) \cdot (\text{iaCM}) - c_o ptm_o \cdot (\text{iaCM})$
--	--	---

Desarrollo de la parte A

Desarrollo de la parte B

5°) Desarrollo de la
fórmula ajustada
a costeo reposi-
ción

$$\begin{aligned}
 & [(c_o + \text{compras}_1 - vv_1) + vv_1] (pr_1 - ptm_1) - c_o (pr_o - ptm_o) \\
 &= (c_o + \text{compras}_1) \left[pr_1 - \frac{ptm_o \cdot c_o + pr_o \cdot \text{compras}_1}{c_o + \text{compras}_1} \right] - c_o (pr_o - ptm_o) \\
 &= (c_o + \text{compras}_1) pr_1 - ptm_o \cdot c_o - pr_o \cdot \text{compras}_1 - c_o \cdot pr_o + c_o ptm_o \\
 &= \frac{c_o pr_1 + \text{compr}_1 pr_1 - \text{compr}_1 pr_o - c_o pr_o}{\text{compr}_1 (pr_1 - pr_o) + c_o (pr_1 - pr_o)}
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 & +c_o (pr_1 - pr_o) - c_o (pr_o - ptm_o) (\text{iaCM}) - c_o ptm_o (\text{iaCM}) \\
 &= c_o pr_1 - c_o pr_o - c_o pr_o (\text{iaCM}) + c_o ptm_o (\text{iaCM}) - c_o ptm_o (\text{iaCM}) \\
 &= c_o pr_o (\text{iaCM}) + c_o pr_1 - c_o pr_o = \\
 &= c_o pr_o (\text{iaCM}) + c_o (pr_1 - pr_o) \\
 &= c_o pr_o \left[(\text{iaCM}) - \frac{pr_1 - pr_o}{pr_o} \right]
 \end{aligned}$$

6°) Conclusión: fórmula
final obtenida

$$\text{compras}_1 (pr_1 - pr_o) - c_o \cdot pr_o \left[\text{iaCM} - \frac{pr_1 - pr_o}{pr_o} \right]$$

Revaluación compras del período - Stock inicial a valor reposición x diferencial de tasas

Abreviaturas:

pr = precio de reposición
 c = stock (cantidad)
 $iaCM$ = inflación aplicable para
 corrección monetaria
 vv = volumen de ventas
 ptm = precio término medio

Supuesto:

precio de compras₁ = pr_o

Definiciones:

 $c_1 = c_o + \text{compras}_1 - vv_1$

$$ptm_1 = \frac{ptm_o \cdot c_o + pr_o \cdot \text{compras}_1}{c_o + \text{compras}_1}$$

Gestión de Stocks en los métodos de costeo a reposición

- Partiendo de la fórmula de gestión de stocks a costeos histórico, para el caso correspondiente al método de valuación de stocks a precio promedio ponderado o precio término medio (ptm), se ha obtenido la fórmula de gestión de stocks correspondiente al costeo a reposición.

- La misma es igual a:

La revaluación de las compras del período menos

El stock inicial a valores de reposición multiplicado por el diferencial entre las tasas de inflación general y específica.

- En símbolos:

Gestión stocks a reposición

$$= \text{Compras}_n \cdot (\text{pr}_n - \text{pr}_{n-1}) - C_{n-1} \text{pr}_{n-1} \left[\text{iaCM} - \frac{\text{pr}_n - \text{pr}_{n-1}}{\text{pr}_{n-1}} \right]$$

donde:

C = volumen stock

pr = precio reposición

iaCM = inflación aplicable para la corrección monetaria

n = período considerado

- Como corolario cabe comparar la conjunción entre gestión de stocks y corrección monetaria del capital de trabajo en los dos métodos de costeo expuestos:

- A costeos histórico:

- Corrección monetaria sobre el capital de trabajo neto incluído inventarios

+ (Difer.valuac.stock final - dif.valuac.stock inicial)

- corrección monetaria sobre dif.valuac.stock inic.)

- A costeos reposición:

- Corrección monetaria sobre el capital de trabajo neto excluído inventarios

+ (Revaluación compras - Diferencial de tasas de infl.x

stock inicial a valor reposición)

b. Efectos de las políticas sobre variables controlables. Políticas de stocks

Consideraremos las políticas de gestión de stocks y compras sintetizadas en la evolución de los stocks. En consecuencia se identifican tres políticas de stocks: constantes, crecientes y decrecientes.

Se efectúa la comparación de los distintos elementos de la estructura de resultados para cada una de las políticas de stocks aplicables.

Cuadro 5.9

COMPARACION DE LAS POLITICAS DE STOCKS EN CUANTO A SUS EFECTOS
EN LA ESTRUCTURA DE RESULTADOS

<u>Elemento</u>	<u>Stock Constante</u>	<u>Stock Decreciente</u>	<u>Stock Creciente</u>
Costo directo	A tm: menor que const. A rep: igual a const.		A tm: mayor que const. A rep: igual a const.
Corrección monetaria	A tm: dependiente de los niveles de cap. de trabajo incluido stocks (inventarios)	ídem constante	ídem constante
	A rep: dependiente de los niveles de cap. de trabajo neto de stocks (inventarios)	ídem constante	ídem constante
Resultado por gestión de stocks	A tm: dependiente de la evolución de los inventarios	ídem constante	ídem constante
	A rep: dependiente del invent. inicial y del nivel de las compras	ídem constante	ídem constante
Gastos		Igual a constante	Igual a constante
Resultado neto final (=result. por evoluc. patrim.)		Inferior a constante	Inferior a constante

Estas comparaciones son válidas para cada sistema de valuación y para cada nivel comparado de incremento de precios.

- Conclusiones:

Bajo condiciones inflacionarias y mientras sea posible mantener los márgenes de contribución netos originales pueden efectuarse las siguientes comparaciones que hacen al impacto de las distintas políticas de gestión de stocks y compras:

- La política de stocks decreciente desmejora los resultados respecto de la de stocks constantes, debido al menor monto de compras sujeto a revaluación a partir de un mismo inventario inicial.
- La política de stocks crecientes mejora los resultados respecto de la de stocks constantes, debido al mayor monto de compras sujeto a revaluación a partir de un mismo inventario inicial.

Estas afirmaciones son válidas para el período considerado. Para el siguiente, el mayor stock inicial generado por una política de stocks crecientes en el período anterior, incrementará su incidencia negativa en la medida en que el diferencial de tasas sea desfavorable para la institución. Es decir que la mejora de los resultados de un período mediante una política de stocks crecientes implica la probabilidad de un resultado por gestión de stocks desfavorable en el período siguiente.

c. Efectos del comportamiento de las variables no controlables. Diferencias entre los incrementos de precios específicos y los generales

El análisis se efectúa sobre la base de los niveles de incrementos de precios comparados: precios generales vs. precios específicos del sector. Se entiende que estos últimos afectan los precios de venta y los costos directos de la institución.

Se efectúa la comparación de los distintos elementos de la estructura de resultados para dos casos: precios específicos con incremento igual al de los precios generales (incrementos homogéneos de precios); precios específicos con incrementos menores que los generales.

COMPARACION DE LOS INCREMENTOS RELATIVOS DE PRECIOS EN CUANTO
A SUS EFECTOS EN LA ESTRUCTURA DE RESULTADOS

Incrementos de precios

<u>Elementos</u>	<u>Específicos=Generales</u> (homogéneos)	<u>Específicos < Generales</u>
Costo directo		Igual que homogéneos
Corrección monetaria		Mayor que homogéneos: proporcional al Cap. de trabajo (ó cap. de Trabajo neto para reposición) y al diferencial de tasas entre precios generales y específicos.
Resultado por gestión stocks		Mayor costo que homogéneo proporcional al stock inicial y al diferencial de tasas.
Gastos		Mayor que homogéneo: proporcional al monto de gastos y al diferencial de tasas.
Resultado neto (= resultado por evolución patrim.)		En general: inferior a homogéneo (°) Fuerte sensibilidad al diferencial entre las tasas de precios general y específica.

- (°) Si bien ésta es la regla general el efecto neto puede llegar a ser el opuesto en función de la estructura patrimonial, el nivel de gastos y la política de compras. Es decir que el manejo de las variables controlables por la institución puede llegar a neutralizar en exceso el impacto negativo de los incrementos de precios específicos inferiores a los generales.

Estas comparaciones son válidas para cada sistema de valuación y para cada política de stocks.

- Conclusiones:

Los incrementos de precios específicos afectan simultáneamente a los precios de venta y a los de compra de los insumos. No alteran por lo tanto el margen de contribución.

Los incrementos de precios generales afectan:

- El nivel de la corrección monetaria sobre el capital de trabajo monetario neto empleado.
- Los resultados por gestión de stocks por lo que hace al costo del stock inicial
- El nivel real de los gastos fijos.

En la medida en que los incrementos de precios generales superen a los específicos la intensidad de los efectos negativos será proporcional a:

- 261 -
- a. La dimensión monetaria de cada uno de los conceptos mencionados.
 - b. El diferencial entre incremento de precios generales e incremento de precios específico aplicable.

En el caso inverso se medirá en igual forma la intensidad de los efectos positivos.

El resultado neto final o resultado por evolución patrimonial será inferior o superior al obtenido en caso de incrementos homogéneos de precios, en la medida en que los incrementos específicos de los mismos sean respectivamente inferiores o superiores a los incrementos generales de precios aplicables. Existe una fuerte sensibilidad de los resultados al diferencial entre las tasas de incremento de precios general y específica. De todas formas el manejo de las variables controlables por la institución puede llegar a neutralizar estos efectos generales.

d. Efecto combinado de las políticas sobre variables controlables y del comportamiento de las variables no controlables

Se efectúa a continuación el análisis de los resultados obtenidos para cada combinación de hipótesis de precios (variables no controlables) con políticas de stocks (variables controlables) y se resumen las principales conclusiones inferidas.

- En cuanto a tendencias

- Con respecto a la política de stocks constante, la de stocks decrecientes desmejora los resultados del período y la de stocks crecientes los mejora, para cualquiera de las dos hipótesis de incremento de precios consideradas. O sea que las políticas de stocks mantienen su impacto en los resultados para los distintos contextos de precios.
- Pero además, en todas las políticas de stocks, la hipótesis de incrementos en los precios específicos menores que los precios generales desmejora los resultados en comparación con la hipótesis de incrementos homogéneos de precios. O sea que hay un sesgo constante por comportamiento de precios que afecta a cualquier política de stocks.

- En cuanto a magnitudes

- Puede afirmarse que las hipótesis sobre incremento de precios específicos distintos de los generales potencian el efecto de las políticas de stocks, haciendo más significativa la diferencia entre los resultados asignables a cada política.
- También puede notarse que la máxima variación asignable al

cambio de hipótesis sobre incrementos de precios se produce con la política de stocks decrecientes que parte de un alto stock inicial, mientras que la mínima variación se produce con una política de stocks crecientes a partir de un mínimo stock inicial. Se infiere que la sensibilidad de los resultados a las distintas variaciones de precios es proporcional a los niveles de los stocks iniciales.

- La neutralización de los impactos negativos

- El efecto neto negativo en la rentabilidad de los incrementos de precios generales mayores que los incrementos de precios específicos, puede llegar a ser neutralizado total o parcialmente mediante el manejo de:
 - a. La estructura patrimonial: reduciendo o aún transformando en negativo el capital de trabajo expuesto.
 - b. La eficiencia: reduciendo el nivel proporcional de los gastos fijos y/o cambiando su composición para disminuir el impacto inflacionario.
 - c. La política de stocks y compras: minimizando el stock inicial y enfatizando el crecimiento de los mismos mediante compras mayores que el consumo.
 - Debe tenerse en claro que las tres políticas mencionadas están limitadas por las condiciones operativas.
- Además debe tenerse en cuenta:
- En el caso a.: la obervancia de otros vectores financieros (solventia por ej.).
 - En el caso c.: el encadenamiento entre mayores compras presentes y mayores stocks iniciales futuros. El resultado más favorable a través de varios períodos debiera contemplar las previsiones para los mismos en materia de incrementos de precios generales y específicos.
 - De la misma manera los beneficios por incrementos generales de precios menores que los incrementos de precios específicos, pueden ser potenciados mediante la adaptación a dicha hipótesis de las políticas expuestas.

3. Factores a considerar para una gestión "óptima" de stocks

Fórmula general para el análisis de rentabilidad:

$$\frac{\text{Utilidad}}{\text{Ventas}} \cdot \frac{\text{Ventas}}{\text{Inversión}} = \frac{\text{Utilidad}}{\text{Inversión}} \quad \text{que aplicado a los stocks resulta:}$$

$$\frac{(\text{Precio} - \text{costo directo}) \cdot \text{volumen}}{\text{precio} \times \text{volumen}} = \frac{\text{precio} \times \text{volumen}}{\text{inversión en stock}} - \frac{(\text{precio} - \text{costo directo}) \cdot \text{volumen}}{\text{inversión en stock}}$$

a. Comparación básica a efectuar: Eficiencia vs. valorización

La eficiencia surge de un mayor volumen de ventas para el mismo stock y/o un menor stock para el mismo volumen. Se expresa como una mayor rotación que a su vez proporciona una mayor contribución a la rentabilidad; se define a la rotación del stock como proporcional al número de operaciones realizadas. Para una rotación muy alta ($\rightarrow \infty$) los stocks se comportan como activos monetarios.

La valorización surge de un mayor stock para el mismo volumen de ventas. Se expresa como una menor rotación que a su vez proporciona una mayor valorización de los stocks. Para el caso de una total inmovilización de stocks, éstos pasan a funcionar como activos no monetarios, comparables con inmovilizaciones financieras indexadas con acuerdo al nivel de precios específicos.

La comparación deberá contemplar las reales modificaciones que se produzcan:

- En el margen de contribución (precio - costo directo): en función por ej. del logro de mayores volúmenes que puede implicar un sacrificio en los precios.
- En la relación entre la real valorización de los stocks y los incrementos de precios, en función por ej. de retrasos en el traslado de los mayores costos de los insumos a los precios. Debe compararse la absorción prevista de los mayores costos de los proveedores con la traslación prevista en los incrementos de los precios a los clientes.

b. Otros factores a incluir en el análisis

El costo de financiación de cada alternativa:

- Explícito: costo del endeudamiento (proveedor y/o banco)
- Implícito: corrección monetaria

El costo de los inventarios iniciales en la medida en que: la inflación general aplicable sea mayor que la específica (o inversamente: el beneficio si la inflación general es menor que la específica).

c. Síntesis:

Eficiencia neta vs. valorización neta;

Computando:

- Los costos de financiación
- El impacto de los cambios en los precios relativos

El análisis de la gestión de stocks debe ser integrado contemplando las expectativas sobre los cuatro factores considerados. Este enfoque es coherente con la apreciación unitaria del capital de trabajo.

d. Observaciones:

La máxima eficiencia implica reducir los inventarios a los niveles mínimos compatibles con la operatoria del negocio.

Los principales métodos son:

- Optimización del sistema de planeamiento de la producción
- Coordinación con proveedores y clientes
- Sofisticación de las técnicas de control (computación)

En todos los casos deben considerarse stocks mínimos por razones de seguridad. Esto es particularmente relevante en el caso de los insumos o productos importados.

El planteo de la eficiencia vs. la valorización incluídos los dos factores de costo (financiación y costo del inventario inicial) se refieren al mismo período n . Para el siguiente período ($n + 1$) la valorización del período anterior n pasa a integrar el inventario inicial y, en consecuencia, se transforma en un factor negativo para la rentabilidad (si el diferencial de tasas es desfavorable).

El efecto por el cual lo positivo de un período se transforma en negativo para el siguiente, debe ser evaluado cuidadosamente y en toda la medida en que lo posibiliten las expectativas de inflación general y específica por período, hasta encontrar la combinación más favorable al vector rentabilidad. Luego se le deben adicionar las consideraciones emanadas de otros vectores como flexibilidad o solvencia. Todo ésto desde un punto de vista estrictamente financiero; a nivel estratégico estas consideraciones deben integrarse con las emanadas de las restantes funciones, particularmente las referidas a las participaciones en los mercados y otras metas y políticas identificables con la función comercial.

4. El caso extremo: el costo directo de reposición tiende a superar el precio efectivo de venta.

Ya sea por factores de mercado y/o de control de precios puede llegar a producirse una situación extrema en cuanto al impacto inflacionario en los elementos no monetarios del patrimonio: los costos de reposición de los insumos superan al precio efectivo de venta del producto elaborado o, en el caso de reventa sin proceso industrial, el costo de reposición de las mercaderías supera a su precio efectivo de realización.

El efecto principal en estos casos es la paralización del ciclo de los "negocios" dado que cada operación realizada aporta un incremento de pérdidas a las implicadas en el nivel de gastos fijos existentes. La permanencia temporaria en la actividad podría justificarse exclusivamente por otros objetivos tales como la no desaparición del mercado, siempre que se estuviese dispuesto al costo correspondiente y que las perspectivas mediatas fueran suficientemente positivas.

En este caso el reabastecimiento de bienes de cambio a costos de reposición superiores al precio de venta deberá ser financiado vía resultados de otro producto o bien vía endeudamiento y/o nuevo aporte de fondos propios.

5.4.4. Consecuencias financieras asociadas al impacto en los volúmenes de venta

1. Impacto directo del volumen en los resultados

Tal como se indicó en el punto 5.4.2. los efectos de la inflación en un marco recesivo llegan a un nivel (que denominamos "tercer nivel de efectos macro") en el cual, además de las consecuencias ya anteriormente efectivizadas, aparecen las falencias de los clientes y la caída de la demanda.

Esta última provoca disminución en el volumen de ventas con una mayor incidencia de los costos fijos a un nivel unitario, reduciendo consecuentemente la rentabilidad. A esta altura de los efectos es muy improbable que dicho impacto pueda ser compensado por la vía de una mayor eficiencia o por un mayor incremento en los precios de venta.

Las opciones son fundamentalmente:

- Una racional adaptación a los menores volúmenes tratando de disminuir el impacto de los mayores costos fijos unitarios.
- Ingresar en el endeudamiento adicional a tasas crecientes que provocan el efecto "palanca negativo".

2. Impacto indirecto del volumen en los resultados

Se manifiestan especialmente en el crecimiento más que proporcional de los activos corrientes con su correspondiente secuela de mayores pérdidas por exposición monetaria.

En efecto pueden identificarse las siguientes tendencias:

- Disponibilidades: crecimiento del "encaje" para compensar la mayor volatilidad de los resultados que deriva de la caída e inestabilidad en los volúmenes.

- Créditos: mayores plazos para compensar la contracción de demanda y tratar de reducir la caída de volúmenes.
- Inventarios: mayores niveles de stocks consecuentes a las menores ventas, que tenderán a desaparecer cuando los mismos se hayan ajustado al menor volumen.

En condiciones de alta inflación en un marco recesivo, sólo el "encaje" del disponible manejado mediante inversiones financieras de muy corto plazo tiene razonable probabilidad de compensar el deterioro inflacionario. El mayor costo financiero no es trasladable a los clientes y la valorización efectiva de los inventarios tiende a ser inferior al crecimiento general de los precios que inciden sobre los distintos costos y gastos de la institución.

Diagrama 5.7

1. RESUMEN GENERAL DE LOS IMPACTOS Y EFECTOS INDIVIDUALIZABLES A PARTIR DE LAS CONSECUENCIAS FINANCIERAS GLOBALES

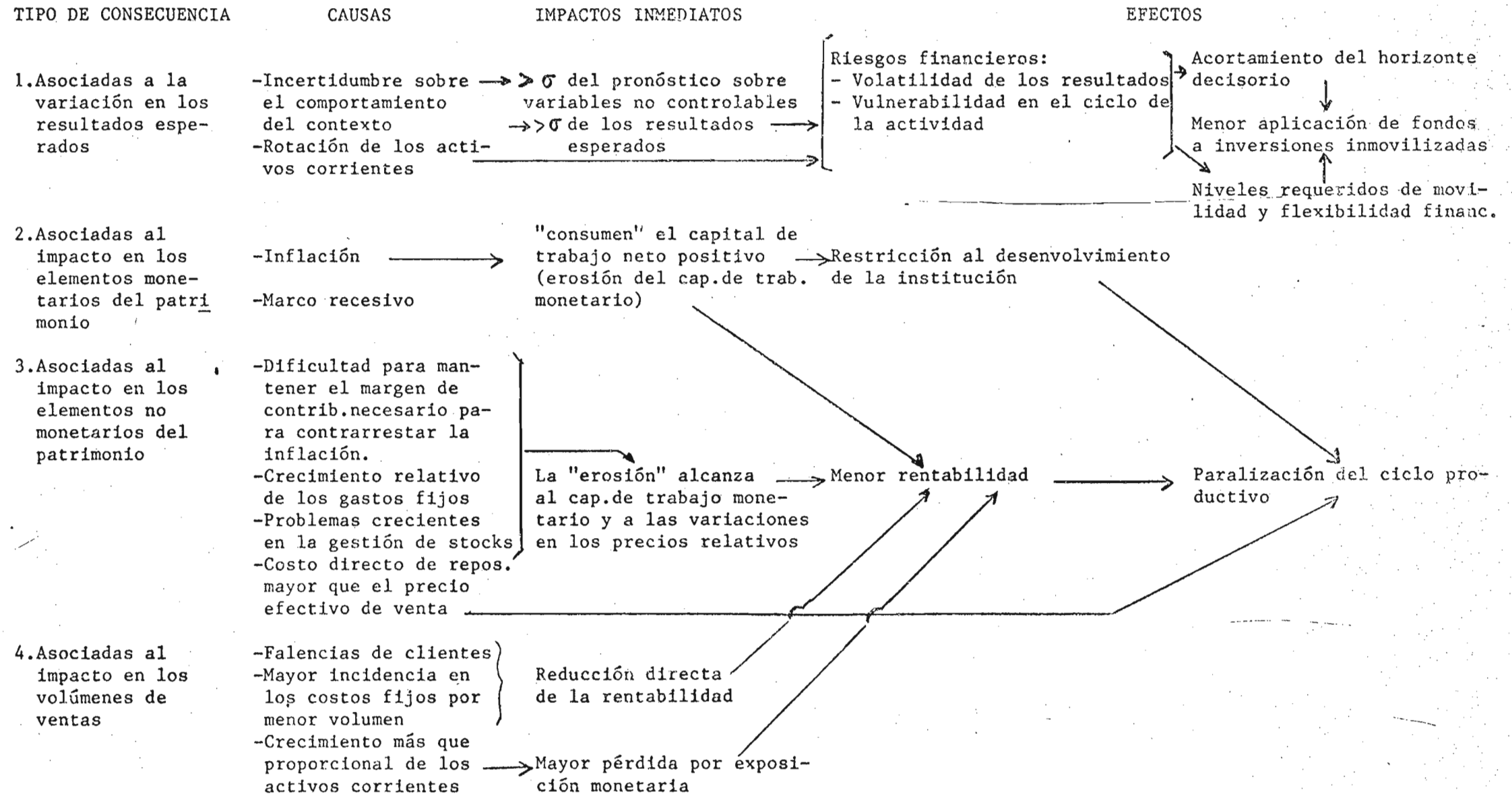
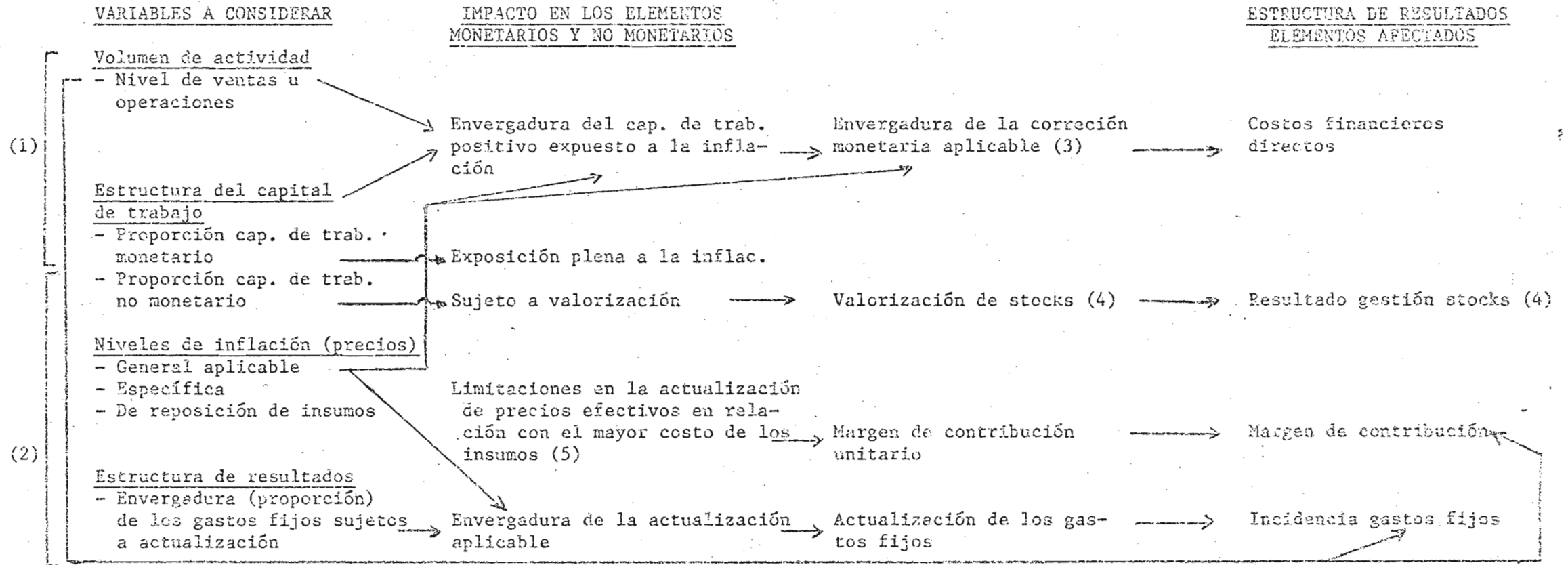


Diagrama 5.8

2. INTEGRACION ENTRE VARIABLES A CONSIDERAR POR LA INSTITUCION E IMPACTOS EN LOS ELEMENTOS MONETARIOS Y NO MONETARIOS DEL PATRIMONIO



Aclaraciones:

- (1) Consecuencias financieras asociadas al impacto en los elementos monetarios del patrimonio.
- (2) Consecuencias financieras asociadas al impacto en los elementos no monetarios del patrimonio.
- (3) Hay un impacto diferencial en la corrección monetaria definible por: Inflación general (tasas) aplicable - Incremento específico (tasa) de precios
- (4) Si se aplica costeo a reposición el resultado de gestión stocks es igual a:
Revaluación de las compras - tasa diferencial sobre stock inicial valuado a reposición
- (5) Implica dificultades en la traslación de los mayores costos

- Nivel de gestión (ejecución): elección específica de la inversión. Por ejemplo:
 - Monto específico colocado
 - Plazo específico de la colocación
 - Tasa específica negociada
 - Institución específica en la que se coloca

2. Nivel de planeamiento

La asignación de capital de trabajo presenta dos facetas:

- Global: deslindando las inversiones operativas de las realizables no operativas (financieras)
- Analítica: deslindando las inversiones operativas por producto o línea y las no operativas por tipo de inversión según sus características financieras.

3. Nivel de gestión

En la gestión financiera pueden apreciarse los segmentos de contraposición que hacen a los objetivos de rentabilidad y liquidez. Al no coincidir en el tiempo los ingresos y egresos de fondos se genera la necesidad de obtener los faltantes o colocar los excedentes transitorios, lo que puede implicar un cierto compromiso entre ambos objetivos:

- Asegurar el pago de las deudas al vencimiento (riesgo financiero "clásico" de insolvencia)
 - Obtener la mejor rentabilidad posible en el manejo de los fondos
- El protegerse contra el riesgo de no poder pagar (insolvencia) puede implicar perder de ganar por no invertir en forma óptima, desde el punto de vista económico, los saldos transitoriamente disponibles.

En el punto 5.1.2.6 se explicó que lo que calificamos como el "supuesto tradicional de las finanzas" mantiene cierta vigencia a nivel de elección específica entre los distintos tipos de inversiones realizables.

Pueden identificarse a su vez tres expresiones o niveles de la gestión financiera:

- Superávit o déficit derivado exclusivamente del negocio o actividad en si (comercial)
- Superávit o déficit incluida la financiación operativa normal (operativo). Adiciona al anterior la financiación del giro proveniente de los bancos y, en general, del sistema financiero.

- Superávit o déficit total: incluye además la financiación del déficit o la aplicación del superávit (inmovilizaciones; dividendos; financiación adicional)

Mientras los dos primeros niveles son pautados por los planes financieros el tercero se encuentra directamente vinculado con las políticas financieras vigentes.

2. La hipótesis de trabajo de Donaldson y Lorsch aplicada al contexto argentino

En el esquema correspondiente (Diagrama 2.9) se encadenaron los elementos de juicio que permiten derivar el problema central de compatibilización que surge entre:

- Las necesidades de generar suficientes fondos para reinversión y de estructurar adecuadamente el patrimonio, en forma tal de mantener financieramente viable a la institución.
- Las necesidades de destinar fondos para dividendos.

Algunos elementos de juicio a subrayar son las restricciones del contexto referidas a:

- Limitaciones de la función de innovación tecnológica que disminuyen significativamente su posible rol en el crecimiento y/o adaptación de las instituciones.
- Características de los mercados: no crecientes, con estructuras competitivas agresivas y con fuerte intervención estatal.
- Necesidad de asegurar la capacidad de sobrevivencia de la institución que a su vez comprende: (Drucker P.)
 - La capacidad de soportar golpes y tensiones
 - La capacidad de adaptarse continuamente a cambios súbitos
 - La capacidad para aprovechar nuevas oportunidades

Todas estas restricciones subrayan las características específicas del contexto argentino que no forma parte del análisis de Donaldson y Lorsch.

En consecuencia la Función Financiera debe contemplar coherentemente con la compatibilización mencionada, los siguientes puntos:

- Operar con niveles suficientes de capital propio, moderando los "beneficios" del efecto "leverage" y previniendo al efecto "leverage negativo".
- Considerar adecuadas y oportunas inversiones en los aspectos "no físicos" de la institución tales como:
 - Los recursos humanos: productividad general y, en particular, productividad gerencial y administración del tiempo; previsiones acerca de las necesidades de formación y sucesión en forma coherente con la de-

finición estratégica de las estructuras organizativas.

- Know-how administrativo: por ejemplo, Planeamiento estratégico / Estrategia competitiva.
- Reducciones de costos / Productividad
- Desarrollos de productos y servicios a los clientes.

Estas orientaciones en materia de inversión y financiación deben ser coherentes con el enfoque que Drucker denomina: "romper con el pasado", lo que implica "dirigir para el mañana...desprendiéndose oportunamente del ayer", con el grado de decisión necesario para correr riesgos y con la capacidad para establecer los valores fundamentales.

3. El ingrediente financiero del control estratégico: acorde con la hipótesis de Ruelfli y Sarrazin

- a. Encadenamiento para establecer una "Perspectiva de desarrollo": ver diagrama 5.9 en la página siguiente.

Diagrama 5.9

ENCADENAMIENTO PARA ESTABLECER UNA "PERSPECTIVA DE DESARROLLO" (Momento $\underline{r}$)

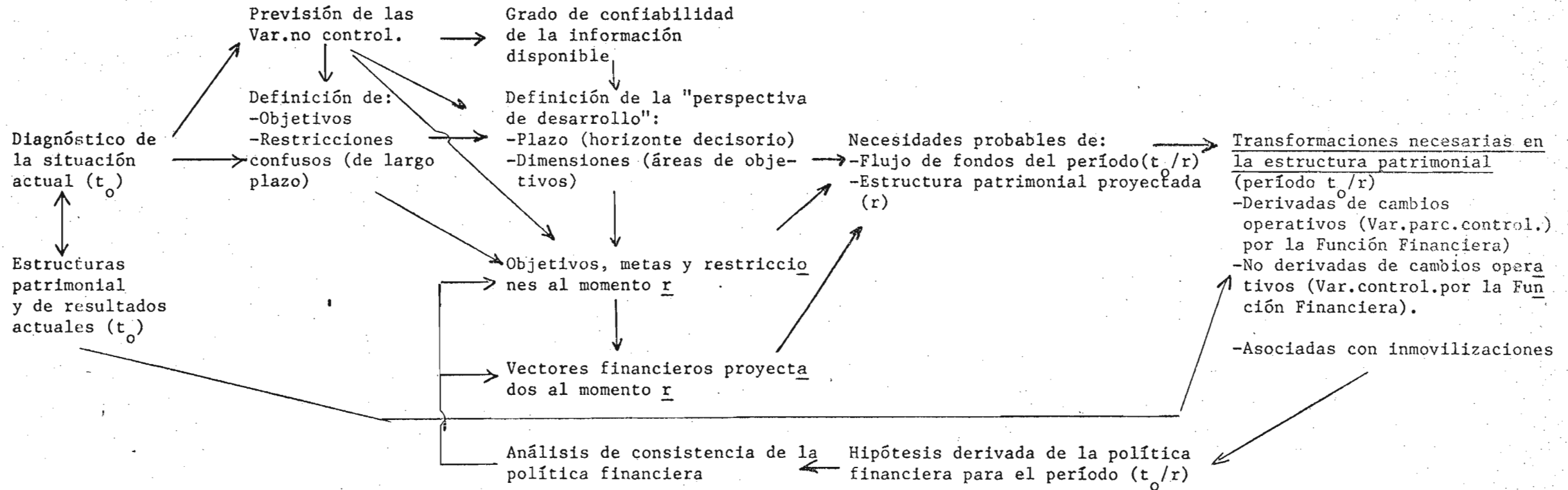
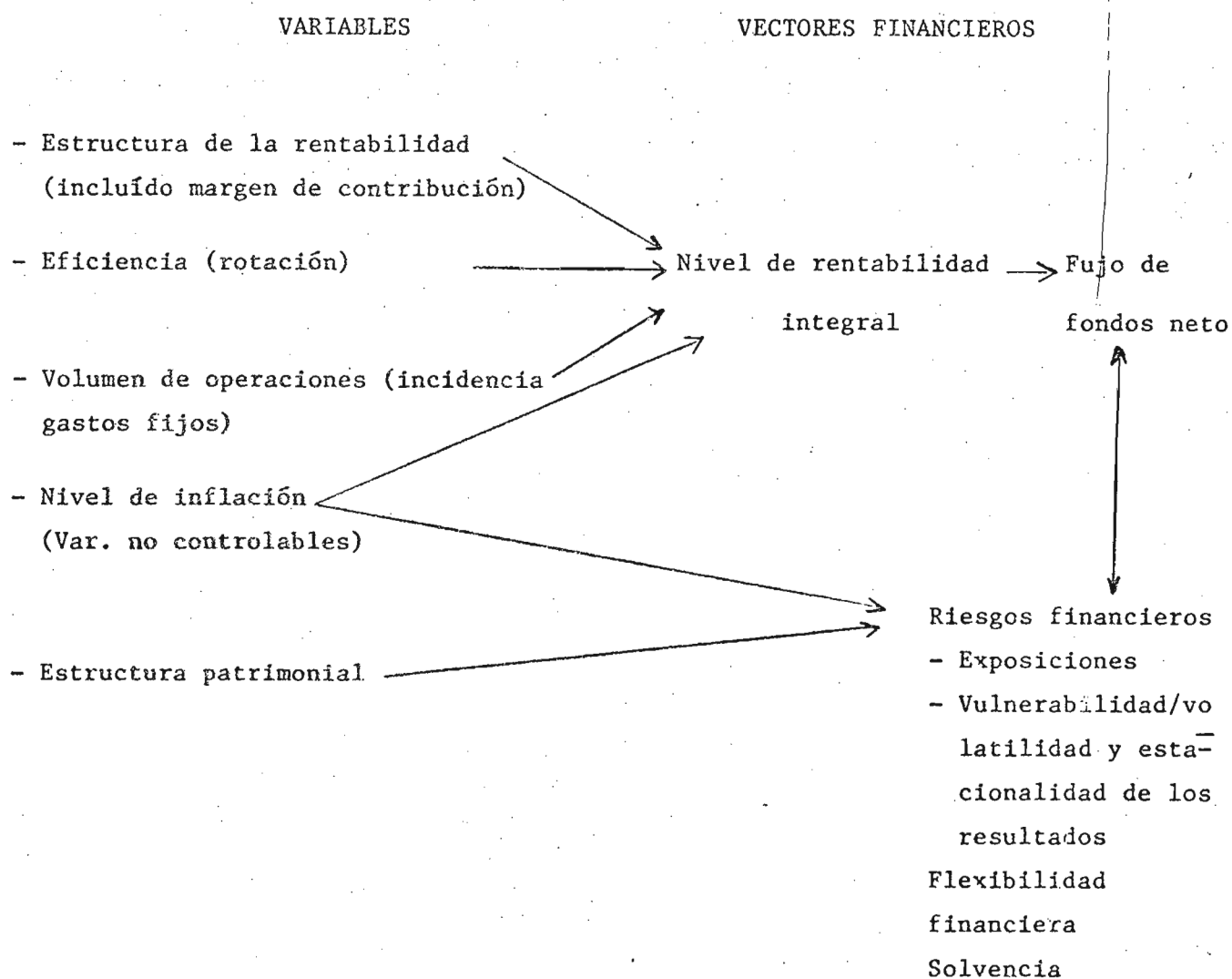


Diagrama 5.10

RELACIONES ENTRE VARIABLES CONTROLABLES Y NO CONTROLABLES POR LA INSTITUCION Y VECTORES FINANCIEROS



b. La Función Financiera debe contemplar especialmente todas las transformaciones de la estructura patrimonial que afectan el logro de los vectores financieros. Dichas transformaciones pueden implicar cambios en el volumen y/o composición del patrimonio y provenir de transformaciones operativas o, por el contrario, tener su origen en el análisis que desarrolla la misma Función Financiera:

- Transformaciones operativas:

- | | |
|---|--|
| 1. Cambios en las condiciones operativas | } Cambios en el Impacto
cap.de trabajo monetario
requerido |
| 2. Cambios en el volumen de operaciones | |
| 3. Cambios en el mix de productos/servicios | |

En estos casos la Función Financiera recibe el cambio como un dato dado (variable no controlable por la institución) o como la apreciación y definición de una variable controlable por otra función (tal como la Función Comercial para los casos 2. y 3.)

- Transformaciones financieras (no derivadas de cambios operativos)

- Cambios en los niveles totales del capital de trabajo y del capital en giro operativos y en la dimensión y composición del capital de trabajo y capital en giro totales, considerando distintos niveles de inversión financiera. Apuntan fundamentalmente a disminuir los impactos monetarios negativos.

- Asignación del capital de trabajo y capital en giro operativos por producto. Criterios para seleccionar combinaciones de asignación de fondos a distintos productos o servicios.

- Eficiencia financiera:

- Rotación del capital de trabajo, capital en giro (involucrados en la decisión de asignación) y/o
- Disminución financieramente ponderada de los gastos fijos

- Transformaciones operativo/financieras: inversiones estables (inmovilizaciones)

- Criterios para orientar la búsqueda de inversiones:

Por ejemplo: priorizando la substitución por productos que requieren sólo inversión inicial pero no mayores capitales de trabajo, frente al crecimiento de los volúmenes de productos que requieren ambos tipos de inversiones.

- Criterios financieros para selección de inversiones estables: entre alternativas generadas por otras funciones.

c. Síntesis

- Transformaciones previsibles o necesarias en la estructura patrimonial : $f(a) = f(\text{Previsión Var. no contr.}; \text{"perspectiva de desarrollo" definida: plazo y dimensiones; Objetivos, metas y restricciones; Vectores financieros; Estructura patrimonial actual})$

- Idem pero sólo para las transformaciones:
 - No derivadas de cambios operativos (Variables control. por la Función Financiera) y
 - Asociadas con inmovilizaciones (transformaciones operativo-financ.)
f (a + Transformaciones derivadas de cambios operativos)

Las transformaciones derivadas de cambios operativos son variables parcial o indirectamente controlables por la Función Financiera.

4. Metodología: aspectos relevantes para la definición sistemática de la estrategia de una institución y/o unidad estratégica.

1° Diagnóstico o Análisis de situación. Comprende:

- Previsiones sobre el comportamiento de los contextos
- Premisas asumidas sobre aspectos externos (contextos) o internos de la institución.
- Análisis en términos de: Fuerzas - Debilidades - Oportunidades - Amenazas.
- Síntesis del diagnóstico: general y por función.

2° Definición de la estrategia. Comprende:

- Definición o redefinición del "negocio"(s) o actividad (es)
- Definición de los objetivos y políticas a ser aplicados a nivel:
 - Global de la institución.
 - Para cada una de las unidades estratégicas que la componen (por ejemplo: divisiones por grupos afines de productos según mercados)
- Análisis por función de los objetivos y políticas definidos.
- Evolución prevista para la estructura de la organización acorde con la estrategia definida.

5.5.2 Las dimensiones financieras de la estrategia

- Nuestros lineamientos comprenden cuatro dimensiones financieras para la estrategia de una institución:
 - Los vectores financieros: se integran en los "campos de las finanzas", que permiten a su vez realizar la interfase entre los objetivos institucionales y dichos vectores financieros.
 - Las políticas financieras: alcanzan a la composición de las fuentes u orígenes de fondos y a los compromisos generales para asignar los recursos financieros a los distintos aspectos del objetivo estratégico.
 - La función orientadora de las finanzas en la búsqueda estratégica
 - Los aspectos financieros especializados que inciden en la estrategia de la institución.

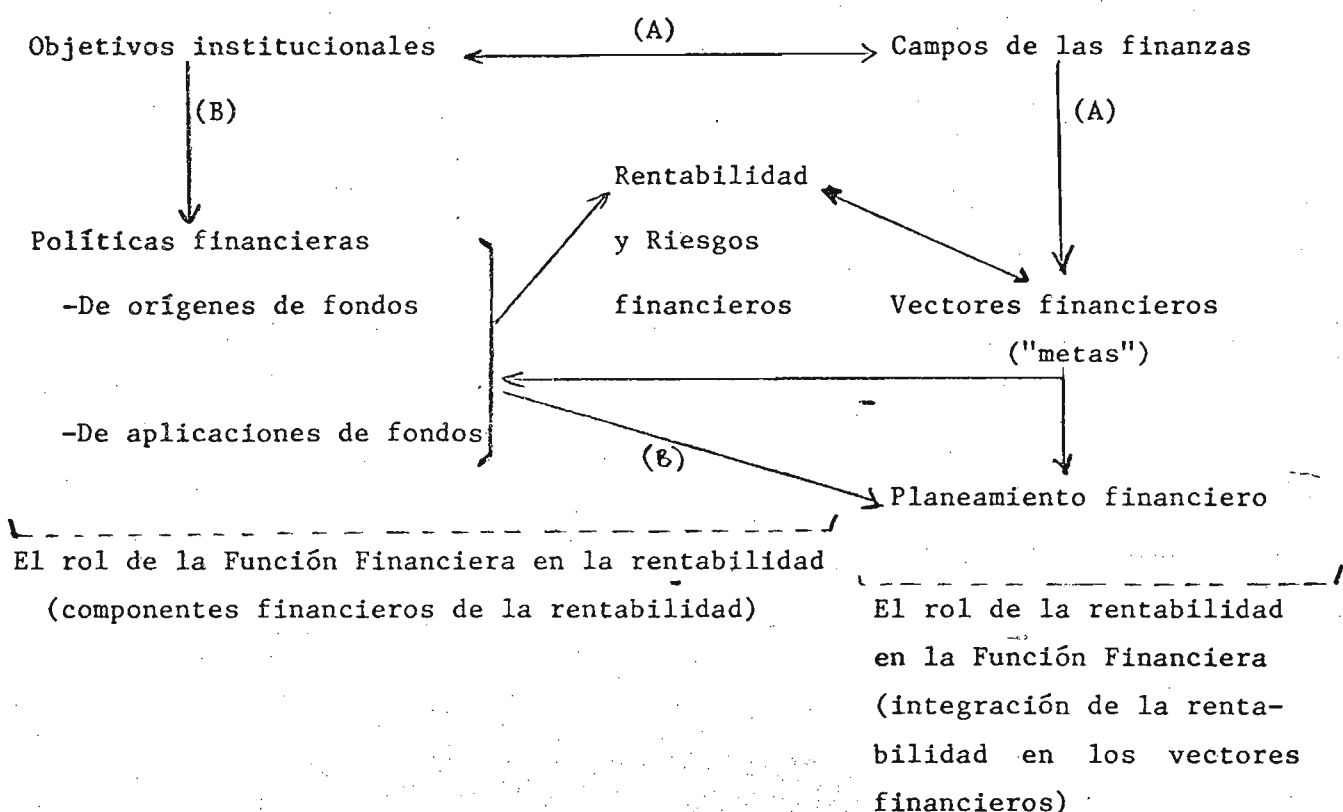
- La Función Financiera debe detectar y procesar los diversos comportamientos de las variables que, directa o indirectamente, inciden en los resultados (aspectos) económico-financieros vinculados con los diversos objetivos de la institución. Se trata entonces de detectar todas las decisiones (situaciones decisorias) que involucren o afecten vectores financieros, analizar su estructura y canalizar la administración de las variables controlables por la Función Financiera.
- Toda estrategia de una institución o unidad estratégica debe ser: definida, desarrollada, implementada y controlada a través de un proceso continuo e interactivo. El entendimiento de este proceso implica necesariamente la consideración y entendimiento de las dimensiones financieras de la estrategia. Estas últimas también pueden ser vistas como el "ingrediente" financiero de toda estrategia.

1. Los vectores financieros

a. Alternativas metodológicas para su definición

Diagrama 5.11

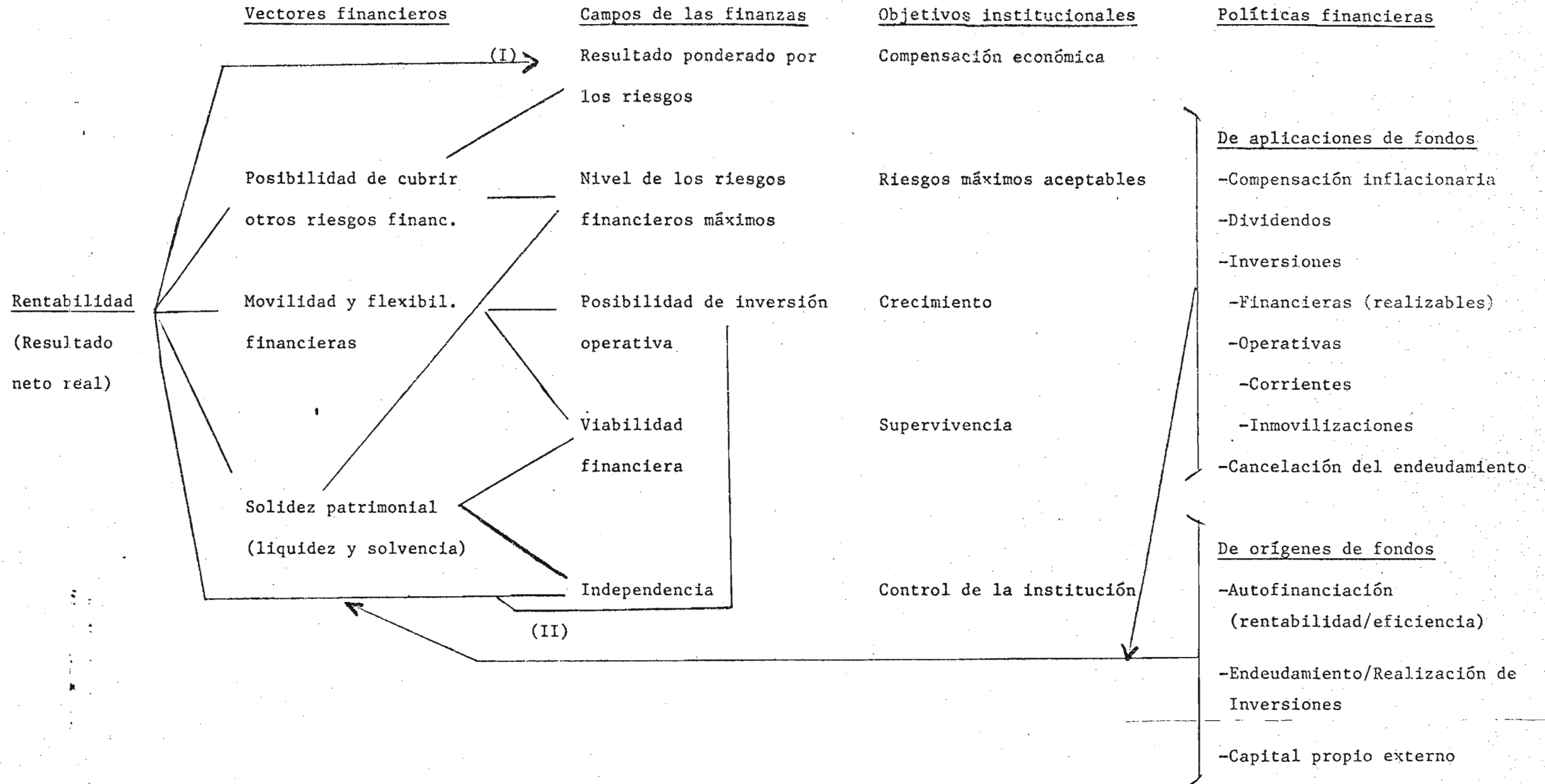
ENFOQUES PARA LA DEFINICION DE LOS VECTORES FINANCIEROS



- Las alternativas metodológicas para la definición de los vectores financieros comprenden:
 - (A) La transformación de los objetivos institucionales en metas o vectores financieros a través de los campos de las finanzas.
 - (B) La postulación de políticas financieras en términos de orígenes y aplicaciones de fondos acoplándolas directamente a los objetivos institucionales en forma de pautas para la obtención de los mismos: compensación económica; supervivencia; niveles máximos de riesgos; crecimiento; control de la institución.
 - El camino (A) tiende a indentificarse con la implementación más estructurada de la estrategia (planeamiento estratégico). El camino (B) en cambio, puede asimilarse a definiciones menos estructuradas y más cercanas al enfoque de la estrategia competitiva.
 - En cuanto a los rasgos destacados de uno y otro camino puede señalarse que:
 - Seguir el camino (A) puede conducir a la fijación de valores prematuros a los objetivos cuando todavía no se han explorado las consecuencias probables de las políticas. Si bien en nuestro enfoque al reemplazarse el punto (meta) por una línea (vector) el problema se encuentra amortiguado.
 - Seguir el camino (B) puede privilegiar la tendencia a "petrificar" políticas, dándoles un nivel y permanencia tales que las incorpora de hecho al objetivo estratégico. Pero, como contrapartida, este camino permite una muy adecuada definición estratégica: clarificando, priorizando y finalmente reduciendo los aspectos contrapuestos del objetivo estratégico. Además disminuye el grado de discrecionalidad a nivel de planeamiento, reduciendo los riesgos de excesiva heterogeneidad que derivan de una conducción sólo centralizada claramente a nivel de objetivos y relativamente diluída a nivel de políticas (pueden aquí recordarse las críticas a la ya tradicional corriente de pensamiento que preconiza la dirección por objetivos).
- También cabe reiterar que la principal razón del conflicto de objetivos es la escasez de recursos que sólo pueden aplicarse a alguno de los mismos o bien que sólo alcanzan a satisfacer en parte lo requerido por cada objetivo.
- La combinación de ambos caminos (A) y (B) puede constituirse en una interpretación consistente con el paradigma del Control Estratégico: el camino (A) sería especialmente válido hasta la "perspectiva de desarrollo" y el (B) de allí en adelante.
- También pueden aplicarse ambos métodos para un mismo período y luego efectuar el análisis comparativo y compatibilización de las conclusiones.

Diagrama 5.12

b. INTERRELACION ENTRE RENTABILIDAD Y FUNCION FINANCIERA



(I) El rol de la rentabilidad en la Función Financiera: → Flujo del diagrama de izquierda a derecha

(II) El rol de la Función Financiera en la rentabilidad: ← Flujo del diagrama de derecha a izquierda

Aclaraciones al Diagrama 5.12

- El rol de la rentabilidad en la Función Financiera

- La rentabilidad afecta los siguientes aspectos de la estructura patrimonial:

- Solvencia o solidez patrimonial

- Movilidad y flexibilidad financieras: necesarias para asignar fondos a:

- Los sectores o funciones promotores del desarrollo de la institución (innovación y crecimiento).

- Hacer frente a contingencias.

- Independencia financiera: hace al control financiero de la institución.

Puede expresarse en términos de un objetivo de autofinanciación del giro de los negocios actuales y sus ampliaciones.

Los aspectos de solvencia y de movilidad/flexibilidad financieras pueden agruparse en el concepto que hemos definido como "viabilidad financiera", lo que equivale a sintetizar distintos vectores financieros en función del campo común de las finanzas al que concurren.

Dados un cierto plazo y sobre todo un cierto nivel de intensidad, la rentabilidad afecta la estructura patrimonial impactando en el logro de los demás vectores financieros y afectando directa o indirectamente los distintos campos de las finanzas y, en consecuencia, los distintos objetivos institucionales.

- Análisis de los componentes de la rentabilidad:

$$\frac{\text{Utilidad}}{\text{Inversión}} = \frac{\text{Utilidad}}{\text{Ingresos}} \times \frac{\text{Ingresos}}{\text{Inversión}} = \frac{\text{Margen de cont} - \text{Costos financ.} - \text{Gs.fijos}}{\text{Ingresos}}$$

$$\times \frac{\text{Ingresos}}{\text{Patrimonio neto}}$$

Margen de contribución= f (precio de venta; costo variable; volumen de ventas)

Costo financiero= f (tasa de interés; costo de oportunidad del capital propio; estructura de financiación; volumen total de los activos)

Gastos fijos (o periódicos)= f (condiciones operativas; productividad/eficiencia)

$$\frac{\text{Ingresos}}{\text{Patr.neto}} = \frac{\text{Ingresos}}{\text{Cap.propio total empleado}} = f(\text{eficiencia en la gestión del capital de trabajo y capital propio en giro; eficiencia en la asignación de inmoviliz.; eficiencia en la minimización de la capacidad ociosa})$$

Consecuencias deducidas:

Margen de contrib.= f (mercados comerciales; impacto de los mercados financieros en el giro de los negocios)

Costo financiero= f (mercados financieros; riesgos por exposición; estructura patrimonial)

Gastos fijos

$\frac{\text{Ingresos}}{\text{Patrim. neto}} = f (\text{eficiencias; condiciones operativas})$

A su vez:

Mercados comerciales= f (variables macro: salario real; tasa int.; PBI; etc; variables controlables por la Función Comercial: precio; distribución; comunicación; etc.)

Impacto de los mercados financieros en el giro de los negocios= f (control de precios; situaciones recesivas; tasa de interés; etc.)

- El rol de la Función Financiera en la rentabilidad

- Las políticas financieras que definen los distintos orígenes y aplicaciones de fondos generan modificaciones que afectan la estructura patrimonial: tanto a nivel de capital de trabajo como en lo referido a las inmovilizaciones. Estas transformaciones impactan los distintos vectores financieros incluido la rentabilidad.

Diagrama 5.13

c. LOS VECTORES FINANCIEROS - SINTESIS COMPARADA DE LOS ENFOQUES PARA SU DEFINICION

Alternativas metodológicas p/su definición	Implementación de la estrategia coherente	Riesgo del enfoque	Interrelación: Rentabil./F.F.	Mercados predominantes en la definición
<pre> graph TD A[Objetivos instituc.] --> B[Campos de las finanzas] B --> C[Vectores financieros] A --> D[Políticas financieras] D --> E["(a) Rentabilidad y Riesgos financieros"] C --> E E --> C </pre>	Versión estructurada (planeamiento estratégico) Versión no estructurada	Fijar valores prematuros para las metas o vectores Identificar políticas con objetivos inflexibilizando las políticas	El rol de la rent. en la Func.Financ. El rol de la F.F. en la rentabilidad	De productos/servicios De capitales

(a) Impactos de las políticas financieras en la rentabilidad medidas como= $\frac{\text{Utilidad}}{\text{Ingresos}} \times \frac{\text{Ingresos}}{\text{Inversión}}$

2. Políticas financieras

Cuadro 5.11

a. POLITICAS DE INVERSION Y DE FINANCIACION. COMBINACIONES.

De financ. De inver- sión	Utilidades autogeneradas	Cap. propio externo	Endeudamiento (solvencia)
-Compensación económica: dividendos	No crecimiento No riesgo	No crecimiento Riesgo interme dio	No crecimiento Si riesgo
-Viabilidad financiera	Crecimiento diferido No riesgo	Crecimiento diferido Riesgo interme dio	Crecimiento diferido Si riesgo
-Invers. no realizables	Crecimiento muy limitado No riesgo	Crecimiento limitado Riesgo interme dio	Si Crecimiento Si riesgo
	Riesgos →		

(Pérdida del control patrimonial y/o solvencia)

Observaciones al Cuadro 5.11

1° Este esquema es limitado en la medida en que no identifica los efectos recíprocos (interdependencia) entre financiación e inversión. Por lo tanto no explicita que:

- La disponibilidad de financiación genera inversión y, por lo tanto, tiene efecto en el crecimiento.
- La disponibilidad de oportunidades de inversión genera financiación y, por lo tanto, tiene efecto en el riesgo. Además y tal como hemos explicado las distintas inversiones implican de por si diversos riesgos financieros tales como la exposición a la inflación, la vulnerabilidad, etc.

2° La interpretación de los dividendos como una política financiera orientada ex-

clusivamente a la compensación del accionista (y no al crecimiento), es válida para los mercados financieros muy limitados que acompañan a los contextos de alta turbulencia (tal el caso argentino).

Por el contrario, en mercados financieros más desarrollados, los dividendos pagados en el presente contribuyen significativamente a la cotización bursátil de las acciones y por lo tanto a la futura obtención de capitales vía nuevas suscripciones. Consecuentemente desempeñan un cierto rol en cuanto a posibilitar la financiación de futuros crecimientos.

3° Preferencias de los distintos grupos de interés:

En el caso de los accionistas puede haber distintas preferencias en materias tales como dividendos según sean las expectativas de rentabilidad. Así por ejemplo si dichas perspectivas son buenas la preferencia o no por dividendos resultará de una evaluación comparativa entre los probables beneficios derivados de la reinversión de utilidades y los riesgos asociados. Por el contrario ante bajas perspectivas de retorno es probable una mayor propensión directa a percibir dividendos.

Este punto de vista puede ser aplicado a otros grupos de interés dentro de la institución. Puede generalizarse admitiendo que las políticas financieras aplicables son, al menos en cierto grado, función de los pronósticos de rentabilidad y otras expectativas asumidas por los principales grupos de interés.

4° Ejemplos del impacto de las políticas en los objetivos institucionales: los siguientes son algunos ejemplos de los aspectos privilegiados del objetivo estratégico en función de las políticas financieras aplicadas.

- Financiación exclusiva mediante utilidades autogeneradas y aplicación exclusiva a dividendos: sólo persigue el objetivo de compensación económica del accionista cercenando toda posibilidad de crecimiento.
- Financiación exclusiva mediante capital propio externo y aplicación exclusiva a viabilidad financiera: privilegia el objetivo de supervivencia al costo de probables riesgos en cuanto al objetivo de control de la institución.
- Financiación exclusiva mediante endeudamiento y aplicación exclusiva a inversiones no realizables: privilegia el objetivo de crecimiento a costa de afectar los niveles máximos de riesgos aceptables, incluido la posibilidad de poner en riesgo el objetivo de supervivencia.

b. Ejemplo de políticas referidas a los distintos Campos y Vectores financieros

- b.1 Para desarrollar los ejemplos nos basaremos en el esquema definido en el punto 4.5.2 y adoptaremos como hipótesis los siguientes objetivos institucionales y políticas básicas:

- Objetivos institucionales

- Obtener una rentabilidad efectiva global no menor del X% sobre el capital propio empleado dentro de los niveles de riesgos financieros inherentes a la actividad y asegurar a los accionistas una compensación económica equivalente a la obtenible en el campo de los rendimientos no empresarios, mediante el pago anual de los dividendos correspondientes.
- Asegurar la supervivencia y el control de la institución moderando y/o neutralizando los distintos riesgos políticos, comerciales, financieros, etc. que pueden afectar dichos objetivos.
- Mantener un ritmo de crecimiento acorde con los resultados efectivos obtenidos, acompañando la evolución de los mercados en forma tal de no perder participaciones.

- Políticas básicas

- En cuanto a reinversión: las inversiones netas en activos fijos se ubican en promedio en el nivel de las amortizaciones (monetariamente actualizadas).
- En cuanto a financiación: se tratará de lograr la autofinanciación del giro de los negocios actuales y de sus ampliaciones. Esto implica:
 - Cubrir el deterioro inflacionario del capital de trabajo
 - Permitir el crecimiento normal de los volúmenes de actividad financiando vía utilidades el crecimiento real del capital de trabajo requerido así como los mayores gastos directos.
 - Autofinanciar ampliaciones de activos fijos o gastos generados por la ampliación o reconversión del volumen de las actividades ya existentes (incluyendo financiación de campañas publicitarias por ejemplo).
 - Mantener la distribución de utilidades efectivas como dividendos en forma regular y en las proporciones acordadas respecto de las utilidades totales y/o el capital propio empleado.

La autofinanciación no contempla nuevas actividades o negocios que, en consecuencia, requerirán de fuentes de financiación adicionales.

- Lograr un grado adecuado y creciente de diversificación en las actividades o negocios de la institución (mercados, productos, servicios, etc.) en forma tal de contribuir al equilibrio de los niveles de riesgos y al crecimiento de la institución.

- Aclaraciones

- Para conjugar la rentabilidad deseada con los topes impuestos a los

riesgos financieros y de los negocios (que afectan, al menos potencialmente, los niveles de rentabilidad) se contemplan dos políticas simultáneas:

- La diversificación de las actividades actuales
- La búsqueda de la autofinanciación de las actividades actuales que a su vez implica: niveles mínimos de rentabilidad efectiva y niveles máximos de riesgos financieros (estructura patrimonial) y de riesgos de los negocios. La autofinanciación se asocia aquí al logro de determinados niveles de utilidad efectiva ponderada por riesgos.
- El porcentual de utilidad distribuida como dividendo afecta la magnitud del riesgo neto o remanente asociable con el monto de utilidades reinvertidas en la actividad.
- También podría formularse un objetivo institucional del tipo: "Valor probable a obtener por realizar la participación en la institución". Tal objetivo conduce a los restantes (rentabilidad / dividendos; supervivencia / control; crecimiento) y, por lo tanto, a similares políticas y vectores financieros.

b.2 Políticas financieras aplicables

- Referidas a la estructura patrimonial en términos de viabilidad financiera

- Capacidad de maniobra: agilidad de la estructura financiera.

- Corriente: nivel de movilidad. Asignación del capital de trabajo y capacidad de adaptación en el corto plazo.

- Integral: nivel de flexibilidad. Inversiones que implican inmovilizaciones y capacidad de adaptación en el largo plazo. Afectan:

- Activos: tipo o naturaleza; gravámenes.

- Capacidad de endeudamiento y de suscripción de nuevos capitales.

La capacidad de maniobra a su vez permite:

- Enfrentar contingencias. Por ejemplo: disminuir la vulnerabilidad ante recesiones.

- Aprovechar oportunidades: mediante la asignación de recursos financieros a tecnología, a nuevos productos, a la "compra de mercados", etc.

- Solvencia y exposición

- Niveles de endeudamiento o solvencia:

- A corto plazo: liquidez

- A medio y largo plazo

- Exposición: neutralizar los riesgos derivados de la inflación, devaluaciones, fluctuaciones en las tasas de interés, indexación, etc. que implican impactos financieros significativos.
- Referidas a la rentabilidad
 - Traslado inmediato de los mayores costos directos a los precios efectivos de venta, con el objeto de no perder margen de contribución en un marco de alta inflación.
 - Maximizar el superávit financiero incrementando la eficiencia en la rotación del capital de trabajo.
 - Minimizar la exposición en activos monetarios.
- Referidas a los riesgos financieros inherentes a la actividad
 - Adaptación inmediata a caídas en los volúmenes, derivando el capital de trabajo excedente a inversiones financieras líquidas, tal que permita retornar fluídamente al mayor capital de trabajo operativo cuando éste sea requerido por la recuperación de los volúmenes.
 - Mantener plazos reducidos de cobranza
 - Mantener niveles de stocks reducidos minimizando el componente de inversión financiera de los mismos:
 - Se privilegia rotación sobre revaluación de stocks
 - Se privilegia el endeudamiento reducido y la no inversión de fondos propios adicionales.
 - Seguimiento especial de los stocks críticos de insumos importados.

3. Función orientadora de las finanzas en la búsqueda estratégica

Cuadro 5.12

IMPLICANCIAS FINANCIERAS DE LAS OPCIONES ESTRATEGICAS

Opciones estratégicas Implicancias financieras	Crecimiento		Eficiencia (igual volúmen) Mediante nuevas tecnologías pa- ra los mismos productos
	Mediante nuevos prod./ mercados (diversifica- ción)	Con los mismos prod./ mercados	
Resultados	Mayores ingresos	Mayores ingresos	Iguales ingresos
	Mayores costos	Mayores costos	Menores costos
	Mayor utilidad probable	Mayor utilidad probable	Mayor utilidad probable
Necesidades de fondos	Inversión inicial	Inversión inicial	Inversión inicial
	Mayor cap.de trabajo neto	Mayor cap. de trabajo neto	Menor cap.de trabajo neto (*)
Riesgos finan- cieros	Análisis del impacto en la estructura patrimonial	Análisis del impacto en la estructura patrimonial	Análisis del im- pacto en la es- tructura patri- monial

(*) Esta diferencia es particularmente importante en épocas de inflación muy alta que provocan un fuerte deterioro de los capitales de trabajo monetarios positivos.

Aclaraciones al Cuadro 5.12

- La función orientadora de las finanzas en la búsqueda estratégica implica:
 - 1° Orientar la búsqueda del crecimiento con o sin diversificación acotando los posibles caminos en materia de investigación y desarrollo comerciales.
 - 2° Direccionar el énfasis de la investigación y/o compra de tecnologías.
 - 3° Como consecuencia de 1° y 2°: pautar financieramente la mezcla "crecimiento (incluido diversificación)/ eficiencia" de la institución.
- La aplicación de los recursos financieros escasos puede efectuarse:

- A las actividades presentes (actuales): lo que supone asignar los recursos a alguna de las distintas líneas de productos/servicios con objetivos de:
 - Crecimiento: mayor volumen; y/o
 - Inversión en eficiencia: igual volumen
- A nuevas actividades: orientadas a la búsqueda de negocios/contextos en forma de:
 - Aprovechar las oportunidades y sacar el máximo provecho de las fuerzas comparativas.
 - Minimizar las debilidades y neutralizar las amenazas.
- Tanto en una como en otra orientación deberá tenerse en cuenta la optimización de las estructuras patrimonial y de resultados y, en general, la búsqueda de la máxima contribución a los vectores financieros.
- En este marco debe enfatizarse el rol de la tecnología como función estratégica:
 - Desarrollos "ofensivos": nuevos productos o nuevas aplicaciones de productos o servicios existentes.
 - Desarrollos "defensivos": productos iguales o parecidos pero con nuevas tecnologías para su elaboración que contemplen:
 - Mayor eficiencia= menores costos
 - Sobrevivencia en el mercado
 - Adecuada cobertura de los problemas ecológicos actuales o potenciales

Los desarrollos "ofensivos" y "defensivos" tienen distintos impactos sobre los ingresos, costos y flujos de fondos.

- La creatividad financiera puede abrir las puertas para nuevas o mayores participaciones en distintos negocios o actividades. Así en los países desarrollados aparecen nuevas "mezclas" de los caminos financieros existentes que permiten acceder a nuevas actividades. Tal el caso de los "joint ventures" o el "venture capital" en terrenos de avanzada tales como biotecnología o la informática: en estos casos las grandes empresas derivan fondos hacia pequeñas organizaciones en las que se asocian con los conocimientos y metodología de investigación proporcionadas por determinadas personas o grupos especialmente calificados. La pregunta sería: si se dispone de excedentes de fondos qué actividades pueden necesitarlos y por qué?. A partir de allí debería estudiarse comercialmente el ingreso en los mercados detectados previa acotación de las alternativas en función de los montos y características de los recursos financieros presentes y/o posibles así como de los probables impactos financieros de cada alternativa.

Puede afirmarse que la creatividad financiera es una guía en la búsqueda es-

tratégica orientada hacia las nuevas actividades o diversificación.

- Como contrapartida de la función direccionadora de las finanzas en relación con la búsqueda estratégica reaparece la función integradora de la misma, bajo la forma de ponderación y evaluación de los aspectos estratégicos aportados desde otras funciones.

4. Aspectos financieros especializados que inciden en la estrategia de la institución

Además del rol general que cabe a la Función Financiera en la definición de la estrategia deben destacarse otros elementos de juicio que emanan de campos económico-financieros específicos tales como seguros o impuestos, y que inciden significativamente en la ponderación de las decisiones que configuran la estrategia.

Ejemplificando con los aspectos fiscales podemos afirmar que en un marco de alta inestabilidad la aplicación de las complejas disposiciones impositivas puede alterar sensiblemente el logro de la rentabilidad y otros objetivos institucionales. Por lo tanto es indispensable conocer y analizar dichas disposiciones e incorporar su incidencia en la evaluación de las estrategias alternativas. Un ejemplo claro lo constituye la incidencia financiera de la oportunidad en la compra de un bien de uso (que a su vez puede formar parte de un plan de inversiones): dado que los bienes de uso no son activos computables a los efectos del ajuste impositivo por inflación conviene realizar la inversión con posterioridad a la fecha de cierre y lo más cercano al inicio del ejercicio. Lo mismo vale para la incorporación de otros activos no protegidos por el ajuste por inflación o, inversamente, para la baja de los activos computables que conviene efectivizar inmediatamente después de la fecha de cierre (tal el caso del pago de dividendos anticipados).

Un ejemplo casi obvio lo constituyen los regímenes de promoción vinculados a la radicación en determinados lugares, la existencia de regímenes de financiación que disminuyen sensiblemente el costo de determinadas actividades, las retenciones, recargos y/o reembolsos a importaciones y exportaciones, etc.

Es indispensable incluir en el análisis estratégico una cuidadosa evaluación de las disposiciones fiscales vigentes y de su interpretación, así como de los probables cambios en las mismas durante el período sujeto a estudio.

5.5.3 El rol estratégico de la Función Financiera

1. Introducción

Hemos clarificado que la Función Financiera no es simplemente la encargada de obtener y aplicar el recurso financiero sino que comprende:

- a. La caracterización, previsión y análisis del escenario económico general y de las contingencias que derivan del mismo y de los mercados financieros. Una consecuencia inmediata es el direccionamiento financiero de la búsqueda estratégica.
- b. La síntesis y ponderación de importantes aspectos de las restantes funciones a través del instrumental financiero y del común denominador monetario.

Cabe al respecto recordar los siguientes conceptos de López Gaffney, Messuti y Villar vertidos en el prólogo de los traductores a un trabajo de la NAA (pag. XI):

"Dado que si bien es cierto que los administradores financieros en particular habrán de encontrar el trabajo de suma utilidad por su estrecha vinculación con su diaria tarea, lo estratégico del manejo de fondos en el proceso de crecimiento de la empresa interesa además a los ejecutivos a niveles superiores de la empresa, responsables de la toma de decisiones y de la adopción de políticas en las diversas áreas de actividad aparte de la puramente financiera.

Entendemos que parte de la confusión que tiende a desvalorizar los componentes estratégicos de la Función Financiera consiste en ver a la misma como un "simple recurso": el dinero en sus "diversas formas"; y no como comprensiva del ambiente institucional en una de sus principales interfases: la económica. Cuanto más inestable es la economía mayores son las contingencias posibles, más cambiante y significativa es esta interfase y más participación tiene la Función Financiera en la estrategia, ya sea:

- A nivel político: en su definición o formulación
- A nivel directivo: en el planeamiento estratégico o adaptativo o en los resortes de administración estratégica que lo reemplacen o complementen.

Las finanzas juegan un rol fundamental en la caracterización del ambiente de la institución (contexto económico) y en el de las posibles contingencias que la misma deba enfrentar. Pero el ambiente económico financiero altamente inestable enfatiza la necesidad de definir la estrategia y hacer más contingente y adaptativo el planeamiento, en función, justamente, de

dicho contexto. La consecuencia, como ya queda dicho, es que el peso de la Función Financiera en las definiciones estratégicas (políticas) y en el planeamiento estratégico es proporcional a la inestabilidad del contexto económico.

Este concepto también puede ser expuesto recordando que la noción de estrategia enfatiza un enfoque "ecológico" de la institución al privilegiar las relaciones entre la misma y su medio. Nuestra propuesta a su vez conceptualiza a la Función Financiera como un proceso adaptativo y, consecuentemente, como una función: abierta; dependiente; dinámica y sensible al comportamiento y cambios del contexto.

Si aceptamos que cuanto más turbulento es el contexto mayor es la importancia relativa de lograr una adecuada adaptación al mismo, podemos postular que en contextos como el argentino es probable que la principal función de equilibrio entre la institución y su contexto sea justamente la Función Financiera.

Las finanzas de una institución son, en nuestra interpretación, mucho más que un recurso pero mucho menos que la institución misma. Por lo tanto el modelo financiero no puede ser identificado con el modelo de la institución.

El rol estratégico de la Función Financiera comprende la definición y ponderación permanente de todos los elementos de juicio que hacen a la generación, obtención y aplicación de fondos, contemplando las distintas formas posibles de financiación así como las distintas alternativas de inversión, ambas desde la óptica de los vectores financieros vigentes.

En cuanto a las formas de financiación deben considerarse:

- Utilidades: el empleo exclusivo de esta fuente limita el crecimiento y se contrapone con la compensación de los accionistas. La eficiencia financiera debe ser considerada una alternativa fundamental para alcanzar un mayor nivel de utilidades.
- Capital propio externo: puede contraponerse con el mantenimiento del control de la institución.
- Endeudamiento: a partir de un cierto nivel se contrapone con la viabilidad financiera.

La alternativa central para la aplicación de las utilidades de la institución: inversiones vs. dividendos, implica el enfrentamiento entre los objetivos de subsistencia de la institución y la compensación económica de los accionistas.

Asumida la inversión de los fondos y en el marco conceptual que brinda

la función orientadora de las finanzas en la búsqueda estratégica, se desarrollan diversos niveles de opciones evaluables a través del análisis de la estructura patrimonial y sus transformaciones:

- Entre inversiones financieras realizables o inversiones inmovilizadas
- Las inversiones inmovilizadas pueden referirse a su vez:
 - A negocios o actividades existentes:
 - Dirigidas a mayor eficiencia
 - Dirigidas a mayor volumen: crecimiento sin diversificación
 - A nuevos negocios o actividades
 - Dirigidas a mayor eficiencia y/o menor riesgo: reemplazo de actividades actuales.
 - Dirigidas a mayor volumen: crecimiento con diversificación
- También pueden identificarse inversiones financieras inmovilizadas, tales como participaciones accionarias que incluyen fines de control en otras empresas.

Desde otra óptica pueden clasificarse las inversiones en:

- Inversiones físicas o tangibles:
 - Realizables: capital de trabajo / capital propio en giro
 - Inmovilizadas: bienes de uso
- Inversiones no físicas o intangibles (inmovilizadas)
 - En mercados
 - Investigación de mercados
 - Desarrollo de productos y servicios a los clientes
 - Diferenciación de productos y servicios
 - Publicidad y promoción
 - Sistemas de distribución
 - En tecnologías
 - Investigación y desarrollo aplicados
 - En organización
 - Desarrollo de estructuras; sistemas; métodos; etc. con acuerdo al enfoque de modernas técnicas de gestión.
 - En recursos humanos: planeación; selección; formación; etc.

Es de fundamental importancia reconocer y ponderar la probable repercusión económica financiera en el largo plazo, de las inversiones intangibles realizables en el presente.

Ejemplos de decisiones estratégicas con fuerte contenido financiero:

- Area geográfica para la radicación de actividades. Caso: plantas industriales
- Selección de nuevas actividades o negocios contemplando:

- Posibilidades de financiación nacional e internacional
- Sensibilidad de los resultados a las fluctuaciones macroeconómicas: salario real; tasa de interés y otras variables independientes de los modelos de demanda de determinados mercados.
- Características de los regímenes promocionales que afectan directamente la actividad o bien en forma indirecta a través de productos o servicios sustitutos.
- Riesgos de abastecimiento: materias primas locales; insumos importados.
- Sesgos importador o exportador del contexto económico.

En síntesis la Función Financiera:

- Contribuye al logro de los objetivos derivados del proceso político:
 - Aspectos económicos-financieros en particular
 - El objetivo estratégico en general. Por ejemplo posibilitando oportunidades para nuevas estrategias competitivas.
- Se inserta en la estrategia como proceso:
 - En cuanto a percepción del contexto económico
 - En cuanto a realimentación de:
 - Los resultados obtenidos
 - La identificación de las amenazas derivadas del contexto macroeconómico
 - La movilidad, la flexibilidad y, en general, el nivel de los vectores financieros requeridos.

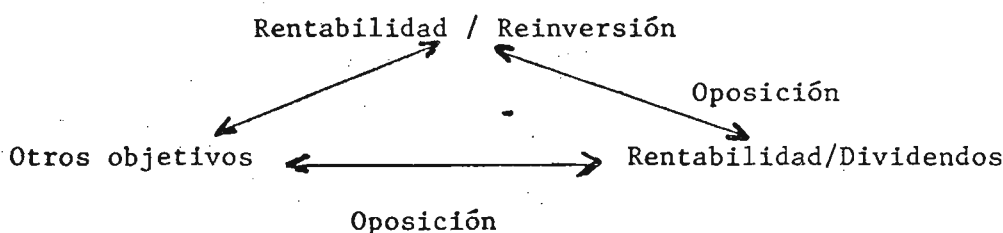
2. Hipótesis básica sobre las relaciones entre: distintos objetivos institucionales /vectores financieros.

- Los objetivos institucionales pueden plantearse con la siguiente forma que los vincula íntimamente con los vectores financieros:
 - Rentabilidad/Dividendos: compensación económica del accionista
 - Rentabilidad/Reinversión: con aplicación a:
 - Crecimiento: nuevas inversiones estables (con o sin diversificación)
 - Eficiencia: reinversiones estables en:
 - Renovación de bienes de uso antiguos por otros de tecnología moderna
 - Cambios de procesos o tecnología
 - Reemplazo de productos o servicios (altas y bajas simultáneas)
 - Supervivencia: nuevas inversiones realizables (líquidas)
 - Otros objetivos:
 - Relativos a los mercados: volumen; participación; posicionamiento
 - Relativos a los niveles de riesgos máximos aceptables:
 - Políticos y comerciales

- Financieros: Solvencia y exposiciones / Vulnerabilidad, volatilidad y estacionalidad
 - Relativos a relaciones humanas e institucionales
 -
 - Hermida, Temporetti y Serra (1982) dicen al respecto:
 - "Crecimiento, eficiencia y sobrevivencia denotan en cada caso particulares si tuaciones donde y según las características del contexto se deberá invertir, reinvertir o desinvertir. En los dos primeros casos deberá orientarse la inversión hacia negocios, familias de negocios, productos o niveles de integración empresaria en una adecuada mezcla que optimice no sólo el problema de la rentabilidad y riesgo sino además:
 - "- el de participación y posicionamiento en el mercado y
 - "- el de rentabilidad y sobrevivencia a largo plazo
 - "ingredientes que no están habitualmente en los modelos de análisis financiero de inversiones."
- Coincidimos con estos conceptos que hacen a la inserción de las finanzas en la estrategia institucional, excepto en lo referido a la desinversión como política para la supervivencia. Ya ha sido explicado que, para nuestra posición, esta última requiere de la viabilidad financiera y que la misma a su vez demanda una adecuada reinversión de las utilidades generadas (preferentemente en inversiones financieras que posibiliten retomar oportunamente la inversión operativa).
- La hipótesis básica puede formularse como sigue en forma coherente con lo ya desarrollado:

Diagrama 5.14

RELACIONES ENTRE LOS OBJETIVOS INSTITUCIONALES



Existiría una adecuada correlación financiera entre los niveles de Rentabilidad/Reinversión y el cumplimiento de los "Otros objetivos".

- En nuestra opinión la presente hipótesis general sólo es válida para contextos como los de los países desarrollados: sin alta turbulencia y con algún grado de crecimiento. Para contextos como el argentino, con alta turbulencia y sin crecimiento, la reinversión requiere enfatizar el ingrediente "defensi-

vo" y en general, el grado de viabilidad financiera necesario para asegurar la supervivencia. Ya se ha explicado al tratar el campo de los objetivos viables para la Función Financiera en el contexto argentino, que la reinversión se opera en un marco de fuertes riesgos del negocio y financieros que limitan y condicionan los montos reinvertibles.

En consecuencia se ven restringidas las posibilidades de armonización entre la reinversión de las utilidades y el cumplimiento de los restantes objetivos institucionales, a los casos en que éstos se refieren a la limitación de los riesgos financieros. Asimismo la solución de la oposición entre dividendos por un lado y reinversión y restantes objetivos por otro, se torna aún más ardua que en contextos de menor turbulencia comparativa.

3. Relaciones entre objetivos institucionales, vectores financieros y políticas financieras:

a. Planteo del enfoque de Ellsworth sobre acondicionamiento de los objetivos institucionales vía políticas financieras

a.1 Ellsworth en su artículo de la Harvard Business Review, sostiene que las políticas financieras no deberían transformarse en metas corporativas, porque ésto implica institucionalizarlas tornándolas mucho menos flexibles al cambio, a punto tal que dichas políticas financieras pasan a convertirse en "represiones" de las estrategias (limitando en consecuencia el crecimiento y el logro de los objetivos de la institución).

En particular las políticas de estructura de capital asimiladas a objetivos de la institución tienden a comportarse como restricciones a las inversiones.

a.2 Destacaremos algunos puntos de este enfoque:

- Clara diferenciación entre las finanzas (ligadas a los mercados de capitales) y los negocios (ligados a los mercados de productos): las políticas financieras surgen de los mercados de capitales mientras que las estrategias competitivas derivan de los mercados de productos.
- El determinante crucial de la estrategia es la disponibilidad de capital.
- En las empresas divisionalizadas las políticas financieras se originan en el más alto nivel (ejemplos: dividendos y estructuras de capital) mientras que las estrategias de mercado/producto que utilizan el capital se generan a nivel división.
- Las políticas financieras de estructura de capital y dividendos, en conjunto con los niveles de riesgos asumidos, determinan el precio de las

acciones (valor de mercado) a través de los vínculos definidos por los principales determinantes del valor para el accionista:

1. El retorno requerido (dividendos futuros): función de los riesgos financieros y del negocio.
2. El retorno actual
3. El crecimiento sostenible a través del tiempo

Cambios en las políticas de estructura del capital y dividendos impactan el retorno requerido, el retorno actual y el crecimiento sostenible, afectando en consecuencia el precio de las acciones. Ejemplos:

A. En cuanto al retorno requerido:

El nivel del riesgo no diversificable de una institución (que afecta el precio de las acciones) es aquel que no se puede eliminar diversificando las actividades (portafolio). Este riesgo es proporcional al índice deudas/patrimonio neto de la empresa; o sea: a mayor "leverage" financiero, mayor riesgo no diversificable y, en consecuencia, mayor retorno requerido.

B. En cuanto al retorno actual:

El incremento del "leverage" financiero disminuye el costo del capital a raíz del efecto de las deducciones impositivas en los intereses pagados. Esto a su vez permite mejorar la rentabilidad a través de distintas formas de aplicación de los fondos: reducción de precios con obtención de mayor volumen, diferenciación de productos, investigación y desarrollo, publicidad, servicios a los clientes. Este proceso continúa hasta que los riesgos de problemas financieros exceden los beneficios impositivos que derivan de las nuevas deudas.

C. En cuanto al índice de crecimiento sostenible:

Cuanto mayor es el "leverage" financiero y/o menores los dividendos pagados más rápido se puede crecer.

En síntesis: debe calcularse el probable porcentual de cambio en el valor del accionista relacionando los retornos actual y requerido, sin y con los cambios en la estructura del patrimonio que resultan de las políticas financieras aplicables.

- La ampliación del capital como forma de financiación:

- En el corto plazo: diluye las utilidades por acción
- En el largo plazo: elimina el "racionamiento" financiero (restricciones de fondos) y, en consecuencia, los vaivenes ("stop-start") de los gastos, permitiendo obtener capital cuando los competidores están constreñidos, lo que a su vez posibilita conseguir ventajas competitivas

que incrementarán el valor del accionista.

- Los roles del sector financiero y de la gerencia operativa debieran acercarse e integrarse. Los incentivos de los funcionarios financieros debieran contemplar los resultados globales y finales de la institución tales como el crecimiento, el retorno y el menor costo del capital. Por su parte la gerencia operativa debería participar (involucrarse) en la elaboración de las políticas financieras.

a.3 Los principales vectores y políticas financieras que pueden afectar objetivos centrales de la institución son:

- En cuanto a inversión:
 - El énfasis en altos dividendos y/o
 - El énfasis en la viabilidad financieraque dejan fondos marginales muy reducidos para aplicar al crecimiento vía inversiones operativas.
- En cuanto a su financiación:
 - El énfasis en financiar el crecimiento por la vía exclusiva del capital propio interno (utilidades) sin recurrir al endeudamiento y/o el capital propio externo.
 - Las preferencias y asunciones de riesgos que afectan tanto las inversiones realizables como las financiaciones utilizables.

El riesgo financiero incluye:

- El desvío a los resultados previstos por causas financieras
- La insolvencia
- La pérdida de la inversión

e involucra ponderar el riesgo comercial y otros riesgos no financieros

Los vectores o políticas financieros (dividendos; estructura de capitalización; asunciones de riesgos) asumidos como premisas, pueden adquirir un rango y prioridad tales que los identifique como objetivos básicos de la institución. En este caso el condicionamiento puede alcanzar no sólo a otros vectores financieros (residuales o de ajuste) sino también a objetivos básicos no financieros, tales como el crecimiento sostenible y las oportunidades de negocios aprovechables.

a.4 El enfoque de Ellsworth puede sintetizarse como sigue:

1° La maximización de beneficios para el accionista, definida a través del precio de las acciones, depende en alto grado de la política de estructura de capital (orígenes de fondos). Se sugiere un equilibrio entre:

A- El uso del endeudamiento que provoca:

- Un incremento en el retorno actual y, consecuentemente, en la dis-

ponibilidad inmediata de fondos para inversión y en el nivel de crecimiento sostenible.

- Un incremento del riesgo no diversificable y, consecuentemente, del retorno requerido por el accionista.

B- El uso del capital propio externo del que derivan:

- Una disminución del porcentual de retorno actual
- Una mayor facilidad y menor costo mediatos para obtener nuevos capitales

2° Las políticas financieras que surgen de los mercados de capitales no deberían transformarse en metas de la institución. De tal forma se podría conservar una adecuada flexibilidad y, particularmente, evitar restricciones significativas a las inversiones.

3° La gerencia operativa debería participar mucho más en la elaboración de las políticas financieras mientras que los ejecutivos financieros deberían contemplar en mayor grado los objetivos finales de la institución tales como el crecimiento. El diseño de las políticas financieras no debería ser atributo exclusivo de la alta dirección.

b. Consideraciones críticas sobre el enfoque de Ellsworth y conclusiones

Desde nuestra óptica caben las siguientes consideraciones:

1° En cuanto al primer punto de la síntesis no consideramos aceptable la definición de un único objetivo final para el accionista (maximización de beneficios expresado en términos del precio de las acciones). En cambio son aceptables los efectos postulados para el uso del endeudamiento y del capital propio externo, si bien dichos efectos deberían ser ponderados sobre una base más amplia que comprenda a los distintos vectores financieros (por ejemplo: la flexibilidad financiera no contemplada por Ellsworth).

2° Concordamos con lo referido en el segundo punto de la síntesis acerca de las políticas financieras si bien remarcando las siguientes facetas:

A- El énfasis de Ellsworth en evitar restricciones significativas a las inversiones operativas puede considerarse consistente con el contexto norteamericano, pero al no contemplar las inversiones financieras ignora uno de los aspectos centrales de nuestro contexto (el problema de la viabilidad financiera). Así como los orígenes de fondos para Ellsworth parecen limitarse al capital propio externo o al endeudamiento sin contemplar las utilidades, las aplicaciones de fondos se orientan a la disyuntiva: dividendos vs. inversión operativa sin contemplar la inversión financiera.

B- Nuestra propuesta sostiene la existencia de múltiples vectores finan-

cieros lo que deriva en la imposibilidad de optimizarlos simultáneamente y hace necesaria una concepción que considere algunos de los vectores financieros como premisas y otros como incógnitas referidas al proceso político de la institución:

- Las premisas son las variables definidas y asumidas como datos
- Las incógnitas son las variables asumidas como residuales o de ajuste

Los vectores referidos a Rentabilidad/dividendos y a nuevas inversiones (Rentabilidad/reinversión) constituyen adecuados ejemplos de aspectos que pueden ser asumidos como premisas o como incógnitas, con notorio impacto en el comportamiento de la institución.

Pero así como no son sinónimos los objetivos institucionales y los vectores financieros, tampoco lo son estos últimos respecto de las políticas financieras de orígenes y aplicaciones de fondos. De allí que una interpretación adecuada contemple la clarificación de los objetivos y vectores vigentes y la definición coherente de políticas financieras activas o pasivas. En el cuadro 5.13 contemplamos cada una de las alternativas en materia de políticas activas de inversión despejando a las restantes como políticas pasivas o variables de ajuste. También se indican políticas activas mixtas integradas por una combinación de dos políticas compatibles. Un cuadro similar se desarrolla para las políticas de financiación.

Debe remarcarse entonces que nuestra definición de políticas activas no es análoga a la asimilación de las mismas a los objetivos institucionales planteada por Ellsworth dado que, por mayor peso que se le asigne, una política debe continuar siendo completamente flexible al cambio, justamente para no dejar de ser tal.

3° En lo referido al tercer punto de la síntesis cabe notar que Ellsworth señala una excesiva subordinación de los componentes comerciales de la estrategia a la Función Financiera de la institución o, en otras palabras, una crítica al rol predominante que las finanzas tienen en la definición de la estrategia de una institución. Esta opinión formulada para un contexto relativamente mucho menos turbulento que el argentino se encuentran en clara contraposición con la de quienes califican a la Función Financiera como de bajo contenido estratégico. Y esta contraposición es aún mucho mayor si se considera el cambio de peso relativo en las funciones provocado por un contexto de alta turbulencia: como ya hemos explicado a mayor turbulencia corresponde mayor peso relativo de la Función Financiera.

Concluimos que las tesis de Ellsworth convenientemente ampliadas y corregidas constituyen un interesante ingrediente para una interpretación estratégica de la Función Financiera que puede llegar a ser aplicable al contexto argentino.

También cabe notar que todo su enfoque prescinde de la definición de metas específicamente financieras (los vectores financieros de nuestra propuesta) pasando directamente de los objetivos institucionales a las políticas financieras. Este enfoque, como explicáramos en el punto 5.5.2.1.a., es sólo uno de los dos caminos posibles para atacar los aspectos financieros de la estrategia, caracterizado justamente por el riesgo de llegar a incorporar las políticas al objetivo estratégico.

ALTERNATIVAS DE POLITICAS FINANCIERAS ACTIVAS

Políticas activas de inversión: Alternativas en materia de aplicaciones de fondos

Políticas pasivas (+)	Políticas activas	Dividendos	Viabilidad financiera	Inversiones no realizables	Interpretación de las políticas en el contexto argentino
a. Dividendos					
b. Viabilidad financiera			x	x	- Crecimiento y viabilidad mínimos
c. Inversiones no realizables		x		x	- Conservadora
d. Dividendos/inversiones no realiz.		x	x		- Crecimiento descompensado
e. Dividendos/Viabil. financiera			x		- Viabilidad mínima
f. Invers.no realiz./Viabilid.financ.		x		x	- Eclecticismo

(+) Son las variables de ajuste

Políticas activas de financiación: Alternativas en materia de orígenes de fondos

Políticas pasivas (+)	Políticas activas	Utilidades (capital propio interno)	Capital propio externo	Endeudamiento	Interpretación de las políticas en el contexto argentino
a. Utilidades					
b. Capital propio externo		x	x	x	- Conservadora: bajo riesgo y limitado crecimiento
c. Endeudamiento		x	x	x	- Riesgo de pérdida del control institucional
d. Utilidades/Endeudamiento			x		- Alto riesgo de solvencia
e. Utilidades/Capital prop. externo				x	- Eclecticismo
f. Endeudamiento/Capital propio externo		x			- Riesgos combinados: solvencia y pérdida del control institucional.

(+) Son las variables de ajuste

4. Discusión del rol estratégico comparativo de la Función Financiera

a. Importancia del contexto en las definiciones estratégicas

Ya hemos expresado que el logro de los objetivos y en particular la obtención de los resultados económico-financieros son función del comportamiento del contexto económico en tanto o mayor grado que de las decisiones internas de la institución.

El contexto económico puede a su vez descomponerse en dos partes:

- El contexto general correspondiente al medio económico donde tiene su asiento la institución (a los fines de éste trabajo: el contexto económico argentino). En el mismo se definen variables tales como: producto bruto interno, consumo, inversión, importaciones, exportaciones, etc.
- El contexto específico relacionado con determinado "mercado/producto" donde se definen los correspondientes volúmenes y precios negociados.

Cada contexto económico específico se encuentra acondicionado por el general: no hay mercado en la Argentina que escape significativamente a las características de la economía argentina. A su vez dentro del contexto económico general puede identificarse el contexto financiero, identificado como el subconjunto de variables que tienen influencia directa sobre los valores asumidos por las tasas de interés, niveles de precios y paridades cambiarias.

Las variables financieras tales como las tasas de interés o los niveles inflacionarios, que comparados con los salarios nominales determinan el nivel de salario real, no sólo actúan directamente sobre los mercados financieros sino que también ejercen importantes influencias en los contextos comerciales específicos. Así por ejemplo la demanda de bienes de consumo durable de cierto nivel de importancia (medida por su precio relativo en relación con otros bienes), sigue una correlación directa con el nivel de salario real e inversa en relación con el nivel relativo de las tasas de interés disponibles para inversiones financieras. También puede considerarse una relación inversa con las expectativas de devaluación en la medida en que existan opciones de inversión financiera en moneda extranjera.

Las variables financieras pueden actuar con una intensidad tal que incluso altere las estrategias centrales de ciertos mercados. Así por ejemplo en los mercados masivos de indumentaria la caída de salario real parece operar como estabilizadora del diseño de los productos ante clientes que privilegian la duración frente a la moda. Esto se contrapone con la interpretación

tradicional en mercados expansivos, basada en que el diseño debe cambiar sensiblemente de año a año para provocar la renovación del vestuario y, por tanto, mayores ventas de las empresas. Otro factor financiero a tener en cuenta es el control de precios estatal que al reducir los precios opera como estimulante de la demanda. Sin embargo la expectativa de un control más intenso en el futuro puede desalentar las compras presentes, lo que a su vez ejemplifica la importancia de las expectativas en el funcionamiento de los distintos mercados.

Hermida, Temporetti y Serra identifican algunos de los aspectos de los contextos actuales destacables para enfocar las definiciones estratégicas:

- En cuanto al crecimiento de los mercados:
 - Tendencia al estancamiento en los de consumo masivo con crecimientos puramente vegetativos.
 - Mayor segmentación coherente con el desarrollo de los medios de comunicación especializados.
- En cuanto al costo del capital:
 - Continuará siendo muy elevado.
- En cuanto a los impactos tecnológicos:
 - Derivarán en rápidas obsolescencias de muchos productos actuales.

La conclusión general a la que arriban los autores es que será cada vez más difícil encontrar "blancos de mercado" a los que apuntar y que cada vez se luchará más para quitar mercado a otros competidores, lo que enfatiza los aspectos competitivos de la estrategia. Podemos recoger estos conceptos afirmando que los marcos internacionales recesivos aportan elementos de juicio rescatables para un contexto que, como el argentino, sufre en forma marcada los procesos recesivos, pero sensiblemente agravados por las características de alta inestabilidad de sus contextos económico y financiero.

b. "Función de punta" probable según la situación de los contextos

El objetivo del siguiente cuadro "situaciones/contextos" es identificar las funciones de la institución con mayor probabilidad de constituirse en "líderes" de la estrategia. A este concepto lo llamaremos "función de punta" probable.

Cuadro 5.14

SITUACIONES/CONTEXTOS. IDENTIFICACION DE LA "FUNCION DE PUNTA" PROBABLE.

Situaciones Contextos				
	Alta expansión	Competencia/ Baja expansión	Expansión inflacionaria	Recesión inflacionaria
General	Expansivo	Estancado	Expansivo	Recesivo
Comercial	Expansivo	Competitivo	Expansivo	Competitivo
Innovación tecnológica	Expansiva	Expansiva	Limitada	Limitada
Finanzas	Estable	Estable	Desequilibrio: alta inflación	Desequilibrio: alta inflación
"Función de punta" proba- ble	Comercial/ Tecnológica	Tecnológica/ Comercial	Comercial/ Financiera	Financiera/ Comercial
Ejemplos	Países desarrolla- dos en los años 70' Idem en los 80'		Argentina en muchos de sus períodos desde fin de la 2da. guerra mundial	Argentina en los 80'

En contextos como el argentino los riesgos que hacen a la supervivencia de la institución son significativamente altos, por lo que la estrategia debe privilegiar la viabilidad financiera elaborada a través de la correspondiente Función Financiera, sin descuidar la capacidad competitiva. Esto implica eliminar las estrategias de baja viabilidad financiera y/o alto conjunto de riesgos políticos, comerciales y financieros. En un contexto distinto la estrategia debería priorizar las funciones comerciales y/o de innovación tecnológica.

c. La interpretación estratégica en relación con los contextos turbulentos y recesivos.

Dados los contextos actuales, con particular referencia al marco argentino, aparecen la turbulencia y la recesión inflacionaria como las principales manifestaciones que impactan sobre la institución. Cabe entonces preguntarse cuál puede ser la interpretación estratégica más adecuada y, consiguientemente, cuáles pueden ser los lineamientos generales de las estrategias a privilegiar desde la óptica de cada institución.

Preferimos descomponer la respuesta en dos planos interrelacionados:

- Lo referido al común denominador de los contextos actuales.

- Lo específico del sector/mercado en el cual se encuentre inserta la institución.

En el primer caso cabe recordar lo ya observado sobre el desplazamiento de los objetivos institucionales tradicionalmente predominantes por otros adecuados a la realidad del contexto. De allí que, a nivel no operativo, el objetivo de maximización de los beneficios ceda su lugar a los objetivos de sobrevivencia y mantenimiento del control institucional.

La creciente importancia de los aspectos financieros del contexto tanto por su impacto directo en la institución como por el efecto de las variables financieras en las restantes funciones (demandas de mercado por ej.), se manifiesta entre otros aspectos en una diversificación e intensificación de los riesgos. Esto a su vez lleva a privilegiar las estrategias que:

- Reducen la dependencia de la financiación externa y el uso del efecto "palanca", tratando de incrementar la relevancia de la autofinanciación dentro del giro de los negocios.
- Priorizan la reinversión de los fondos frente a su distribución.

Respecto de lo específico identificaremos tres tipos de sectores económicos compatibles con los contextos actuales: con crecimiento (pocos sectores), estables, en decrecimiento (la mayoría de los sectores).

Seleccionaremos además tres funciones destacables: comercialización; tecnología; finanzas. En la intersección: sector económico/función quedarán expresadas las probables estrategias a ser privilegiadas para cada caso.

Cuadro 5.15

CONTEXTOS TURBULENTOS Y RECESIVOS-ESTRATEGIAS PRIVILEGIADAS SEGUN EL SECTOR ECONOMICO

Funciones \ Sectores económicos	Con crecimiento: tecnología como función de "punta"	Maduros: sin crecimiento	En declinación
Comercialización	Excelencia/liderazgo (particip. en el mercado)	Diversificación	Competencia
Tecnología	Innovación acelerada	Productividad	Racionalización
Finanzas	Inversiones en tecnología y liderazgo comercial.	Inversiones en diversif. comercial: fusiones y/o compra de marcas para acceder a nuevos mercados.	Enfasis en la viabilidad y productividad financieras y en la neutralización/coertura de riesgos financieros

d. Comparación de la Función Financiera con otras funciones

- d.1. No debe interpretarse que la función financiera sea "identificable con toda la organización" ni siquiera que sea necesariamente la más destacada de las funciones. Es simplemente una función importante cuyo peso relativo en el diseño de una estrategia se encuentra en función del tipo de contextos y situaciones.

La comparación de la Función Financiera debe efectuarse respecto de funciones tales como comercialización o innovación tecnológica a las que se suele asignar un importante rol estratégico. Al respecto deben tenerse en cuenta conceptos diferenciables tales como:

- Oportunidad y posibilidad
- Impulsión e integración

En una primera aproximación puede decirse que:

- Comercialización e innovación tecnológica hacen a:
 - La identificación de oportunidades
 - La orientación estratégica
- Recursos humanos y finanzas enfatizan:
 - Límites y posibilidades
 - Capacidad estratégica. Fuerzas y debilidades.
- En particular la Función Financiera incide en:
 - El direccionamiento de la búsqueda estratégica
 - La integración y coordinación de las restantes funciones. (Juegan aquí un importante rol las técnicas presupuestarias).

- d.2. Función Comercial: podemos observar que esta última suele proporcionar la fuerza impulsora estratégica a partir de su vinculación directa con el negocio o actividad principal de la institución. Proporciona la "orientación al consumidor" que configura una línea de pensamiento o "ideología" estratégica. Pero la ponderación y evaluación de los negocios sólo puede completarse a través de la Función Financiera que actúa entonces como integradora y coordinadora.

De allí se sigue que sin función comercial no hay oportunidades y por lo tanto no hay estrategia, pero sin Función Financiera no hay posibilidades estratégicas: la viabilidad financiera y la neutralización de los riesgos quedarían en manos del azar y de los impactos indirectos generados por las restantes funciones.

A esto debe adicionarse que especialmente en contextos inestables la Función Financiera tiende a transformarse en función de "punta" guiando y direccionando la búsqueda estratégica.

Examinemos ahora el enfoque de Porter (25) acerca de la concepción estratégica: considera que la competencia presiona los mercados (vía precios) llevando la tasa de rentabilidad al "nivel normal" de las inversiones financieras. La estrategia competitiva de una empresa debe entonces tender a minimizar este efecto manteniendo la tasa de rentabilidad. Observamos entonces que Porter omite tener en cuenta que, a medida que aumenta la turbulencia, las condiciones económico-financieras impactan la rentabilidad tanto o más que la competencia. En consecuencia crece la importancia relativa de la Función Financiera en las decisiones: en contextos de alta inestabilidad el enfoque financiero de la estrategia es, por sus efectos en los resultados, subsistencia, riesgos y proyección, aún más importante que la estrategia competitiva empleada. Según el estado de la economía productos rentables pueden transformarse en no rentables y recíprocamente; uno de los factores de mayor influencia al respecto es el nivel relativo de las tasas respecto de la rentabilidad y la aparición o desaparición de subsidios encubiertos a través de los movimientos de las mismas.

No compartimos tampoco el análisis de Porter en lo referido a la uniformidad con que el contexto financiero afecta a todas las empresas de un sector y, en consecuencia, la simplificación que implica centrar el estudio estratégico sólo en las variables comerciales. Por el contrario y coherentemente con nuestra interpretación de la Función Financiera observamos que el contexto financiero afecta en distintos niveles los resultados y decisiones estratégicas de la institución y que, según sea su estructura patrimonial, la misma estará en mejores condiciones de neutralizar las amenazas o aprovechar las ventajas que surgen del contexto financiero. Como a su vez la estructura patrimonial está acotada operativamente pero tiene márgenes financieros manejables por la Función Financiera, surge como un rol estratégico importante de esta última la búsqueda de la optimización en cuanto al posicionamiento de la institución en términos

de estructura patrimonial (dentro de las limitaciones de los contextos y las condiciones operativas de la institución).

d.3. Innovación tecnológica: es la solución técnica con eficiencia económica a los problemas del mercado. Comprende dos áreas:

- La reducción de costos de los productos existentes.
- La definición de nuevos productos o servicios.

Se habla de innovación tecnológica cuando un conocimiento técnico inédito encuentra por primera vez una aplicación económica con el fin de resolver un problema.

Una empresa industrial por ejemplo comercializa soluciones técnicas convertidas en productos o utilizadas como métodos o procesos. Mediante innovación se trata de incrementar los volúmenes de productos o servicios comercializados así como reducir la incidencia unitaria de los costos. La orientación estratégica del Japón por ejemplo suele resumirse en el concepto "la tecnología es nuestra única fuente de energía".

d.4. Recursos humanos:

También debe destacarse el rol estratégico de esta función, frecuentemente olvidado en los estudios estratégicos. Al respecto Tichy,

Fonbrun y Devanna identifican a nivel de sistema estratégico el problema clave de los recursos humanos "... determinar la clase de individuos requeridos para administrar en el largo plazo, eligiendo políticas y programas específicos para el desarrollo mediato de los recursos humanos y creando un contexto social y cultural adecuado".

"El sistema estratégico llama al diálogo entre los asuntos de la organización y los asuntos de los recursos humanos". De este diálogo resultan:

- Límites y oportunidades para los recursos humanos en función de la estrategia.
- Límites y oportunidades para los objetivos y aspiraciones de la estrategia en función de los recursos humanos.

Podemos agregar que las definiciones estratégicas involucran un diálogo acerca de lo negociable entre las actividades centrales ("negocios") de la institución y los recursos aplicados a las mismas: huma-

nos; financieros; informáticos; etc. que se refleja en los distintos compromisos estratégicos de la institución.

Luego se pasa a nivel de planeamiento cuyo foco en materia de recursos humanos está en la obtención y formación de los recursos necesarios para cumplir el conjunto de planes estratégicos y alcanzar los correspondientes objetivos.

La idea general es que mientras la comercialización y la innovación tecnológica proveen la guía estratégica focalizando las actividades en las que operará la institución, la función referida a los recursos humanos realimenta la concepción estratégica definiendo sus propias fortalezas, debilidades, oportunidades y amenazas. En gran medida representa la adaptación a lo posible. Debe enfatizarse que la organización de una institución forma parte de su estrategia y que a dicha organización concurren dos recursos interactuantes: la estructura y los recursos humanos.

d.5. Comparación de la Función Financiera con las funciones de comercialización e innovación tecnológica.

- En materia de análisis de fuerzas y debilidades

- La comercialización y la innovación tecnológica refieren a los aspectos vinculados con la posición competitiva en los distintos mercados.
- Las finanzas hacen al tamaño y composición de la estructura patrimonial y a la viabilidad financiera resultante.

- En materia de oportunidades y amenazas

- La comercialización y la innovación tecnológica refieren a:
 - La detección de oportunidades en los mercados y su aprovechamiento.
 - La detección de amenazas en los mercados y su neutralización.
- Las finanzas hacen a:
 - La posibilidad de aprovechar oportunidades y la orientación de su búsqueda. Especialmente en cuanto a las ventajas del contexto financiero y de las formas de financiación alternativas.
 - La ponderación de oportunidades ya localizadas y la elección entre aplicaciones alternativas de fondos así como la coordinación

entre distintas alternativas o proyectos y la evaluación de conjuntos alternativos.

- La neutralización de las amenazas del contexto financiero y la detección y ponderación de las amenazas o ventajas financieras que hacen al ciclo de los negocios y de los riesgos financieros inherentes a los mismos (vulnerabilidad, volatilidad y estacionalidad).
- La determinación del campo estratégico viable en términos financieros: en base al análisis de la viabilidad financiera determina cuáles son las estrategias posibles desde el punto de vista financiero.
- La optimización del posicionamiento de la institución en términos de estructura patrimonial y de viabilidad financiera.
- En síntesis:
 - La comercialización y la innovación tecnológica actúan como fuerzas impulsoras de la estrategia.
 - Las finanzas actúan como fuerza direccionadora e integradora de la estrategia.

5.5.4 Síntesis de consideraciones relevantes para definir estrategias en el contexto argentino.

1. Relaciones entre estrategia y niveles decisorios

El manejo o gobierno de una institución comprende tres niveles diferenciados desde el punto de vista de las respectivas decisiones involucradas:

1. Nivel político: Corresponde a la estrategia.

Comprende: Objetivo/vectores/metás y políticas

2. Nivel gerencial: Corresponde al planeamiento.

Comprende: planes de diverso grado de detalle

3. Nivel de super- visión: Corresponde a la gestión

Comprende: los programas o instrucciones

Los niveles 2. y 3. constituyen en conjunto la administración que se confronta al nivel político por tener un componente racional mucho más acentuado y un componente valorativo de menor significación.

Una estrategia convenientemente explicitada debería ser el marco

del planeamiento y, por carácter transitivo, de la gestión cotidiana.

Si se dispone de estrategia se tienen posibilidades de planeamiento efectivo. Por el contrario, sin claras definiciones estratégicas el planeamiento tiende a convertirse en un mero ejercicio intelectual, sin posibilidades de operar como interfase entre los objetivos y la ejecución.

La carencia de una estrategia explícita no debe interpretarse como la ausencia de estrategia. De hecho en la etapa "heroica" de la industria los "estrategas" fueron los empresarios que produjeron personalmente los grandes éxitos o fracasos de sus empresas. La necesidad de explicitar la estrategia hace a la concepción moderna de las instituciones como sistemas sociales, donde la alta conducción reposa en un equipo de hombres y no en un empresario unipersonal con características de líder autocrático.

El enfoque estratégico es aplicable no sólo al nivel político sino también al de planeamiento. La gestión por el contrario existe siempre, aunque no haya planeamiento y aún sin estrategia explicitada.

Si la estrategia está clara pero no se ha desarrollado el planeamiento ni otra técnica que lo sustituya cada decisión se transforma en una instancia de gran relevancia y compleja elaboración, pues implica pasar de la estrategia directamente a la gestión definiendo o asumiendo los criterios decisorios que corresponden al nivel de planeamiento. La gestión cotidiana se hace compleja y difícil dependiendo en exceso de la capacidad de los hombres.

Por último si no existe claridad estratégica ni planeamiento la gestión cotidiana no es sólo compleja y difícil sino, lo que es mucho más grave, errática. En este caso las posibilidades de subsistencia de la institución están altamente influenciadas por los azares derivados del contexto.

Si la institución está estructurada por divisiones u otra forma organizacional que privilegia los objetivos sobre las funciones, el nivel político se dará también en la dirección de cada división que tendrá su propia estrategia coherente con la de la institución y,

Críticas a esta corriente de pensamiento:

- Existe un énfasis apriorístico en la comercialización (casi un "axioma") insuficientemente fundamentado y tratado con independencia del contexto.

No se consideran la real naturaleza y caracterización de los contextos altamente inestables, llegando a abstracciones tales como la "mentalidad de marketing" para caracterizar el desempeño global de la institución, con una perspectiva que no es sino justamente, el enfoque estratégico.

- Existe una orientación exclusiva hacia las empresas y, dentro de éstas, a las que ofrecen productos o servicios referidos a los mercados de consumo masivo.

b. En cuanto a la opinión que privilegian la función financiera debe señalarse:

La corriente inicial del planeamiento a largo plazo se basó en proyecciones manejadas a través de la herramienta presupuestaria. Esta corriente se vió superada por la inestabilidad de los contextos, lo que a su vez originó como respuesta el planeamiento estratégico que enfatiza la información externa frente a la información contable histórica. Los mercados pasaron a ser el centro de atención desplazando al instrumental financiero.

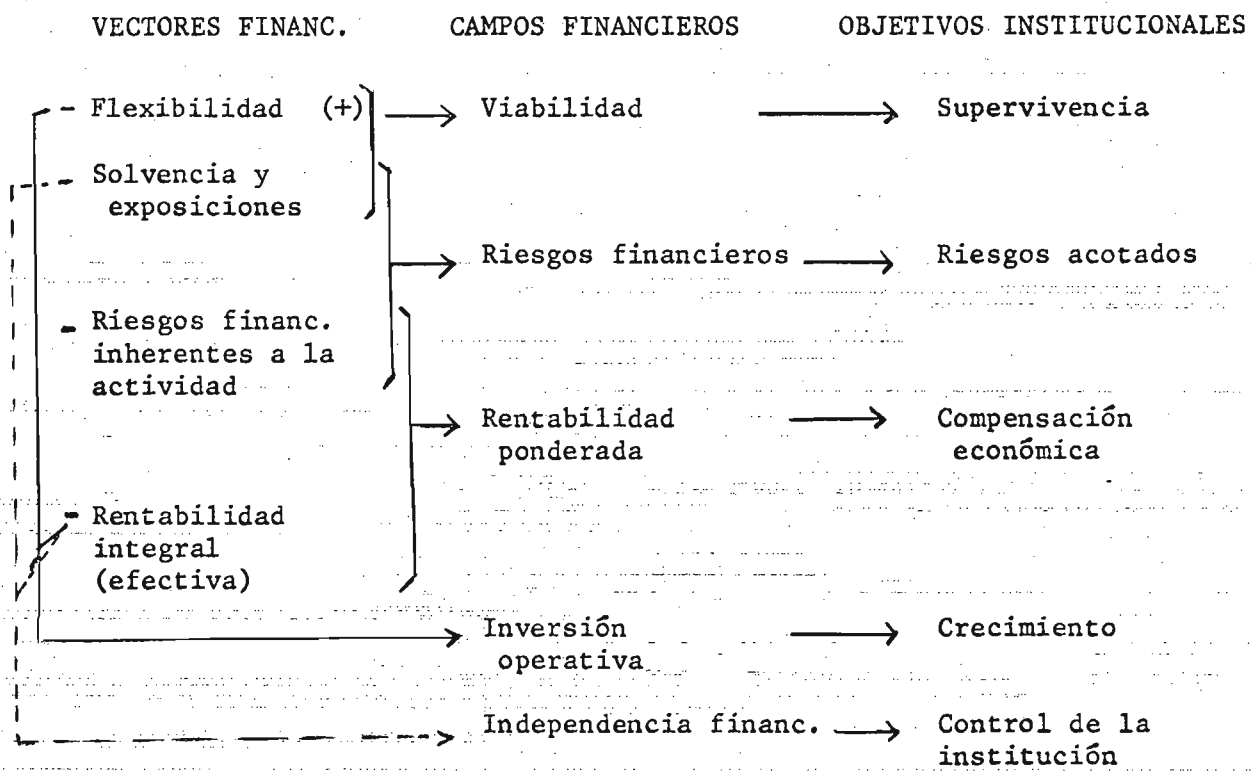
Las corrientes de filiación financiera posteriores enfatizan los modelos destinados a analizar el conjunto de productos y servicios con el objeto de lograr las mezclas más eficientes. Aplican técnicas de evaluación utilizadas en la selección de inversiones financieras. Levy critica este nuevo énfasis en las finanzas porque no tiene en cuenta que el núcleo del problema se sitúa en el desempeño de los productos y servicios en sus mercados.

c. Desde el punto de vista de nuestro enfoque puede argumentarse que una concepción estratégica actualizada debe resultar de la intervención de todas las áreas de la empresa o, en una interpretación más acorde con nuestra propuesta, de la interacción de las distintas funciones que integran la institución.

Así debe asignarse un rol fundamental a la función referida a los recursos humanos en la medida que el principal recurso estratégico es la capacidad e inteligencia de los hombres que componen la institución. Debe además revalorizarse la función financiera asignándole un rol destacado en la definición de la estrategia, especialmente en contextos de alta turbulencia. Pero esa revalorización proviene del análisis de las dimensiones financieras (vectores y campos financieros; políticas financieras, etc.) que se entroncan con los distintos objetivos institucionales. Puede sintetizarse nuestro enfoque en el siguiente esquema coherente con la propuesta ya reflejada en el diagrama 4.3.

Diagrama 5.15

SINTESIS DE VECTORES/CAMPOS FINANCIEROS Y OBJETIVOS INSTITUCIONALES



(+) Flexibilidad defensiva: destinada a enfrentar contingencias.

Flexibilidad ofensiva: destinada a aprovechar oportunidades.

En términos de nuestra propuesta puede aceptarse que la concepción estratégica involucra un diálogo interfuncional acerca de lo negociable en términos de objetivos, políticas y recursos. Dicho diálogo queda reflejado en los compromisos estratégicos de la institución y es monitorizado y resuelto por el más alto nivel de la dirección.

Este enfoque tiene un énfasis integrador respecto del comportamiento de la estructura de la institución: los planes estratégicos de cada función derivan de la estrategia previamente definida a nivel de la institución/^o de la unidad estratégica correspondiente.

- d. Dentro de un mismo sector económico las distintas instituciones tienen mayor o menor campo estratégico según su posicionamiento financiero en relación con el contexto. Disponen de mayores fortalezas y debilidades. Soportan mayores restricciones o amenazas y tienen o no oportunidades para aprovechar. Sus objetivos son en fin, más o menos viables desde el punto de vista financiero. Cuando el objetivo predominante es la supervivencia en un contexto económico altamente inestable la viabilidad estratégica se desplaza hacia la Función Financiera de forma tal que la viabilidad financiera pasa a ser un vector predominante. Dentro de un marco de restricciones dadas por la inflación con control de precios y falta de crédito en volúmenes proporcionados a la misma, casi todo el análisis de las estrategias viables recae en la Función Financiera que estudia cuáles son las estrategias posibles dentro de dicho marco.

En este sentido el rol de la Función Financiera sería definir o demarcar los campos estratégicos viables en medio de las restricciones que surgen de:

- Los impactos inflacionarios y los riesgos financieros asociados a los mismos: ambos en vinculación tanto con los resultados como con el proceso de inversión/financiación.

Los riesgos financieros comprenden tanto las exposiciones como los riesgos financieros inherentes a la actividad.

- Las limitaciones que derivan de la no traslación o traslación

limitada de precios en razón de:

- El efecto directo del control de precios.
- El efecto indirecto del control de precios a través del con
trol sobre los competidores.

El impacto se opera sobre el nivel de márgenes de contribución.

- Los efectos resultantes de incrementos de precios inferiores a los generales en la medida en que estos últimos afectan el nivel de gastos fijos y las utilidades de las empresas u otras instituciones.
- Por efecto de los problemas que afectan los incrementos de precios las decisiones sobre aumentos de los mismos y aún las decisiones de vender o no vender incorporan un fuerte componente financiero que demuestra el carácter interfuncional de las mismas.

e) Para evaluar la importancia relativa del rol estratégico asignable a la Función Financiera deben tenerse en cuenta:

1º) Las distintas facetas del rol de la Función Financiera respec
tó de:

- El ambiente económico: su caracterización y la previsión y evaluación de las contingencias económicas.
- Los aspectos económico-financieros del objetivo institucional: definición de los vectores y políticas financieras aplicables.
- En cuanto a los recursos financieros:
 - Su definición; negociación y obtención.
 - Su compromiso; asignación y aplicación.
- Los restantes objetivos y funciones: direccionamiento e in
tegración financieros considerando especialmente; crecimiento, eficiencia y viabilidad.

2º) Por otra parte en ambientes económicos altamente inestables tienden a producirse los siguientes efectos:

- Respecto de las contingencias: incremento en su número, sig
nificación y dificultades para su previsión.
- Respecto de los recursos: mayores desequilibrios.
- Respecto del direccionamiento correcto: "oscurecimiento".

Adquieren entonces mucho mayor relevancia las técnicas vinculadas con la estrategia, el planeamiento estratégico y otros enfoques comparables, cuya concepción es eminentemente contingente y adaptativa.

3°) El énfasis entre las funciones se inclina entonces hacia la Función Financiera, dado que la misma es esencialmente adaptativa y se vincula directamente con los aspectos más contingentes del contexto.

Cuadro 5.16

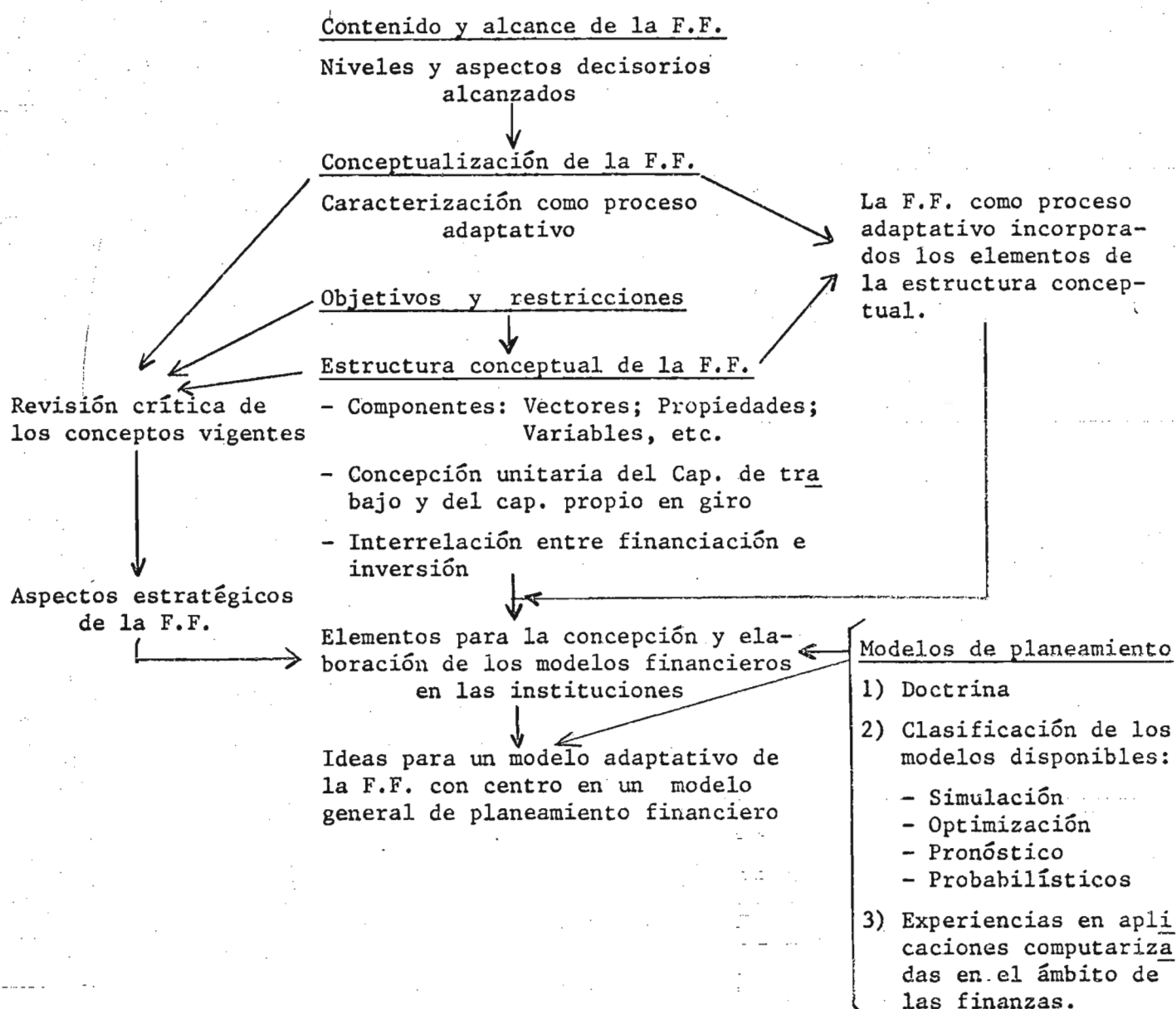
EL ROL ESTRATEGICO DE LA FUNCION FINANCIERA EN ECONOMIAS ALTAMENTE
INESTABLES

<u>Facetas del rol de la Función Fi nanciera</u>	<u>Efectos en Economías altamente inestables</u>	<u>Técnicas aplicables</u>
- Caracterización del ambiente.	- Turbulencia.	- Énfasis en la contingencia y adaptación a través de enfoques estratégicos:
- Previsión y evaluación de contingencias.	- Incremento de contingencias.	- Estrategia
- Compromiso, asignación y aplicación de recursos.	- Desequilibrio.	- Planeamiento,
- Mantenimiento de una guía para los restantes objetivos y funciones.	- Oscurecimiento o ambigüedad de los escenarios.	Control o Administración Estratégicas

5.6. Elementos para la concepción y elaboración de los modelos financieros de las instituciones

Diagrama 5.16

5.6.1 ELEMENTOS DE JUICIO PARA LA CONSIDERACION DE LOS MODELOS FINANCIEROS EN EL MARCO DE NUESTRA PROPUESTA.



5.6.2. Conceptos básicos acerca de los modelos

La consistencia y poder deductivo de una teoría se encuentran íntimamente asociados al método con que dicha teoría es planteada y desarrollada. Al respecto mucho se ha avanzado en la formulación de modelos teóricos, enfoque que otorga rigor a las deducciones y permite validarlas mediante la confrontación con los hechos.

En el terreno decisorio y por encima de cierto nivel más o menos elemental de complejidad, resulta imposible asegurar las implicancias de una decisión sin trabajar a través de la información disponible con un enfoque lógico y ordenado. Esta forma de análisis estructurado

de datos y, en particular, de las relaciones entre los mismos, constituye un enfoque válido para introducirse en lo que hoy se considera modelización.

Los modelos deben guardar siempre una adecuada correspondencia con la situación que se desea representar.

Todo modelo tiene dos componentes:

- Una estructura lógica ("lenguaje") explícita o subyacente.
- Una interpretación que establece correspondencias entre las expresiones de la lógica y algún segmento del mundo real o de alguna disciplina científica.

La corriente epistemológica denominada "axiomatismo" enfatiza el desarrollo de las estructuras lógicas con independencia de sus posibilidades de aplicación. Su campo principal es el de las matemáticas.

La corriente hipotético-deductiva parte por el contrario de hechos de la realidad, para formular hipótesis y deducir consecuencias verificables, utilizando la lógica como herramienta para el proceso deductivo. Su campo principal es el de las ciencias fácticas y es, desde ya, la postura epistemológica subyacente en nuestro trabajo.

5.6.3. Niveles de los planes y de los modelos en sus relaciones con los niveles decisorios de la institución.

1. Niveles de planes

- **Objetivos:** son el resultado no operacional de la coalición política. Constituyen un conjunto de restricciones dentro de las cuales pueden seleccionarse las metas.
- **Metas-vectores:** son la formulación operacional de los objetivos en términos de resultados a lograr.
- **Políticas:** son los cursos de acción factibles para el logro de cada objetivo/meta, a efectos de deslindar y reducir el conflicto que existe entre los distintos objetivos/metast.
- **Planes propiamente dichos:** responden a las preguntas: qué?, quién? cuándo? cómo? dónde?.

Definen la especificación de los cursos de acción a seguir.

- Directivas; traducción de los planes para los encargados de ejecutarlos.

Los objetivos, las metas/vectores y las políticas corresponden al nivel político y, por lo tanto, forman parte de las definiciones estratégicas. Los planes propiamente dichos y las directivas hacen al nivel de dirección o gerencia y, por tanto, refieren al planeamiento estratégico u otras concepciones alternativas.

2. Tipos de planes

Siguiendo a Bharker, Pope y Morris (109-110) pueden sintetizarse en la siguiente forma las aplicaciones financieras basadas en modelos de simulación:

- Referidas a los planes estratégicos:

Hacen a la naturaleza de los objetivos de las instituciones y a sus actividades y tratan de manipular el entorno externo.

- Referidas a planes administrativos/operativos:

Tienen un carácter predominantemente táctico: más alejadas de las definiciones de los objetivos y menos volcadas al contexto. Hacen al cumplimiento de las metas previamente definidas y se encuentran íntimamente ligadas a la herramienta presupuestaria.

3. Niveles de los modelos en su relación con los niveles decisorios de la institución

- Modelos de estrategia:

- En función de las consideraciones estratégicas ya realizadas debe subrayarse la identificación con el nivel político o de alta dirección. Por su parte la política es un sistema estocástico cuyas reglas de inferencia (matrices) son de naturaleza probabilística y condicional, configurando una forma primaria de aprendizaje por prueba y error.

- El producto del proceso político son las metas y las políticas que a su vez alimentan a los modelos de planeamiento.

En nuestra propuesta se introduce el concepto de vector como segmento con topes mínimos y/o máximos definidos. El mismo reemplaza con claras ventajas al concepto "puntual" de meta.

Los modelos estratégicos están destinados a evaluar mediante simulación los grandes cursos de acción alternativos.

Para ello incluyen un número de variables económico-financieras: inversión de capital; obtención de préstamos; precios y salarios; costos directos y gastos fijos, etc.; cuya articulación permite medir los resultados asignables a distintas alternativas de:

- crecimiento, nuevas inversiones
- mix comercial, diversificación
- tamaño de planta, tecnologías
- estructura de financiación, viabilidad financiera u otros componentes de la estrategia.

- Modelos de planeamiento

- Facilitan un grado adecuado de apreciación conjunta para situaciones complejas mediante la organización en cierta secuencia de los programas de decisión. De tal forma permiten sistematizar conjuntos de decisiones estructurando en planes los programas de decisión asignables a cada uno. Se destaca aquí la idea unitaria y en cierta forma indivisible de los conjuntos o sistemas decisorios.

- Tipos de modelos de planeamiento:

- De planeamiento propiamente dicho: modelos presupuestarios simples dirigidos a extensos horizontes de trabajo. Permiten comparar y evaluar alternativas (volumenes de ventas, de stocks, días de giro, etc.)
- De impacto: rápido cálculo de los efectos derivados de cambios en el contexto (variables no controlables).
- Presupuestarios: cálculo de presupuestos analíticos en intervalos cortos (mes por ej.) y para horizontes limitados. Son la base del control por sector responsable o centro de responsabilidad.
- El marco de referencia habitual de un modelo de planeamiento es el correspondiente a determinada función/subfunción institucional.

- Modelos de gestión

- Son modelos específicos o especializados que no se refieren en general a conjuntos decisorios de una cierta función (como los de planeamiento) sino a determinados aspectos u operaciones de la misma.
- Un ejemplo es el flujo de fondos ("cash flow") referido a la gestión financiera, en intervalos muy cortos (semanas por ej.) y para horizontes temporales muy limitados.
- Otros tipos de modelos de carácter financiero son los específicos para:
 - Análisis de "joint ventures" u otro tipo de asociaciones.
 - Análisis de fusiones - adquisiciones
 - Planeamiento impositivo o de seguros

Distintos modelos son integrables entre sí a partir de una base común de datos; por ej.: un modelo presupuestario mensual puede alimentar el primer período de un modelo de planeamiento.

5.6.4. Caracterización del planeamiento

Las decisiones correspondientes al nivel de planeamiento pueden caracterizarse por los siguientes aspectos:

- Extensión: ámbito amplio
- Comprensión: nivel de detalle reducido
- Proyección: alcance temporal no limitado a lo inmediato
- Variables consideradas: principalmente las externas.

Los factores que limitan el planeamiento han sido señalados por Emery (170 a 172) y se refieren fundamentalmente a la incertidumbre asociada con los valores pronosticados en los datos de planeamiento. La misma afecta "asuntos tales como estrategias de los competidores, futuros desarrollos tecnológicos y valor de las variables sujetas a fluctuaciones aleatorias." La institución cuenta con medios para enfrentarse con la incertidumbre: ya sea introduciendo cambios en el medio que la reduzcan ("ambiente negociado" por ej.) o bien mediante adaptaciones que hagan al cumplimiento de los objetivos menos sensible a esa incertidumbre.

La reducción de la incertidumbre, generalmente asociada a una ma-

yor flexibilidad de los recursos, implica costos adicionales. Las exigencias del tiempo de respuesta también pueden imponer severas limitaciones cuya resolución sea parcial y siempre en función de un mayor costo. La limitación final del planeamiento es, por cierto, el costo.

Por otra parte el proceso de planeación o planeamiento rige en una medida variable pero siempre significativa el comportamiento de la institución. Las mejoras fundamentales en la acción deberían lograrse principalmente por medio de un mejor planeamiento que conduzca a un esfuerzo más coherente para lograr metas globales.

Siguiendo a Ackoff (1 a 30) podemos caracterizar la naturaleza y contenido del planeamiento con énfasis en el planeamiento estratégico y el enfoque adaptativo:

- La planeación no es un acto sino un proceso, el cuál no tiene conclusión ni punto final natural. La planeación involucra un sistema de decisiones (o sea un conjunto de decisiones interdependientes) que deben tomarse anticipadamente para obtener determinados resultados en el futuro.
- La diferencia entre planeación estratégica y táctica es relativa y tridimensional; los planes son "más estratégicos" cuanto:
 - Más duraderos e irreversibles sean sus efectos. En general tiende a identificarse con la planeación a largo plazo.
 - Más funciones sean las afectadas por el plan o, en otros términos, cuanto más amplia sea la perspectiva. La planeación a nivel de institución es generalmente la de mayor contenido estratégico.
 - Más se refiera a la formulación de los objetivos.

En consecuencia el planeamiento estratégico sería un planeamiento de alto nivel y de largo plazo orientado más hacia los fines que hacia los medios.

- Filosofías de planeación: son los puntos de vista básicos o presupuestos adoptados para planificar (también se habla de la "estrategia de planeamiento"). Tres serían estos puntos de vista posibles: planeamiento satisfaciente, óptimo o adaptativo.

El planeamiento adaptativo valoriza el proceso de producir los planes por la participación de los ejecutivos que involucra y contem-

pla los enfoques de planeamiento aptos para los distintos tipos de futuro. Esto último implica:

- Para un futuro cierto: un planeamiento de compromiso.
- Para un futuro incierto: un planeamiento contingente (planes por cada alternativa).
- Para un futuro ignorado: capacidad de planeación reactiva.

"La adaptación es una respuesta a un cambio (estímulo) que reduce real o potencialmente la eficiencia de la conducta de un sistema, una respuesta que evita que ocurra tal reducción.

Se llega al planeamiento adaptativo o estratégico por alguno de los dos siguientes caminos:

- Desde el planeamiento satisfactorio: fuertemente influido por el conductivismo (ciencias de la conducta) y los sociólogos. También los hombres de finanzas se consideran tradicionalmente enrolados en esta corriente.
- Desde el planeamiento optimizador (totalismo): proviene de los economistas, ingenieros y matemáticos. Constituye en alguna forma la extensión de la investigación operativa desde el nivel de gestión al nivel de planeamiento.

En contextos altamente inestables la planeación satisfaciente es la de mayor probabilidad de aplicación inmediata. Pero su aplicación puede combinarse con los otros enfoques especialmente con el adaptativo.

La introducción del planeamiento adaptativo lleva a su vez a:

- Una mayor necesidad de métodos, técnicas e instrumentos científicos.
- Un mayor grado de comprensión de la conducta de la institución.

Respecto de la vinculación del modelo de planeamiento estratégico o adaptativo con los enfoques y técnicas de conducción y dirección de instituciones, cabe notar que el desarrollo del modelo no requiere expresamente de una determinada técnica pero sí que debe estar presente un enfoque actualizado y maduro de la conducción que implique:

- La existencia de definiciones estratégicas a nivel de institución adecuadamente explicitadas. Las mismas son extensivas a ca

da una de las unidades estratégicas.

- Un planeamiento centralizado a nivel de institución y de cada unidad estratégica. El mismo es inherente al enfoque estratégico de la conducción de las instituciones y requiere de planes para la gestión de cada una de las funciones.
- Cada área de la institución se maneja por objetivos en base a su inserción estratégica y en armonía con los planes estratégicos de las unidades y de las funciones.
- La existencia de un presupuesto integralmente asociado al planeamiento estratégico y no como simple proyección del pasado. El presupuesto "base cero" es una interesante técnica para la implementación de este enfoque.
- Una generalizada actitud de aprendizaje organizacional impulsada desde la dirección superior y adecuadamente difundida en toda la organización.

5.6.5. Modelos de planeamiento

Las instituciones generan sus planes en base a su visión del contexto ("mundo exterior"); esto implica la necesidad de contar con una teoría o modelo a efectos de representarlo. Los llamados "modelos operacionales" constituyen el espacio representativo del ambiente: si el modelo o teoría es válido los planes emergentes tendrán probabilidad de conducir a las metas.

Los modelos de operaciones se construyen empleando todos los elementos de la ciencia y de la experiencia. El modelo operacional es el acervo de conocimientos que procesa la dirección para formular planes y directivas conducentes a las metas establecidas por la política de la alta dirección.

Para poder planificar debe simularse el ambiente en forma tal de detectar lo que pueda ocurrir en el futuro, precisamente porque éste puede variar.

Sintetizando la idea de un modelo de planeamiento en forma acorde con los conceptos enunciados puede decirse que:

- Las entradas mínimas al modelo son:
 - Metas o vectores provenientes del sistema político
 - Modelos operacionales como espacios representativos del ambiente.

- Resultados pasados. Su análisis y su impacto en la estructura patrimonial y de resultados presentes ("carta de situación").
- Pronósticos de variables externas no controlables.
- La producción o "output" del modelo se refleja en los procedimientos o directivas que enmarcan la gestión cotidiana de las respectivas funciones.

Los modelos de planeamiento ("ciencia de la administración") enfatizan la generalidad, la apreciación conjunta de una situación compleja en modelos que abarcan segmentos importantes del ambiente en que opera una institución. Se vienen desarrollando bajo el rótulo de "planeamiento empresario" ("corporate planning") según indica Ackoff.

Por el contrario la investigación operativa se orienta hacia la especialidad, como tecnología que pretende conocer todos los aspectos pertinentes a cada proceso.

El "SPS" (Sistema de planeamiento estratégico) es una versión más avanzada de los sistemas de información gerencial ("MIS") que enfatiza la contingencia y la información externa a la institución. Para Ansoff (53 a 58) la supervivencia incluye la respuesta a contingencias y éstas, a su vez, se miden por indicadores financieros tales como: liquidez, endeudamiento, activo corriente / activo fijo. Se deduce entonces el énfasis que el planeamiento estratégico reconoce a la Función Financiera en la medida en que las condiciones del contexto provoquen la valorización del objetivo institucional de supervivencia.

5.6.6. Organización del esfuerzo de planeamiento

Ackoff (125 a 133) sostiene que si se confiere a una unidad de planeamiento toda la responsabilidad de preparar un plan y someterlo a la aprobación de los ejecutivos responsables, se puede ganar tiempo y mejorar el procedimiento formal, pero disminuye aceleradamente la participación de los hombres de línea que deben dirigir la implementación de dichos planes. Puede decirse que la "probabilidad de éxito del esfuerzo de planeación disminuye conforme aumenta la autonomía de ésta dentro de la empresa". Pero el grupo de planeamiento puede ser de gran utilidad siempre que tenga la res-

ponsabilidad de participar en las actividades de planeación de los responsables y apoyarlas consecuentemente.

La planeación a niveles múltiples y con unidades organizativas múltiples debe realizarse en gran parte simultáneamente lo que provoca un gran problema de coordinación. Pero esto no debiera llevar a que el plan sea un simple agregado de planes sectoriales; por el contrario un planeamiento efectivo debe abarcar todos los sectores de la institución pero en forma coordinada, metódica y orientada desde la alta gerencia.

A su vez la planeación en cualquier nivel intermedio requiere comprender la que se efectúa en los mismos niveles superior e inferior y entender la que efectúan otras unidades al mismo nivel. Una opción es un sistema de comisiones o comités revisores de la planeación articulado de forma que cada nivel intermedio participe en tres comisiones de distintos niveles.

Según Ackoff (133) "El valor del planeamiento para los ejecutivos consiste más en su participación en el proceso que en el consumo del producto de éste. Dicha participación estimula el desarrollo de un conocimiento más profundo del negocio y de su ambiente y obliga a formular y evaluar sistemáticamente alternativas que de otra forma no serían tomadas en cuenta. Libera grandes cantidades de actividad creadora que tan a menudo están reprimidas por la rutina y por la necesidad de enfrentar a las crisis.

5.6.7. Planeamiento y Sistemas de información

El planeamiento, como toda decisión, no es sino procesamiento de información. Sin información no puede haber decisión: de allí la íntima conexión entre el planeamiento y los modernos sistemas de información.

El sistema de planeamiento o "dirección" es un sistema de procesamiento de información que comprende distintos procesos a partir del correspondiente al modelo operacional o "apreciación de la situación".

La información crítica para el planeamiento es, por la necesaria anticipación de los planes a los hechos, información respecto del futuro estado de las variables no controlables.

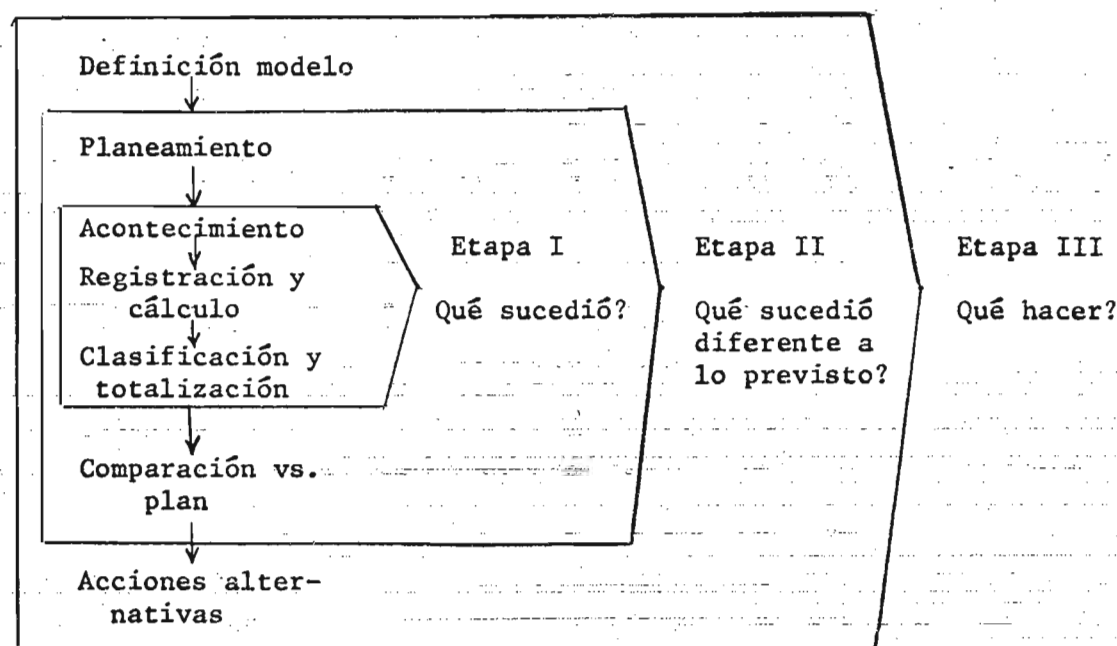
Durante años ha existido una tendencia a identificar el sistema de planeamiento con el "MIS" o sistema de información gerencial, considerado éste como la "inteligencia" de la institución con énfasis en la capacidad adaptativa y de aprendizaje.

Pero el "MIS" pone demasiado énfasis en los datos internos de la institución lo que permite evaluar y proyectar resultados pero no prever los cambios en los mismos en función del contexto. Los hoy denominados "sistemas de planeamiento estratégico" (SPS) incorporan justamente los datos del ambiente como ingresos de los modelos de planeamiento de la institución. De tal forma enfrentan la incertidumbre mediante una concepción contingente del planeamiento.

El soporte informático de los modelos de planeamiento está constituido por lo que se suele denominar "bases de datos"; materia prima indispensable para los modernos sistemas de información denominados "sistemas de apoyo (o soporte) de decisiones". En este sentido es conveniente recordar los distintos niveles de los sistemas de información identificables con sucesivas etapas en el desarrollo de la informática: (Nora Fusillo; Revista Mercado del 23/6/83).

Diagrama 5.17

ETAPAS EN EL NIVEL DE DESARROLLO DE LOS SISTEMAS DE INFORMACION



- Etapa I: corresponde a la "historia". Sus ejemplos son la registración contable tradicional en general y sistemas como los de cuentas corrientes de clientes o proveedores en particular.

- Etapa II: corresponde a los sistemas de información gerencial.

Automatizan los cálculos presupuestarios y la elaboración de la información real para comparar con el presupuesto y movilizar el correspondiente control.

- Etapa III: Elaboran información para anticipar situaciones y prever sus efectos en los resultados y la estructura patrimonial.

Organizan la información en forma tal de "servir de soporte" a las decisiones no programadas o de planeamiento.

Utilizan las técnicas de simulación; los cálculos estadísticos y el "arsenal" de la investigación operativa.

Un ejemplo típico son los "juegos de empresas" que incorporan hipótesis de metas y luego evalúan "que sucede si...", en base a relaciones no conocidas por el participante y que éste debe ir descubriendo por prueba y error.

Está claro que nuestra propuesta no se refiere a los sistemas de información como tales, sino a la estructura de la Función Financiera. Por otra parte los modernos sistemas de soporte de decisiones incorporan necesariamente hipótesis sobre la estructura de las decisiones involucradas. En consecuencia entendemos que la presente propuesta constituye un antecedente necesario para encarar con rigor y realismo sistemas de soporte de decisiones vinculados con los aspectos financieros de las instituciones.

5.6.8. Tipos de modelos considerando la forma en que se estructuran las variables decisorias. Aplicación al campo financiero.

En este punto seguiremos el trabajo de Bhaskar, Pope y Morris sobre modelos financieros.

Existen distintos caminos para generar y articular las relaciones entre las variables que hacen a los procesos decisorios. El tipo de modelo más apropiado en un contexto específico dependerá de distintos factores:

- Objetivos perseguidos
- Naturaleza de los datos
- Naturaleza matemática de las relaciones entre las variables
- Extensión del control sobre las variables decisorias
- Nivel de incertidumbre asociado con el entorno decisorio

También dependerá de los beneficios percibidos en cuanto a la utilización de un método mejor que otro, medidos ambos en relación con el grado de seguridad asociada.

Se toman en cuenta entonces la forma en que se estructuran las variables decisorias y lo que podría considerarse como la "meta propia" del modelo. Según la meta que se asigne al mismo será la forma en que convenga estructurar las variables y, por consiguiente, las técnicas matemáticas y estadísticas disponibles para ser aplicadas.

En todos los casos la construcción o elección de un modelo presupone el análisis del flujo de decisiones. Sólo entonces se está en condiciones de definir y evaluar la aptitud del modelo vinculado con las mismas.

Los principales tipos de modelos son los de simulación; de optimización, de pronóstico y probabilísticos. Veamos brevemente cada uno.

1. Modelos de simulación

Ofrecen la oportunidad de "experimentar" mediante modelos cuando no se puede hacerlo en el mundo real. Constituyen la concepción más comúnmente utilizada para el desarrollo de los modelos financieros: establecen los impactos en la rentabilidad y en las posiciones financieras derivados de adoptar distintas políticas, sujetas a las limitaciones impuestas por las asunciones incorporadas al modelo. En similar forma pueden medir el impacto de cambios en las variables exógenas no controlables. Este tipo de modelos permiten el diálogo entre el ejecutivo y el modelo a efectos de comparar las alternativas y buscar una que sea aceptable.

Los presupuestos y los pronósticos económico-financiero constituyen los más conocidos ejemplos de aplicación financiera para los modelos de simulación, en la medida en que incorporen las estructuras lógicas necesarias para funcionar como tales. Los presupuestos son elaborados sobre la base de los circuitos regulares de planeamiento y destinados a medir la performance del desempeño y servir de base para el control. Los pronósticos, por el contrario, pueden ser hechos en cualquier momento para incorporar las cambiantes circunstancias y la nueva información disponible.

2. Modelos de optimización

En lugar de evaluar cursos de acción alternativos de entre los que le son planteados tratan de encontrar la mejor alternativa, sujeta a las restricciones y asunciones incorporadas al modelo. Proviene de los sectores de investigación operativa y están orientados a solucionar problemas específicos de decisión a nivel de gestión más que a nivel de planeamiento. Los modelos de optimización son los aplicados a la automatización del proceso decisorio.

Cuando se los aplica al desarrollo de modelos financieros surge una tendencia a sobre-especificar las inte-

rrelaciones, lo que los convierte en relativamente inflexibles y comparativamente costosos para su corrida.

3. Modelos de pronóstico

Son modelos causales que tratan de determinar el comportamiento de la variable pronosticada (variable dependiente) en función de las variables independientes que influyen en la misma. En tal forma se trata de superar las limitaciones asociadas al análisis de las series de tiempo, que funcionan como simples proyecciones del pasado (extrapolación) y no como verdaderas previsiones del futuro.

Los modelos de pronóstico tratan de identificar relaciones significantes entre las variables que determinan los resultados investigados, a los cuales puede asignarse probabilidades con más facilidad que en otras técnicas. El impacto del cambio en las variables independientes puede también ser explorado a través del análisis de sensibilidad.

Un ejemplo financiero de estos modelos son los de predicción de cesación de pagos mediante las técnicas del análisis discriminante múltiple (basados en datos históricos). En primer lugar se clasifican distintas empresas en dos grupos: caídas y no caídas en cesación de pagos, identificando para cada una dos parámetros (por ej.: índices del capital de trabajo y del retorno sobre el capital empleado).

Puede entonces determinarse una línea de separación entre ambos grupos de empresas a lo largo de la cual cada uno de los parámetros asume los valores límites o críticos.

Se trata en general de modelos limitados por el número de variables relevantes que pueden ser incluidas en los mismos y por los cambios estructurales en la economía y en los mercados que pueden replantear en forma profunda las relaciones causales entre las variables.

Los modelos de pronóstico pueden ser integrados con los modelos de planeamiento basados en simulación, en forma

tal que los pronósticos obtenidos de los primeros alimenten las hipótesis que constituyen la base de los cálculos para los segundos. La integración operativa en el mismo conjunto de programas tiende a reducir la flexibilidad, por lo que resulta más favorable mantener una integración conceptual que prevea la interface humana entre uno y otro proceso.

4. Modelos probabilísticos

La noción de riesgo implica que el nivel de desconocimiento de las circunstancias o estados futuros y el de los resultados asociados con las mismas no impide identificar el rango de posibles estados y asociar a cada uno de los mismos una probabilidad de ocurrencia. La incertidumbre, por el contrario implica la imposibilidad de identificar los posibles estados o sus probabilidades de ocurrencia. La regla general en materia de modelización es entonces la de reducir las condiciones de incertidumbre a riesgo, en forma tal de poder incorporar los posibles estados y sus probabilidades al correspondiente modelo probabilístico.

Estos modelos funcionan como asistencia en el proceso decisorio a efectos de identificar los mejores cursos de acción consistentes con los objetivos. Pueden ser asociados a modelos de simulación financiera sin necesidad de incluir las actitudes del decididor frente al riesgo en el modelo. Por el contrario cuando se asocia la concepción probabilística con los modelos de optimización éstos deben incorporar las actitudes ante el riesgo cumpliendo significativamente el modelo.

En materia financiera puede mencionarse la asignación de capital ante situaciones en que los criterios de selección son múltiples y conflictivos. Por ej.: selección de portafolios de inversión asociando riesgos y retornos mediante rutinas de análisis interactivo. Mediante las técnicas de programación cuadrática se elude el

problema de cuantificar preferencias "a priori", definiendo el riesgo en términos de la variación de los retornos.

También deben mencionarse las técnicas de análisis de sensibilidad que no incorporan el tratamiento sistemático del riesgo a los modelos, sino que tratan de determinar el impacto en los resultados producido por los cambios en el valor de las variables no controlables. Se trata entonces de establecer el rango de variación de los resultados en función del campo de variación de las variables. Constituyen una primera y más simple aproximación al problema de la falta de certeza sobre los estados futuros.

En síntesis: diversas técnicas están disponibles para adaptar las versiones determinísticas de los modelos de simulación y optimización a condiciones de riesgo e incertidumbre, pero la adopción de las mismas debe ser cuidadosa. En principio es en los más sofisticados modelos de simulación donde más está creciendo dicha adopción de métodos probabilísticos con probabilidad de beneficios para los usuarios.

5.6.9. La función financiera como modelo adaptativo

Como ya fuera explicado puede concebirse la Función Financiera como un proceso adaptativo de la institución a sí misma (coalición), al contexto y a los resultados obtenidos. Este proceso se desenvuelve en el marco (contenido y alcance) que resulta de la naturaleza de la Función Financiera y sus consecuencias. Dicho proceso adaptativo es modelizable lo que implica describir y rigорizar a la Función Financiera mediante un modelo adaptativo (o conjunto de modelos) que contemple:

- Los aspectos financieros del nivel político.
- En la elaboración de las metas/vectores.
- En la estabilización y control de los mismos.
- La administración financiera.
- A nivel de planeamiento financiero.

- A nivel de gestión financiera.

Nuestra formulación de la Función Financiera como un proceso adaptativo puede ser representada mediante un modelo que permita su comprensión y su mejoramiento.

En particular puede afirmarse que la comprensión de la Función Financiera se identifica con el diseño y funcionamiento del correspondiente modelo mucho más que con el estudio de determinado tipo de decisiones o técnicas.

El modelo adaptativo debe permitir:

1°) Entender → Explicar → Aprender

2°) Predecir → Pronosticar → Decidir

Para avanzar en el enfoque de la Función Financiera como un proceso adaptativo y modelizable es necesario:

1°) Explicitar los lineamientos del modelo general de la Función Financiera como proceso adaptativo.

2°) Plantear los elementos de juicio concurrentes a la definición de un sistema general de planeamiento financiero considerable como eje o "centro" del modelo general de la función.

3°) En siguientes etapas y una vez diseñados los modelos avanzar en su utilización corrigiéndolos y, simultáneamente, tendiendo a la optimización del proceso financiero.

Esta concepción implica un enfoque para consolidar las distintas relaciones elementales entre vectores financieros y variables en modelos que sintetizen el comportamiento económico-financiero de la institución.

Cabe enfatizar aquí las coincidencias y disparidades entre nuestro enfoque y el de Ackoff (70) en lo que hace al ingrediente financiero del planeamiento estratégico: coincidimos en que el planeamiento financiero no debe ser confundido con el planeamiento de toda la institución pero subrayamos, coherentemente con lo ya explicado, que la Función Financiera al interrelacionar el contexto económico-financiero general con la institución, destaca el principal conjunto de determinantes ambientales y de efectos

contingentes sobre la misma. Por lo tanto cuanto mayor sea la inestabilidad más contingente deberá ser el planeamiento y, por consiguiente, mayor peso relativo asumirá la Función Financiera involucrada en el mismo.

Consideramos que Ackoff al no haber profundizado el contenido y alcance de la Función Financiera le asigna un rol demasiado limitado que, en cierta medida, evoca la crítica a la concepción del planeamiento a largo plazo como corriente de pensamiento basada en extrapolaciones del pasado (dicha corriente antecedió al surgimiento del planeamiento estratégico y suele ser asociada al énfasis en las finanzas). Ackoff mismo brinda la pista acerca de su contradicción cuando destaca que el pronóstico de la posición financiera de la empresa debe hacerse conforme a una gran variedad de suposiciones respecto de las políticas y condiciones ambientales.

En su mismo trabajo Ackoff (136 a 140) plantea como ejemplo el uso de un modelo utilizado en la planeación estratégica de una compañía química. Dicho modelo persigue la armonización entre el logro de las metas de participación en el mercado y la reducción en los gastos totales de investigación y desarrollo: de allí se desprende inmediatamente un componente financiero del direccionamiento de la búsqueda estratégica tal como resulta de comparar:

- Aplicación a gastos de investigación "ofensiva" que provocan:

- Aumentos en las inmovilizaciones (inversión de capital)
- Aumentos en el capital de trabajo requerido por las mayores ventas correspondientes a los nuevos productos.

- Aplicación a gastos de investigación "defensiva" que provocan:

- Disminución en el capital de trabajo requerido por descenso en los costos de producción de los actuales productos.

Podría agregarse que la búsqueda estratégica debería contemplar otro componente financiero, además de la función de utilidad resultante del mix de gastos de investigación ofensiva, defensiva y de posición en el mercado destacados por Ackoff. Dicho componente financiero estratégico es el que hace fundamentalmente a la viabilidad financiera de cada estrategia.

Dadas condiciones de alta inestabilidad la función financiera debe asegurar la supervivencia, lo que implica que el correspondiente modelo adaptativo asegure:

- La capacidad de respuesta a las contingencias: previsión de respuestas de la institución frente a diversas situaciones súbitamente cambiantes.
- La orientación del desarrollo de la institución: inducida por la previsión y el análisis financieros.

Por lo tanto el modelo financiero no debe limitarse a prevenir "déficits" sino que debe definir la relación del momento presente "n" respecto de cada futuro momento $n+1$, $n+2$, ... La pregunta a responder para cada uno de los "instantes" o "puntos" del futuro analizado es: cuál es la viabilidad en términos de los elementos de juicio económico-financieros.

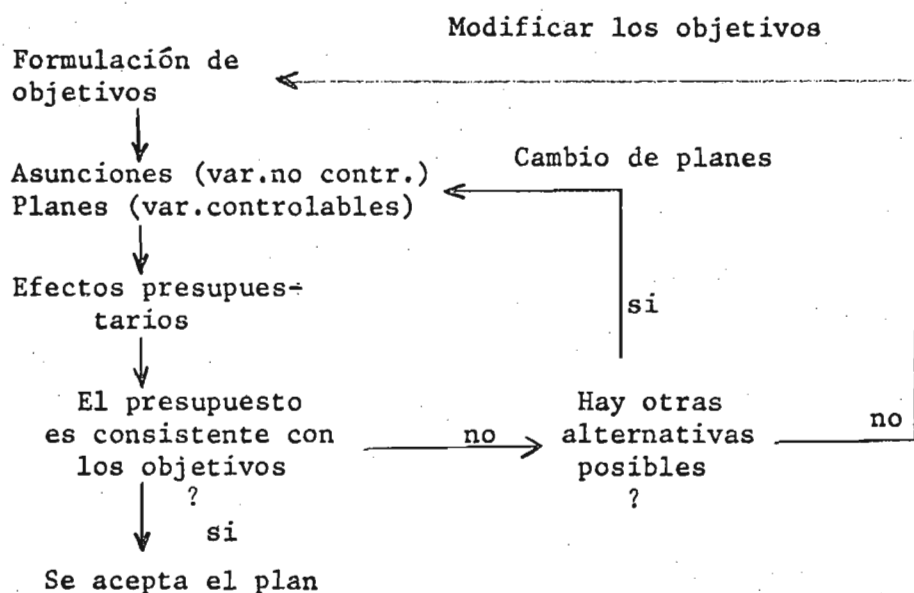
Esto requiere ponderar las estructuras patrimoniales y de resultados proyectadas a cada uno de los "instantes" o "puntos" del futuro comprendidos en el horizonte de planeamiento. Y analizar la sensibilidad de dichas estructuras a los distintos tipos de cambios.

Puede notarse aquí el ensamble entre el enfoque expuesto y las ideas centrales de la corriente identificada como Control Estratégico.

Podemos mencionar como antecedente de nuestra concepción el "Ciclo de planeamiento" según la definición de Bhaskar, Pope y Morris (126).

Diagrama 5.18

CICLO DE PLANEAMIENTO



En este enfoque los modelos financieros pueden ser usados no sólo como una herramienta para evaluar planes alternativos (por ej: distintas oportunidades de inversión) que hacen al cumplimiento del conjunto de objetivos a alcanzar, sino también para explorar las implicancias de cambiar dichos objetivos. A su vez el análisis de sensibilidad permite diferenciar a nivel táctico aspectos tales como: cambios en la rentabilidad derivados de variaciones en volúmenes de ventas y/o costo de los materiales consumidos. La determinación de las asunciones o datos externos al modelo puede hacerse por dos caminos no excluyentes:

- a) Desarrollando modelos de pronóstico macroeconómico
- b) Comprando la información producida por especialistas en el tema.

5.6.10. Elementos para el modelo general de planeamiento financiero.

1. Introducción

En principio pueden diferenciarse dos niveles para el análisis y la definición de los modelos financieros:

- El general: dirigido a la interpretación global de la Función Financiera como proceso adaptativo en sus distintos aspectos, incluido el planeamiento.
- El específico: correspondiente al planeamiento, inserto en el nivel administrativo de dirección y comprendido dentro del nivel general.

Definiremos brevemente los elementos de juicio que hacen al nivel general de la Función Financiera para avanzar con mayor profundidad en los elementos necesarios para el modelo de planeamiento financiero.

Cabe notar que los modelos financieros hoy existentes a nivel de planeamiento son especializados, es decir enfocan determinado tipo de decisión de planeamiento (evaluación de inversiones; nivel de endeudamiento; etc.) sin un adecuado nexo con las restantes.

Como excepción puede mencionarse el modelo de administración financiera de Myres y Pogué, (Pogué y Lall, 268-269) que incorpora algunas de las conclusiones más recientes de la teoría financiera, basándose en la necesidad de considerar simultáneamente las opciones de inversión, financiación y distribución de dividendos. Myres y Pogué persiguen maximizar el valor actual de mercado de la empresa eligiendo combinaciones entre las opciones de inversión y financiación y aceptando la tesis de Modigliani y Miller, así como la existencia de restricciones en cuanto a endeudamiento y liquidez y la definición de opciones excluyentes en materia de selección de inversión.

El modelo de Myres y Pogué constituye un interesante antecedente, si bien su premisa de un objetivo único

y estable asociado a un mercado financiero desarrolla do le resta la flexibilidad indispensable para su apli cación al contexto argentino.

2. Aspectos que debe comprender el modelo general de la Función Financiera.

Consecuentemente con lo desarrollado al tratar la con ceptualización de la Función Financiera podemos iden tificar los siguientes aspectos:

- Inserción de la Función Financiera en la estrategia
- Previsión de las variables macroeconómicas rele vantes para cada función de la institución.
- Participación en el proceso de elaboración de los objetivos económico-financieros y en la interpre tación y procesamiento en términos económicos de los restantes objetivos.
- Realimentación de los resultados reales y proyec tados a la coalición: control, estabilización y reelaboración de los objetivos.
- Definición de los vectores financieros a partir de los objetivos de la institución y ajuste de los mismos en función del control de los resulta dos.
- Elaboración de las políticas financieras alternati vas coherentes con los vectores y las correspon dientes condiciones operativas.
- Direccionamiento financiero de la búsqueda estra tégica.
- Sistema general de planeamiento financiero
- Detección, definición y medida de las condiciones operativas de la institución que encuadran la es tructura patrimonial y de resultados.
- Análisis y evaluación integrados de las políticas financieras de origen y aplicación de fondos, pau tando y compatibilizando los correspondientes pla nes financieros.

- Integración, evaluación y control de los planes de las restantes funciones.
- Proyección y evaluación de las estructuras patrimonial y de resultados y direccionamiento de la gestión para alcanzar mejoras en las mismas.
- Sistemas financieros específicos
Implican la administración de las variables total o parcialmente controlables por la administración financiera:
 - De planeamiento: definición de los planes específicos en función de las políticas financieras predefinidas.
 - De gestión: aplicación de los planes específicos.
- Sistema de control de gestión
 - Detección: comprende la definición, recopilación y procesamiento de los resultados reales.
 - Realimentación: comprende el análisis e interpretación de los resultados reales.

El proceso financiero adaptativo puede entonces ser descripto y rigORIZADO mediante un modelo general de la Función Financiera con "eje" o "centro" en un sistema de planeamiento financiero general.

3. Aspectos comprendidos en el modelo general de planeamiento financiero.

a. Desarrollo del modelo

- Definición de sus componentes
 - Incorporación de los vectores (o metas)
 - Identificación de las variables relevantes para la Función Financiera (controlables total o parcialmente; no controlables) indicando el grado de especificidad en cada caso. Las variables parcialmente controlables corresponden a las restricciones que derivan de las condiciones operativas en que opera la institución.
 - Adscripción (reconocimiento) de las diversas propiedades asignables a cada variable.

- Articulación del modelo

- Relaciones de las variables con las metas a través de las propiedades asignadas (relaciones unívocas y relaciones múltiples).

Interrelaciones de las variables. Definición de los operadores.

- Consolidación de las distintas relaciones en un modelo consistente.

b. Funcionamiento del modelo

- En cuanto al proceso de planificación

- Pronóstico de los escenarios: definición de las expectativas acerca de las variables no controlables por la institución (variables de contexto).

- Simulaciones:

- Cuantificación de los supuestos acerca de las variables parcialmente controlables por la Función Financiera.
- Cuantificación de las alternativas acerca de las variables controlables por la Función Financiera.

- Proyección y evaluación de las estructuras patrimonial y de resultados.

- Análisis de resultados y toma de decisiones

- En cuanto al proceso de control

- Realimentación del modelo con los resultados obtenidos.

Análisis de los mismos y del comportamiento real de las variables. Evaluación y ajuste.

- Realimentación de los resultados a nivel político.

c. El modelo general de planeamiento financiero considerado como "interfaz".

Consideramos indispensable definir el modelo en el marco dado por su ubicación respecto de:

- La estrategia.
- Los otros modelos generales de planeamiento correspondientes a cada una de las funciones.
- Los modelos de planeamiento financiero específicos.
- Los modelos de gestión financiera.

Debe ponerse especial énfasis en las relaciones con los otros modelos generales de planeamiento. Por falta de una adecuada formulación de la Función Financiera y dado el importante componente integrador de la misma (en su función de cálculo y análisis de los resultados económico-financieros de toda la institución), los autores tienden a confundir el planeamiento financiero con los restantes planes generales creando un sólo modelo "totalizador" del planeamiento al que incluso se suele denominar "modelo financiero". Esta concepción presenta fuertes inconvenientes:

- El contenido del modelo es ambiguo: dado que no deslinda los componentes financieros de los que no lo son.
- Su diseño e implementación se tornan inmanejables dado que no contienen módulos o los mismos, de existir, responden más a problemas técnicos (matemáticos o computacionales) que a una clara interpretación de las funciones involucradas en el mismo.

Como ejemplo puede mencionarse a Messuti en su "Formulación de una estrategia financiera" (1977, 229 a 237).

En síntesis: no adherimos a la tendencia que tiende a identificar el modelo de planificación

financiera con un modelo general de planeamiento que comprende a todas las funciones.

Considerado como "interfaz" el sistema general de planeamiento financiero actúa como tal respecto de:

- El sistema político

Realimentándolo para la elaboración y estabilización de las metas/vectores y políticas que condensan la definición estratégica de la institución. El sistema financiero actúa como interfaz del sistema político con los resultados previstos y con los resultados reales, permitiendo el ajuste de la estrategia de la institución en función de dichos resultados procesados por el mismo sistema financiero.

- El planeamiento estratégico de las restantes funciones.

Ackoff (67) enfatiza la dificultad para representar en un sólo modelo las relaciones entre las distintas variables y señala la necesidad de construir modelos separados de, por lo menos, cada función importante. Este planteo permitiría en segunda instancia la vinculación de los modelos parciales como aproximación a un modelo general de planeamiento. En tal caso el modelo general de planeamiento financiero actúa como elemento consolidador, integrador y coordinador de los planes estratégicos de las restantes funciones.

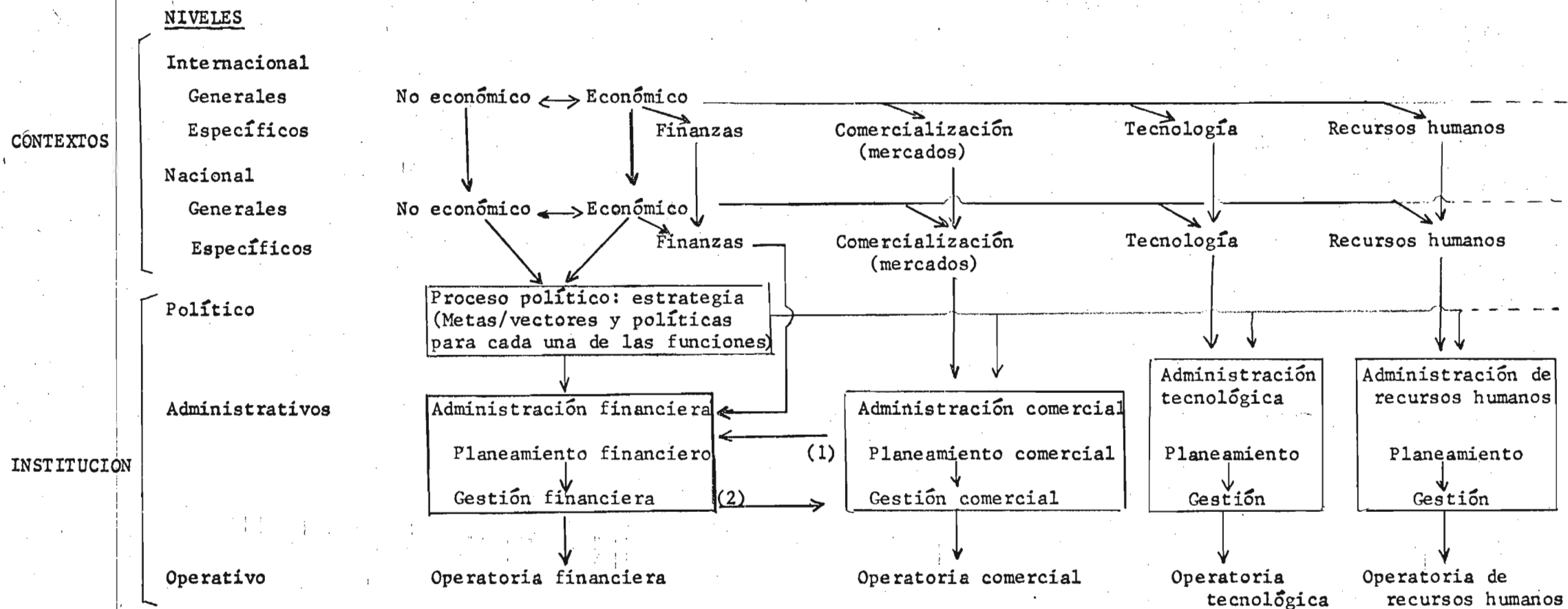
- Los modelos financieros parciales de planeamiento y de gestión.

Para un desempeño coherente de la Función Financiera se requiere una integración y coordinación de los distintos modelos y programas parciales que puede utilizar la administración financiera: inversiones; financiación; aplicación de utilidades; capital de trabajo; etc.

4.- Esquema del modelo general de planeamiento financiero

Diagrama 5.19

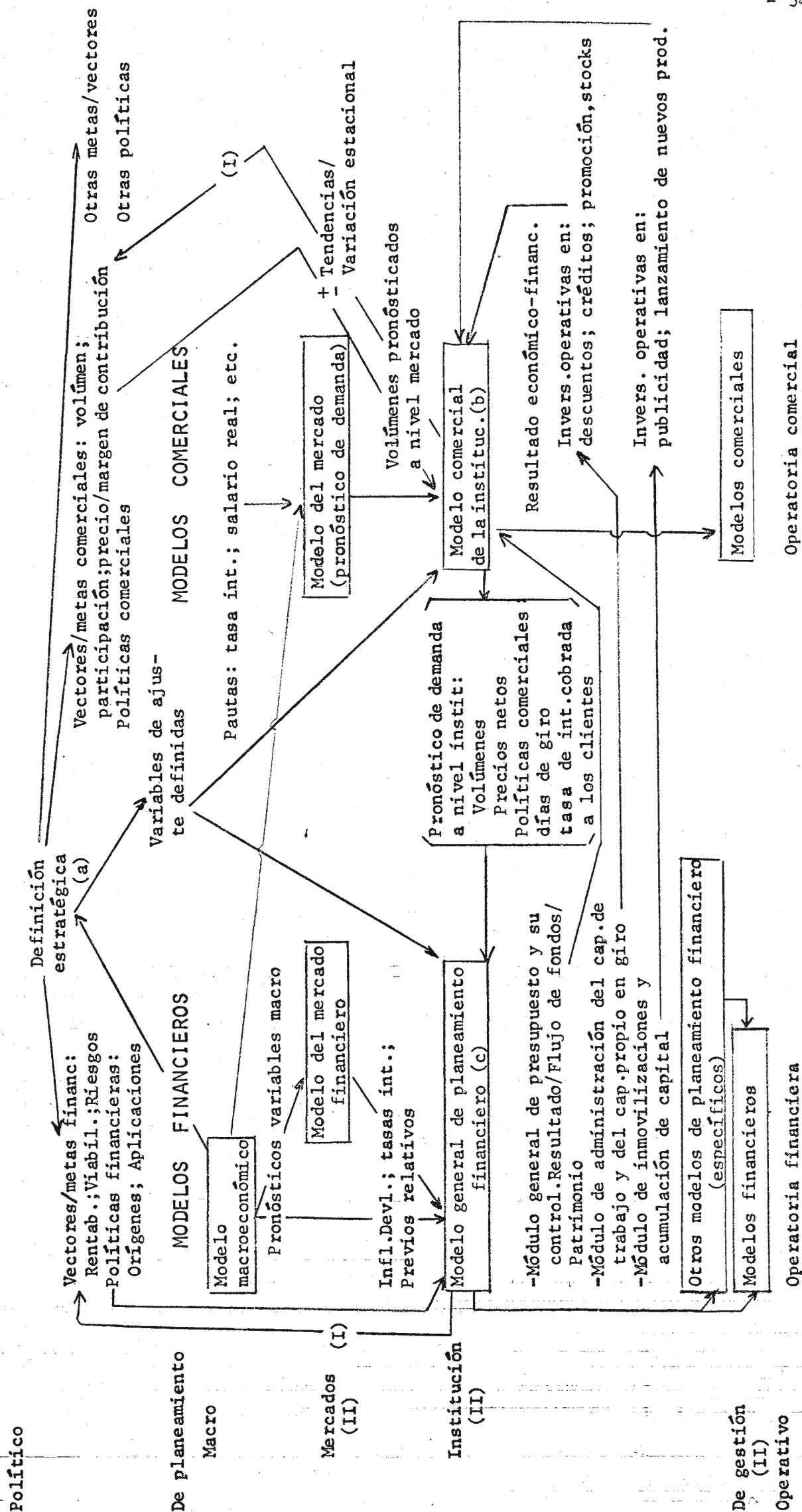
d. UBICACION DE LA F.F. Y DEL PLANEAMIENTO FINANCIERO RESPECTO DE LOS CONTEXTOS Y LA INSTITUCION



Ver antecedentes en: el punto 2. Criterios para la subdivisión y análisis de los contextos (pág.36) correspondiente al cap.2.1.1. (El marco externo real de las instituciones en contextos turbulentos)

- (1) Planes de cada función.
(2) Resultados económico-financieros emergentes de los planes.

NIVEL



Interrelaciones del modelo general de planeamiento financiero con otros modelos.

Notas y aclaraciones aldiagrama 5.20

(I) Revisión y ajuste de vectores/metastas y políticas

(II) Los modelos conocidos como microeconómicos comprenden:

- Los modelos de planeamiento correspondientes a los niveles: mercado e institución.
- La totalidad de los modelos de gestión.

(a) La definición estratégica puede incluir entre otros elementos:

- Una aproximación al objetivo institucional: rentabilidad mínima y compensación económica a los accionistas; riesgos máximos; supervivencia; crecimiento; control.
- Un proceso de pronóstico/simulación para evaluar alternativas estratégicas globales de la institución que comprenden combinaciones de crecimiento con o sin diversificación; grado y composición de la viabilidad financiera; tamaños de planta (capacidad instalada); tecnologías; etc.
- Un módulo de formulación financiera con dos objetivos:
 - Orientar la búsqueda estratégica
 - Definir la prefactibilidad de las alternativas estratégicas.

(b) El modelo comercial de la institución comprende, para cada combinación mercado/producto relevante (es decir por "unidad estratégica de negocios"):

1°) La proyección de referencia: resultados (volúmenes y participaciones) probables si no se ajustan los variables controlables, es decir si no se hace "intervención planeada". No corresponden a la simple extrapolación de las tendencias del pasado sino a la previsión de los escenarios futuros (variables no controlables) sin ajustar las políticas (variables controlables).

2°) La simulación de políticas comerciales específicas acordes con la definición estratégica:

- Precio, descuento, bonificación.

- Días de giro (días "en la calle")
- Publicidad/Promoción
- Cliente
- Distribución/Canal
-

3°) La evaluación del cumplimiento de las metas/vectores y políticas comerciales y su realimentación al proceso político.

El modelo comercial interactúa con el modelo financiero para cada mercado/producto existente y, en una segunda etapa, para el conjunto de mercados/productos.

(c) El modelo general de planeamiento financiero de la institución comprende:

1°) La proyección de referencia: concepto análogo al del modelo comercial.

2°) La simulación de políticas financieras específicas acordes con la definición estratégica.

- Orígenes: Rentabilidad/Capital propio externo/Endeudamiento a largo o corto plazo.

- Aplicaciones: Distribución de utilidades/Viabilidad financiera/Inmovilizaciones.

3°) La evaluación del cumplimiento de los vectores/metast y políticas financieros y su realimentación al proceso político.

Otras aclaraciones al diagrama 5.20

(d) El razonamiento aquí aplicado al modelo comercial y a su interrelación con el financiero debe ser aplicado a las restantes funciones: tecnología, producción, recursos humanos, etc. Generalizando podemos hablar de la relación entre: el modelo general de planeamiento financiero y los modelos de planeamiento de las restantes funciones (modelos de planeamiento "operativos").

La interrelación entre los distintos modelos de planeamiento y el financiero se da en dos niveles:

- 1°) A nivel de proyección de referencia.
- 2°) A nivel de simulación de políticas específicas.

Quadro 5.17

CLASIFICACION DE LAS INVERSIONES COHERENTE CON EL ENFOQUE
DEL MODELO GENERAL DE PLANEAMIENTO FINANCIERO.

Por su referencia al negocio Por sus propiedades		
	Operativas	No operativas
- Líquidas		
- Monetarias	Créditos	Activos financieros no indexados
- No monetarias	Stocks - Materias primas - Nacionales - Importadas - Productos elaborados	Activos financieros indexados
- Inmovilizaciones		
- Físicas	Equipamiento	Inmuebles
- Inmateriales	Publicidad Desarrollo de nuevos productos o servicios Técnicas de administración.	Participación en otras instituciones

Las inversiones operativas dependen de la interacción del modelo general de planeamiento financiero con los modelos de planeamiento correspondientes a las restantes funciones.

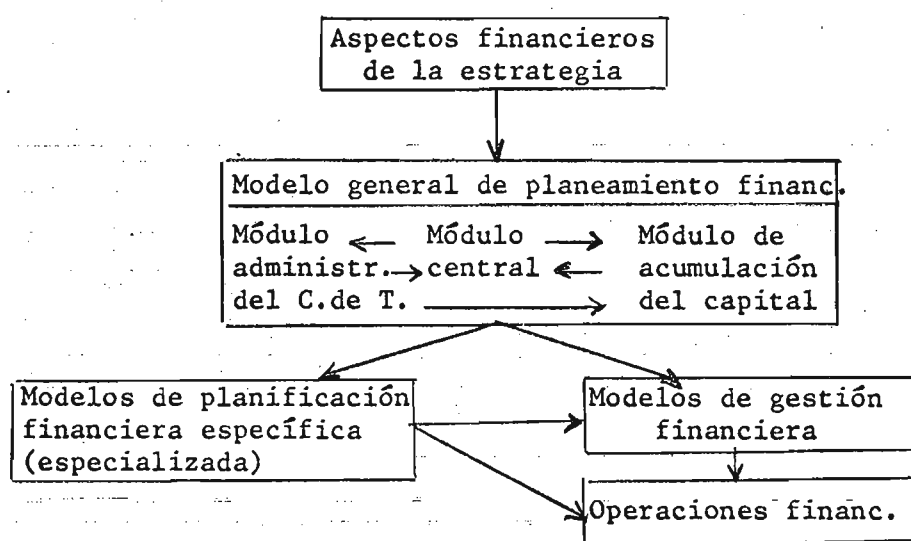
Por el contrario las no operativas son coordinadas exclusivamente en el modelo general de planeamiento financiero pudiendo, a nivel individual, ser objeto de análisis mediante modelos específicos.

c. Estructura básica del modelo general de planeamiento financiero.

Consideramos a este modelo como el "centro" de la nueva concepción de la Función Financiera como proceso adaptativo. Se trata de un modelo compuesto que se integra con tres módulos interactivos: cada uno de los mismos es recursivo en sí mismo y, a su vez, también lo es el conjunto. Además cada uno de los módulos comprende, dentro de su respectivo campo, la totalidad de los aspectos financieros: tanto aquellos asociados con "lo operativo" como los que exceden las definiciones operativas y forman el "patrimonio exclusivo" de la Función Financiera.

Diagrama 5.21

UBICACION DEL MODELO GENERAL DE PLANEAMIENTO FINANCIERO EN RELACION CON LOS DISTINTOS COMPONENTES DE LA FUNCION FINANCIERA.



- Definición de los módulos:

1. Módulo central: comprende la presupuestación integral.

Se trata de un módulo de simulación no susceptible de optimización.

2. Módulo de administración del capital de trabajo y del capital propio en giro: se basa en el denominado enfoque "alternativo" o "unitario" del capital de trabajo

que concibe al mismo como una variable económico-financiera inserta en el proceso financiero. En este trabajo ampliamos dicho concepto al capital propio en giro, considerando las propiedades del mismo y su inserción en la Función Financiera.

Según se ha explicado, los distintos elementos integrantes del capital de trabajo/capital propio en giro se clasifican en función de sus respectivas implicancias en los componentes de los vectores financieros: liquidez, movilidad, riesgos, exposiciones, etc.

Este módulo comprende los siguientes aspectos:

- Análisis estructural de los elementos:
 - Clasificación y ponderación por su naturaleza e implicancia con relación a los componentes de los vectores financieros.
 - Impacto de la inflación en el capital de trabajo/capital propio en giro.
- Definición e incorporación de las condiciones a cumplir: vectores y políticas financieras.
- Análisis del impacto financiero derivado de los pronósticos de demanda a nivel institución.
- Asignación del capital de trabajo/capital propio en giro por producto, buscando optimizar para cada uno de los mismos el impacto conjunto en los distintos vectores financieros.
- Compatibilización y maximización conjunta del capital de trabajo/capital propio en giro asignados a cada uno de los distintos productos/servicios. Se incluyen en este nivel las inversiones financieras no operativas.

3. Módulo de inmovilizaciones y acumulación del capital: incluye la simulación del comportamiento del proceso de formación de capital bajo condiciones cambiantes.

- En relación con la clasificación de las inversiones definida en el Cuadro 5.16 resulta que:

- Las inversiones líquidas son tratadas a través del módulo del capital de trabajo/capital propio en giro.
- Las inmovilizaciones requieren el procesamiento del módulo de acumulación de capital.

5. Explicación de cada uno de los módulos del modelo general de planeamiento financiero.

a) Previsión y presupuestación integral:

Procesos comprendidos.

- Cálculos de resultados.
 - Cálculo del margen de contribución: por producto y general.
 - Cálculo de los gastos fijos ("periódicos")
 - Cálculo de los resultados integrales: por producto y general.
- Previsión de la evolución de la estructura patrimonial (estados de "situación" proyectados).
- Análisis de origen y aplicación de fondos (flujo de fondos).

Estos procesos se aplican a los siguientes análisis:

- Proyecciones de referencia.
- Políticas comerciales: evaluación de sus impactos financieros, es decir ponderación de las mismas en términos de vectores financieros.
- Otras políticas operativas (no financieras): ídem políticas comerciales.
- Políticas financieras: simulación de distintas alternativas acordes con la definición estratégica.
- Ajuste y elección de la mezcla de políticas: comerciales, otras políticas operativas, financieras.

Este módulo permite prever los resultados de la institución procesando en términos monetarios los planes de las distintas funciones. A través de la simulación presupuestaria se ajusta la mezcla de las políticas recibida del nivel estratégico obteniéndose,

en consecuencia, una formulación completa y cuantificada de los aspectos monetarios de la estrategia, que sirve a su vez de base para la integración de los planes de las distintas funciones. En última instancia el presupuesto es el compendio monetario de los planes. Este módulo se aplica asimismo para el control monetario de los resultados reales (control presupuestario).

b. Administración (planeamiento) del capital de trabajo/capital propio en giro.

b.1. Cálculo preliminar: del capital de trabajo/capital propio en giro en cuanto a nivel y composición y del correspondiente costo financiero por producto/servicio, con acuerdo a las condiciones operativas y en función de los pronósticos de demanda definidos en el planeamiento comercial.

b.2. Análisis estructural:

- Dimensión relativa en relación con el volumen de operaciones previsto.
- Clasificación y ponderación de cada uno de sus elementos en relación con los múltiples vectores financieros definidos y sus componentes.
- Análisis del impacto de la inflación en la estructura y comportamiento del capital de trabajo y efectos consecuentes sobre la rentabilidad y demás vectores:

1. Análisis de la evolución proyectada de cada uno de los elementos del capital de trabajo en función de:

- La inflación prevista para el período.
- Los cambios previstos en el volumen de actividad.
- El grado de eficiencia esperado en la administración del capital de trabajo (asociado a la rotación del mismo): el grado de efi-

ciencia será mayor cuanto mayor sea la rotación es decir cuanto más intensiva sea la utilización del capital de trabajo.

La evolución por eficiencia puede calcularse en forma directa o bien por diferencia entre la evolución total estimada para el capital de trabajo y las asignables a la inflación y a los cambios previstos en el volumen de actividad. Debe tenerse en cuenta que el comportamiento de cada elemento componente puede significar distintas combinaciones en los factores que inciden en la evolución previsible del capital de trabajo; por ej.: un incremento en el rubro deudores puede provenir de:

- La inflación prevista
- Un incremento en el volumen de operaciones y/o
- Una menor rotación que implica a su vez una menor eficiencia, asociada a los plazos efectivos de cobranza y a la proporción de las ventas realizadas en base a créditos a los clientes.

Análogas son las tres hipótesis en el caso de los bienes de cambio mientras que en lo referido a los proveedores su incremento se asocia a una mayor eficiencia vía menor rotación, manteniéndose en el mismo sentido las hipótesis referidas a inflación y volumen.

2. Evaluación de los efectos de los cambios previstos en el capital de trabajo con relación a su impacto directo en los vectores financieros.

Así por ej. el incremento del rubro deudores puede afectar:

- El nivel de liquidez y/o el de movilidad/flexibilidad financieras.

- El nivel de exposición a la inflación y, eventualmente, el de exposición a la devaluación (caso de las exportaciones).
- El nivel de rentabilidad en la medida en que la misma depende de la rotación del capital invertido.
- Los niveles de riesgos por volatilidad de los resultados (disminución) y vulnerabilidad de los mismos (incremento).

Análogo razonamiento puede formularse con respecto a los restantes componentes del capital de trabajo/capital propio en giro. La evaluación adecuada no puede formularse sin vincular los orígenes con las aplicaciones de los fondos. Así por ej.: el incremento de un activo corriente se asocia a la disminución de otro, al incremento de pasivos a corto o a largo plazo, a la autogeneración de fondos vía resultados, a nuevos aportes de capital, etc. El impacto en los vectores financieros no debe provenir de apreciaciones aisladas sobre cada componente del patrimonio sino de la evolución global prevista para el mismo.

3. Evaluación de los efectos que los cambios previstos en el capital de trabajo pueden provocar en las restantes funciones y realimentación de estos últimos al modelo financiero. Así por ejemplo la disminución de los "días en la calle" de los clientes y/o el alargamiento de los plazos a los proveedores pueden afectar los niveles de actividad (ventas y abastecimiento) disminuyendo la rentabilidad por mayor incidencia unitaria de los gastos fijos. Este impacto negativo debiera ser confrontado con el menor costo financiero que resulta de modificar la estructura del capital de trabajo.

b.3. Incorporación de las condiciones a cumplir: con acuerdo a los vectores y políticas financieros y compatibilizando con la estructura del capital de trabajo/capital propio en giro derivada de las condiciones operativas. El resultado es un ajuste del capital asignado a los productos/servicios y del capital de trabajo global con definición simultánea de los correspondientes niveles de endeudamiento. El capital de trabajo/capital propio en giro global queda a su vez discriminado en:

- operativo: igual a la suma de los capitales asignados a cada producto/servicio.
- realizable: correspondiente a inversiones financieras y excedentes deliberados de los componentes operativos (caso stocks).

Las políticas financieras a considerar deben alcanzar a los distintos vectores financieros:

- Rentabilidad:

- Aspectos operativos: volumen de actividad; mezcla de productos/servicios; estructura patrimonial operativamente pautada.

- Eficiencia financiera: rotación del capital de trabajo neto total/capital propio en giro; gestión de stocks: rotación/valorización por tenencia.

- Viabilidad financiera:

- Liquidez; movilidad; flexibilidad; solvencia; posibilidad de cambios en el nivel del capital total empleado y en la composición de las inversiones.

- Riesgos por exposiciones: monetaria (exp. a la inflación); a la devaluación; a cambios en las tasas de interés; etc.

- Riesgos inherentes al giro de la actividad:

- Vulnerabilidad: incobrables y/o demoras en la

cobranza; falta de insumos o mercaderías por producir y/o vender (caso: cierre de importaciones); imposibilidad de trasladar a los precios los mayores costos directos o demora/limitación en los traslados (caso: control de precios).

- Volatilidad: fluctuaciones no controlables en los resultados.

- Estacionalidad.

Si los dividendos son considerados como un vector o, al menos, como una política activa de aplicación de fondos el monto preestimado debe ser incorporado a las condiciones a cumplir.

Cuadro 5.18

ADMINISTRACION DEL CAPITAL DE TRABAJO - CONDICIONES A CUMPLIR (EJEMPLOS)

<u>Vectores financieros</u>	<u>Condiciones a cumplir</u>	<u>Expresión en el modelo financiero</u>
Riesgos por exposic.	Exposición monetaria $\leq X$	Deudores - proveedores $\leq X$ (a)
	Exposición a la deval $\leq Z$	Acree. en MExtr.- Deud. en MExtr.- Bonex - otras coberturas $\leq Z$
Riesgos inherentes al giro de las actividades	Exposición a incobrables $\leq H$ Exposición a falta de insumos $\leq J$	Deudores $\leq H$ (Stock + Tránsito) Mprim. $\geq 1 - J$

(a) También pueden incorporarse las condiciones individuales a cumplir:

Deudores $\leq n$

Proveedores $\geq m$

Las condiciones operativas de la institución se expresan a su vez por relaciones del tipo:

Disponibilidades $\geq$ a

Créditos $\geq$ b

Proveedores $\leq$ c

d $\geq$ Bienes de cambio $\geq$ e

Bienes de uso $\geq$ f

Disponibilidades + Créditos + B. de cambio
- Proveedores $\geq$ N

El módulo de administración del capital de trabajo/capital propio en giro debe procesar las expresiones correspondientes a:

- Las condiciones operativas

- Los vectores y políticas financieras

obteniendo como consecuencia el "campo viable" para la dimensión y composición del capital de trabajo/capital propio en giro, en cada "momento" del tiempo comprendido en el horizonte del planeamiento.

b.4. Análisis marginal del capital de trabajo por producto:

Se parte de la siguiente relación:

$\frac{\text{Retorno variable}}{\text{Inversión variable}} =$	Contribución marginal adicional, ponderada por el riesgo asignable a cada incremento de volumen del capital de trabajo.
---	---

Dadas las preferencias de riesgo el "óptimo teórico" queda definido por el cociente:

$$\frac{\text{Incremento en la contrib.marg.total}}{\text{Incremento en la inversión en cap.de trabajo neto}}$$

en combinación con el nivel de riesgo predefinido.

El riesgo considerado debería sintetizar a su vez:

- Los riesgos comerciales inherentes al mercado/producto considerado.

- Los riesgos financieros que afectan los diversos vectores: no sólo los referidos a la rentabilidad sino los que afectan el campo de la viabilidad financiera.

El ordenamiento de la información debe realizarse en forma tal de facilitar la comparación entre asignaciones alternativas de capital a distintos productos/servicios. El espectro de alternativas

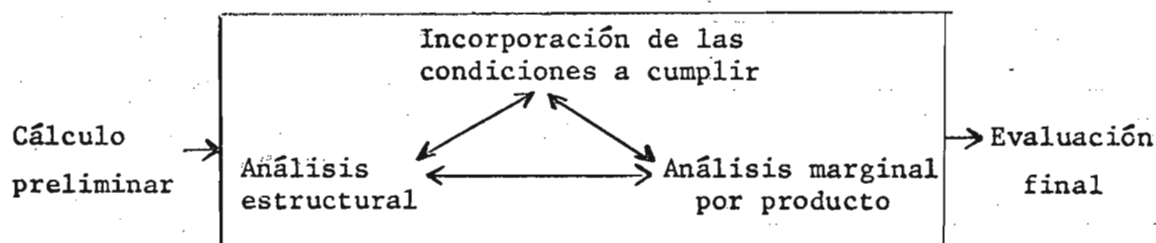
consideradas debe encontrarse delimitado por las políticas comerciales asumidas, lo que no invalida la posibilidad de estimular el replanteo de las mismas cuando los bajos logros de los vectores financieros y/o la creatividad aplicada a las políticas financieras así lo hagan aconsejable.

b.5. Evaluación final conjunta del capital de trabajo/capital propio en giro, en lo referido al cumplimiento de las políticas financieras y su probable impacto en el logro de los vectores financieros. Comparación entre los cambios patrimoniales esperados en cuanto a sus niveles y composiciones y los que resultan de la estructura patrimonial proyectada.

b.6. Síntesis

Diagrama 5.22

SINTESIS DE LA ADMINISTRACION DEL CAPITAL DE TRABAJO/CAPITAL PROPIO EN GIRO.



c. Acumulación del capital

Procesos comprendidos a nivel de planeamiento:

1. Detección, preselección y análisis de cada conjunto de alternativas de inversión (y/o desinversión).
2. Alternativas de capital adicional: costo y riesgos financieros.
3. Análisis de rentabilidad y riesgos para cada conjunto de inversiones y capitalización adicional.
4. Simulación del proceso de formación de capital bajo alternativas (condiciones) cambiantes. Incluye el impacto en el capital de trabajo/capital propio en giro.
5. Inferencia de las propiedades que debiera contener una política satisfactoria y ajustes consiguientes. La política "satisfactoria" se mide en relación con los objetivos aceptados. (vectores financieros).

Decisión estratégica:

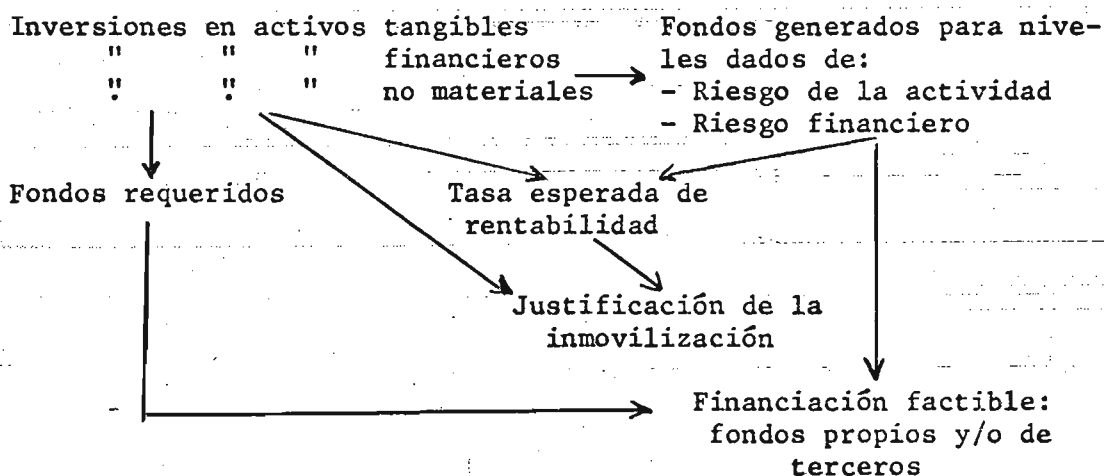
Elección de alternativas de inversión/financiación/dividendos.

La formación de capital surge de un proceso o conjunto decisorio que incluye las decisiones de inversión y que determina el ritmo y composición de la capitalización.

Como primera aproximación el enfoque estático de la formación de capital define que la institución lo formará en la medida en que los fondos generados por las inversiones cumplan la siguiente relación: (según análisis marginal):

Diagrama 5.23

FORMACION DE CAPITAL - ENFOQUE ESTATICO



La reformulación en términos de programación dinámica debe hacer referencia a un número determinado de períodos optimizando no solamente la función del período sino teniendo en cuenta además los estados anterior y posterior del proceso secuencial. Por otra parte la "optimización" se refiere no sólo a maximizar el futuro fluir de fondos descontado a través del horizonte elegido sino a los restantes vectores financieros involucrados.

Una forma de aproximarse al problema de los riesgos es que, dado un nivel de riesgos financieros, cada institución deberá evaluar subjetivamente que grado de riesgo del "negocio" está dispuesta a soportar para incrementar adicionalmente la rentabilidad.

Las alternativas para procesar dinámicamente la acumulación de capital son:

- Construir un modelo matemático y resolver por recursión: es un procedimiento complejo.
- Obtener una solución satisfactoria (no optimizadora) mediante un modelo de simulación del proceso bajo magnitudes (valores) alternativas, asignables a cada una de las variables. Estaría compuesto por: premisas iniciales (externas e internas) y una serie de ecuaciones interrelacionadas y se lo aplica para el horizonte de planeamiento prefijado. Permite inferir del comportamiento analizado las propiedades que debiera contener una política satisfactoria en relación con los vectores financieros.

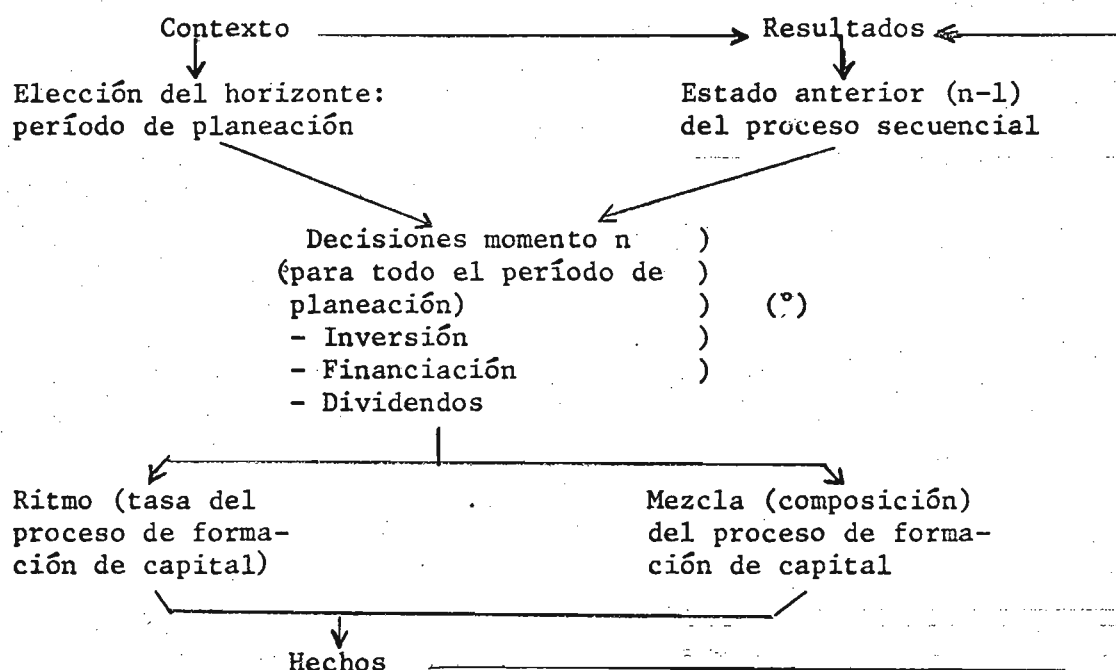
Las ecuaciones interrelacionadas definen las estructuras de resultados y patrimonial así como a las diferencias de activos y pasivos que generan los orígenes y aplicaciones de fondos.

A continuación y siempre siguiendo a Messuti (1977, 239 a 252) sintetizamos una versión dinámica del proceso de acumulación de capital aplicando una solución iterativa o por etapas mediante el criterio de "optimabilidad recursiva". Ya R. Bellman en 1957 había enfocado el modelo de programación dinámica correspondiente al proceso

secuencial de decisiones definiendo una "política óptima" como la que tiene la propiedad de que "cualesquiera sea el estado inicial y la decisión inicial, las decisiones restantes deben constituir una política óptima con respecto al estado resultante de la primera decisión" (83).

Diagrama 5.24

FORMACION DE CAPITAL - ENFOQUE DINAMICO



(°) Función a maximizar: $g_n(x)$ donde:

$$g_n(x) = \max. \left[f(x_{in}) + g_{n-1}(x) \right]$$

Debe contemplar los distintos vectores financieros incluido la maximización del futuro flujo de fondos descontado.

Diagrama 5.25

SINTESIS DEL PROCESO DE ACUMULACION DE CAPITAL
VARIABLES BASICAS A CONSIDERAR PARA CADA MOMENTO n

NIVELES

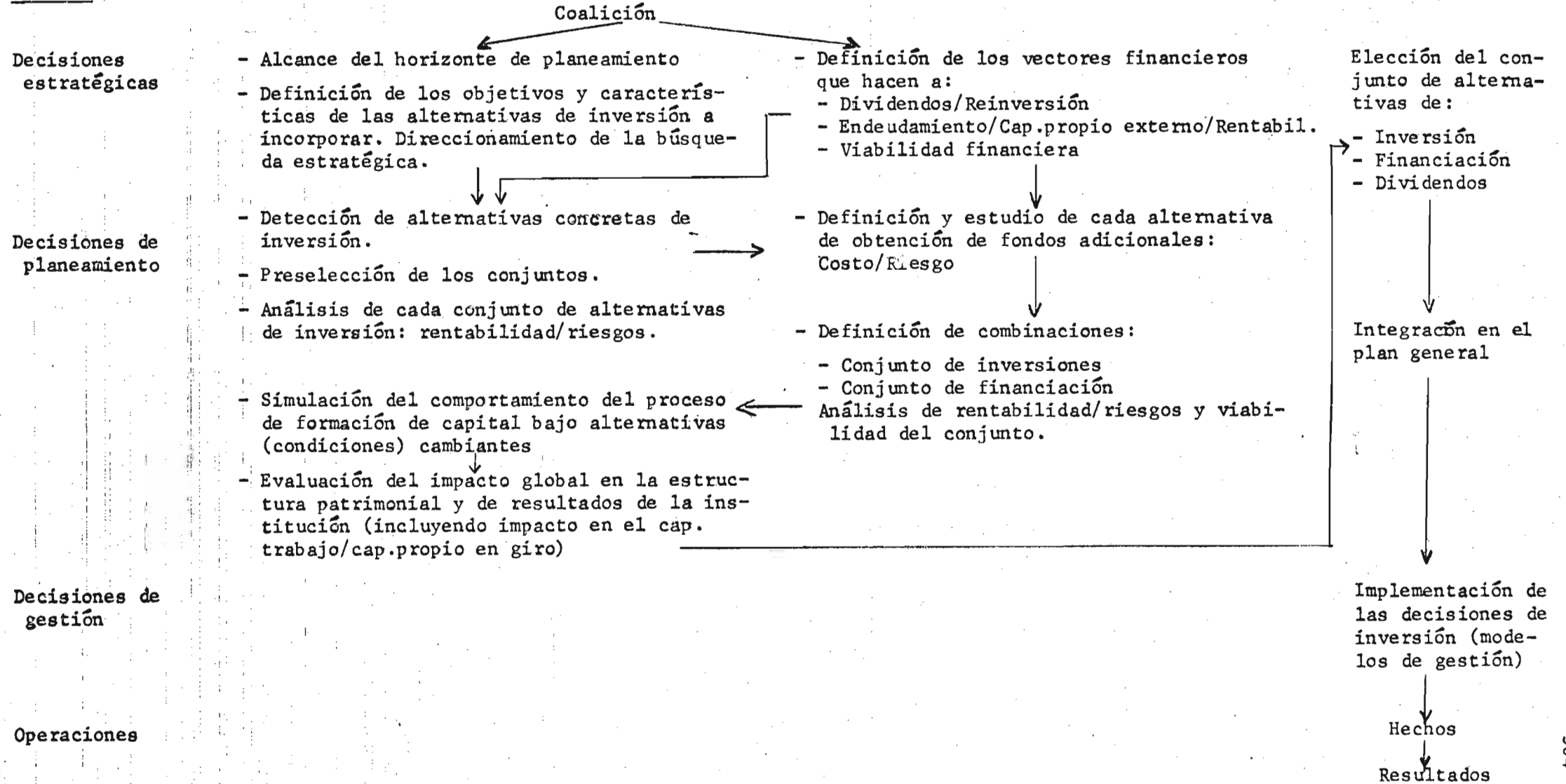


Diagrama 5.26

6. SECUENCIA PARA EL TRATAMIENTO DE LOS MODULOS DEL MODELO GENERAL DE PLANEAMIENTO FINANCIERO

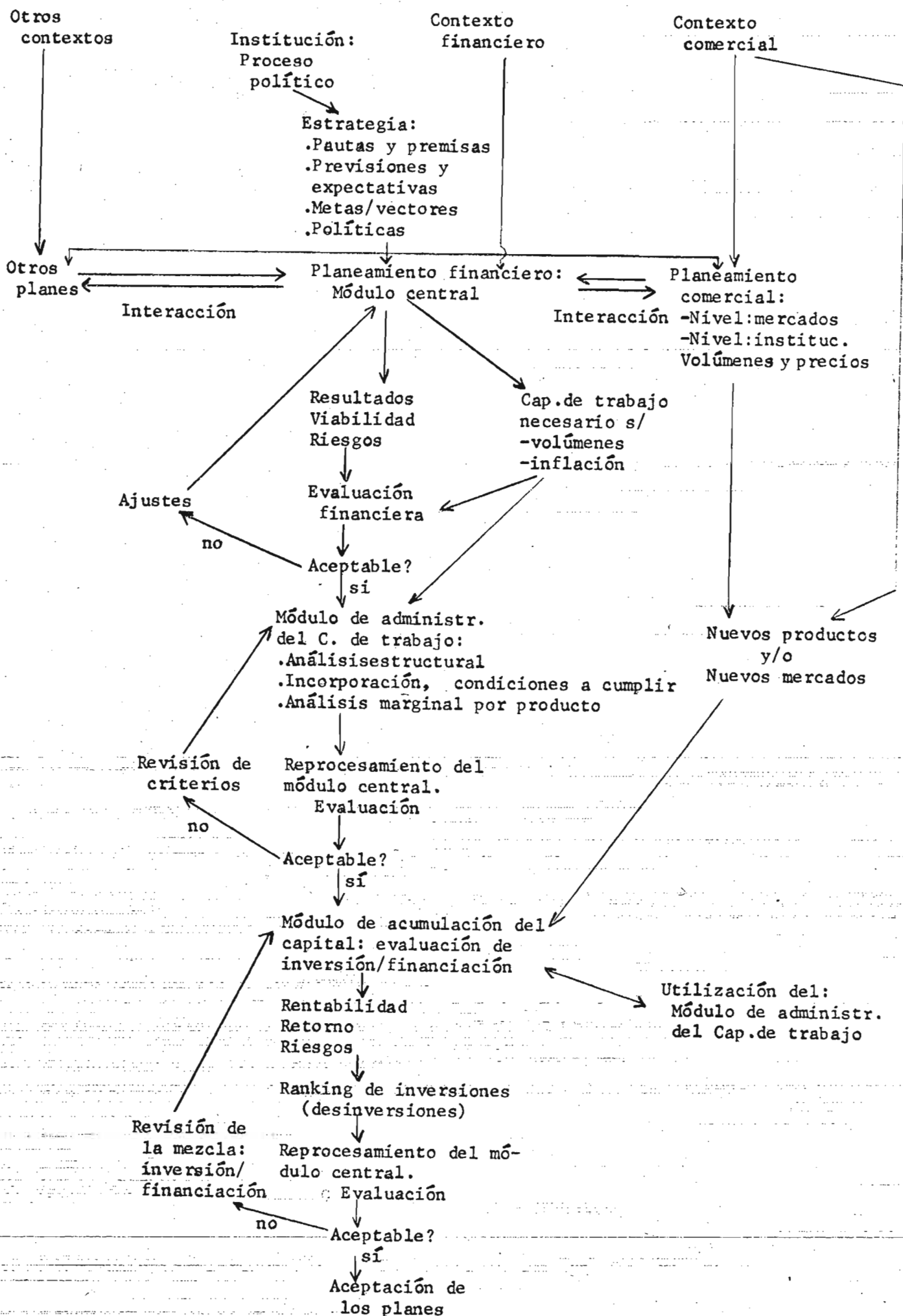
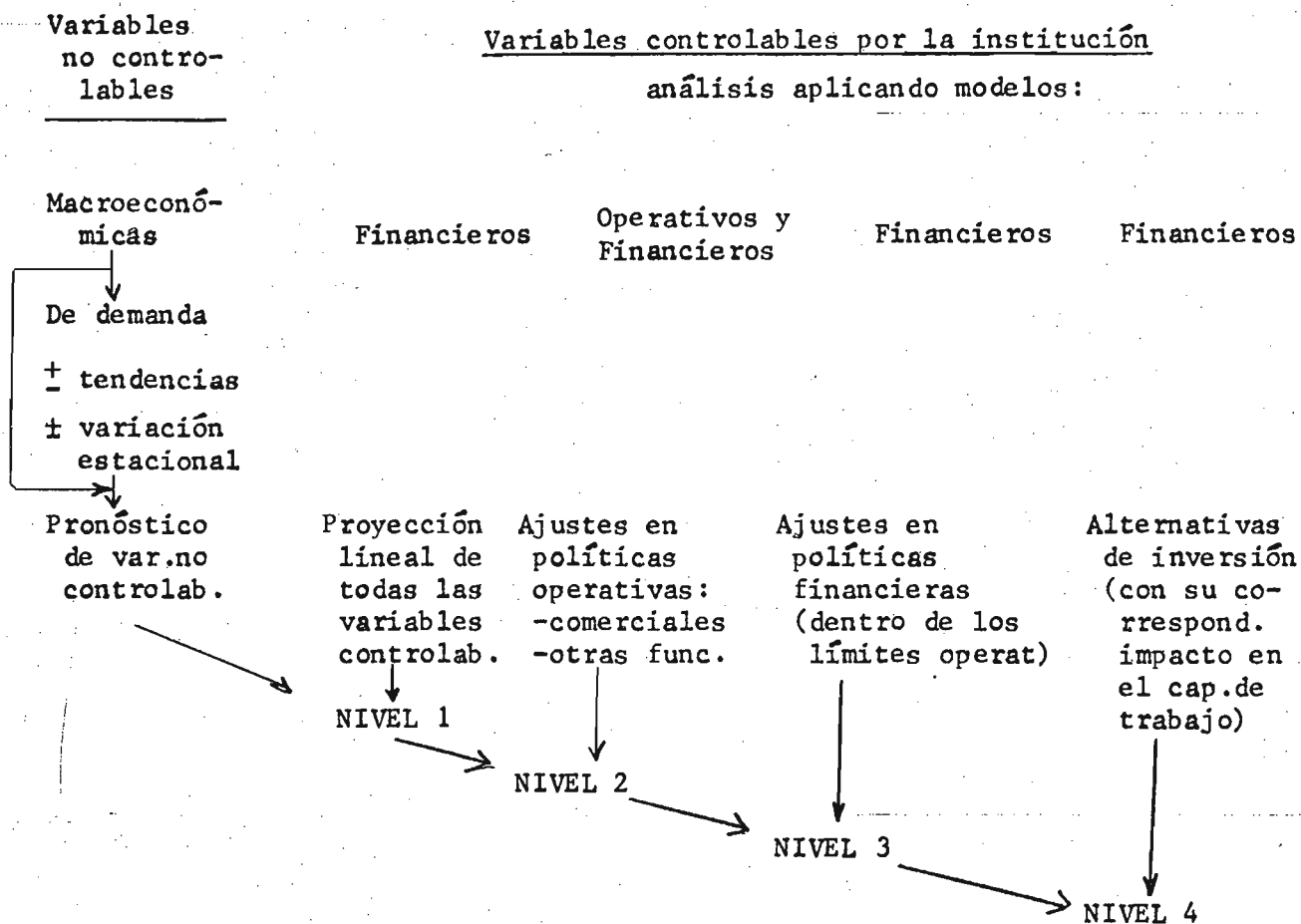


Diagrama 5.27

7. SECUENCIA PARA EL TRATAMIENTO DE LAS VARIABLES CONTROLABLES POR LA INSTITUCION



5.7. Aspectos de la propuesta referidos a la Teoría Financiera y a su integración interdisciplinaria

5.7.1. El enfoque epistemológico

1. El método hipotético-deductivo

Constituye el enfoque epistemológico generalmente aceptado en la actualidad para las disciplinas sociales. Consiste en formular hipótesis iniciales sobre el tema estudiado y efectuar una serie de deducciones lógicas a partir de dichas hipótesis, hasta llegar a determinadas afirmaciones susceptibles de ser contrastadas por verificación empírica.

Este enfoque, supone que no hay método probatorio conclusivo para afirmaciones generales y consistentemente enfatiza la relatividad del conocimiento científico, terminando con las apreciaciones sobre la existencia de verdades universal y permanentemente válidas. Por el contrario la validez de una teoría por este método, queda circunscripta al campo delimitado por las hipótesis iniciales y sujeta a una permanente contrastación con la realidad; a punto tal que no puede decirse que las tesis sostenidas sean "correctas" sino únicamente que no se ha demostrado que sean "incorrectas". Las consecuencias observadas contrarias a las hipótesis refutan a las mismas, pero las observaciones positivas no permiten afirmar que la hipótesis inicial sea verdadera, sino sólo que ha sido corroborada y, por tanto, que se la acepta por el momento.

Las hipótesis iniciales de la teoría se obtienen generalmente por vía inductiva es decir observando el comportamiento de determinados fenómenos sociales. El proceso de inducción rigurosa o probabilística por sí solo no permite "probar" nada: es puramente un enfoque para generar hipótesis.

El proceso deductivo debe observar un adecuado rigor

basado en deducciones coherentes desde el punto de vista lógico. El razonamiento permite ir estructurando una serie de deducciones intermedias o hipótesis derivadas a partir de las iniciales, algunas de las cuales configuran el "nudo" o "eje" de la teoría. Basándose en estos "teoremas básicos" se arriba a la demostración lógica de las hipótesis válidas o teoremas derivados.

En este enfoque no existe una distinción entre teorías descriptivas y teorías normativas. Pueden en cambio distinguirse dos planos de análisis de una misma teoría: por una parte sirve para explicar cierta realidad pero por otra puede ser usada para tratar de modificarla, con las restricciones en la implementación propias de las disciplinas sociales.

2. El enfoque metodológico de nuestra propuesta acerca de la Función Financiera.

0. Planteo preliminar

- Existe inconsistencia entre los postulados teóricos vigentes y la realidad de la Función Financiera en contextos como el de la República Argentina.
- En consecuencia se hace necesario replantear las hipótesis detrabajo dándoles el carácter de hipótesis de partida del nuevo enfoque.

1. Hipótesis de partida

- La naturaleza de la Función Financiera caracterizada por:
 - El marco externo: contextos turbulentos → incertidumbre.
 - El marco interno: para las instituciones en general.
 - Coalición y proceso político → objetivos múltiples.
 - Recursos de la institución → patrimonio.

- El enfoque estratégico
 - Caracterización y componentes.
 - Alternativas metodológicas para su implemen
tación.
 - Interpretaciones y roles estratégicos.
- 2. Deducciones intermedias. Consecuencias derivadas de la naturaleza de la Función Financiera.
 - Riesgos financieros diversificados y complejos: sus efectos probables sobre los resultados y el patrimonio.
 - El comportamiento de la institución en materia financiera:
 - La percepción de los hechos, riesgos y restricciones financieras.
 - La elaboración de expectativas y preferencias.
 - La elección de la conducta entre las posibles alternativas. La sobrevivencia.
- 3. Hipótesis derivadas de primer nivel ("Teoremas básicos").
 - Contenido y alcance de la Función Financiera.
 - Vectores financieros.
 - Estructuras patrimonial y de resultados.
 - Decisiones involucradas: aspectos monetarios y niveles decisorios.
 - Conceptualización de la Función Financiera como proceso adaptativo.
 - Objetivos y restricciones de la Función Financiera.
 - Estructura conceptual propuesta para la Función Financiera.
- 4. Hipótesis derivadas de segundo nivel ("Teoremas derivados" susceptibles de validación).
 - Revisión y reformulación de los postulados básicos.
 - El supuesto central de las finanzas: oposición rentabilidad/liquidez.
 - Los criterios básicos utilizados por la Función Financiera:
 - El "standard básico" de performance financiera.

- El efecto de "leverage" o "palanca".
 - El enfoque para seleccionar combinaciones óptimas de "fuentes" y de "aplicaciones" de fon
dos.
 - El enfoque para "optimizar" el valor presente de la institución.
 - Operadores aptos según las distintas situaciones decisorias.
 - Factores que determinan los cambios en las estructuras patrimonial y de resultados de la institución. El tema de las tasas de interés "positivas" o "negativas".
 - Consecuencias financieras globales para las institucio
nes que derivan de los contextos turbulentos.
 - Definición de políticas macroeconómicas: interrelación con la conducta de las instituciones. Consideración de la Función Financiera.
5. Propuestas referidas a la Teoría Financiera y a su integración interdisciplinaria.
6. Propuestas normativas derivadas:
- Lineamientos para una interpretación estratégica de la Función Financiera apta para el contexto argentino.
 - Elementos para los modelos financieros de las instituciones.
 - Enfoque propuesto para el desempeño de la Función Financiera en las instituciones de la República Argentina.

3. Las características de una teoría financiera apta para determinado contexto.

Acorde con el enfoque epistemológico empleado surge el requerimiento central de la teoría financiera: disponer de una capacidad deductiva tal que las conclusiones obtenidas por vía lógica sean susceptibles de verificación (contratación) empírica, y que dicha verificación arroje resultados positivos en forma tal de no invalidar la teoría formulada.

En una segunda instancia y a los efectos de continuar siendo una teoría apta para el contexto considerado, la misma debería mostrar una consistencia dinámica con la realidad. Esto implica que los nuevos datos reales deberían poder "procesarse" en la teoría sin encontrar inconsistencia con otras hipótesis que ya forman parte de dicha teoría.

4. Aplicabilidad de la teoría financiera vigente

Como ha quedado demostrado en este trabajo la teoría financiera vigente no cumple siquiera parcialmente las condiciones de aptitud para su aplicación al contexto argentino. En una acepción más amplia puede postularse que sus afirmaciones carecen de validez en contextos económico financieros no desarrollados y sometidos a condiciones de alta inestabilidad. También han quedado explicadas las razones por las que preferimos articular nuestro aporte a partir de una reformulación de la Función Financiera apta para el contexto argentino.

La pregunta que puede aquí formularse es si, pese a todo, la teoría financiera vigente puede ser considerada un caso particular apto para un contexto determinado, dentro de una teoría financiera más general aún no formulada. En una primera apreciación puede ponerse en duda que la teoría vigente (referida por sus postulados y criterios básicos) sea siquiera parcialmente consistente con los inestables contextos actuales, en que se encuentran inmersos los mismos países desarrollados en general y EEUU en particular.

Pero el problema es aún mayor dado que la actual teoría parte de premisas sobre las instituciones que se encuentran claramente superadas: tal la aceptación de un objetivo único y estable. Por lo tanto es errónea la concepción de la naturaleza de las finanzas y, en consecuencia, el punto de partida de la teoría vigente. La consecuencia son hipótesis inconsistentes entre sí y/o con la realidad.

Apreciamos que los esfuerzos realizables para sostener los fundamentos de la teoría vigente requieren el agregado de hipótesis complementarias que limitan severamente el campo de las conclusiones y que, al mismo tiempo, constituyen un significativo síntoma de la crisis generalizada por la que atraviesa el "paradigma" vigente.

También debe considerarse que en forma paralela con la definición de un objetivo único de maximización del beneficio (expresado a través del valor de las acciones) la teoría vigente sólo se ocupa de las empresas, quedando en consecuencia excluidas las importantes instituciones no empresarias. Contrasta ésto con la evidencia disponible, incluida la de los países desarrollados, que subraya la importancia vital de la Función Financiera en todo tipo de institución, no sólo por lo referido al beneficio sino en función de supervivencia; control; crecimiento y, en general, por lo relacionado con los posibles objetivos institucionales.

5.7.2. Nueva interpretación de las relaciones entre funciones y decisiones.

1. La posición tradicional. Críticas.

La posición tradicional clasifica las decisiones por el área de la institución a la cual están referidas: comercial; financiera; productiva; etc.

Con acuerdo a nuestro razonamiento esta posición debe ser superada considerando especialmente que:

- Concebir las áreas organizativas como necesariamente identificadas con cada una de las funciones, implica desconocer las actuales corrientes de estructuras orientadas por objetivos. La noción adecuada no es la de área sino la de función cuya existencia es independiente de la estructura adoptada. Siempre habrá funciones comerciales; financieras; productivas; etc. con independencia de que existan o no áreas equivalentes en la estructura de la organización.

- La clasificación indiscriminada de las decisiones por área o función desde las más detalladas (decisiones de gestión) hasta las más globales (decisiones a nivel político) desconoce la real estructura del proceso decisorio. Desde que las decisiones son procesos compuestos que se integran con múltiples estímulos, éstos pueden provenir de diversas funciones que concurren en una misma decisión. La posibilidad de clasificar las decisiones por función es inversamente proporcional al nivel de la decisión considerada: a nivel político la complejidad de los estímulos determina que todas las decisiones son claramente interfuncionales, de allí que no hay sino una sola estrategia posible por institución o por unidad estratégica dentro de la misma.

A nivel de dirección la nitidez de los aspectos funcionales de cada decisión es la suficiente como para estructurar subconjuntos decisorios por función: de allí que hay tantos planes posibles como funciones involucradas en la institución o en la unidad estratégica considerada. Pero estos subconjuntos decisorios son interdependientes entre si configurando un gran conjunto de decisiones que integran el plan de la institución o unidad estratégica. A nivel de gestión los nexos interfuncionales de las decisiones son menores y mucho más fácilmente acotables, por lo que puede admitirse una clara identificación de cada decisión con una determinada función.

2. La llamada "penetración" de la Función Financiera

En los últimos años se habla de una creciente "penetración" de la Función Financiera en las restantes funciones. Esta concepción es una consecuencia lógica de la ampliación del campo de las finanzas: de una función exclusiva de obtención de recursos a una fun-

ción más amplia que participa activamente en la asignación de los mismos. Todas las situaciones decisorias sobre flujo de fondos que no se limiten exclusivamente a alternativas de financiación para activos ya predefinidos, son efectivamente decisiones interfuncionales donde la Función Financiera coparticipa con las funciones operativas (comercial; de producción; etc.)

Así por ejemplo, una asignación de fondos a mayores plazos en la cartera de clientes tiene dos componentes:

- El referido al plano comercial: que define las variables a ser administradas por la institución para alcanzar sus metas comerciales de volumen, participación, relación: precio-costo, etc., en base a hipótesis sobre los factores de demanda a nivel mercado y a nivel institución.
- El referido al plan financiero: que direcciona, dimensiona y evalúa las aplicaciones alternativas de fondos. Además pronostica el comportamiento de las variables macroeconómicas, muchas de las cuales a su vez se incorporan al cálculo de la demanda efectuado en el plan comercial.

Otro ejemplo estaría constituido por la fijación de precios bajo condiciones de alta inflación:

- Tienden a fluctuar los márgenes de contribución y a crecer el nivel de incertidumbre sobre las consecuencias de las decisiones adoptadas por la institución (volatilidad de los resultados). Se incrementan entonces los riesgos financieros percibidos, lo que puede llevar a ajustar la política de precios en función de los mismos, tendiendo a incrementar los márgenes de contribución como cobertura en la medida en que lo permita el mercado.
- En una segunda etapa y al agregarse el control de

precios se produce la siguiente transformación: la decisión de precios deja de ser una variable controlable por la institución para pasar a ser el producto de un control (o negociación) gubernamental en función del crecimiento de ciertos costos. La decisión de la institución se transforma entonces en:

- Vender al precio autorizado o no vender: si la demanda es suficientemente sostenida.
- Vender haciendo o no uso del incremento de precios: si la demanda se encuentra deprimida.

La transformación operada incrementa el peso del ingrediente financiero en la decisión: tanto a nivel de medición de los resultados ya operados (información al gobierno), como a nivel de expectativa sobre el comportamiento de las variables económicas no controlables. En particular la decisión de vender se ve afectada por las previsiones sobre el control de precios y sobre sus efectos. En tales circunstancias la evaluación financiera alcanza no sólo a la decisión de precios sino a la misma decisión de venta.

Asimismo dada una configuración de los mercados de la institución y definidas su capacidad y flexibilidad productivas, el ajuste de la mezcla de productos o servicios dista de ser un problema encasillable en lo comercial. Como se ha explicado debe tenerse en cuenta el capital de trabajo que se requiere asignar para cada producto así como sus efectos en la rentabilidad y en la estructura patrimonial con particular énfasis en la movilidad y flexibilidad financieras así como en los distintos riesgos financieros. La optimización de la "mezcla" o "mix" es un proceso iterativo entre el planeamiento comercial y el financiero cuyos pesos relativos variarán según las circunstancias del contexto y la institución.

3. Conclusión

Los ejemplos aquí planteados pueden ampliarse a las relaciones entre las finanzas y las restantes funciones operativas. Concluimos que un planteo adecuado de la teoría financiera facilitará no sólo la comprensión de la Función Financiera sino la de su interrelación respecto de las restantes funciones. Como ha quedado expuesto la reformulación de la naturaleza y alcances de la Función Financiera constituye un adecuado punto de partida: la denominada "penetración" de la Función Financiera debiera ser observada desde este nuevo ángulo que contempla las interrelaciones entre los distintos subconjuntos decisivos a nivel de dirección. En cuanto a las decisiones que afectan el nivel político nuestra opinión sobre el rol destacado de la Función Financiera ya ha quedado suficientemente argumentada.

En otros términos la "penetración" de la Función Financiera no debería ser vista como un agregado o "corrección" de la teoría tradicional sino como el resultado natural de la nueva concepción de la Función Financiera.

5.7.3. Integración de la Teoría Financiera con otras disciplinas

1. Con el campo de las disciplinas económicas

a. Respecto de la macroeconomía

Las teorías macroeconómicas constituyen la base para la construcción de modelos que a nivel nacional o internacional, permitan interpretar las relaciones entre las distintas variables económicas y, consecuentemente, pronosticar el resultado de la aplicación de determinadas políticas gubernamentales en un contexto dado. El análisis del conocimiento macroeconómico y la "compra" o construcción de los correspondientes modelos como aporte al gobierno de la institución, forma parte del ámbito de la Función Finan-

ciera que a su vez utiliza dichos pronósticos para su propio planeamiento, al tiempo que suministra los resultados relevantes a otras funciones para incorporarlos a sus respectivos planes. Así por ej.: la determinación de la relevancia para un determinado mercado de una variable macroeconómica como la tasa de interés, forma parte del conocimiento comercial de la institución, pero el pronóstico de los valores que asumirá dicha variable macro es inherente a la Función Financiera.

Inversamente el análisis financiero brinda información relevante respecto de los desvíos entre los resultados esperados a nivel institución y los reales que derivan como producto de una determinada política económica gubernamental. Dicha información podría llegar a ser volcada a nivel país ayudando a mejorar el conocimiento sobre la conducta de las instituciones y los efectos de las políticas macroeconómicas.

b. Respecto de la microeconomía

Muchos de los conceptos derivados del análisis de la Función Financiera son de fundamental importancia para el encuadre microeconómico, por ej.:

- La relación entre rentabilidad y liquidez. En particular la nueva concepción acerca de la viabilidad y los riesgos financieros en relación con los objetivos institucionales.
- Las relaciones entre utilidad económica, flujo de fondos y evolución del patrimonio.

El estudio del comportamiento de los mercados y de la formación de los precios, usualmente incluido en la microeconomía, debería beneficiarse también con el enfoque de los modelos para pronóstico de la demanda, que forman parte a su vez de planes comerciales estratégicos coherentes con planes financieros de igual carácter.

El análisis microeconómico por su parte brinda elementos de juicio relevantes para el estudio de la Función Financiera tales como los efectos en la productividad y, por consecuencia, en los resultados originados en las economías de escala y en las capacidades ociosas.

2. Integración de la Teoría Financiera con los desarrollos recientes de la teoría y técnica de la administración.

Hemos señalado la falta de articulación entre la teoría financiera vigente y los desarrollos de la teoría general que interpreta las instituciones y su organización como un conjunto de sistemas o procesos correspondientes a los distintos niveles decisorios. Nuestra reformulación abre el camino para superar este "divorcio", con promisorias expectativas para enriquecer la teoría financiera y alcanzar a mejorar su poder deductivo y su consistencia con la realidad.

El desarrollo de los aspectos normativos de la alta conducción de las instituciones (procesos políticos) ha derivado en el denominado enfoque estratégico, que privilegia la interacción institución/contexto y la capacidad de adaptación de la primera al segundo. A nivel de administración la concepción estratégica se manifiesta en técnicas más o menos estructuradas como: el planeamiento estratégico; la estrategia competitiva; el control estratégico o la actualmente denominada "administración estratégica".

Nuestra reformulación de la Función Financiera es claramente consistente con el enfoque estratégico y con sus técnicas de administración, desde el momento en que la naturaleza que reconocemos a la Función Financiera deriva de las características del contexto y de la multiplicidad de los objetivos institucionales. Además nuestro enfoque sobre la definición de estrategias a nivel institución o unidad estratégica y sobre la de-

finición de planes a nivel de funciones, permite clarificar y ordenar el rol de las técnicas modernas al tiempo que consolida nuestra redefinición de la Función Financiera. Por último cabe notar que la revalorización planteada para los aspectos financieros de la estrategia, contribuye a una concepción más equilibrada de la misma, que integre en su definición a las distintas funciones, en lugar de apoyarse casi exclusivamente en la función comercial.

5.8. Interrelación entre políticas macroeconómicas y conducta de las instituciones.

5.8.1. Planteo del tema. El rol de la Función Financiera

El reconocimiento adecuado de la Función Financiera en cuanto a su naturaleza e implicancias en la conducta de las instituciones, permite mejorar la calidad de las previsiones respecto de los impactos que determinadas políticas económicas tendrán sobre la institución. Cuanto más se conozca acerca de los múltiples efectos que los cambios en las variables macroeconómicas provocan en las estructuras patrimonial y de resultados de la institución y cuantomás se pueda analizar y prever la reacción de la misma a dichas políticas, mejor base tendrá el diseño de las políticas económicas efectuadas por el gobierno y mayor será la probabilidad de obtener los efectos perseguidos por las mismas.

Así por ejemplo el diseño de políticas macroeconómicas orientadas a impulsar la inversión y el crecimiento y a disminuir la inflación y los aspectos recesivos de la conducta empresaria deberá contemplar:

- El comportamiento decisorio de la unidad microeconómica con particular énfasis en los aspectos financieros de sus actuales o probables definiciones estratégicas, así como los principales efectos ma-

macroeconómicos de dicha conducta presente o previsible de las instituciones.

- Los efectos recíprocos probables entre cada alternativa de políticas económicas aplicables y la estrategia de las instituciones afectadas, considerando que la Función Financiera constituye la interfaz necesaria de este análisis.

Las variaciones en los factores en una economía de alta inestabilidad son de una magnitud tal que pueden afectar significativamente las estructuras patrimonial y de resultados de las instituciones. De allí que los estudios y recomendaciones sobre cambios en las políticas macroeconómicas deberían enfatizar el análisis de los efectos microeconómicos derivables de las mismas. Los grandes temas económicos tales como: nivel de las tasas de interés; devaluación del peso; niveles de precios relativos; controles de precios; aranceles y retenciones; indexación; etc. constituyen claros ejemplos del impacto de las políticas económicas en las instituciones. Estos impactos pueden ser directos sobre las instituciones: como los efectos primarios del control de precios sobre la rentabilidad; o indirectos: resultantes por ejemplo de la conducta generalizada de los inversores que reaccionan frente a los niveles relativos de las tasas de interés recanalizando sus ahorros y afectando en consecuencia la disponibilidad de crédito para las instituciones.

El reconocimiento de las interrelaciones por parte de quienes conducen las instituciones debería ser también un importante factor de armonización para adecuar en todo lo posible la conducta de las mismas. De tal forma podrían priorizarse aquellas estrategias que mejor se armonizan con las políticas económicas aplicadas y, al mismo tiempo, se tratarían de atenuar las conductas institucionales que enfatizan los efectos no deseados de dichas políticas gubernamentales.

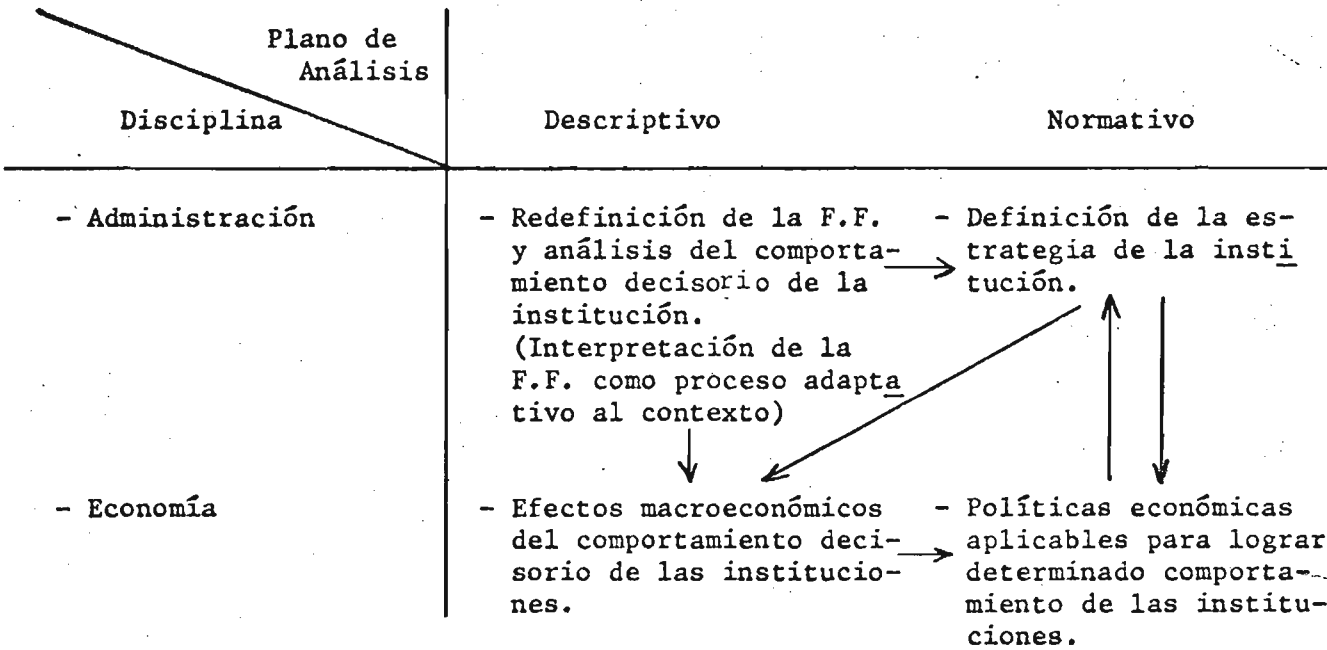
La clarificación y el reconocimiento de los problemas, basados en un análisis sistemático y con el común denominador que proporcionan las escalas de valores compartidas, deberían promover un diálogo gobierno/instituciones para la búsqueda de las soluciones más favorables a los intereses del país.

La recíproca adecuación: estrategias de las instituciones/políticas gubernamentales, debería ser un continuo ejercicio de aprendizaje basado en el reconocimiento de los reales efectos de ambas.

Puede bosquejarse entonces la siguiente síntesis acerca de los estudios propios de la administración y de la economía en los planos descriptivo y normativo.

Diagrama 5.28

INTERRELACIONES ENTRE POLITICAS MACROECONOMICAS Y CONDUCTA DE LAS INSTITUCIONES -DESDE EL PUNTO DE VISTA DE LAS DISCIPLINAS Y LOS PLANOS DE ANALISIS AFECTADOS-.



5.8.2. Algunas hipótesis sobre interrelaciones entre políticas macroeconómicas y conducta de las instituciones.

Coherentemente con lo desarrollado al tratar los factores que determinan los cambios en la estructura de resultados de la institución (5.3) y las consecuencias financieras globales que, para las mismas, derivan de los contextos turbulentos (5.4) pueden plantearse las siguientes hipótesis:

1. Impacto de la variabilidad de los factores macroeconómicos en las inversiones.

a. Centralmente puede afirmarse que cuanto mayor es el rango de variabilidad de las relaciones entre tasa de interés, devaluación, inflación y precios relativos, mayor es la incertidumbre sobre el contexto económico y mayores los diversos riesgos financieros asociados a las inversiones. La hipótesis puede formularse en los siguientes términos: los cambios continuos y bruscos de las relaciones entre las variables macro desalientan la inversión en actividades directamente productivas (generalmente asociadas a inmovilizaciones), derivando la aplicación de los fondos hacia los dividendos o la inversión realizable en el corto plazo.

Puede darse otra hipótesis complementaria: el efecto anterior será probablemente más agudo cuanto mayor sea el nivel inflacionario, en la medida en que a mayor inflación le corresponda mayor variabilidad de la misma y de las restantes variables macro.

b. También puede agregarse otra hipótesis con referencia a los altos e inestables niveles inflacionarios: al limitar la inversión se limita también la oferta a largo plazo, tendiendo a crear un estado de permanente desequilibrio entre demanda y oferta que, a su vez, tiende a reciclar el proceso inflacionario. Esta última hipótesis se vería acentuada por el con-

trol de precios usualmente aplicado para tratar de limitar la inflación. El mismo incrementaría la contracción de la oferta provocando desabastecimiento y distorsiones de precios.

En otra forma podría enfocarse esta hipótesis: un nivel mínimo de estabilidad estructural del marco económico es una condición central para el proceso de inversión y, por lo tanto, de crecimiento de las instituciones.

2. Efectos del nivel relativo de las tasas de interés en el comportamiento de las instituciones. Hipótesis sobre la inflexibilidad descendente de la inflación.

- a. En contextos desarrollados la disminución relativa de la tasa de interés respecto de la inflación estimula la economía, incrementa la demanda de crédito y el consumo, provocando en consecuencia incrementos en la inflación; paralelamente el incremento relativo de las tasas restringe el crédito, limita el crecimiento y disminuye la inflación. En contextos como el argentino suele observarse simetría de efectos en caso de disminución de las tasas pero no en lo que se refiere al incremento de las mismas. En nuestra opinión el fundamento principal de este comportamiento inflacionario puede encontrarse en lo que hemos denominado "efecto de palanca negativo" (5.1.4.2.), con estructuras patrimoniales de baja flexibilidad financiera (endeudamiento alto y predominantemente a corto plazo) y con niveles nulos o negativos de rentabilidad real después de computado el efecto inflacionario, los incrementos de las tasas de interés provocan mayores pérdidas y acentúan la necesidad de recurrir al endeudamiento adicional como único recurso de subsistencia. Como a su vez el estado de recesión económica dificulta el recupero de resultados a través de un mayor volumen, la res-

- puesta inmediata suele ser el traslado de los mayores costos a los precios en la medida de lo posible, reciclando así el proceso inflacionario.
- b. Una hipótesis alternativa pero no excluyente de la anterior, sería la que vincula el efecto de las tasas de interés relativamente altas con un mayor déficit estatal, provocado por la diferencia entre lo pagado y lo percibido por el Banco Central, lo que a su vez desembocaría en una mayor emisión monetaria y consiguientemente en una mayor inflación.
- c. Por el contrario en economías desarrolladas, con contextos relativamente inestables pero de mucho menor nivel inflacionario y aceptables niveles de rentabilidad y crecimiento, cabe preguntarse cuáles son las causas inmediatas en que reposa el efecto restrictivo sobre la inflación que deriva de las mayores tasas relativas. Podría formularse una hipótesis partiendo de la existencia de liquidez suficiente para alimentar el sistema y de rentabilidad también suficiente para realimentarlo, de manera tal que el nivel de endeudamiento sólo jugaría para incrementar o disminuir el volumen de operaciones pero sin llegar a constituirse en factor de subsistencia.

Aceptando que el nivel relativo de las tasas de interés se encuentre sumamente influído por la relación existente entre los incrementos de inflación y los incrementos de la liquidez del sistema económico, la hipótesis sobre la inflexibilidad descendente de la inflación puede reformularse en los siguientes términos: en una economía de las características de la argentina todo incremento de liquidez, ya sea mayor o menor que el nivel inflacionario, realimenta a éste último:

- Si el incremento de liquidez es mayor que el nivel de la inflación: a través de las presiones monetarias y devaluatorias.
- Si el incremento de liquidez es menor que el nivel de inflación: a través de los efectos desencadenados en las instituciones por el incremento de las tasas de interés que deriva de la disminución de la liquidez.

Comparando los efectos de las modificaciones en las tasas de interés para los EEUU y la Rep. Argentina podemos decir que:

- En ambos contextos un menor grado de liquidez relativa provoca un crecimiento comparativo de las tasas de interés.
 - En EEUU dicho crecimiento de tasas origina un menor uso del crédito y por tanto menor inflación, al tiempo que mejora los rendimientos de las inversiones financieras. En consecuencia y dada una economía con sectores de crecimiento variable (pero no globalmente recesiva) y sin alta inflación, se produce una competencia entre la recuperación de volúmenes para ganar rentabilidad operativa y la colocación en inversiones financieras para ganar rentabilidad vía flexibilidad financiera.
 - En el contexto argentino por el contrario, el crecimiento de tasas a través del efecto de "palanca negativo" incrementa las pérdidas de la institución al tiempo que mejoran los rendimientos de las inversiones financieras. Coherentemente y dado el carácter recesivo de la economía, tienden a disminuir los volúmenes compensando vía precio y derivando los fondos liberados a inversiones financieras que incrementan la flexibilidad y viabilidad financieras.
- Además del crecimiento inflacionario consecuente debe señalarse que el control de precios actúa a su vez limitando esta alternativa (puede llegar a blo-

quearla), sin generar simultáneamente nuevas vías de acceso a mayores volúmenes.

Los límites de este efecto estarían dados por la desaparición de las instituciones afectadas, es decir que un crecimiento significativo de las tasas en un contexto recesivo, dejaría de reciclar el proceso inflacionario desde el momento en que las instituciones que "procesan" los efectos dejan de operar. A partir de allí es factible prever un menor ritmo inflacionario tal como se observa en los contextos desarrollados ante incrementos en las tasas de interés.

5.9. Elementos de juicio para el desempeño de la Función Financiera en las instituciones argentinas.

Teniendo como base la redefinición propuesta para la Función Financiera así como las consecuencias e hipótesis derivadas, pueden delinearse una serie de elementos de juicio tendientes a orientar el desempeño de dicha función en el contexto argentino.

5.9.1. Consideraciones generales

1. En cuanto a las actitudes con que se enfoca a la Función Financiera.

Dos actitudes extremas son detectables en el comportamiento de las instituciones argentinas:

- Considerar a la Función Financiera como secundaria, sin rol estratégico y sin énfasis en el planeamiento sistemático, identificándola prácticamente con el nivel de gestión.

Esto implica considerarla "a priori" y con independencia de los cambios en el contexto como una "variable de ajuste": así por ejemplo lo que interesaría de los proyectos, inversiones y nuevas actividades no comprende los aspectos financieros. Ha sido este enfoque el probable generador de muchos desastres típicos de épocas de euforia. Lo mismo ocurrió en los EEUU con el "crack" del 30 asociado al uso irracional e ilimitado del crédito.

- Considerar a la Función Financiera como la "salvadora" de la institución: el énfasis en la obtención de la rentabilidad se desplaza totalmente de las actividades centrales de la institución al manejo de las inversiones financieras. Esta política puede generar utilidades financieras que compensen las pérdidas de los períodos de depresión pero su continuidad aplicada a ultranza puede llevar a una dislocación en la naturaleza misma de la institución reemplazando su actividad por el "negocio" financiero y generando impactos negativos en el contexto que, finalmente, revierten sobre la misma institución.

La postura de nuestro trabajo se aleja considerablemente de las actitudes extremas enunciadas, buscando restablecer

el equilibrio de la Función Financiera como componente substancial de la institución. Esto no implica asignarle un rol necesariamente dominante pero tampoco puede considerarse que las políticas financieras sean exclusivamente articuladas como "variable de ajuste" con independencia de la situación estratégica. La Función Financiera se integra en la estrategia de la institución en un plano equilibrado con las restantes funciones y, a través de un planeamiento sistemático y de una flexible gestión, disminuye los márgenes de vulnerabilidad de la institución, contribuyendo a posicionarla estratégicamente para el cumplimiento de los objetivos institucionales en cuya definición tiene un rol de alta significación.

2. En cuanto a los aspectos estratégicos de la Función Financiera

a. Planteo de la estrategia general

Debe contemplar los siguientes aspectos:

- El contexto o conjunto de variables no controlables

En un marco recesivo con alta inflación suelen sucederse "ciclos" de corta duración (medibles más en meses que en años) con puntos de inflexión parametrizables por:

- Los cambios en el rigor e intensidad de los controles de precios y cambiarios que operan como "represores" del proceso inflacionario.
- Las expectativas en cuanto a la evolución relativa de los distintos precios: inflación por sector; incrementos salariales mayores o menores que la inflación; niveles relativos de las tasas de interés (política monetaria); devaluaciones. La evolución relativa de los distintos precios afecta fundamentalmente las expectativas de reactivación general y sectorial.

Según la combinación de políticas gubernamentales que se apliquen en materia de controles y de reactivación/restricción, variará la etapa del "ciclo" económico considerado y sus probables efectos en los mercados comerciales y financieros. El foco de los problemas tenderá a desplazarse como indica el siguiente cuadro.

Cuadro 5.19

HIPOTESIS SOBRE EFECTOS PRINCIPALES DE LAS POLITICAS GUBERNAMENTALES EN
CONTEXTOS TURBULENTOS E INFLACIONARIOS.

Precios Políticas de reactivación/ restricción		
	Fuerte Control	Cierta Flexibilidad
• Incrementos de salarios por encima de la inflación. • Menor restricción monetaria	Desabastecimiento Rentabilidad media	Inflación creciente Rentabilidad alta
• Incrementos de salarios por debajo de la inflación • Fuerte restricción monetaria	Desabastecimiento/ Conflictos sociales Rentabilidad nula o negativa	Conflictos sociales Rentabilidad baja

Hermida y Serra (18 a 27) realizan un análisis referido a los "miniciclos" identificables en el año 1984.

- El ingrediente comercial de la estrategia

Deberá tener en cuenta la posición en el mercado de la institución. Así por ejemplo en una etapa de precios máximos no flexibles las empresas líderes están sometidas a un grado de control que limita notablemente el uso del precio como variable comercial, mientras que las empresas no líderes pueden tener mayores márgenes de flexibilidad para hacer del precio una variable activa de los aspectos comerciales de su estrategia.

El ingrediente comercial de la estrategia puede privilegiar:

- Altos volúmenes: mediante menores precios y/o mayores acciones promocionales. Se apunta a una mayor productividad del capital de trabajo y menores costos financieros.
- Bajos volúmenes: coherente con reducciones en los gastos fijos y cambios en la publicidad.

Deben tenerse especialmente en cuenta:

- Los impactos de las variables financieras en la demanda del sector (el caso de las tasas de interés).
- Los eventuales cambios en la actitud de los consumidores que pueden modificar el comportamiento de la demanda y consecuentemente aportar ventajas competitivas y estratégicas para el posicionamiento (Hermida y Serra -29 a 45-).
- El ingrediente financiero de la estrategia

De acuerdo con lo desarrollado en 5.5. deberá contemplarse su definición y la forma en que sus dimensiones (vectores, políticas, etc.) son afectadas por las variables no controlables.

También deberá analizarse la integración del ingrediente financiero con el comercial y con los restantes ingredientes relevantes de la estrategia.

En particular debe enfatizarse el análisis de las estructuras patrimonial y de resultados delimitando sus componentes operativos y el probable impacto de las políticas gubernamentales según la etapa del "ciclo" pronosticada.

Además de la viabilidad financiera tiene particular relieve la posibilidad de "absorción/transferencia" de la inflación por la institución dado que la misma afecta considerablemente la volatilidad de los resultados.

En este último sentido deben tenerse en cuenta los efectos que para la institución derivan de:

- El sistema de control de precios vigente.
- La ubicación sectorial y las relaciones de poder respecto de proveedores y clientes.
- La composición nacional/importada de los insumos y los mercados internos/externos para los productos y servicios (por lo que hace al ciclo inflación/devaluación).

b. Vectores financieros

El enfoque debe enfatizar la redefinición y el equilibrio entre los distintos vectores. No se trata simplemente de maximizar la rentabilidad incluída la exposición a la infla-

ción y la restricción de liquidez, sino de equilibrar la rentabilidad neta real con la viabilidad financiera y con los diversos riesgos financieros. A su vez la viabilidad financiera es un concepto mucho más amplio y dinámico que los tradicionales de liquidez y solvencia.

En lo específicamente referido a los riesgos financieros, debe procesarse a su identificación y adecuada ponderación, incorporándolos a los vectores financieros y diferenciando entre aquellos riesgos vinculados a la estructura patrimonial (exposiciones a la devaluación, inflación, etc.) y aquellos otros asociados directamente con los "negocios" o actividades centrales de la institución: volatilidad, vulnerabilidad y estacionalidad de los resultados.

En consecuencia las políticas que ponen en contraposición distintos vectores financieros incluídos los riesgos, no deben ser deshechadas "a priori", pero sí suficientemente analizadas para ponderar el efecto integral en los vectores. Tales los casos de mayores volúmenes o mayor endeudamiento.

c. Políticas financieras

Los orígenes y aplicaciones de fondos no son independientes entre sí:

- Así por ejemplo un objetivo de crecimiento de la institución en el largo plazo requiere una política financiera de fuertes aplicaciones en inversiones operativas, lo que a su vez puede superar la capacidad interna de generación de fondos y requerir capital propio externo. Pero para obtener esta fuente de fondos futuros puede ser necesaria una política consistente de aplicación de fondos presentes a los dividendos y/o viabilidad financiera.
- A su vez las inversiones financieras existentes pueden limitar las fuentes de financiación utilizables. Así por ejemplo pueden potenciar la capacidad de endeudamiento en el circuito financiero no institucionalizado y limitar las posibilidades en el circuito institucionalizado. La inte-

rrelación entre inversión y financiación tiene profundas implicancias que afectan no sólo la gestión y el planeamiento sino también el posicionamiento estratégico de la institución.

- Las políticas financieras no deben seguirse por inercia o costumbre.

Sería el caso de la acumulación de stocks cuando las tasas de interés pasan a ser mayores que la valorización de los bienes de cambio y esta valorización a su vez, que da por debajo de la inflación general que afecta los costos fijos y las utilidades de la institución.

- La definición de las políticas financieras debe estar integrada con el análisis de la estructura del patrimonio.

El equilibrio entre vectores financieros múltiples lleva a un enfoque multidimensional del patrimonio tal que permita apuntar simultáneamente a los distintos vectores.

El nivel requerido para cada uno de los subconjuntos de la estructura patrimonial será función del grado de inestabilidad del contexto. Así a mayor velocidad de cambio en las relaciones entre las variables macro, mayor será la frecuencia necesaria en las modificaciones que hacen a la composición y estructura del patrimonio y, por lo tanto, mayor el grado de adaptabilidad requerido al mismo.

El análisis de la estructura patrimonial debe enfatizar los distintos vectores que hacen a la viabilidad financiera:

- En sus aspectos predominantemente "defensivos": solvencia; riesgos por exposición.
- En sus aspectos predominantemente "ofensivos": movilidad y flexibilidad financieras.

La ponderación de unos y otros aspectos permitirá evaluar la capacidad de adaptación de la institución a los diversos cambios en el contexto y su potencial para integrar la Función Financiera en los distintos enfoques es-

tratégicos alternativos.

El análisis de la estructura patrimonial deberá asimismo enriquecerse con nuevos indicadores que superen las fuertes limitaciones de los tradicionales y se inserten en la nueva concepción de la Función Financiera. A sólo título de ejemplo pueden compararse dos instituciones que presenten el siguiente cuadro:

Cuadro 5.20

EJEMPLO DE EVALUACION COMPARATIVA DE LAS ESTRUCTURAS PATRIMONIALES DE DOS INSTITUCIONES.

Concepto \ Institución		
	A	B
. Activos corrientes	1	9
. Pasivos corrientes	2	10
. Cap. de trabajo neto	(1)	(1)
. Liquidez	$\frac{1}{2} = 0,50$	$\frac{9}{10} = 0,90$
. Nivel de ingresos	10	10
. Nivel de utilidades	2	2
. Relación <u>ingresos</u> pasivos corrientes	$\frac{10}{2} = 5$	$\frac{10}{10} = 1$
. Relación <u>utilidades</u> pasivos corrientes	$\frac{2}{2} = 1$	$\frac{2}{10} = 0,20$

Un análisis tradicional muestra ventajas comparativas para la institución B por su mayor índice de liquidez.

Sin embargo su capacidad de generar fondos para enfrentar los compromisos de corto plazo es comparativamente mucho menor como surge de comparar los niveles de ingresos y de utilidades con los pasivos corrientes. Esto deriva de la mucho menor productividad financiera de B (menor rotación del capital de trabajo) y afecta al vector solvencia y, por lo tanto, el campo de la viabilidad financiera. Es probable además que la mayor dimensión de los activos a

financiar y de los consecuentes pasivos de B la hagan más proclive a caer en otros riesgos como los de vulnerabilidad financiera o exposición a la devaluación.

Este ejemplo muestra como la interrelación entre las estructuras patrimonial y de resultados brindan un enfoque más integral y dinámico que el de los limitados índices tradicionales.

d. Posibilidad competitiva en un "negocio" o actividad

No está definida sólo por la Función Comercial sino también y en alto grado por la incidencia del contexto económico-financiero y de sus cambios en las estructuras de resultados y patrimonial de la institución.

La previsión de las variables macro y sus modificaciones y de los impactos de las mismas en los resultados, viabilidad y riesgos financieros inherentes al negocio, se canaliza por la Función Financiera.

e. Búsqueda estratégica de un nuevo "negocio" o actividad

Debe estar acotada en función de los requerimientos y expectativas económico-financieras asignables a la misma.

Incluso las inversiones deben ser evaluadas en un sentido amplio por su impacto en los vectores financieros y por su posible realización o conversión a otras inversiones. Deben tenerse en cuenta las características financieras diferenciales asignables a los distintos tipos de inversiones:

- Operativas:

- Corrientes: capital de trabajo

- No corrientes:

- Materiales: capital propio en giro; activos fijos; otras inmovilizaciones.

- No materiales: publicidad; desarrollo; técnicas de administración.

- Financieras:

- Corrientes: en moneda nacional; en moneda extranjera.

- No corrientes: participación en otras empresas.

3. En cuanto al uso de la previsión y el planeamiento:

Cuanto más inestable sea el contexto mayor deberá ser el grado de previsión y más intensa la labor de planeamiento. Cuanto mayor sea la incertidumbre y más rápidos los cambios del medio más preparadas deben tenerse las respuestas alternativas de la institución en forma tal de:

- Detectar de inmediato las "señales", tan pronto como las mismas sean percibibles.
- Tener una capacidad de respuesta suficientemente ágil para llegar en término a los resultados deseados.

Por cierto que los grados de estructuración del planeamiento pueden variar y al respecto se encuentran vigentes distintos enfoques y técnicas, pero lo que no puede aceptarse es que en función de la inestabilidad del contexto se resigne la formulación de estrategias, justamente cuando las mismas son más necesarias.

5.9.2. Políticas financieras

1. Referidas a orígenes y aplicaciones de fondos

- a. En materia de orígenes de fondos: debieran contemplarse los siguientes lineamientos:

El nivel de rentabilidad final en el corto plazo, debería ser por lo menos el suficiente para contrarrestar la inflación; mientras que en el mediano y largo plazo debería alcanzarse un margen real compatible con los riesgos asumidos. Deben contemplarse como elementos fundamentales para la rentabilidad:

- Margen de contribución, volúmenes y mezcla de ventas.
- Reducción de la incidencia de los gastos fijos.
- Productividad del capital de trabajo y capital propio en giro y reducción de la incidencia de los costos financieros.

Empleo en dosis suficientes de capital propio para la financiación de los activos totales: en forma tal que combinado con la rentabilidad obtenida aseguren un nivel adecuado de viabilidad financiera.

Debe contemplarse la combinación de dos factores:

- Mantener el endeudamiento en niveles y composición adecuados que eviten altos grados de riesgos financieros en lo que hace a:
 - Incertidumbre: impacto del endeudamiento en la volatilidad de los resultados.
 - Solvencia: riesgos de endeudamiento a tasas crecientes con efecto "leverage" negativo.
 - Exposiciones sin cobertura adecuada.

Al mismo tiempo limitar el uso del endeudamiento como fuente de utilidades ya sea que las mismas deriven del efecto "palanca" en su versión tradicional y/o del beneficio derivable de mantener pasivos monetarios.

- Incorporar a las alternativas de financiación el aporte correspondiente al capital propio externo, en la medida compatible con las posibilidades de los mercados de capital y con el mantenimiento del control de la institución.

b. En materia de aplicaciones de fondos: los lineamientos básicos son:

Enfasis en la eficiencia en general y en la productividad financiera en particular:

- Rotación general del capital de trabajo y del capital en giro:
 - Compensación de los mayores costos financieros que acompañan el proceso inflacionario vía productividad del capital de trabajo aplicado. Los mayores niveles de costo financiero provocados por el crecimiento de la inflación (corrección monetaria sobre capital propio) y las tasas de interés nominales (costo de los pasivos), deben ser compensados minimizando el capital de trabajo bruto o total aplicado en forma tal que, al aumentar la rotación del mismo, disminuya la proporción que el costo financiero representa respecto del nivel de ingresos de la institución.
- En otros términos: como la incidencia del costo de financiación del capital de trabajo en la estructura de rentabilidad es inversamente proporcional a la rotación del

mismo cuanto más alto sea el costo financiero mayor deberá ser la rotación para poder contrapesarlo.

- Rotación particular de los bienes de cambio
- La priorización del beneficio por rotación frente al beneficio por valorización surge como consecuencia inmediata del hecho de que, a igualdad de aporte a la rentabilidad final, los ítems de mayor rotación contienen una menor proporción de costo financiero y, por lo tanto, son menos sensibles (vulnerables) a los cambios en los mismos, que a su vez constituyen el ingrediente de mayor volatilidad en la estructura de resultados.
- Además este lineamiento se integra en el definido en el párrafo anterior acerca de la rotación del capital de trabajo unitariamente concebido.

La rotación de los bienes de cambio se ve enfatizada en el caso de inflación general mayor que la inflación específica aplicable a los ingresos de la institución.

Enfasis en los tipos de modificaciones al capital de trabajo /capital propio en giro que hacen consistentes los distintos vectores financieros:

- Eficiencia financiera según se expuso en el párrafo anterior.
- Menor exposición a la inflación vía menores activos monetarios.
- Utilización de las inversiones financieras.

Limitación de los dividendos: deben ser definidos considerando estrictamente las utilidades reales, así como la necesidad de retener una parte significativa de las mismas a efectos de aplicarlas a la reinversión, en un nivel tal que permita mantener viable a la institución.

Por otra parte la necesidad de aplicar fondos a los dividendos podría ser revalorizada en función de las políticas que eventualmente se apliquen en cuanto a fondos propios externos (suscripción de nuevos capitales), que a su vez pueden llegar a requerir "pisos" de dividendos para los accionistas minoritarios. Este planteo se vincula con el denominado: "valor informativo de los dividendos".

Ampliación de la gama de posibles inversiones adicionando a las opciones de inversiones operativas físicas:

- Las inversiones financieras líquidas que permitan reciclar internamente los fondos mejorando la viabilidad financiera y manteniendo el potencial de crecimiento de la institución para su oportuna aplicación.
- Las inversiones operativas en aspectos no físicos tales como:
 - El desarrollo comercial de productos y servicios.
 - El desarrollo de los recursos humanos estimulando la creatividad y la productividad.
 - Las técnicas de administración tendientes a facilitar la aplicación del enfoque estratégico.

2. Neutralización de riesgos e impactos financieros

a. Neutralización de los impactos referidos a los elementos monetarios del patrimonio.

Perseguir la dimensionalización óptima del capital de trabajo neto/capital propio en giro, expuestos a la inflación.

Dos aspectos fundamentales deben tenerse en cuenta en esta búsqueda:

- Las restricciones derivadas de las condiciones operativas y las definidas por los objetivos de la institución en general y los vectores financieros en particular.

Debe enfatizarse la compatibilización de este enfoque con los restantes vectores financieros directamente relacionados con la gestión del capital de trabajo y del capital propio en giro: liquidez; flexibilidad; solvencia; rentabilidad; riesgos por vulnerabilidad.

- La orientación de las restricciones operativas hacia valores financieramente más favorables en el mediano y largo plazo.

La reducción del nivel de actividad asociada directamente a menores volúmenes de capital de trabajo neto expuesto (vía reducción de cuentas a cobrar principalmente) constituye una opción para enfrentar situaciones con altas tasas de correc-

ción monetaria y mercados deprimidos.

Debería implicar la reducción de gastos de estructura en forma tal de mejorar comparativamente la rentabilidad y hacer más probable la subsistencia, hasta que las condiciones del contexto permitan recuperar volúmenes.

En forma paralela deben considerarse la flexibilidad y la viabilidad financieras que facilitan la diversificación y/o cambios en las actividades de la institución, priorizando la noción de flexibilidad en los negocios frente a los tradicionales conceptos de "maximización" de beneficios expresados en las economías de escala. En una economía turbulenta puede ser preferible un costo unitario superior pero con facilidades operativas para el cambio de producto/servicio, que los costos unitarios mínimos derivados de grandes inmovilizaciones rígidas al cambio y vulnerables a las caídas en los volúmenes.

b. Neutralización de los impactos referidos a los componentes no monetarios del patrimonio.

Hemos definido que el comportamiento de las variables no controlables por la institución afecta no sólo a la corrección monetaria aplicable a los componentes monetarios del patrimonio, sino también a los conceptos no monetarios tales como los stocks o la incidencia de los gastos.

Así por ejemplo para el caso en que los incrementos de precios específicos que hacen a la actividad considerada sean inferiores a los generales que afectan a los gastos fijos, existirán dos factores de incidencia negativa en los resultados:

- El referido a los stocks: definido por la diferencia entre:
 - El costo financiero del stock inicial = diferencial entre las tasas de costo financiero y de revaluación aplicables x stock inicial a valor de reposición.
 - La revaluación de las compras del período = diferencia efectiva de precio x volumen.
- El referido a los gastos fijos o estructurales definido por:
El volumen y monto de los mismos y el diferencial de tasas aplicable.

Respecto de los stocks debe notarse que la revaluación de las compras se encuentra limitada por la capacidad efectiva para el traslado proporcional de los mayores costos de reposición a los precios de venta.

Este factor es muy importante cuando rigen políticas de control de precios que pueden limitar sensiblemente el aporte positivo de la gestión de compras a los resultados, sin limitar en cambio el costo financiero de los stocks iniciales.

Se deduce inmediatamente que la reducción de los stocks iniciales y del nivel de gastos pueden provocar un "punto de inflexión" en cuanto a la incidencia en los resultados de los componentes no monetarios del patrimonio. Esto se manifiesta en un efecto neto positivo en los resultados derivado de la revaluación de las compras del período.

En síntesis: puede considerarse viable una política de neutralización de los impactos referidos a los componentes no monetarios del patrimonio basada en la productividad financiera y compuesta por:

- La gestión de stocks (políticas de compras y de rotación).
- La reducción de los gastos estructurales necesarios para un nivel de actividad dado.

Debe reconocerse que ambas políticas pueden tener fuertes límites operativos y que en el caso de la gestión de stocks los beneficios por revaluación de las compras de un período deben pesarse contra un mayor costo por stocks iniciales en el período siguiente. La solución consistente en incrementar el nivel de actividades para absorber dichos stocks puede verse a su vez bloqueada por la depresión de la demanda que caracteriza al contexto inflacionario recesivo.

Por otra parte la política de gestión de stocks no puede limitarse al vector rentabilidad, ni independizarse de su financiación. Los stocks forman parte del capital de

trabajo/capital propio en giro, por lo que requieren ser integrados a la optimización de la estructura patrimonial con referencia a los distintos vectores que reflejan la viabilidad financiera.

La reducción del nivel de actividad asociada a menores volúmenes de activos no monetarios puede alcanzar no sólo al capital de trabajo/capital propio en giro vía stocks, sino a las inmovilizaciones vía realización de algunos activos fijos que pueden o no ser operativos. La reducción de activos fijos operativos implica un redimensionamiento de la institución, en algunos casos la única alternativa para la supervivencia en mercados altamente deprimidos. La realización de activos fijos no operativos constituye una forma de hacer líquidas las reservas que integran la estructura patrimonial (y que de tal forma contribuyen a la viabilidad financiera) priorizando la rotación del capital total invertido en la institución.

Otra política de neutralización es la referida a los riesgos por devaluación. La cobertura cambiaria puede realizarse:

- Compensando los pasivos con activos en moneda extranjera: bienes de cambio; créditos por exportación o con cláusula dólar; títulos en u\$s (caso Bonex)
- Contratando seguros de cambio con acuerdo a las alternativas comprendidas en el régimen legal. Se incluyen aquí las operaciones de futuro compensatorias de los pasivos existentes.
- Aplicando fondos a la cancelación anticipada de los pasivos en moneda extranjera.

Los riesgos por devaluación se asocian a los pasivos en divisas y por tanto no necesariamente se correlacionan con los costos monetarios del capital propio expuesto a la inflación. En consecuencia exigen un tratamiento separado pero consistente con los de los restantes componentes del patrimonio.

Los riesgos asociados a cláusulas de interés variable si bien referidos a activos o pasivos monetarios pueden asimi-

larse por sus consecuencias y tratamiento al caso de las cuentas a cobrar o a pagar en moneda extranjera.

También se asimilan a las mismas los créditos o deudas indexadas.

c. Respuesta al efecto de "palanca negativo"

No constituye una estrategia adecuada el incremento de volumen de los productos o actividades existentes si se observan contribuciones marginales insuficientes y estructuras de capital de trabajo tales que el mismo crece linealmente con el volumen.

El mayor énfasis en este caso debiera estar en la eficiencia:

- Reducción de gastos fijos.
- Mayor rotación del capital de trabajo neto: provocando la disminución en la incidencia de los costos financieros.

También es un enfoque positivo el mantenimiento o aún el crecimiento de los volúmenes de actividad en la medida en que arrojen rentabilidad positiva sin generar mayores requerimientos de fondos para aplicar al capital de trabajo. Tal sería el reemplazo de productos o servicios existentes por otros que, aunque requieran una inversión inicial adicional, reducen sensiblemente los requerimientos de capital de trabajo liberando fondos que a su vez permiten reducir el endeudamiento a tasas insostenibles por la rentabilidad existente. Otra alternativa en el mismo sentido está dada por los cambios de tecnología que permiten reducir costos generando un flujo de fondos positivo tal que produzca un rápido repago de la inversión realizada en la tecnología y permita reducir sensiblemente el endeudamiento con su carga de intereses. De esta forma se mejora la configuración de los resultados y se elimina el efecto de "palanca negativo" : intereses mayores que el margen de rentabilidad neto antes de costos financieros; mayor endeudamiento para pagar los intereses; mayores tasas de interés sobre pasivos crecientes; mayor déficit financiero; ... (véase al efecto lo desarrollado en el punto 5.1.4.2.c.)

3. Adecuación a menores volúmenes de actividad

El impacto depresivo del proceso inflacionario puede manifestarse concretamente en la disminución de la demanda dirigida a la institución lo que implica a su vez un menor origen de fondos.

Las siguientes son las principales políticas financieras para enfrentar este habitual impacto:

a. Basadas en la reducción del volumen de operaciones:

- Reduciendo proporcionalmente el capital de trabajo/capital propio en giro empleado.

Esta política puede alcanzar a la reducción de los bienes de uso si la profundidad y alcance de la reducción de la demanda lo hacen necesario.

- Transformando el capital de trabajo/capital propio en giro empleado mediante el traslado de fondos desde los acti
vos operativos a los financieros, en forma tal de mantenerse viable financieramente y con capacidad de reacción frente a eventuales recuperaciones de volúmenes.
- Compensando el menor volumen mediante racionalización de costos que permitan mejorar el margen de contribución y/o disminuir los costos fijos.

b. Basadas en el mantenimiento del volumen de operaciones:

- Compensando el menor volumen mediante diversificación de mercados/productos. La restricción financiera en este caso opera a través de las inversiones requeridas para atacar nuevas actividades.
- Manteniendo el volumen mediante mayores plazos a los clien
tes. Deben computarse los impactos efectivos en la rentabi
lidad y en la vulnerabilidad del negocio.

Las políticas de reducción y/o mantenimiento del volumen de operaciones deben ser ponderadas considerando los requerimientos de fondos generados por:

- El nivel de encaje en disponibilidades necesario para el volumen y estructura de la actividad.
- Los efectos del desabastecimiento de insumos generalmente

derivados de las políticas gubernamentales de controles de precios, que de por sí provocan la necesidad de mayores stocks.

Además dichas políticas de reducción y/o mantenimiento del volumen deben ser analizadas en función de la estructura del capital de trabajo/capital propio en giro, especialmente en cuanto a sus elementos monetarios y no monetarios, y en cuanto a la consistencia de sus impactos en los distintos vectores financieros.

4. Elección de actividades: función orientadora de las finanzas en la búsqueda estratégica.

Queda dicho que en contextos de alta inestabilidad la Función Financiera tiene un rol destacado para delinear el campo de búsqueda que hace a nuevas actividades o negocios.

La hipótesis a introducir en este punto parte de aceptar la descomposición del retorno sobre la inversión en dos elementos: el margen de utilidad y la rotación del capital empleado. La pregunta básica sería: hacia donde orientar la búsqueda? Hacia actividades de mayor rotación (mayor número de operaciones por período) o hacia actividades de mayor margen (mayor utilidad por operación)?

Ya hemos definido la existencia de dos riesgos financieros inherentes a la actividad:

- La volatilidad de los resultados: es decir su probabilidad de oscilación. Tiende a ser mayor cuanto más rápida sea la rotación.
- La vulnerabilidad de los resultados: identificable con las caídas de deudores y/o la imposibilidad de realizar los bienes de cambio. Tiende a ser mayor cuanto más lenta sea la rotación.

En nuestro enfoque de la Función Financiera con vectores financieros múltiples la rentabilidad se pondera con los riesgos y la viabilidad financiera juega un rol substancial como vehículo para la supervivencia. Cabe entonces comparar las líneas alternativas de búsqueda sobre la base de algún factor diferenciador

que permita priorizar: en el caso aquí planteado la pregunta se trasladaría a comparar los riesgos de volatilidad y de vulnerabilidad. Suponiendo a su vez que ambos sean equivalentes, en magnitud el problema puede plantearse en términos de la posibilidad de neutralizar uno u otro riesgo.

El "ciclo de negocios corto" que caracteriza a la alta rotación puede ser compensado durante un ejercicio económico ganando en alguna(s) oportunidad(es) lo que se pierde en otra(s). Por el contrario el "ciclo largo" deja sin posibilidad de compensación en el mismo ejercicio. Es por eso que, a igualdad de incidencia sobre los restantes vectores financieros y suponiendo un estado de equilibrio para los aspectos estratégicos de las restantes funciones, nos inclinamos por una política de alta rotación con menor margen, es decir por una política que afronte mayores riesgos de volatilidad pero menores de vulnerabilidad.

Dicha política de alta rotación presenta además otras ventajas sensibles:

- Privilegia la eficiencia asociada al uso intensivo del capital respecto de los beneficios derivados de la valorización de stocks inmovilizados.
- Favorece el ensamble con los aspectos comerciales de la estrategia que generalmente privilegian las participaciones significativas en un mercado o en un segmento del mismo. A su vez una posición competitiva destacada permite una mayor controlabilidad de los resultados lo que a su vez atenúa el riesgo de volatilidad.
- Favorece la coherencia con las probables políticas gubernamentales tendientes a neutralizar la inflación sin acentuar los aspectos recesivos.

Contemplando el planteo desde el ángulo del costo financiero puede decirse que las opciones basadas en una alta rotación del capital de trabajo neto (presentando éste una exposición monetaria positiva), tienen un nivel de exposición monetaria menor que las que se basan en una baja rotación del capital de trabajo neto (suponiendo igual estructura del mismo). Por consecuencia la

alta rotación genera un costo financiero comparativamente menor que, en condiciones de alta inflación y recesión, tiene un peso significativo y torna menos riesgoso el negocio o actividad.

Otros factores a ser considerados en la comparación de actividades de distinta rotación son:

- La incidencia comparativa probable del control de precios en las opciones que son objeto de comparación.
- La eventual posibilidad de modificar la estructura del capital de trabajo llegando incluso a tornarlo negativo: deberá ponderarse con los riesgos de solvencia y de crecimiento acelerado de los costos financieros ("leverage negativo".)

Otro ejemplo en cuanto a la función orientadora de las finanzas es el referido a la ponderación y orientación al definir los niveles de crecimiento y diversificación de una institución. En contextos inflacionarios y recesivos el crecimiento basado en adquisiciones de negocios o empresas en marcha puede provocar la necesidad de endeudamiento creciente para financiar dichas adquisiciones. De aquí resulta a su vez el crecimiento del costo financiero que se puede sumar al eventual crecimiento de los costos administrativos provocado por una expansión de la estructura. Si a su vez los mercados decrecen por la situación recesiva y el manejo de las actividades se torna menos eficiente a raíz de la dispersión de esfuerzos en múltiples unidades de distintos negocios, puede resultar significativa la caída en los resultados con su consiguiente impacto en las posibilidades de pagar dividendos y autofinanciar el crecimiento inflacionario y operativo requerido por el capital de trabajo. La Función Financiera debiera anticipar este tipo de problemas planteando las necesidades y amenazas y, en consecuencia, pausando los límites y direccionamiento de la expansión.

El direccionamiento financiero debe asignar adecuado peso a los fenómenos de estacionalidad que hacen a las variaciones de los resultados y pueden afectar profundamente los flujos de fondos. La compensación de estacionalidades existentes al incorporar los nuevos productos o servicios ofrecidos, constituye un claro ejemplo del diálogo interfuncional entre comercialización

y finanzas que debe ser estratégicamente pautado y desarrollado en los correspondientes módulos de planeamiento.

Aquí el direccionamiento financiero tiende a equilibrar el nivel de los riesgos financieros inherentes al negocio propendiendo a la estabilización de los resultados globales de la institución.

La búsqueda estratégica también debiera estar financieramente direccionada en cuanto a riesgos cambiarios. La inserción de los mismos en nuestro enfoque se opera a través de dos expresiones:

- Como aspecto de la estructura patrimonial: es el riesgo por exposición a la devaluación/revaluación resultante de activos y pasivos en moneda extranjera. Se ubica en el vector de riesgos por exposición y puede ser objeto de diversas formas de cobertura cambiaria.
- Como aspecto de la estructura de resultados: es el riesgo ligado al ciclo "inflación/devaluación" caracterizado por:
 - a) Una intensidad de riesgo directamente proporcional al grado de represión inflacionaria (control de precios) y cambiaria (control de cambios) o, lo que es lo mismo, una intensidad de riesgo inversamente proporcional al grado de fluidez (indexación) y estabilidad del proceso inflacionario.
 - b) Una composición del riesgo en función del origen nacional y/o importado de los insumos y de los mercados internos y/o externos del producto.

Jacque y Lorange (21 a 23) desarrollan este tema asimilando los puntos a) y b) a los niveles de macro y microanálisis respectivamente.

Se ubica en el vector de volatilidad de los resultados dentro del conjunto de riesgos financieros asociados a la actividad.

Por otra parte cabe notar que la oposición general entre volatilidad y vulnerabilidad, cuando se las examina desde el punto de vista de sus respectivas asociaciones con las rotaciones de activos, encuentra una excepción en el ries-

go cambiario del ciclo "inflación/devaluación".

En este caso a mayor rotación de deudores y bienes/de cambio corresponde un menor nivel de riesgo cambiario y, consecuentemente, una menor incidencia en la volatilidad; simultáneamente y con acuerdo a lo ya explicado se genera un menor nivel de activos expuestos en términos del riesgo de vulnerabilidad.

5. Creatividad en los aspectos financieros

El campo financiero ofrece múltiples posibilidades para desarrollar nuevos enfoques que no sólo se inserten en la estrategia de la institución sino que inclusive, sirvan de estímulo para generar y estructurar la misma.

La gama de posibilidades va desde nuevas formas de financiación de las ventas, que superen las restricciones de los clientes e impliquen una ventaja competitiva frente a los mismos, hasta la financiación de nuevos proyectos y/o reactivación de los existentes superando las restricciones de los mercados financieros. Ejemplos de este último caso son:

- Los "joint ventures" y las explotaciones conjuntas con terceros para aunar las capacidades tecnológicas ("know how"), de administración y/o la disponibilidad de mercados y plantas industriales con los recursos financieros necesarios para su desarrollo y/o reactivación.
- Las figuras de arrendamiento o "Lease Back" que permiten asegurar un ingreso para el poseedor de bienes de uso sin comprometer recursos financieros ni sobrecargar sus requerimientos de capacidad gerencial.

5.9.3. Aspectos organizativos e instrumentales

1. La Función Financiera y las nuevas estructuras organizativas

Ya hemos explicado que el tradicional concepto que identifica cada una de las funciones con un área de la estructura organizativa, ha ido perdiendo vigencia en la medida en que al lado de las estructuras funcionales surgen nuevos diseños orientados por objetivos, tales como las divisiones o los proyectos. En consecuencia las funciones financieras aparecen "diseminadas" a través de la estructura de la organización.

Así por ejemplo en una estructura divisional el área financiera de la institución participa en la definición de la estrategia de la misma, define los planes financieros y realiza parte de la gestión financiera. Los restantes ingredientes financieros de la estrategia institucional son formulados directamente por la dirección superior. En cuanto a la gestión financiera cada división tiene responsabilidad por el manejo de su capital de trabajo donde se entrelazan aspectos operativos y financieros, dentro de los límites definidos en los objetivos de la división y en las políticas financieras de la institución.

Podría entonces afirmarse que la aparición de nuevas estructuras no funcionales transforma la distribución de la Función Financiera en la organización, manteniendo centralizados los aspectos financieros de la estrategia y el planeamiento financiero así como la gestión referida a aquellos orígenes de fondos no asociados a la operatoria comercial, tales como el endeudamiento bancario y el capital propio externo. También se maneja centralizadamente la aplicación de los excedentes de fondos de la institución. Paralelamente tiende a descentralizarse la gestión referida a los orígenes y aplicaciones de fondos en la medida en que los mismos se encuentran identificados con las actividades de cada una de las unidades de "negocios" (divisiones): tal el caso de los ingresos por ventas y de la financiación de los proveedores, siempre dentro de los límites definidos por las políticas y planes financieros.

A efectos de lograr una adecuada correlación entre la responsabilidad asignada a cada unidad o sector de la organización y los logros que le son atribuibles, la medición de los resultados de la institución debe armonizarse con las características de la estructura, considerando especialmente los objetivos asignados a cada unidad de la misma. Resulta particularmente relevante para medir los resultados de cada división la atribución de los costos e ingresos financieros que le corresponden teniendo en cuenta su campo decisorio y las condiciones operativas de la actividad. Los restantes costos e ingresos financieros deberán enton-

ces asignarse al área de finanzas y/o a la dirección superior, aún cuando se encuentren fuertemente influídos por las decisiones correspondientes al nivel de gestión financiera.

2. Organización de la Función Financiera

Con acuerdo a la interpretación de la Función Financiera como un proceso adaptativo podemos agrupar los principales aspectos comprendidos en la misma en los siguientes niveles:

- Nivel político: participación en las definiciones estratégicas: objetivos institucionales; vectores y políticas financieras.
- Nivel de dirección:
 - Planeamiento macroeconómico.
 - Planeamiento microeconómico financiero (incluye patrimonio y resultados).
- Nivel de gestión:
 - Orígenes y aplicaciones de fondos operativos.
 - " " " " " no operativos: endeudamiento bancario y manejo de excedentes.
 - Información para control de gestión.

A su vez cada uno de los niveles mencionados puede asimilarse con la correspondiente ubicación estructural según las siguientes relaciones:

- Nivel político: corresponde a la alta dirección. El rol activo puede estar en manos de la máxima autoridad financiera de la institución si la misma alcanza el suficiente nivel: tal es el caso del director financiero que dirige el área correspondiente y es a la vez miembro de la dirección superior. En caso contrario el rol político activo puede reposar en el gerente general o en algún otro miembro de la dirección superior con especial formación en el tema.
- Nivel de dirección: corresponde a la gerencia financiera, si bien la elaboración de los modelos correspondientes puede ser asignada a sectores de planeamiento especializados en economía y finanzas.
- Nivel de gestión: los orígenes y aplicaciones operativos se descentralizan por división. (Por ej.: créditos y cobranzas),

mientras que los no perativos se mantienen centralizados en las Función Financiera.

La información para control de gestión es diseñada, coordinada y evaluada en forma centralizada pero su operatoria periódica y su inserción en las decisiones de gestión es manejada por cada división.

Si la estructura es funcional tanto el nivel de dirección como el de gestión recaen integralmente en el área financiera.

3. Aspectos instrumentales de las finanzas

El énfasis en determinados instrumentos es función del enfoque dado a la disciplina bajo estudio. En nuestro caso el enfoque de la Función Financiera está claramente orientado al contexto y se encuentra estructurado hasta donde la naturaleza de la Función Financiera lo permite.

Resultan en consecuencia priorizados los siguientes aspectos instrumentales:

- La información externa y las técnicas para la previsión del comportamiento de los contextos ("escenarios" por ej.)
- La capacidad de simulación y reformulación para las decisiones a tomar, en función de los "escenarios" alternativos previstos y/o de nuevas hipótesis sobre las relaciones entre las variables no controlables involucradas en los mismos y las variables controlables por la institución.
- En general son de gran ayuda en estos procesos las técnicas de procesamiento de datos y el manejo de modelos, con particular énfasis en el denominado "análisis de sensibilidad" aplicable a los modelos de simulación.

6. CONCLUSIONES

6.1. - Revisión crítica de los conceptos vigentes acerca de la Función Financiera.

- La concepción axiomática de un objetivo de las finanzas único y estable no es compatible con la naturaleza de la Función Financiera. La referencia a la maximización de los beneficios de los accionistas no se ensambla adecuadamente con el reconocimiento de objetivos múltiples para la institución. Las hipótesis alternativas contemplan la existencia de un conjunto complejo y diversificado de riesgos financieros así como la idea de viabilidad financiera.
- Tampoco es aceptable el "supuesto central de las finanzas" que asume la existencia de un comportamiento necesariamente opuesto entre rentabilidad y liquidez y, de alguna forma, una relación directa entre rentabilidad y riesgos. La reformulación de este supuesto relativiza las relaciones entre los vectores financieros a las situaciones decisorias y a las políticas aplicadas y sus efectos en la estructura patrimonial. Se identifican entonces políticas financieras que hacen consistente el logro de los distintos vectores financieros, tales las políticas de incremento de la productividad por reducción de gastos y/o mayor rotación de activos, así como las que reducen los activos expuestos a la inflación y/o generan adecuadas inversiones financieras. Estas políticas permiten armonizar rentabilidad con viabilidad financiera e inclusive llegan a compatibilizar rentabilidad con bajo riesgo. Por el contrario las políticas basadas en mayores volúmenes o en incrementos de los pasivos monetarios tienden a generar rentabilidad a costa del logro de los restantes vectores financieros. La relación inversa entre liquidez y riesgo financiero se mantiene al replantear las distintas situaciones decisorias.
- El aumento de rotación de los activos monetarios es totalmente consistente con el objetivo de rentabilidad, pero en el caso de los activos no monetarios la mejora en los resultados por mayor eficiencia y menor

costo financiero del capital empleado debe ser contrapesada con la caída en los resultados por menor valorización de los stocks.

- A partir de los dos postulados básicos mencionados la disciplina financiera incorpora los siguientes criterios básicos:

- La definición del "standard" de performance financiera como pauta para evaluar los cambios significativos en la estructura patrimonial. Se deriva el "costo del capital" definido como la mínima tasa de retorno de un proyecto necesaria para conservar sin cambio la cotización de las acciones.

- La discusión del efecto de "leverage" o "palanca" basado en una tasa de rendimiento superior al costo del endeudamiento adicional, siendo éste inferior al costo del capital propio. Modigliani y Miller no aceptan la dependencia del costo del capital respecto de la estructura de financiación, pero la doctrina actual se acerca más a la posición clásica si bien incorporando como restricción el riesgo por insolvencia. Los postulados de Modigliani y Miller son inaceptables para nuestro enfoque, dado que no reconocen la existencia de múltiples vectores financieros ni de mercados financieros imperfectos ni de otras pautas de evaluación que las referidas al rendimiento de las acciones.

- La administración del capital de trabajo. Coexisten dos corrientes: la tradicional que busca optimizar rubro por rubro y la unitaria que lo enfoca como una variable económica.

- La revisión crítica de los criterios básicos aplicados comprenden:

- El "standard" de performance financiera debiera contemplar los impactos de las decisiones en los distintos vectores financieros, así como el costo de oportunidad de los fondos propios en aplicaciones de similares características.

- La aplicabilidad del efecto de "palanca" se encuentra sensiblemente limitada por el costo del endeudamiento adicional y el costo de oportunidad del capital propio. Su evaluación debe incorporar el impacto

positivo en la rentabilidad derivado del incremento de los pasivos monetarios así como el impacto de posibles devaluaciones/revaluaciones o indexación de pasivos. También debe identificarse el efecto de "palanca negativo", originado en déficits del flujo de fondos que requieren endeudamiento creciente a tasas nominales superiores a la rentabilidad, con el consiguiente efecto multiplicador sobre los resultados negativos.

- El enfoque para seleccionar combinaciones "óptimas" de fuentes financieras y de inversiones debe contemplar simultáneamente los "pares" de modificaciones posibles "inversión/financiación", así como sus impactos en los distintos vectores financieros. Cuanto más turbulento es el contexto mayor es la interdependencia de las decisiones de inversión y financiación.
- La posibilidad de optimizar el valor presente de la institución en base a la estructura financiera debería considerar las interrelaciones financiación/inversión, así como la valuación de la institución en función de las expectativas de logro de los distintos vectores financieros.
- Los criterios de selección de inversiones deben contemplar por lo menos la rentabilidad y el período de repago, incluidos en ambos casos los coeficientes de dispersión de los pronósticos.
- Para la administración del capital de trabajo/capital propio en giro, resulta indispensable adoptar la concepción unitaria.
- Las políticas de distribución de utilidades deben priorizar la viabilidad financiera mediante un importante pero equilibrado proceso de reinversión.
- La correlación de plazos entre inversión y financiación no debe ser enfocada incrementalmente, sino respecto de la total estructura patrimonial proyectada y como un aspecto de su optimización.
- El estudio de las situaciones decisorias debe comprender el conjunto

de los impactos en los distintos vectores financieros.

6.2.- Definición de las variables total o parcialmente controlables por la Función Financiera.

Del análisis de distintas situaciones decisorias surgen tasas, expectativas de tasas y apreciaciones sobre estabilidad de expectativas de tasas, a las que denominamos operadores, que permiten conectar las variables no controlables o independientes con las decisiones sobre las variables controlables por la institución. Las variables independientes alimentan a su vez el cálculo de los operadores. Sólo para decisiones circunscriptas a un mismo tipo de activo tal como los activos financieros, los operadores se identifican con variables financieras no controlables por la institución.

La multiplicidad y alta dispersión de las tasas de inflación e interés hacen inoperantes sus respectivos promedios, siendo indispensable identificar las tasas específicas aplicables a cada situación decisoria en función del contexto y la institución. El reconocimiento y definición de los operadores es importante a nivel de la institución, pues permite mejorar la articulación de las decisiones enfatizando las variables realmente significativas para las mismas. A nivel macro permite discernir políticas gubernamentales que tengan efectivamente en cuenta la forma en que las instituciones definen los aspectos financieros de sus decisiones.

6.3.- Factores que determinan los cambios en la estructura de resultados de la institución. Pueden clasificarse en:

- Cambios en la estructura patrimonial con impacto en la de resultados: pueden afectar la posición monetaria neta o la dimensión patrimonial relativa.
- Cambios que afectan directamente la estructura de resultados:
 - Diferencias en los incrementos de precios correspondientes a un mismo período.
 - Cambios en los niveles de actividad y/o eficiencia.
 - Cambios en los niveles inflacionarios que modifican el costo financie

ro de los fondos propios aplicados.

Las denominadas tasas de interés "positivas" o "negativas" respecto de la inflación del período no tienen impacto directo en la estructura de resultados dado que no hacen a la proporción que los intereses pagados guardan respecto de los ingresos y costos. La disminución de las tasas pagadas ejerce efectos indirectos sobre los resultados a través de: cambios en la composición de la financiación, aplicación de nuevos fondos a inversiones realizables y estímulo sobre la demanda.

Debe considerarse el valor absoluto de las tasas de interés como factor de costo del endeudamiento del período considerado, así como su aumento o disminución respecto del período base. La relación entre tasa nominal de endeudamiento e índices de inflación específicos sólo es aplicable a casos restringidos como el mantenimiento de mercaderías en stock antes de realizarlas o el mantenimiento o transferencia de algunas inversiones financieras.

La incidencia directa en los resultados en cuanto a tasas de interés pagadas es función de:

- Su valor nominal: costo "unitario" del endeudamiento.
- La productividad del capital aplicado: expresado en términos de rotación.

6.4.- Consecuencias financieras globales que los contextos altamente inestables ejercen sobre las instituciones.

1. Consecuencias asociadas a los riesgos financieros de variación en los resultados esperados: la incertidumbre del contexto lleva a enfatizar la viabilidad financiera y en especial las inversiones realizables. Como contrapartida tiende a minimizarse las ~~in~~movilizaciones que suelen presentar alto riesgo y baja rentabilidad. En cuanto al impacto de la rotación de los activos corrientes se demostró que entre dos actividades de igual rentabilidad sobre la inversión, la de mayor rotación ofrece comparativamente menores riesgos ante cambios en el contexto y requiere una menor proporción de financiación con fondos propios, con

lo que configura una estructura patrimonial comparativamente más solvente. Por lo tanto, a igualdad de otras condiciones, tenderá a ser la alternativa preferible .

2. Consecuencias financieras asociadas al impacto en los elementos monetarios del patrimonio. Dado un marco recesivo la inflación afecta el capital de trabajo monetario neto por varios mecanismos simultáneos:

- Lo disminuye por la contracción de la financiación.
- Lo erosiona requiriendo mayor capital de trabajo lo que a su vez eleva su costo.
- Desmejora los resultados por efecto de los precios relativos, caída de deudores y menor nivel de actividad.

En consecuencia se multiplica el déficit del flujo de fondos neto, tendiendo a anularse la posibilidad de compensar la erosión inflacionaria de los elementos monetarios del patrimonio. La erosión inflacionaria se invierte de signo si el capital de trabajo monetario neto pasa a ser negativo.

3. Consecuencias financieras asociadas al impacto en los elementos no monetarios del patrimonio. Hacen a la "erosión" del capital de trabajo no monetario. También pueden alcanzar a los bienes de uso, en la medida en que se producen fuertes variaciones en los precios reales de los bienes de capital. Afectan las variaciones en los precios relativos.

- El proceso inflacionario acentuado por sus efectos recesivos lleva al deterioro de los márgenes de contribución porcentuales necesarios para contrarrestar la inflación. El margen necesario está en función de: nivel de inflación, estructura del capital de trabajo y estructura de los resultados.
- Las variaciones de precios relativos hacen directamente a la relación entre ingresos y gastos o bien, lo que es bastante más complejo, a los activos no monetarios expresados fundamentalmente en los bienes de cambio. Deben considerarse especialmente:

- La definición del modelo contable apto para el tratamiento de los bienes de cambio. Se propone el costeo a reposición midiendo la gestión de stocks por la fórmula: revaluación de las compras del período más revaluación del stock inicial menos corrección monetaria aplicable al stock inicial.
- Efectos de las políticas sobre variables controlables. Las políticas de compras y stocks afectan no sólo los resultados del período considerado sino también y en forma inversa, los del período siguiente. Por ej. una política de stocks decrecientes desmejora los resultados del período por menor revaluación de compras, pero mejora los del período siguiente por menor stock inicial siempre que el diferencial entre tasas de revaluación y corrección monetaria sea desfavorable.
- Efectos del comportamiento de las variables no controlables.
Se asume que los incrementos de precios específicos afectan simultáneamente precio de venta y costo de insumos, mientras que los generales afectan: corrección monetaria sobre capital de trabajo monetario neto empleado y sobre stock inicial así como nivel real de los gastos fijos. El resultado neto final por evolución patrimonial será inferior o superior al obtenible con incrementos de precios homogéneos, según que los incrementos específicos sean respectivamente inferiores o superiores a los generales.
- Efectos combinados de políticas sobre variables controlables y comportamiento de las variables no controlables.
 - El impacto de las políticas de stocks opera independientemente de los movimientos de los precios relativos pero sus efectos se ven acentuados por estos últimos.
 - La sensibilidad de los resultados a las distintas variaciones de precios es proporcional a los niveles de stocks.
 - El manejo de las variables controlables (estructura patrimonial,

gastos fijos y política de stocks) pueden neutralizar y aún sobrepasar el impacto negativo de los cambios en los precios relativos. También puede potenciar los beneficios cuando los incrementos de precios generales son menores que los específicos.

- Factores a considerar para una gestión "óptima" de stocks.

La comparación básica contrapone eficiencia vs. valorización de stocks. La eficiencia es proporcional a la rotación de los stocks en cambio la valorización lo es a su inmovilización.

Deben contemplarse especialmente: la real valorización de los stocks, en función de los controles de precios y el traslado de los mayores costos, así como la relación entre la misma y la corrección monetaria aplicable a los stocks. Debe analizarse en función de las expectativas y considerando los impactos en los restantes vectores financieros así como los ingredientes comerciales de la estrategia.

- El caso extremo queda definido cuando el costo de reposición tiende a superar el precio efectivo de venta: el efecto principal es la paralización del ciclo de los "negocios", dado que cada operación realizada aporta un incremento de pérdidas a las implicadas en el nivel de gastos fijos existentes.

4. Consecuencias financieras asociadas al impacto en los volúmenes de venta.

Los impactos directos del volumen en los resultados pasan por la caída de la demanda con crecimiento proporcional de los costos fijos unitarios. Los impactos indirectos se manifiestan especialmente en el crecimiento más que proporcional de los activos corrientes (créditos y bienes de cambio) con incremento de los costos financieros y por gestión de stocks.

5. Resumen de las consecuencias financieras globales derivadas de los contextos altamente inestables.

- Mayores riesgos financieros, acortamiento del horizonte decisorio

con incremento de la viabilidad financiera requerida y menor aplicación de fondos a inversiones inmovilizadas.

- "Consumo" o "erosión" del capital de trabajo monetario e, inclusive, del no monetario y crecimiento relativo de los gastos fijos.
- Impactos negativos en la rentabilidad asociados a falencias de clientes y caídas en los volúmenes.

Se observa una contradicción en cuanto a fuentes de financiamiento. La inestabilidad acentúa las restricciones y los riesgos del endeudamiento enfatizando el rol de la autogeneración de fondos, justamente cuando esta última se ve disminuída por los factores enunciados. Las políticas antiinflacionarias acentúan la contracción del crédito y el control de precios de donde resultan mayores costos financieros, menor volumen de ventas y nuevos deterioros en el flujo de fondos.

Las posibles medidas de la institución para contrarrestar estos efectos deben contemplar: la productividad financiera en cuanto a rotación y a nivel y composición de los gastos fijos, así como la reasignación de fondos a los "negocios" y, eventualmente, la adaptación a un menor capital de trabajo real mediante la reducción del volumen de operaciones. Los efectos desfavorables de las variaciones en los precios relativos obligan a considerar especialmente: la estructura patrimonial, los gastos fijos y la política de stocks y compras.

6.5.- Lineamientos para una interpretación estratégica de la función financiera apta para el contexto argentino.

1. Principales elementos de juicio considerados.

- Los niveles de la Función Financiera: estratégico, de planeamiento y de gestión.
- El problema central de compatibilización entre: la necesidad de destinar fondos para dividendos (compensación económica) y la de generar suficientes fondos para reinversión, estructurando el patrimonio en forma tal de mantener financieramente viable a la institu-

ción (supervivencia y control).

- El ingrediente financiero del "Control estratégico": la Función Financiera debe contemplar todas las transformaciones de la estructura patrimonial necesaria para el logro de los vectores financieros. Las mismas implican cambios en el volumen y/o composición del patrimonio y pueden ser consideradas como transformaciones operativas, financieras o mixtas. Estas últimas se refieren a las inversiones inmovilizadas y comprenden los criterios financieros para orientar su búsqueda y selección.

- Metodología. La definición sistemática de una estrategia comprende:

1°. Análisis de situación

- Previsiones y premisas
- Fuerzas - debilidades - oportunidades - amenazas
- Síntesis del diagnóstico

2°. Definición de la estrategia

- "Negocio" o actividad
- Objetivos y políticas. Análisis por función
- Estructura organizativa

2. Las dimensiones financieras de la estrategia: constituyen el ingrediente financiero de toda estrategia. Son las cuatro siguientes:

- Los vectores financieros. Existen dos alternativas metodológicas para su definición: transformar los objetivos institucionales en vectores financieros a través de los "campos de las finanzas", o postular políticas financieras de orígenes y aplicaciones acomplándolas directamente a los objetivos institucionales. El primer camino es más estructurado pudiendo conducir a la fijación de valores prematuros para los objetivos. El segundo puede llegar a "petrificar" políticas incorporándolas de hecho al objetivo estratégico, pero clarifica y disminuye el grado de discrecionalidad a nivel de planeamiento. la combinación de ambos caminos puede ser consistente con el paradigma

del "Control estratégico" y también complementaria entre sí.

Existen interrelaciones entre el vector rentabilidad y la Función Financiera:

- Rol de la rentabilidad en la Función Financiera.

La rentabilidad afecta la estructura patrimonial y consecuentemente impacta el logro de los demás vectores financieros. La estructura de la rentabilidad depende a su vez de: las condiciones operativas y los mercados comerciales; los mercados financieros; la estructura patrimonial y las eficiencias operativa y financiera.

- Rol de la Función Financiera en la rentabilidad.

Las políticas financieras sobre orígenes y aplicaciones afectan la estructura patrimonial e impactan los distintos vectores financieros incluida la rentabilidad.

- Las políticas financieras. Hacen a la composición de las fuentes de fondos y a los compromisos generales para su asignación a los distintos aspectos del objetivo estratégico. Comprende:

- Políticas de inversión: compensación económica; viabilidad financiera; inversiones no realizables materiales o no.
- Políticas de financiación: utilidades autogeneradas; capital propio externo; endeudamiento; realización de activos.

Existe una íntima correlación entre los aspectos privilegiados del objetivo estratégico y las políticas financieras aplicadas, dado que las combinaciones posibles de las distintas políticas de inversión/ financiación afectan los niveles de crecimiento y de riesgos.

- La función orientadora de las finanzas en la búsqueda estratégica.

Afecta a las actividades presentes y a las nuevas direccionando a las funciones comercial, tecnológica, etc., y pautando financieramente la combinación: crecimiento, diversificación, eficiencia.

- Aspectos financieros especializados que inciden en la estrategia.

Disposiciones fiscales, regímenes de promoción, financiación, comercio exterior, etc.

3. El rol estratégico de la Función Financiera.

- Cuanto más inestables son los contextos mayores son las contingencias posibles, más cambiante es la interfase contexto-institución y mayor es la necesidad de asumir definiciones estratégicas y disponer de un planeamiento contingente y adaptativo. La Función Financiera constituye un proceso adaptativo al comportamiento y cambios en el contexto económico, que sintetiza y pondera a las restantes funciones a través del común denominador monetario y del instrumental financiero. Si la mayor turbulencia está en el contexto económico aumentará aun la participación de la Función Financiera en las instancias estratégicas.

Las inversiones de fondos pueden clasificarse en:

- Físicas o tangibles: realizables y/o inmovilizadas.
- Intangibles: mercados, tecnologías, organización.

En todos los casos debe ponderarse el probable impacto en los vectores financieros.

- La hipótesis básica general existente para las relaciones entre los objetivos institucionales/vectores financieros tiene la siguiente forma. Dados:

- a. Rentabilidad/dividendos
- b. Rentabilidad/reinversión
- c. Otros objetivos: mercados, riesgos, relaciones humanas, etc.

resultaría oposición entre a. y b. y entre a. y c. pero con correlación financiera en los logros de b. y c.

Pero en contextos turbulentos y recesivos el ingrediente "defensivo" necesario para la reinversión disminuye la posibilidad de armonizarla con la cobertura de otros objetivos, así como de solucionar la oposición entre ambos y la distribución de dividendos.

- Relaciones entre objetivos institucionales, vectores y políticas financieras.

Ellsworth subraya el acondicionamiento de los objetivos institucionales vía políticas financieras:

- Sugiere un equilibrio entre el uso del endeudamiento y el del capital propio externo en función de los retornos actuales y requeridos, que actúan a su vez como determinantes del valor para el accionista.
- Sostiene que las políticas financieras surgen de los mercados de capitales y, si se transforman en metas de la institución, actúan como "represores" de la estrategia condicionando el crecimiento y el aprovechamiento de oportunidades.
- También sostiene que los roles financiero y operativo deberían acercarse e integrarse.

Pueden formularse las siguientes consideraciones críticas:

- Sobre el primer punto: no es aceptable un objetivo único expresado en términos del precio de las acciones.
- Sobre el segundo punto: deben contemplarse las inversiones financieras, la existencia de múltiples vectores financieros y la diferenciación entre objetivos, vectores y políticas. Esto permite definir alternativas en materia de políticas financieras activas de inversión y de financiación despejando a las restantes como políticas pasivas o de ajuste. La definición de políticas activas no las asimila al objetivo institucional, preservando para las mismas una completa flexibilidad al cambio.
- Sobre el tercer punto: compartimos la crítica a un rol claramente predominante de las finanzas en la definición de la estrategia considerando sin embargo, que el peso relativo de la Función Financiera crece a medida que se incrementa la turbulencia.

Queda como conclusión que las tesis de Ellsworth convenientemente ampliadas y corregidas, pueden constituir un ingrediente para interpretar estratégicamente la Función Financiera en el contexto argen-

tino. Debe notarse que su enfoque adhiere al camino "corto" que va del objetivo institucional a las políticas financieras prescindiendo de la definición de los vectores financieros.

- Discusión del rol estratégico comparativo de la Función Financiera.
- La importancia del contexto en las definiciones estratégicas puede ejemplificarse en el logro de los resultados económico-financieros, que se encuentran influídos por el contexto económico en tanto o mayor grado que por las decisiones de la institución. A su vez los contextos económicos específicos correspondientes a determinados "mercados/productos" se encuentran fuertemente influídos por las variables financieras.
- Denominamos "función de punta" a aquella con mayor probabilidad de constituirse en "líder" de la definición estratégica correspondiente a una determinada situación de los contextos. En el contexto argentino de los años '80 caracterizado por la recesión inflacionaria predominan los ingredientes financieros (viabilidad y riesgos) sin descuidar los comerciales (capacidad competitiva). Tiene menor liderazgo la innovación tecnológica.
- La interpretación estratégica relacionada con los contextos turbulentos y recesivos, enfatiza el desplazamiento de la maximización de beneficios por la supervivencia y el control de la institución. Financieramente se privilegian las estrategias que reducen la dependencia del endeudamiento y el uso del efecto "palanca" y que priorizan las reinversiones de fondos frente a su distribución. En estos contextos pueden identificarse algunos pocos sectores en crecimiento, otros maduros y una mayoría en declinación. La estrategia privilegiada será distinta en cada caso en sus aspectos comerciales, tecnológicos y financieros.
- Comparación de la Función Financiera con otras funciones.
 - La Función Comercial proporciona la fuerza impulsora estratégica

identificando oportunidades en materia de "negocios". Pero según sea su estructura patrimonial la institución estará o no en buenas condiciones para neutralizar las amenazas o aprovechar las ventajas del contexto financiero: no hay "neutralidad" del contexto financiero respecto de las empresas de un sector.

- La Función de Innovación Tecnológica se refiere a la solución técnica de los problemas del mercado realizada con eficiencia económica.
- La Función de Recursos Humanos debe determinar la clase de individuos requeridos para administrar en el largo plazo definiendo las políticas para su desarrollo y creando los contextos sociales y culturales adecuados. Las definiciones estratégicas involucran un diálogo acerca de lo negociable entre las actividades centrales y los recursos humanos aplicables a las mismas. Esta función representa en gran medida la "adaptación a lo posible".

Mientras la comercialización y la innovación tecnológica actúan como fuerzas impulsoras de la estrategia, focalizando actividades y detectando y desarrollando oportunidades, las finanzas actúan como fuerza direccionadora e integradora de la estrategia, posicionando patrimonialmente a la institución y posibilitando la concreción de las oportunidades así como la neutralización de las amenazas.

4. Síntesis de consideraciones relevantes para definir estrategias en el contexto argentino.

- El gobierno de una institución comprende tres niveles decisorios diferenciados:

1. Político: Corresponde a la estrategia.

Comprende: Objetivos - vectores/metás - políticas

2. Gerencial: Corresponde al planeamiento.

Comprende: Planes en sus diversas formas.

3. De supervisión: Corresponde a la gestión

Comprende: Programas o instrucciones.

Una estrategia convenientemente diseñada debería ser el marco de toda la administración, es decir del planeamiento y por carácter transitivo de la gestión.

Si la estrategia está clara pero no existe planeamiento se pierde eficiencia y control. Pero si no existen ni claridad estratégica ni planeamiento la gestión cotidiana se torna errática. A su vez el planeamiento sin estrategia no pasa de ser un ejercicio intelectual. Si la institución está estructurada por divisiones el nivel político se dará también en la conducción de cada una de las mismas, debiendo definirse la correspondiente estrategia divisional coherente con la de la institución.

Todos los paradigmas existentes para la instrumentación estratégica requieren definiciones previas claras y explícitas.

- Una concepción estratégica actualizada debiera resaltar la interacción entre las distintas funciones que integran la institución, sin énfasis "apriorísticos" generales en ninguna de ellas. La concepción estratégica involucra un diálogo interfuncional acerca de lo negociable en términos de objetivos, políticas y recursos; el mismo queda reflejado en los compromisos estratégicos de la institución.

El rol de la Función Financiera queda definido con las distintas dimensiones financieras de la estrategia y con las relaciones entre los vectores financieros, los campos financieros y los objetivos institucionales. Dentro de un mismo sector económico las instituciones tienen un mayor o menor campo estratégico según su posicionamiento financiero en relación con el contexto. Cuanto mayor es la inestabilidad más predomina el objetivo de supervivencia desplazándose entonces la viabilidad estratégica hacia la Función Financiera. Esta última demarca los campos estratégicos viables en medio de las múl-

tiples restricciones y amenazas financieras.

Por lo tanto en economías de alta inestabilidad el énfasis entre las funciones se inclina hacia la financiera, dado su carácter esencialmente adaptativo y su vinculación directa con el contexto económico, es decir el de mayor contingencia.

6.6.- Elementos para la concepción y elaboración de los modelos financieros de las instituciones.

1. Conceptos básicos sobre modelos y planeamiento.

- Los modelos teóricos otorgan rigor a las deducciones y permiten validarlas mediante la confrontación con los hechos. Tienen dos componentes: una estructura lógica explícita o subyacente y una interpretación que establece correspondencias entre las expresiones de la lógica y algún segmento del mundo real o de alguna disciplina científica.

Por sus niveles los planes pueden ser clasificados en: objetivos, metas/vectores, políticas, planes propiamente dichos y directivas. Los niveles de los modelos en su relación con los niveles decisorios de la institución son: modelos de estrategia, de planeamiento y de gestión.

- Las decisiones de planeamiento se caracterizan por su extensión o ámbito, su comprensión o nivel de detalle, su proyección temporal y las variables consideradas. La diferenciación entre planeamiento estratégico y táctico es relativa y tridimensional. Los planes son "más estratégicos" cuanto: más duraderos e irreversibles sean sus efectos; más funciones sean las afectadas; más se refieran a la formulación de los objetivos.

Los límites del planeamiento se refieren fundamentalmente a la incertidumbre de los valores pronosticados, cuya reducción, al igual que la exigencia de un menor tiempo de respuesta, implica costos adicionales. El planeamiento no es un acto sino un proceso que no tiene conclusión ni punto final natural.

La generación de los planes requiere una visión del contexto, esto es una teoría o modelo a efectos de representarlo. Los llamados "modelos operacionales" constituyen justamente el espacio representativo del ambiente. La idea de un modelo de planeamiento puede sintetizarse en:

- Las entradas mínimas al modelo: metas o vectores provenientes del sistema político; modelos operacionales; resultados pasados; pronósticos de variables no controlables.
- La producción o "out put" del modelo: procedimientos o directivas que enmarcan la gestión de las respectivas funciones o la elaboración de nuevos planes de mayor especialización.

Un planeamiento efectivo debe abarcar todos los sectores de la institución en forma coordinada, metódica y orientada desde la alta gerencia. El valor del planeamiento para los ejecutivos reside probablemente más en su participación en el proceso que en el plan elaborado en sí mismo.

- La información crítica para el planeamiento es la que hace al futuro estado de las variables no controlables. De allí que los denominados "Sistemas de planeamiento estratégico" ("SPS") desplacen a los "Sistemas de información gerencial" ("MIS") como "eje" de la "inteligencia" de la institución. Los modernos sistemas de soporte de decisiones incorporan necesariamente hipótesis sobre la estructura de las decisiones involucradas. Nuestra propuesta se refiere a la estructura de la Función Financiera y constituye por lo tanto un antecedente necesario para el desarrollo de dicho sistema de información en la medida en que afecten los aspectos financieros de las decisiones.

2. Tipos de modelos considerando la forma en que se estructuran las variables decisorias. Aplicación al campo financiero.

- De simulación: permiten "experimentar" sin afectar el mundo real, generando un diálogo en el proceso de búsqueda, comparación y análisis de

- alternativas. Ejemplos: presupuestos y pronósticos económico-financieros.
- De optimización: tratan de encontrar la mejor alternativa sujeta a las restricciones y asunciones incorporadas al modelo. Están orientados a solucionar problemas específicos aplicándose más a nivel de gestión que a nivel de planeamiento..
- De pronóstico: tratan de determinar el comportamiento de la variable pronosticada (dependiente) en función de las variables independientes que influyen en la misma. Tienen un enfoque "causal" limitado por los cambios estructurales en la economía y en los mercados. Ejemplo: predicción de cesaciones de pago mediante análisis discriminante múltiple.
- Probabilístico: tratan de reducir la incertidumbre a riesgo incorporando los posibles estados y sus probabilidades al correspondiente modelo. Ejemplo: asignación de capital ante criterios de selección múltiples y conflictivos. También deben mencionarse las técnicas de análisis de sensibilidad, que tratan de determinar el rango de variación de los resultados en función de los cambios en el valor de las variables no controlables.

3. La Función Financiera como modelo adaptativo.

Puede concebirse la función financiera como un proceso adaptativo de la institución a si misma (coalición), al contexto y a los resultados obtenidos. Dicho proceso adaptativo es modelizable pudiendo afirmarse que la comprensión de la Función Financiera se identifica con el diseño y funcionamiento del correspondiente modelo mucho más que con el estudio de determinado tipo de decisiones o técnicas.

El modelo adaptativo debe permitir:

- 1°. Entender → Explicar → Aprender
- 2°. Predecir → Pronosticar → Decidir

Esta concepción implica un enfoque para consolidar las distintas relaciones elementales entre vectores financieros y variables, en modelos que sinteticen el comportamiento económico-financiero de la institución.

La Función Financiera al interrelacionar el contexto económico-financ-

ciero con la institución, destaca el principal conjunto de determinantes ambientales y de efectos contingentes sobre la misma. Por lo tanto cuanto mayor sea la inestabilidad más contingente deberá ser el planeamiento y, por consiguiente, mayor peso relativo asumirá la Función Financiera involucrada en el mismo.

4. Elementos para el modelo general de planeamiento financiero.

a. Pueden diferenciarse dos niveles:

- General: dirigido a la interpretación global de la Función Financiera como proceso adaptativo en sus distintos aspectos y niveles.
- Específico: correspondiente al planeamiento.

Los modelos específicos disponibles son especializados, es decir enfocan determinados tipos de decisión de planeamiento como la evaluación de inversiones. Como excepción el modelo de administración financiera de Myres y Pogue incorpora aportes recientes de la teoría financiera considerando simultáneamente las opciones de inversión, financiación y dividendos. Constituye entonces un interesante antecedente, si bien sus premisas de un objetivo único y estable asociado a un mercado financiero desarrollado, le restan la flexibilidad indispensable para aplicarlo al contexto argentino.

b. Aspectos que debe comprender el modelo general de la Función Financiera.

- Inserción de la Función Financiera en la estrategia:
 - Previsión de variables macroeconómicas y participación en el proceso de elaboración de objetivos y su interpretación en términos económicos. Estabilización de los objetivos mediante la realimentación de los resultados reales.
 - Definición de los vectores financieros y elaboración de políticas financieras alternativas. Direccionamiento financiero de la búsqueda estratégica.
- Sistema general de planeamiento financiero.
 - Detección, definición y medida de las condiciones operativas de la institución que encuadran la estructura patrimonial y de resultados.

- Análisis y evaluación integrados de las políticas financieras de origen y aplicación de fondos, pautando y compatibilizando los correspondientes planes financieros.
- Integración, evaluación y control de los planes de las restantes funciones.
- Proyección y evaluación de las estructuras patrimonial y de resultados y direccionamiento de la gestión para alcanzar mejoras en las mismas.
- Sistemas financieros específicos. Administración de las variables total o parcialmente controlables por la administración financiera.
- Planeamiento: definición de los planes específicos en función de las políticas financieras.
- Gestión: aplicación de los planes específicos.
- Sistema de control de gestión.
 - Detección: comprende la definición, recopilación y procesamiento de los resultados reales.
 - Realimentación: comprende el análisis e interpretación de los resultados reales.

El proceso financiero adaptativo puede entonces ser descripto y rigORIZADO mediante un modelo general de la Función Financiera con "eje" o "centro" en un sistema general de planeamiento financiero.

c. Aspectos comprendidos en el modelo general de planeamiento financiero.

- Desarrollo del modelo:
 - Definición de sus componentes: vectores o metas; variables relevantes para la función financiera; propiedades asignables a cada variable.
 - Articulación del modelo: relaciones de las variables con los vectores a través de las propiedades asignadas; definición de los operadores; consolidación de las distintas relaciones en el modelo.
 - Funcionamiento del modelo:
 - En cuanto al proceso de planificación: pronóstico de los es

cenarios (variables no controlables por la institución); simulaciones sobre alternativas de variables controlables o parcialmente controlables por la Función Financiera; análisis de resultados y toma de decisiones.

- En cuanto al proceso de control: realimentación del modelo con los resultados obtenidos; realimentación de los resultados a nivel político.
- El modelo general de planeamiento financiero actúa como "interfaz" respecto de:
 - El sistema político: realimentándolo con los resultados previstos y/o reales en forma tal de contribuir a la definición y ajuste de la estrategia de la institución.
 - El planeamiento estratégico de las restantes funciones: consolidando, integrando y coordinando dichos planes.
 - Los modelos financieros parciales de planeamiento y de gestión.

Deben enfatizarse las relaciones con los otros modelos generales de planeamiento, evitando caer en la habitual identificación del modelo de planificación financiera con un modelo general de planeamiento que comprenda a todas las funciones.

d. Esquema del modelo general de planeamiento financiero. Interrelaciones con otros modelos.

- Recibe las siguientes influencias:
 - Del nivel político: la definición estratégica en términos de vectores y políticas financieras así como las variables de ajuste asumidas.
 - Del nivel de planeamiento: los pronósticos de las variables macroeconómicas en general y de las variables financieras en particular (inflación y precios relativos, devaluación/revaluación, tasas de interés); los pronósticos de demanda a nivel institución resultantes de los modelos de planeamiento comercial y los pronósticos resultantes del planeamiento de las distintas funciones.
- Emite información para:
 - El nivel político: revisión y ajuste de vectores y políticas.

- El nivel de planeamiento: realimentación de los modelos de planeamiento comercial y de las restantes funciones con los resultados y las inversiones operativas estimados; otros modelos de planeamiento financiero específicos.
- El nivel de gestión: modelos financieros específicos.

El modelo general de planeamiento financiero de la institución comprende:

- 1°. La proyección de referencia: resultados probables si no se actúa sobre las variables controlables por la función.
- 2°. La simulación de políticas financieras de orígenes y aplicaciones acordes con la definición estratégica.
- 3°. La evaluación del cumplimiento de los vectores/metastas y realimentación al proceso político.

Este modelo interactúa con los modelos de planeamiento operativos, correspondientes a las restantes funciones, en dos niveles:

- A nivel de proyección de referencia
- A nivel de simulación de las políticas específicas

El modelo comercial interactúa con el financiero para cada mercado/producto existente y, en una segunda etapa, para el conjunto de mercados/productos.

Por su referencia al negocio las inversiones pueden clasificarse en operativas y no operativas. Las primeras dependen de la interacción del modelo general de planeamiento financiero con los modelos de planeamiento correspondientes a las restantes funciones. Por el contrario las no operativas son coordinadas exclusivamente en el modelo general de planeamiento financiero, pudiendo ser objeto de análisis individual mediante modelos específicos.

- Estructura básica del modelo general de planeamiento financiero.

Constituye el "centro" de la nueva concepción de la función financiera como proceso adaptativo. Se integra con tres módulos interactivos: cada uno de los mismos es recursivo en sí mismo y a su vez, también lo es el conjunto. Además cada uno

de los módulos comprende en su respectivo campo la totalidad de los aspectos financieros, se encuentren o no asociados a las condiciones operativas.

Definición de los módulos:

1. Módulo central: comprende la presupuestación integral y su control. Es un módulo de simulación no susceptible de ser tratado mediante un modelo optimizador.
2. Módulo de administración del capital de trabajo y del capital propio en giro. Se basa en el enfoque "unitario" que concibe al capital de trabajo como una variable económico-financiera.
3. Módulo de inmovilizaciones y acumulación del capital: incluye la simulación del comportamiento del proceso de formación de capital bajo condiciones cambiantes.

e. Explicación de cada uno de los módulos del modelo general de planeamiento financiero.

1. Previsión y presupuestación integral.

Los procesos comprendidos son: el cálculo de resultados, la previsión de la evolución de la estructura patrimonial y el análisis de orígenes y aplicaciones de fondos. Estos procesos implican las siguientes instancias:

- Proyecciones de referencia
- Políticas comerciales y otras políticas operativas: evaluación de sus impactos financieros, es decir ponderación de las mismas en términos de vectores financieros.
- Políticas financieras: simulación de alternativas.
- Ajuste y elección de la mezcla de políticas acordes con la definición estratégica.

Una vez consolidados los aspectos monetarios de la estrategia y verificada su consistencia y viabilidad se atacan los planes de cada función descendiendo consecuentemente en el nivel de detalle. Se procesa nuevamente este módulo hasta obtener el presupuesto completo que sirve a la vez de compendio monetario de los planes y base para el control.

trol monetario de los resultados reales.

2. Administración (planeamiento) del capital de trabajo/capital propio en giro.

2.1. Cálculo preliminar: en función de los pronósticos de demanda definidos en el planeamiento comercial y con acuerdo a las condiciones operativas. Se estiman su nivel y composición y, teniendo en cuenta su rotación, la incidencia del costo financiero por producto/servicio.

2.2. Análisis estructural de sus elementos, vinculados con los vectores financieros y el impacto de la inflación.

- Dimensión relativa y ponderación de cada uno de sus elementos en relación con los múltiples vectores financieros definidos y sus componentes.
- Análisis del impacto de la inflación en la estructura y comportamiento del capital de trabajo y efectos consecuentes sobre la rentabilidad y otros vectores financieros.
- Análisis de la evolución proyectada de cada uno de sus elementos en función de: la inflación prevista; los cambios previstos en el volumen de actividad; el grado de eficiencia esperado en la administración (directamente proporcional a la rotación).
- Evaluación de los efectos de los cambios previstos en el capital de trabajo con relación a su impacto directo en los vectores financieros. La evaluación adecuada debe formularse vinculando los orígenes con las aplicaciones de fondos.
- Evaluación de los efectos que los cambios previstos en el capital de trabajo pueden provocar en las restantes funciones y realimentación de estos últimos al modelo financiero.

2.3. Incorporación de las condiciones a cumplir. Se establecen en función de:

- Los vectores financieros perseguidos y las políticas financieras aplicadas.
- Las condiciones operativas de la institución.

Obteniendo como consecuencia el "campo viable" para la dimensión y composición del capital de trabajo/capital propio en giro, para cada período comprendido en el horizonte de planeamiento.

Ejemplo para el vector financiero: Riesgos por exposición.

<u>Condiciones a cumplir</u>	<u>Expresión en el modelo financiero</u>
Exposición monetaria $\leq X$	Deudores - Proveedores $\leq X$
Exposición a la devaluación $\leq Z$	Acree.d.M.Extranj.-Deud.M.Extr. - Bonex - otras coberturas $\leq Z$

Ejemplos de condiciones operativas:

Créditos $\geq b$; Proveedores $\leq c$

2.4. Análisis marginal y asignación del capital de trabajo por producto.

Dadas las preferencias de riesgo el "óptimo teórico" queda definido por el cociente: $\frac{\Delta \text{ en la contribución marginal total}}{\Delta \text{ en la inversión en cap.de trab.neto}}$

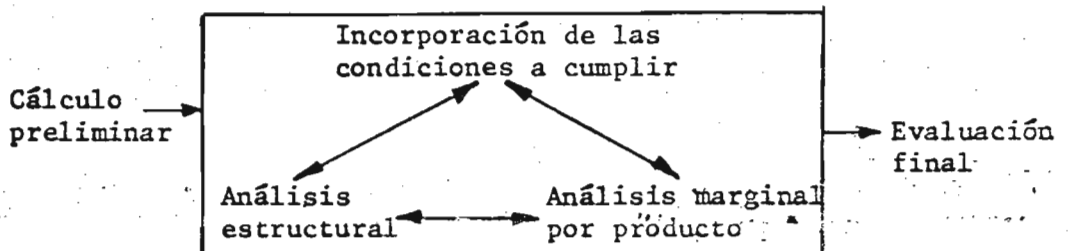
en combinación con el nivel de riesgo predefinido

El riesgo considerado debería a su vez sintetizar:

- Los riesgos comerciales inherentes al mercado/producto
- Los diversos riesgos financieros: exposiciones; solvencia; vulnerabilidad; volatilidad y estacionalidad.

2.5. Evaluación final conjunta del capital de trabajo/capital propio en giro, en lo referido al cumplimiento de las políticas financieras y su probable impacto en el logro de los vectores financieros. Comparación entre los cambios patrimoniales requeridos en cuanto a nivel y composición y los que resultan de la estructura patrimonial proyectada.

2.6. Síntesis de la administración del capital de trabajo/capital propio en giro.



3. Acumulación del capital

- Procesos comprendidos a nivel de planeamiento
 - Detección, preselección y análisis en términos de rentabilidad/riesgos de cada conjunto de alternativas de inversión.
 - Estudio de cada alternativa de obtención de fondos adicionales en términos de rentabilidad/riesgos.
 - Análisis de rentabilidad/riesgos y viabilidad para cada subconjunto de inversiones y financiación adicional.
 - Simulación del proceso de formación de capital bajo alternativas (condiciones) cambiantes. Incluye el impacto en el capital de trabajo/capital propio en giro.
 - Inferencia de las propiedades que debiera contener una política satisfactoria en relación con los vectores financieros y ajustes consiguientes. Evaluación de los impactos en la estructura patrimonial y de resultados de la institución.

Este proceso se inicia a partir de las decisiones estratégicas sobre: alcance del planeamiento; definición de los vectores financieros; direccionamiento de la búsqueda estratégica y de las características de las alternativas de inversión. También culmina con otra decisión estratégica consistente en la elección de un subconjunto de alternativas de inversión, financiación y dividendos.

- La formación de capital surge de un proceso decisorio que incluye las decisiones de inversión y que determina el ritmo y composición de la capitalización.

El enfoque estático indica que la institución formará capital en un determinado período en la medida en que los fondos generados por las inversiones superen a los fondos requeridos, generando una tasa de rentabilidad adecuada. Al mismo tiempo debe cumplirse la condición de factibilidad de la financiación con fondos propios y/o de terceros.

El enfoque dinámico de la formación de capital considera un número consecutivo de períodos y busca optimizar cada uno de los mismos teniendo en cuenta su respectivo estado inicial. Así las decisiones de un período sobre: inversión/financiación/dividendos, definen el ritmo (tasa) y mezcla (composición) del proceso de formación de capital. En

asociación al mismo se generan resultados que a su vez definen el estado inicial para las decisiones del siguiente período. Deben contemplarse los distintos vectores financieros incluido la maximización del futuro fluir de fondos descontado.

f. Secuencia para el tratamiento de los módulos del modelo general de planeamiento financiero.

1°. A partir de la estrategia definida en el proceso político de la institución, de las expectativas sobre las variables del contexto financiero, del plan comercial y de otros planes operativos, se procesa el módulo central de planeamiento financiero. Sus resultados son realimentados interactivamente con los restantes modelos de planeamiento y se produce un primer nivel de evaluación financiera de los planes en términos de resultados, viabilidad y riesgos.

2°. Se procesa entonces el módulo de administración del capital de trabajo/capital propio en giro con sus submódulos interactivos. Los resultados son reprocesados nuevamente por el módulo central produciéndose una segunda evaluación financiera.

3°. Los resultados ya obtenidos, conjuntamente con la información proveniente de los planes de otras funciones, sobre nuevos productos, mercados u otros proyectos que implican inmovilizaciones, pasan a procesarse en el módulo de acumulación del capital. Aquí se definen y analizan las combinaciones de inversión/financiación/dividendos, evaluándolas en términos de rentabilidad, retorno y riesgos. Para ello debe recurrirse nuevamente al módulo de administración del capital de trabajo/capital propio en giro. Se obtiene el ranking de inversiones/reinversiones/desinversiones que culmina en la elección de un subconjunto de alternativas de inversión/financiación/dividendos.

4°. Se reprocesa nuevamente el módulo central a efectos de evaluar integralmente las inversiones y financiación definidas, pudiendo realizarse una serie de ajustes interactivos entre los tres módulos hasta arribar a la consolidación y aceptación de los planes.

g. Secuencia para el tratamiento de las variables controlables por la institución.

1°. Se parte del pronóstico de las variables no controlables por la institu-

ción obtenidas por procesamiento de los modelos macroeconómicos y de demanda. En base a los modelos financieros se obtiene la proyección lineal de todas las variables controlables que funciona como proyección de referencia.

- 2°. Mediante los modelos de planeamiento de las distintas funciones se introducen los ajustes en las políticas operativas volviéndose a procesar los modelos financieros para su evaluación.
- 3°. Con los modelos financieros se producen los ajustes de las políticas financieras dentro de los límites operativos.
- 4°. También mediante los modelos financieros se evalúan las alternativas de inversión/acumulación del capital, eligiéndose un subconjunto de las mismas que se integra en los distintos planes.

6.7. Aspectos de la propuesta referidos a la Teoría Financiera y a su integración interdisciplinaria.

1. El enfoque epistemológico

- El método hipotético deductivo.

Constituye el enfoque epistemológico generalmente aceptado en la actualidad para las disciplinas sociales. Consiste en formular hipótesis iniciales y efectuar una serie de deducciones lógicas a partir de las mismas, hasta llegar a afirmaciones susceptibles de ser contrastadas por verificación empírica. Enfatiza la relatividad del conocimiento científico: la validez de una teoría queda circunscripta al campo delimitado por las hipótesis iniciales y sujeta a una permanente contrastación con la realidad.

- Enfoque metodológico de nuestra propuesta acerca de la Función Financiera.

0. Planteo preliminar: la inconsistencia entre los postulados teóricos vigentes y la realidad de la función financiera en contextos como el argentino, hace necesario replantear las hipótesis de trabajo como punto de partida para un nuevo enfoque.

1. Hipótesis de partida.

- La naturaleza de la función financiera de las instituciones caracterizada por: los contextos turbulentos (marco externo) y los objetivos múltiples y el patrimonio (marco interno).
- El enfoque estratégico.

2. Deducciones intermedias: las consecuencias derivadas de la naturaleza

de la función financiera alcanzan a un conjunto de riesgos financieros diversificados y complejos y al comportamiento de la institución en materia financiera.

3. Hipótesis derivadas de primer nivel ("teoremas básicos")

- Contenido y alcance de la función financiera: vectores, estructura patrimonial y de resultados, decisiones involucradas.
- Conceptualización de la función financiera como proceso adaptativo.
- Objetivos y restricciones de la función financiera.
- Estructura conceptual propuesta para la función financiera.

4. Hipótesis derivadas de segundo nivel ("teoremas derivados" susceptibles de validación).

- Revisión y reformulación de los postulados básicos: el supuesto central y los criterios básicos utilizados.
- Operadores aptos según las situaciones decisorias.
- Factores que determinan los cambios en las estructuras patrimonial y de resultados. Tasas de interés "positivas" o "negativas". Consecuencias financieras derivadas de los contextos turbulentos.
- Definición de políticas macroeconómicas: interrelación con la conducta de las instituciones.

5. Propuestas referidas a la teoría financiera y a su integración interdisciplinaria.

6. Propuestas normativas derivadas:

- Lineamientos para una interpretación estratégica de la función financiera apta para el contexto argentino.
- Elementos para los modelos financieros de las instituciones.
- Enfoque propuesto para el desempeño de la función financiera en las instituciones de la Rep. Argentina.
- Características de una teoría financiera apta para determinado contexto. Disponer de una capacidad deductiva adecuada cuyas conclusiones no sean refutadas por la contrastación empírica, al mismo tiempo que lograr una consistencia dinámica para la incorporación de los nuevos datos aportados por la realidad.
- Aplicabilidad de la teoría financiera vigente.

Es sumamente limitada dado que no cumple siquiera parcialmente las condi-

ciones de aptitud para su aplicación al contexto argentino o, en general, contextos económicos no desarrollados y altamente inestables. Aún más: la teoría vigente no es siquiera consistente con los inestables contextos actuales de los países desarrollados a la vez que acepta como premisa una concepción de las instituciones claramente superada (la de un objetivo único y estable). Las consecuencias son hipótesis inconsistentes entre sí y/o con la realidad.

Además la teoría vigente sólo se ocupa de las empresas excluyendo a las importantes instituciones no empresarias, lo que contrasta con la evidencia disponible que subraya la importancia vital de la función financiera en todo tipo de institución.

2. Nueva interpretación de las relaciones entre funciones y decisiones.

- Críticas a la posición tradicional.

Consiste en la clasificación de las decisiones por el área funcional de referencia. Esta posición debe ser superada teniendo en cuenta que las áreas organizativas no necesariamente se corresponden con cada una de las funciones. Las que necesariamente subsisten son las funciones comercial, productiva, financiera, etc. pero no las áreas equivalentes en la estructura de la organización.

Además las decisiones son procesos compuestos que se integran con múltiples estímulos que pueden provenir de diversas funciones y concurrir a una misma decisión. La posibilidad de clasificar las decisiones por función es inversamente proporcional al nivel de la decisión considerada: a nivel político todas las decisiones son claramente interfuncionales, de allí que no hay sino una sola estrategia posible por institución o unidad estratégica de la misma.

- La llamada "penetración" de la Función Financiera.

Esta concepción actual es una consecuencia lógica de la ampliación del campo de las finanzas. La mayoría de las situaciones decisorias que afectan el flujo de fondos son efectivamente decisiones interfuncionales donde la función financiera coparticipa con las funciones operativas. Ejemplos: asignación de fondos a mayores plazos en la cartera de clientes; decisión de venta bajo control de precios y, en general, fijación de precios; ajuste de la "mezcla" de productos o servicios. Se trata de procesos iterativos entre el planeamiento comercial y el financiero, cuyos pesos relativos

variarán según las circunstancias del contexto y la institución.

- Conclusión.

La reformulación de la naturaleza y alcances de la función financiera constituye un adecuado punto de partida: la "penetración" de la función financiera debiera ser observada desde este nuevo ángulo que contempla las interrelaciones entre los distintos subconjuntos decisorios a nivel de dirección. En otros términos: la "penetración" de la función financiera no debería ser vista como un agregado o "corrección" de la teoría tradicional, sino como una deducción coherente con la nueva concepción propuesta para la función financiera.

3. Integración de la Teoría Financiera con otras disciplinas.

- Con el campo de las disciplinas económicas.

Desde el punto de vista macroeconómico el análisis de las variables y la definición de los correspondientes modelos forma parte del ámbito de la función financiera, que a su vez utiliza dichos pronósticos para su propio planeamiento al tiempo que suministra los resultados relevantes a otras funciones para incorporarlos a sus respectivos planes. A su vez el análisis financiero brinda información relevante sobre el impacto producido en las instituciones en función de políticas gubernamentales.

En materia microeconómica son de fundamental importancia conceptos derivados del análisis de la función financiera tales como las relaciones entre rentabilidad, viabilidad y riesgos financieros o las existentes entre rentabilidad, flujo de fondos y evolución del patrimonio.

- Con los desarrollos recientes de la teoría y técnica de la administración.

Nuestra formulación permite superar el "divorcio" actual entre la teoría financiera y las interpretaciones de la teoría general que conciben a la institución y su organización como un conjunto de sistemas o procesos correspondientes a los distintos niveles decisorios.

Asimismo es consistente con el enfoque estratégico y sus técnicas de administración, dado que la naturaleza que reconocemos a la función financiera deriva de las características del contexto y de la multiplicidad de los objetivos institucionales. Nuestro enfoque sobre la definición de estrategias a nivel institución o unidad estratégica y sobre la definición de planes a nivel de funciones, permite clarificar y ordenar el rol

de las técnicas modernas al tiempo que consolida nuestra redefinición de la función financiera. La valorización de los aspectos financieros de la estrategia contribuye a una concepción más equilibrada de la misma, tendiendo a integrar en su definición a las distintas funciones en lugar de apoyarse casi exclusivamente en la función comercial.

6.8. Interrelación entre políticas macroeconómicas y conducta de las instituciones.

1. Planteo del tema. El rol de la Función Financiera.

El reconocimiento adecuado de la función financiera en cuanto a su naturaleza e implicancias, permite mejorar la calidad de las previsiones respecto de los impactos que determinadas políticas económicas tendrán sobre las estructuras patrimonial y de resultados de la institución, así como prever la reacción de esta última a dichas políticas gubernamentales con los consiguientes efectos macroeconómicos.

De tal forma se mejora la base para el diseño de las políticas económicas gubernamentales y, consecuentemente, la probabilidad de obtener los efectos perseguidos por las mismas. En condiciones de alta inestabilidad las variaciones de los factores macroeconómicos son de una magnitud tal que afectan sensiblemente las estructuras patrimonial y de resultados de la institución. El reconocimiento de las interrelaciones por parte de quienes conducen las instituciones debería ser también un factor de armonización para adecuar en todo lo posible la conducta de las mismas, minimizando los efectos no deseados de las políticas gubernamentales. El diálogo gobierno/instituciones y la recíproca adecuación entre las estrategias de las instituciones y las políticas gubernamentales, debería ser un continuo ejercicio de aprendizaje basado en el reconocimiento de los reales efectos de ambas. Sólo así el diseño de políticas económicas orientadas a impulsar la inversión y el crecimiento y a disminuir la inflación y la recesión, gozará de buenas probabilidades de éxito.

2. Algunas hipótesis sobre interrelaciones entre políticas macroeconómicas y conducta de las instituciones.

- Impacto de la variabilidad de los factores macroeconómicos en las inversiones. Los cambios continuos y bruscos de las relaciones entre las variables macro desalientan las inversiones que requieren inmovilizacio-

nes, derivando la aplicación de los fondos hacia los dividendos o la inversión realizable en el corto plazo. Este efecto será probablemente más agudo cuanto mayor sea el nivel inflacionario.

Al limitar la inversión se limita también la oferta a largo plazo tendiendo a crear un estado de permanente desequilibrio entre demanda y oferta que, a su vez, tiende a reciclar el proceso inflacionario. El control de precios usualmente aplicado para limitar la inflación acentúa la contracción de la oferta.

En síntesis: cierto nivel mínimo de estabilidad estructural del marco económico es una condición central para el proceso de inversión y, por lo tanto, de crecimiento de las instituciones.

- Efectos del nivel relativo de las tasas de interés en el comportamiento de las instituciones. Hipótesis sobre la inflexibilidad descendente de la inflación.

En el contexto argentino al igual que en las economías desarrolladas la disminución relativa de la tasa de interés respecto de la inflación tiende a incrementar esta última. Por el contrario y a diferencia de las economías desarrolladas suele observarse que el incremento relativo de las tasas de interés no opera disminuyendo la inflación. El fundamento se encontraría en el efecto de "palanca negativo": con estructuras patrimoniales de baja flexibilidad financiera y niveles nulos o negativos de rentabilidad, los incrementos de las tasas de interés provocan mayores pérdidas y acentúan la necesidad de recurrir al endeudamiento adicional como único recurso de subsistencia. A su vez la recesión económica dificulta el recupero de resultados a través de un mayor volumen, por lo que la respuesta tiende a ser el traslado de los mayores costos al precio de venta reciclando así el proceso inflacionario.

En otros términos: puede postularse que en una economía como la argentina todo incremento de liquidez realimenta el proceso inflacionario:

- Si es mayor que el nivel de inflación: a través de las presiones monetarias y devaluatorias.
- Si es menor que el nivel de inflación: a través de los efectos de-

sencadenados en las instituciones por el incremento de las tasas de interés.

Como al mismo tiempo el crecimiento relativo de las tasas mejora el rendimiento de las inversiones financieras, se produce una canalización hacia las mismas de los fondos liberados vía reducción de volumen. No se produce entonces una "competencia" entre inversión financiera y mejora de volúmenes como ocurre en los contextos desarrollados.

Los límites de este efecto de reciclaje inflacionario vía mayores tasas de interés estarían dados por la desaparición de las instituciones que "procesan" los efectos.

6.9. Elementos de juicio para el desempeño de la Función Financiera en las instituciones argentinas.

1. Consideraciones generales

a. En cuanto a las actitudes con que se enfoca la Función Financiera. Se detectan dos posiciones extremas:

- Considerarla como secundaria sin rol estratégico y aún sin énfasis en el planeamiento sistemático, identificándola prácticamente con el nivel de gestión.
- Considerarla como la función predominante asignando en forma permanente énfasis a las inversiones financieras por sobre el "negocio" de la institución.

Nuestro planteo se aleja considerablemente de dichos extremos buscando restablecer un rol equilibrado para la función dentro del gobierno de la institución. Este rol incluye la disminución de los márgenes de vulnerabilidad contribuyendo a posicionar estratégicamente a la institución para el cumplimiento de sus objetivos, en cuya definición la función financiera tiene también un rol de alta significación.

b. En cuanto al uso de la previsión y el planeamiento.

Cuanto más inestable sea el contexto mayor deberá ser el grado de previsión y más intensa la labor de planeamiento en forma tal de detectar inmediatamente las "señales" tan pronto como sean percibibles, y disponer de una capacidad de respuesta suficientemente ágil para llegar en término a los resultados deseados. No puede aceptarse que en función

de la inestabilidad del contexto se resigne la formulación de estrategias justamente cuando las mismas son más necesarias.

El uso de las previsiones no se limitan al nivel de planeamiento sino que debe necesariamente servir de base para la definición misma de la estrategia. La cuantificación a este nivel no es puntual sino definiendo "zonas" o intervalos de resultados y riesgos, frente a los grandes escenarios alternativos del contexto exterior.

c. En cuanto a los aspectos estratégicos de la función financiera.

El planteo de la estrategia general debe contemplar conjuntamente los siguientes aspectos:

- El contexto o conjunto de variables no controlables: en un marco recesivo con alta inflación suelen sucederse "ciclos" de corta duración con puntos de inflexión parametrizables por:
- Los cambios en el rigor e intensidad de los controles de precios y cambiarios.
- Las expectativas sobre la evolución relativa de los distintos precios.

Según la combinación de políticas gubernamentales que se apliquen en materia de controles y de reactivación/restricción, varía la etapa del "ciclo" económico y sus probables efectos en los mercados comerciales y financieros. El foco de los problemas se desplaza del desabastecimiento y/o los conflictos sociales a la inflación creciente.

- El ingrediente comercial de la estrategia. Puede privilegiar:
 - Altos volúmenes: mediante menores precios y/o mayores acciones promocionales. Se apunta a una mayor productividad del capital de trabajo y menores costos financieros.
 - Bajos volúmenes: coherente con reducciones en los gastos fijos y cambios en la publicidad.
- El ingrediente financiero de la estrategia.

Deberá contemplarse la forma en que sus dimensiones son afectadas por las variables no controlables, enfatizando el impacto de las políticas gubernamentales según la etapa del "ciclo" pronosticada. Tiene particular relieve para la institución la posibilidad de "absorción/transferencia" de la inflación, dado que la misma afecta consi-

derablemente la volatilidad de los resultados.

- La definición de los vectores financieros: debe equilibrar la rentabilidad con la viabilidad y con los diversos riesgos financieros, diferenciando entre estos últimos los asociados a la estructura patrimonial (exposiciones/solvencia), de los referidos a las actividades centrales de la institución (volatilidad, vulnerabilidad y estacionalidad de los resultados). En consecuencia las políticas que ponen en contraposición distintos vectores financieros no deben ser desechadas "a priori", pero sí suficientemente analizadas para ponderar su efecto integral. Tal el caso de mayores volúmenes o mayor endeudamiento.
- La definición de las políticas financieras. Debe tenerse en cuenta que:
 - Los orígenes y aplicaciones de fondos no son independientes entre sí.
 - Las políticas financieras no deben seguirse por inercia o costumbre.
 - El estudio de las políticas financieras deben estar integrado con el análisis de la estructura patrimonial. Este último debe enriquecerse con nuevos indicadores que superen las limitaciones de los tradicionales; por ejemplo: la comparación de los niveles de ingresos y de utilidades con los pasivos corrientes, permite ponderar la capacidad para enfrentar compromisos en forma mucho más integral que los índices de liquidez.
- La posibilidad competitiva en un "negocio" o actividad: a través de la función financiera debe medirse la incidencia del contexto económico-financiero y de sus cambios en las estructuras de resultados y patrimonial y, consecuentemente, en los vectores financieros vigentes para la actividad.

La búsqueda estratégica de un nuevo "negocio" o actividad: debe estar acotada en función de los requerimientos y expectativas económico-financieros asignables a la misma. Deben tenerse en cuenta las características financieras diferenciales asignables a los distintos tipos de inversiones. Dado su relevancia los regímenes sectoria-

les/regionales de promoción deben ser incluidos como alternativas, no sólo para desarrollar nuevas actividades sino también para evaluar la permanencia en los "negocios" ya existentes. La liberación del IVA que llega a representar hasta un 20 % de las ventas, muestra el impacto que pueden alcanzar en los resultados. De todas formas y considerando tanto la inestabilidad de las reglas de juego como la necesidad macroeconómica de eficiencia, el proyecto debería ser viable por sí mismo, de manera que el beneficio promocional sólo mejora su viabilidad o sirviera para decidir entre proyectos alternativos.

2. Políticas financieras

a. Orígenes y aplicaciones de fondos.

En condiciones de marcada inestabilidad el contexto incide en las estructuras patrimonial y de resultados, variando la participación comparativa que los resultados operativos y financieros tienen en el resultado final. Los intereses, la exposición a la inflación, las devaluaciones y otros resultados financieros pueden superar significativamente el nivel de los resultados operativos e incidir decisivamente en la supervivencia de la institución. De allí que deba valorizarse el concepto de ganancia y el de su reinversión aplicando adecuadas políticas de protección patrimonial.

Específicamente en materia de orígenes de fondos, debe perseguirse un nivel de rentabilidad final suficiente por lo menos para contrarrestar la inflación. Son aspectos fundamentales el margen de contribución y los volúmenes y mezcla de ventas; la reducción de los gastos fijos; la productividad del capital de trabajo/capital propio en giro que, conjuntamente con el nivel de la inflación y de las tasas negociadas, determinan la incidencia de los costos financieros.

También debe mantenerse el endeudamiento en niveles y composición tales que eviten altos riesgos financieros en cuanto a incertidumbre (volatilidad de los resultados); solvencia y exposiciones. En todo lo posible debe incorporarse el aporte del capital propio externo a las alternativas de financiación. Es fundamental limitar el uso del endeudamiento como fuente de utilidades ya sean derivadas del efecto "palanca" tradicional y/o del mantenimiento de pasivos monetarios.

Estos últimos mejoran la exposición monetaria neta pero generan el importante riesgo del efecto de "palanca negativo".

En materia de aplicaciones de fondos debe enfatizarse la eficiencia en general y particularmente la productividad financiera a través de:

- Incremento en la rotación general del capital de trabajo/capital proprio en giro, para disminuir la incidencia de su costo de financia-ción en la estructura de rentabilidad.
- Incremento en la rotación particular de los bienes de cambio priori-zando el beneficio por rotación frente al beneficio por valorización. De tal forma se disminuye la incidencia del costo financiero y la vulnerabilidad de los resultados a la vez que se favorece la rotación general del capital de trabajo. Este criterio se ve enfatizado para el caso en que la inflación general supere a la específica aplicable a los ingresos de la institución.

Debe asignarse prioridad a las modificaciones en la estructura patri-monial que hagan consistentes a los distintos vectores financieros.

También deben limitarse estrictamente los dividendos distribuidos, con-siderando sólo las utilidades reales y reteniendo una parte significa-tiva de las mismas para aplicarlas a la reinversión, en un nivel tal que permita mantener financieramente viable a la institución y even-tualmente, sostener su crecimiento. Como contrapartida debe considerar-se el "valor informativo" de los dividendos en relación con la even-tual suscripción de nuevos capitales.

Debe ampliarse la gama de posibles inversiones, comprendiendo no sólo las inversiones financieras líquidas que permiten mantener la viabili-dad financiera y el potencial de crecimiento, sino también las inver-siones operativas en aspectos no físicos tales como: técnicas estra-tégicas, desarrollo comercial y/o de recursos humanos.

b. Neutralización de riesgos e impactos financieros.

En lo referido a los elementos monetarios del patrimonio la dimensio-nalización óptima del capital de trabajo neto/capital propio en giro expuestos a la inflación, debe tener en cuenta las restricciones de-rivadas de las condiciones operativas así como los correspondientes vectores financieros. Deben considerarse especialmente: la reducción

de activos monetarios (cuentas a cobrar) acompañada de un descenso en el nivel de actividad y en los gastos fijos, así como la movilidad y flexibilidad financieras que facilitan la diversificación y/o cambios en las actividades de la institución con preferencia a la optimización de las economías de escala.

En cuanto a los componentes no monetarios del patrimonio deben analizarse los stocks así como los gastos fijos. El impacto de los stocks estará definido por la diferencia entre el costo financiero del stock inicial por un lado y la revaluación del mismo y de las compras por otro. Dicha revaluación se encuentra limitada por la capacidad efectiva para el traslado de los mayores costos de reposición a los precios de venta. La incidencia de los gastos fijos a su vez es proporcional al volumen y monto de los mismos y al diferencial entre incrementos de precios generales y específicos aplicable a la institución.

Puede considerarse viable una política de neutralización de los impactos referidos a los elementos no monetarios del patrimonio, basada en la productividad financiera y compuesta por las políticas de compras y rotación de stocks así como por la reducción de gastos estructurales necesarios. Esto opera dentro de los límites operativos y requiere contraponer los beneficios por revaluación de las compras de un período, contra el mayor costo por stocks iniciales en el período siguiente. Además la política de gestión de stocks no puede limitarse al vector rentabilidad ni independizarse de su financiación.

La reducción del nivel de actividad asociada a menores volúmenes de activos no monetarios puede alcanzar no sólo al capital de trabajo vía stocks sino también a las inmovilizaciones vía realización de algunos activos fijos que pueden o no ser operativos.

Otra política de neutralización es la referida a los riesgos por devaluación asociados a los pasivos en divisas. La cobertura puede realizarse: compensando con activos en moneda extranjera, contratando seguros de cambio y/o cancelando anticipadamente los pasivos. Lo mismo vale para los créditos y deudas indexados o con cláusula de interés variable (si bien estos últimos son elementos monetarios del patrimonio).

En cuanto a la respuesta al efecto de "palanca negativo", el énfasis debiera estar en la eficiencia con reducciones de gastos fijos y mayor rotación del capital empleado para disminuir a su vez la incidencia de los costos financieros. También pueden producirse reemplazos de productos o servicios existentes por otros que reduzcan los requerimientos de capital de trabajo, liberando fondos que permitan a su vez reducir el endeudamiento. Asimismo los cambios de tecnología pueden reducir costos, produciendo un flujo de fondos positivo tal que permita un rápido repago de la inversión realizada y una reducción sensible del endeudamiento con su carga de intereses.

En un contexto de alta inestabilidad resulta imprescindible alcanzar un cierto grado de viabilidad financiera como condición mínima para poder avanzar en inversiones operativas. La viabilidad supone flexibilidad financiera y neutralización de los riesgos por insolvencia y exposición.

c. Adecuación a menores volúmenes de actividad.

Para enfrentar el impacto depresivo del proceso inflacionario manifestado en la disminución de la demanda y la consiguiente caída en el flujo de fondos, pueden aplicarse políticas basadas en la reducción o en el mantenimiento del volumen de operaciones. En este último caso la compensación puede alcanzarse vía diversificación de mercados/productos y/o mayores plazos a los clientes. También deben tenerse en cuenta los requerimientos de fondos generados por el nivel necesario de encaje en disponibilidades, en la misma forma que el eventual requerimiento de mayores stocks para cubrir los efectos del desabastecimiento generalmente derivado de los controles de precios.

Es muy importante que al adecuar el patrimonio a menores volúmenes se conserven niveles de movilidad y flexibilidad financieras tales que, ante eventuales reacciones de la demanda, haya posibilidad de recuperar rápidamente el nivel de oferta preexistente.

d. Elección de actividades: función orientadora de las finanzas en la búsqueda estratégica.

En contextos de alta inestabilidad la función financiera tiene un rol destacado para delinear el campo de búsqueda en lo que hace a nuevas

actividades o negocios. Se plantea particularmente la disyuntiva entre diversificación e integración o complemento de actividades actuales. Dado que el retorno sobre la inversión puede descomponerse en dos elementos: margen de utilidad y rotación del capital empleado; la pregunta básica sería: hacia donde orientar la búsqueda?. Hacia actividades de mayor rotación (mayor número de operaciones por período) o hacia actividades de mayor margen (mayor utilidad por operación)?.

El factor diferenciador puede encontrarse en dos riesgos financieros asociados a la actividad:

- La volatilidad de los resultados. Tiende a ser mayor cuanto más rápida sea la rotación.
- La vulnerabilidad de los resultados. Tiende a ser mayor cuanto más lenta es la rotación.

Suponiendo que las alternativas comparadas sean equivalentes en magnitud e incidencia en los restantes vectores financieros y suponiendo también un estado de equilibrio para los aspectos estratégicos de las restantes funciones nos inclinamos por privilegiar la rotación sobre el margen. Los argumentos son:

- Menor vulnerabilidad de activos y menor probabilidad de pérdidas de líneas de crédito.
- Menor participación del costo financiero en el resultado final y consiguientemente, menor riesgo financiero.
- Mayor probabilidad de compensar las caídas y/o estacionalidad de los resultados.
- Mayor capacidad de repago de los pasivos y, consiguientemente, menor riesgo de caer en el efecto de "palanca negativo".
- Mayor posibilidad de coherencia con las políticas comerciales de penetración y participación en el mercado.
- Mayor probabilidad de coherencia con las políticas gubernamentales tendientes a activar la economía y reducir la inflación.
- Privilegio de la eficiencia asociada al uso intensivo del capital y no de la valorización de stocks inmovilizados.

Como contrapartida: un enfoque de menor rotación con mayor utilidad por operación, disminuye la volatilidad de los resultados al "asegu-

rarlos" rebajando riesgos de fluctuaciones comerciales. También puede ser favorable frente a los riesgos de control de precios y cambios de precios relativos.

Contemplando básicamente dos escenarios alternativos compatibles con contextos de alta inestabilidad, pueden fijarse los siguientes lineamientos comparativos:

- Caso 1: aceleración inflacionaria con menor recesión comparativa.
 - Negocios de alta rotación: la incidencia financiera en términos de costo financiero y necesidades de capital de trabajo es comparativamente menor. La orientación de la actividad tiene mayor ingrediente comercial que financiero.
 - Negocios de baja rotación: la incidencia financiera es comparativamente mayor que la comercial. La orientación de la actividad tiene mayor ingrediente financiero que comercial.
- Caso 2: desaceleración inflacionaria con mayor recesión comparativa.
 - Negocios de alta rotación: mayor flexibilidad comparativa de respuesta frente a caídas en el mercado, tanto en los aspectos comerciales como en los financieros.
 - Negocios de baja rotación: menor flexibilidad comparativa de respuesta.

Tratándose de un capital de trabajo expuesto monetariamente las opciones con alta rotación generan un costo financiero proporcionalmente menor respecto de los ingresos. Esto hace, a igualdad de rentabilidad final, menos riesgoso el negocio o actividad.

La función orientadora de las finanzas también se ejerce en cuanto a:

- Pautar la dirección y límites del crecimiento y la diversificación, analizando el impacto económico-financiero de las distintas alternativas. Un caso particular es el de la compra de negocios o empresas en marcha que pueden requerir un endeudamiento creciente.
- Compensar las estacionalidades existentes que afectan resultados y flujo de fondos de cada producto o servicio. Mediante incorporaciones que propendan a la estabilización de los resultados globales de la institución.
- Definir los niveles y características de los riesgos cambiarios y

orientar su neutralización.

- Como aspecto de la estructura patrimonial: son los riesgos por exposición a devaluación/revaluación resultantes de pasivos y activos en moneda extranjera.
- Como aspecto de la estructura de resultados: son los riesgos ligados al ciclo "inflación/devaluación" que afectan la volatilidad de los resultados. La intensidad del riesgo es directamente proporcional a los grados de represión (control) inflacionario y cambiario. La composición del riesgo es función del origen nacional y/o importado de los insumos y de los mercados internos y/o externos del producto.

En este caso la mayor rotación de deudores y bienes de cambio implica no sólo una menor vulnerabilidad sino también un menor nivel de riesgo cambiario y, consecuentemente, una menor incidencia en la volatilidad de los resultados. Se observa entonces una excepción a la oposición general de volatilidad y vulnerabilidad.

e. Creatividad en los aspectos financieros.

El campo financiero brinda múltiples posibilidades para generar nuevas ideas que no sólo se inserten en la estrategia de la institución sino que inclusive sirvan de estímulo para general y estructurar la misma. Tales los casos de nuevas formas de financiación de las ventas o de nuevos proyectos y/o reactivación de los existentes. Ejemplos de este último caso son los "joint ventures" y las explotaciones conjuntas con terceros así como las figuras de arrendamiento o "lease back".

3. Aspectos organizativos e instrumentales.

- La Función Financiera y las nuevas estructuras organizativas.

La aparición de estructuras no funcionales tales como las divisiones o los proyectos transforma la distribución de la función financiera en la organización. Se mantienen centralizados los aspectos financieros de la estrategia y el planeamiento financiero así como la gestión referida a los orígenes de fondos no asociados a la operatoria comercial, tales como el endeudamiento bancario y el capital propio externo. También se maneja centralizadamente la aplicación de los excedentes de fondos de la institución.

Paralelamente tiende a descentralizarse la gestión de los orígenes y aplicaciones de fondos identificados con las actividades de cada una de las unidades de "negocios" (divisiones o proyectos), siempre dentro de los límites definidos por las políticas y planes financieros.

Estas consideraciones permiten reconocer la "diseminación" de la función financiera en la organización y pautar la responsabilidad asignable a cada una de las unidades o sectores de la misma.

- Organización de la Función Financiera.

Con acuerdo a la interpretación de la función financiera como un proceso adaptativo pueden definirse los siguientes niveles identificados con su correspondiente ubicación estructural:

- Nivel político. Participación en las definiciones estratégicas. Corresponde a la alta dirección.
- Nivel de dirección. Comprende el planeamiento macroeconómico y el planeamiento microeconómico financiero. Corresponde a la gerencia financiera.
- Nivel de gestión. Comprende los orígenes y aplicaciones de fondos operativos y no operativos así como la información para control de gestión.

Los orígenes y aplicaciones operativos (por ej.: créditos y cobranzas) se descentralizan por división mientras que los no operativos (por ej.: endeudamiento bancario y manejo de excedentes) se mantienen centralizados. La información para control de gestión es diseñada, coordinada, y evaluada en forma centralizada pero su operatoria periódica y su inserción en las decisiones de gestión es manejada por cada división.

Si por el contrario la estructura es funcional tanto el nivel de dirección como el de gestión recaen integralmente en el área financiera.

- Aspectos instrumentales de las finanzas.

El tipo de instrumentos a ser utilizados es función del enfoque dado a la disciplina bajo estudio. Nuestro enfoque, a su vez, se encuentra claramente orientado al contexto y estructurado hasta donde la naturaleza de la función financiera lo permite. Resultan consecuentemente

priorizados los siguientes aspectos instrumentales:

- La información externa y las técnicas para prever el comportamiento de los contextos ("escenarios").
- La capacidad de simulación y reformulación para las decisiones a tomar. Las técnicas de procesamiento de datos y el manejo de modelos con particular énfasis en el "análisis de sensibilidad" mediante modelos de simulación.
- Tanto en materia contable como presupuestaria: la relevancia de información adecuada y oportuna para definir la situación real y efectuar correctas previsiones. Es fundamental la aplicación de valores corrientes con bienes de cambio a reposición, para servir de base a diversas decisiones tales como la fijación actualizada y oportuna de precios y el cómputo de la utilidad efectiva o real. En todos los ca sos el ajuste por inflación debe ser integral y acorde con el movimiento de los precios relativos específicos aplicable a la institución.

6.10 Algunos corolarios adicionales

1. Diferenciación entre los efectos directos e indirectos del contexto financiero en el logro de los vectores / campos financieros.

- a. Planteo: se parte de la Estructura Conceptual propuesta por lo que hace a las interrelaciones definidas desde las estructuras patrimonial y de resultados hasta los objetivos institucionales (Diagrama 4.5). Se expresan los elementos componentes de dichas estructuras así como el contexto financiero en la forma indicada en el siguiente Diagrama 6.1.

Como consecuencia se obtienen una serie de vinculaciones específicas entre el contexto financiero, las estructuras patrimonial y de resultados y los vectores/campos financieros.

Pueden diferenciarse entonces dos tipos de vinculaciones entre el comportamiento del contexto financiero y el logro de los vectores / campos financieros: las que establecen una relación causa - efecto directo y las que impactan los vectores / campos financieros a través de su incidencia en aspectos primariamente dependientes de otros contextos.

b. Efectos directos del contexto financiero:

- Asumiendo las siguientes hipótesis:

1. A > nivel de inflación → > nivel de tasas de interés, devaluación, etc.

→ > Volatilidad de dichas variables macro.

2. A > Volatilidad → > Incertidumbre → < horizonte de planeamiento.

→ < Inmovilización → < inversión operativa.

Resulta que: A > inflación → > Volatilidad de las → < inversión
variables macro operativa

- A su vez el costo financiero está determinado por:

- Su "precio" o "tarifa" definido por los niveles nominales de inflación o tasa de interés según el origen de la financiación. También se incluye el nivel nominal de la devaluación.

- La estructura de financiación incluidas las exposiciones a la inflación, devaluación, etc.

por lo tanto:

A > inflación → > incidencia de los costos → < resultado neto final
financieros previsible

→ < inversión operativa

- En síntesis: el contexto financiero en general y el nivel nominal de inflación en particular afectan la volatilidad de las variables macro y la incidencia de los costos financieros en el resultado final. Ambos efectos inciden a su vez en el nivel de inversión operativa.

c. Efectos indirectos del contexto financiero:

De la interrelación de los niveles nominales de inflación, interés y devaluación resultan:

- La tasa "real" de interés respecto de la inflación que actúa sobre los niveles de demanda de diversos sectores económicos.

En consecuencia acondiciona el volumen de actividad de la institución: cuanto más "positiva" es la tasa menor es la demanda.

La tasa "real" de interés afecta el volumen en dos aspectos vinculados con el comportamiento del cliente:

- Como alternativa de inversión financiera (caso: bienes de consumo durables).
- Como costo de financiación (caso: compra en cuotas).

El volumen de salida afecta a su vez el vector Resultado Neto en los siguientes aspectos:

- Margen de contribución total a partir del Margen de contribución unitario.
- Incidencia sobre ingresos de los gastos fijos y del resultado por gestión de stocks.
- Rotación del capital empleado: condicionada por la estructura de inversiones. La ponderación de los costos financieros por la rotación determina a su vez la incidencia de los costos financieros sobre los ingresos.
- La evolución de los precios relativos. Deben tenerse en cuenta los controles de precios que suelen formar parte de las políticas gubernamentales de represión de la inflación.

Estos factores inciden en la estructura de resultados en cuanto a:

- Margen de contribución unitario
- Nivel de gastos fijos
- Resultado gestión stocks

Cada uno de estos aspectos incide a su vez en los ingresos con acuerdo al volumen de actividad alcanzado.

d. Conclusiones:

- Debe revalorizarse la tasa nominal de interés que, conjuntamente con el nivel de inflación, constituyen los determinantes directos del costo financiero.

Este último no es función de las tasas "positivas" o "negativas" respecto de la inflación sino de la combinación de:

- Los niveles nominales de las tasas: de inflación (para la financiación propia) y de interés (para el endeudamiento).
- La estructura de financiación

A efectos del cálculo del resultado final o resultado por evolución patrimonial, debe contrapesarse el costo financiero con la valorización de los activos no monetarios (resultado gestión stocks por ej.).

- Por el contrario las tasas de interés "positivas" o "negativas" respecto de la inflación condicionan el nivel de demanda de ciertas actividades afectando indirectamente la estructura de resultados. Teniendo en cuenta que la demanda se considera tradicionalmente "elástica" a:

- Variables controlables: precio y otras variables comerciales y/o
- Variables no controlables: ingreso del consumidor

corresponde incorporar un tercer grupo de variables no controlables determinantes de la demanda:

- La tasa de interés "real" o, generalizando, las variables emanadas del contexto financiero.
- Una política gubernamental de fuerte reducción inflacionaria provocará una caída de los costos financieros (en términos de "precio") proporcional a la reducción de las tasas nominales de inflación e interés.

Este beneficio en la estructura de resultados de cada institución debe ser contrapesado con los posibles efectos recesivos de la política con incidencia en:

- Menor nivel de actividad. Compromete los siguientes aspectos:
 - Disminución de la rotación del capital empleado que a su vez afecta la incidencia de los costos financieros. El efecto final resultará de combinar la mejora en "precio" con la desmejora en "eficiencia". El capital en giro y particularmente el capital de trabajo, tienen una más rápida capacidad de adaptación a menores niveles de actividad que el capital inmovilizado. Por lo tanto

para estimar la desmejora en la "eficiencia" debe ponderarse la estructura de la inversión.

Previamente debe descontarse la probable baja de stocks excedentes (por sobre el nivel operativo), que opera en función de la comparación entre: tasa de inflación aplicable y tasa de interés eliminable.

- Mayor incidencia proporcional de los gastos fijos sobre ingresos
- Menor Margen de contribución total.
- Modificaciones desfavorables de los precios relativos: se presentan habitualmente asociadas a los controles de precios y a la trasladabilidad parcial de los mayores costos.
- Menor Margen de contribución unitario.
- Mayor nivel de gastos fijos.
- Incidencia negativa de los resultados por gestión de stock.

La disminución de la inflación manifestada en la disminución de las expectativas inflacionarias también incidirá positivamente en los niveles de inversión operativa.

En todos los casos debe operarse con tasas específicas de inflación, interés, devaluación, etc. tal como son aplicables en la situación considerada. Los promedios no son representativos en condiciones de altas tasas nominales con fuerte dispersión.

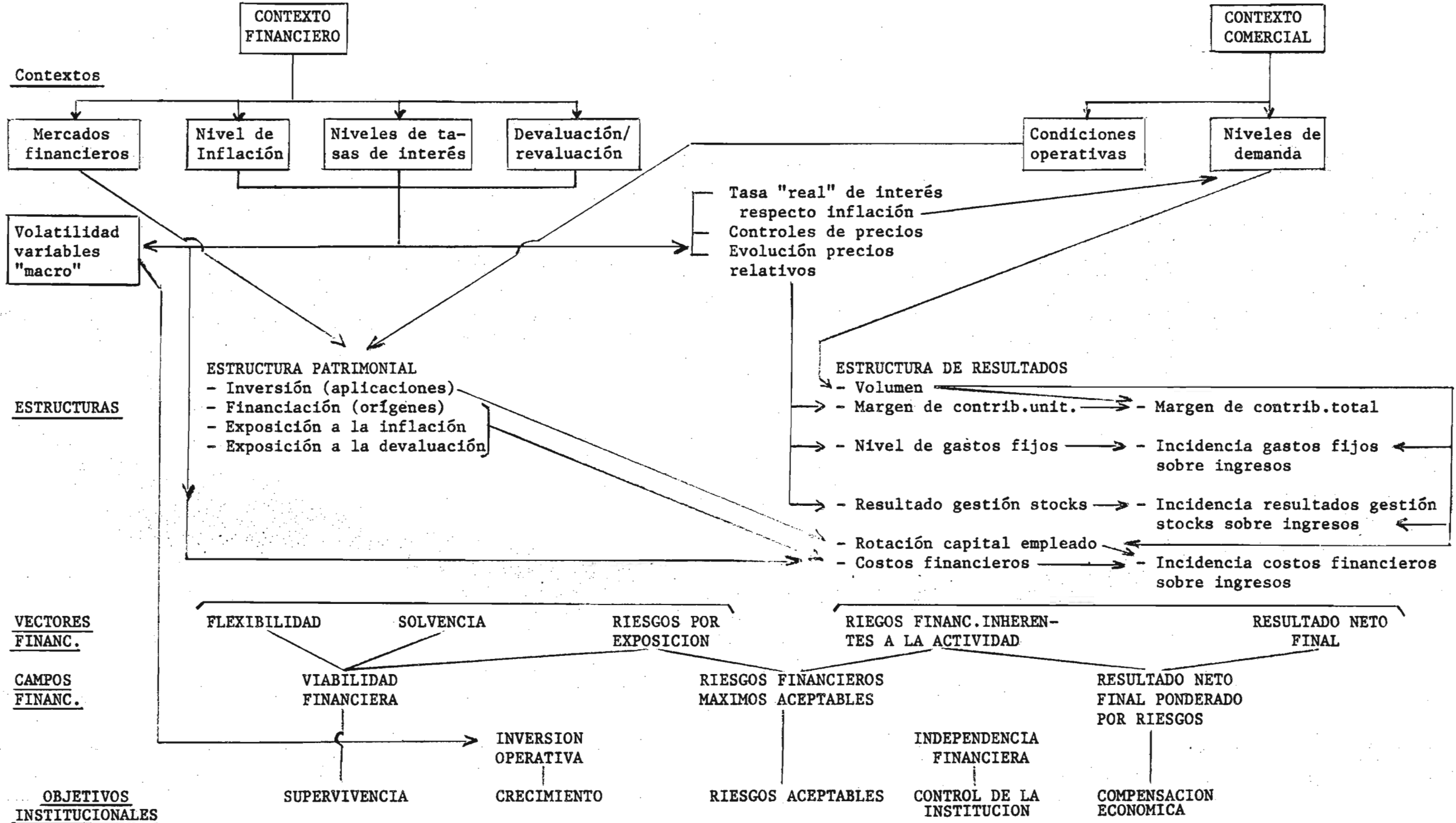
2. Análisis del rol de la Función Financiera. Aspectos de la eficiencia financiera.

- Planteo: se parte de la conceptualización de la Función Financiera (2.4.3) y de la definición de los roles inmediato y mediano de la misma en relación con las estructuras patrimonial y de resultados (4.5.7.2). Se incorporan las consecuencias financieras asociadas al impacto en los elementos no monetarios del patrimonio (5.4.3), y las políticas financieras recomendadas para el desempeño de la Función Financiera (5.9.2), así como los efectos directos e indirectos del contexto financiero en el logro de los vectores / campos financieros (punto anterior de este capítulo).

Como consecuencia se obtiene una definición más elaborada acerca de los roles estratégico y administrativo de la Función Financiera así como una descomposición de este último en los distintos aspectos de la eficiencia financiera.

Diagrama 6.1

EFFECTOS DEL CONTEXTO FINANCIERO EN EL LOGRO DE LOS VECTORES / CAMPOS FINANCIEROS



- El rol de la Función Financiera en lo que hace al nivel político comprende:
 - La caracterización del contexto económico incluyendo expectativas sobre variables macro y previsión de contingencias.
 - Una fuerte contribución a la integración funcional armonizando los aspectos económico - financieros de los distintos objetivos institucionales.
 - Las dimensiones financieras de la estrategia:
 - Definición de los vectores y políticas financieras aplicables.
 - Direccionamiento financiero de la búsqueda estratégica (por ej.: altas y bajas de "negocios" o actividades).
 - Aspectos financieros específicos que inciden estratégicamente.

En este nivel la Función Financiera es un ingrediente de la definición estratégica: forma parte de la concepción de la misma.

- El rol de la Función Financiera en lo que hace al nivel administrativo comprende:

- El proceso necesario para desarrollar, implementar y controlar financieramente la estrategia, integrando las restantes funciones a través del común denominador monetario y del instrumental presupuestario.

Corresponde al rol instrumental de la Función Financiera en la estrategia: a nivel de planeamiento la Función Financiera es un instrumento necesario para formular y aplicar estrategias.

- La administración del flujo de fondos, operando las variables total o parcialmente controlables por la Función Financiera en forma tal de:
 - Obtener la máxima eficiencia financiera posible.
 - Direccionar financieramente los "negocios" o actividades actuales, induciendo los correspondientes ajustes en las condiciones operativas.
- A efectos de identificar los distintos aspectos de la eficiencia financiera, puede descomponerse el rol administrativo de la función en relación con los elementos de la estructura de resultados.

Cuadro 6.1

ASPECTOS DE LA EFICIENCIA FINANCIERA

<u>Estructura de Resultados</u>	<u>Rol administrativo de la la Función Financiera</u>
. Margen de contribución unitario	. Condiciones de financiación
. Nivel de los gastos fijos	. Traslación de mayores costos /Substitución
. Costos financieros	. Racionalización / Substitución
. Rotación del capital empleado	. Dimensión y estructura de financiación. Negociación.
. Resultado gestión stocks	. Dimensión y estructura de inversión. Asignación.
	. Plan de stocks y compras

3. Reformulación del concepto de empresa como "fondo común" de inversiones.

Suele aceptarse la condición de independencia del riesgo por la cual el valor de mercado de un proyecto no depende de la empresa que lo absorva. En consecuencia la empresa puede ser concebida como un "fondo común" de inversiones en proyectos cuyo valor es la suma de los valores actuales netos de los proyectos. Sin embargo el riesgo de una oportunidad de inversión depende en alta medida de su financiación y ésta, a su vez, es en cierto grado función de la estructura patrimonial de la institución que asume el proyecto.

También debiera introducirse la evaluación de cada proyecto en términos de sus probables efectos en los distintos vectores financieros: la yuxtaposición en una misma empresa de varios proyectos no es en consecuencia directamente sumable, sino que requiere un análisis multidimensional que pondere los resultados y la estructura patrimonial proyectados en base a los distintos proyectos considerados.

4. "Sintonización" financiera de la estrategia

. Planteo: se parte de los objetivos y restricciones asignables a la Función Financiera (2.5) y de la propuesta para la definición de los vectores financieros y los campos de las finanzas (4.5.2). Se incorporan los efectos del contexto financiero y el análisis del rol de la Función Financiera planteados en este capítulo.

Las versiones alternativas de los objetivos viables para la Función Financiera desempeñada en el contexto argentino son:

- Optimizar rentabilidad sujeto a la restricción del conjunto de los riesgos financieros
 - Minimizar el conjunto de los riesgos financieros.
 - Obtener niveles mínimos de los distintos objetivos económico - financieros.
 - Mantener la viabilidad financiera de la institución asegurando su supervivencia y control.
- . En consecuencia la "sintonización" financiera de la estrategia debería incluir:
- 1º) La elección de la versión del objetivo viable para la Función Financiera.
 - 2º) La definición de los campos, vectores y componentes financieros enfatizados en función de la versión elegida del objetivo.
 - 3º) La consecuente sincronización de las políticas financieras de orígenes y aplicaciones de fondos, definiendo simultáneamente las variables críticas desde el punto de vista financiero. Por ej.: mayor rotación del capital empleado vía disminución de créditos y/o stocks; sustitución de gastos fijos o variables con expectativas desfavorables en cuanto a evolución de precios relativos; reasignación del capital en giro; cambio de composición de la financiación; etc.

TESIS SOBRE: FUNDAMENTOS PARA UNA REFORMULACION DE LA FUNCION FINANCIERA DE LAS
EMPRESAS Y OTRAS INSTITUCIONES. UN NUEVO ENFOQUE DE SU NATURALEZA,
CONTENIDO, OBJETIVOS Y ESTRUCTURA CONSISTENTE CON LA PROBLEMÁTICA Y
EL CONTEXTO ARGENTINOS

RESUMEN DE LA TESIS

1. Definición del problema

1.1 La teoría financiera vigente ha sido desarrollada sobre las siguientes bases:

- Existencia de contextos económicos estables y mercados financieros perfectos.
- Referencia exclusiva a las instituciones empresarias y caracterización de las mismas en términos de un objetivo único y estable: la maximización de los beneficios.
- Asociado con el punto anterior se identifica la teoría financiera con la administración financiera, soslayando "a priori" el estudio de los aspectos financieros de la estrategia y la vinculación de los mismos con el planeamiento financiero.

1.2 Dichas hipótesis no son compatibles con la realidad de los contextos actuales, caracterizados por su complejidad y discontinuidad así como por la ambigüedad de sus señales y la consecuente incertidumbre. Estas características se encuentran agudizadas en el contexto argentino signado por una inflación persistente reflejada en índices nominales altos pero fluctuantes, con frecuentes puntos de inflexión en sus relaciones con las tasas de interés y la devaluación cambiaria. También son frecuentes y relevantes los cambios de precios relativos. Por otra parte tanto la evidencia empírica como las modernas corrientes de la administración coinciden en aceptar que las instituciones, sean o no "empresas", persiguen diversos objetivos cuya configuración y escala de prioridades fluctúan a lo largo de su vida. Tanto el "área de objetivos" como las metas específicas se van modificando en función de dos fuerzas interactivas:

- Los efectos del cambiante contexto en la institución y en sus resultados.
- La configuración de la coalición y el poder relativo de cada uno de los grupos que la integran.

También se multiplican los elementos de juicio que destacan la relevancia de la Función Financiera en las instituciones no empresarias, así como el rol fundamental que la misma asume en las definiciones estratégicas de la insti-

1.3 El reconocimiento de estas circunstancias ha llevado a sucesivos "agregados" que tratan de ajustar el paradigma vigente a la realidad sin replantear su definición. Así surgen por ejemplo los costos financieros asociados a la inflación y la restricción de liquidez como límite a la maximización de los beneficios. Sin embargo subsisten inconsistencias centrales entre la teoría y los hechos, tales los casos de la concepción del objetivo de las finanzas en términos de maximizar el valor de las acciones y del supuesto de la teoría financiera que asume como necesariamente opuestas las funciones de rentabilidad y liquidez. También aparecen una serie compleja y diversificada de riesgos financieros que sobrepasan no sólo las definiciones tradicionales de liquidez y solvencia sino aún el reciente concepto de exposición a la inflación.

1.4 Los objetivos de la presente tesis son en consecuencia:

- Demostrar que la concepción vigente de la teoría financiera es notoriamente inadecuada para interpretar la Función Financiera en el contexto argentino (u otro de similares características). Las limitaciones en su aplicación son significativas aún en contextos relativamente mucho más estables.
- Proponer un enfoque alternativo de la Función Financiera definiendo los fundamentos necesarios para su reformulación, en forma tal de incorporar a la misma los contextos de alta inestabilidad y la concepción de las instituciones como coaliciones de objetivos múltiples, conflictivos y cambiantes. Dicha concepción debe ser abierta y dinámica en forma tal de posibilitar la incorporación de nuevas circunstancias aún no experimentadas o reconocidas, tanto en materia de contexto como de objetivos institucionales.
- Extraer un primer conjunto de consecuencias coherentes con el enfoque propuesto. Las mismas deben incluir la articulación entre los distintos niveles decisorios afectados en la Función Financiera, así como los elementos de juicio necesarios para su adecuada integración interdisciplinaria.

Por lo tanto los aportes perseguidos alcanzan a dos grupos de aspectos:

- En cuanto a la teoría financiera: definición de los "elementos fundacionales" aptos para avanzar en su reelaboración.
- En el campo técnico / normativo: proposición de un nuevo esquema para insertar la Función Financiera en la estrategia de la institución, definición de los elementos de juicio necesarios para elaborar un modelo general de planeamiento financiero y proposición de un enfoque para el desempeño de la Función Financiera en las instituciones argentinas.

2. Aspectos fundamentales de la argumentación

2.1 A partir del análisis crítico de la concepción vigente surge la necesidad de reformular los conceptos teóricos básicos relativos a la Función Financiera: naturaleza; contenido y alcance; concepto; objetivos y restricciones. Estos elementos se sistematizan en una estructura conceptual que a su vez facilita la derivación de las consecuencias de la reformulación propuesta. Dichas consecuencias comprenden:

- La revisión crítica de los postulados y criterios básicos vigentes.
- un primer conjunto de aportes que hacen tanto a la descripción de los efectos del contexto sobre las instituciones como a la recomendación de pautas para el mejor desempeño financiero de las mismas.

2.2 La naturaleza de la Función Financiera queda definida por la caracterización de los marcos externo e interno de la institución.

El marco externo comprende el contexto económico general, el contexto financiero y los contextos específicos que definen a su vez cada uno de los "negocios", actividades o mercados. Para estudiar los efectos de los contextos sobre las instituciones resulta indispensable una doble segmentación de los mismos:

- Funcional u "horizontal": responde a la especialización de las actividades y al ordenamiento del conocimiento.
- Jerárquico o "vertical": responde a las relaciones de interdependencia y poder entre países, regiones, etc.

El contexto financiero comprende las variables asociadas a los fenómenos monetarios que son comunes a los distintos sectores de una economía y que no se identifican con ninguna variable económica "real". Tales los niveles de inflación, devaluación, tasas de interés y, en general, las variaciones en los precios relativos de los distintos factores económicos. El contexto financiero incide en forma directa sobre la Función Financiera pero también lo hace a través de sus impactos en los contextos económicos específicos y en las decisiones de inversión que implican inmovilizaciones. No obstante su complejidad interna, las decisiones que afectan la Función Financiera tienen como referente central la formulación de expectativas adecuadas sobre el comportamiento del marco exterior. Dichas expectativas son fundamentales para la calidad de las decisiones adoptadas.

2.3 El contexto financiero argentino puede caracterizarse por:

- Inflación significativa y persistente aunque muy fluctuante en cuanto a sus niveles y con alta dispersión en cuanto a los distintos bienes y servicios.

También las tasas de interés y la devaluación monetaria presentan valores nominales altos con fuerte dispersión y frecuentes fluctuaciones.

Como resultado las relaciones entre los distintos incrementos de precios, las tasas y la devaluación presentan a lo largo del tiempo no sólo variaciones significativas sino frecuentes puntos de inflexión. Tales relaciones entre los tres conjuntos de variables operan tanto en forma directa como indirectamente a través del grado de liquidez y/o de la incertidumbre y expectativas, que a su vez se modifican frecuentemente por efectos de los cambios en dichas variables. Los rendimientos reales de los activos financieros se tornan inciertos, acentuando la volatilidad de las carteras.

- Sistema de intermediación financiera volátil y errático en un marco de alta desmonetización de la economía. Deterioro general de los canales de transformación del ahorro en inversión. Los mercados financieros son muy limitados y compartamentalizados con importantes segmentos no institucionales y notorio predominio del "cortoplacismo" (la financiación a largo plazo es prácticamente nula). Esto unido al bajo nivel de ahorro genera un crédito restringido en cantidad y plazo, con renovaciones frecuentes sometidas a incertidumbre y a costos fluctuantes.

El flujo de crédito y su repago no guardan relación con los ciclos productivos.

Los mercados de valores desempeñan un rol substancialmente más limitado que en las economías desarrolladas dados los bajos niveles de suscripción, cotización y negociación de valores. Los mismos se encuentran influidos por la baja rentabilidad empresarial, la falta de ahorro interno y la competencia de las colocaciones a corto plazo y los títulos públicos.

2.4 El contexto económico general argentino presenta los siguientes rasgos:

- Crecimiento económico oscilante con años claramente negativos.
- Decreciente participación en el comercio internacional.
- Desocupación y subocupación con caída del salario real y bajo crecimiento poblacional.
- Frecuentes cambios de las políticas económicas aplicadas: de ingresos, fiscal, monetaria, cambiaria, etc.
- Bruscos cambios de las demandas asociadas a importantes modificaciones de los precios relativos y de la distribución del ingreso. Erraticidad de los niveles de actividad.
- Existencia de financiaciones especiales y subsidios así como de algunas refinanciaciones generales.

- Existencia de situaciones específicas que afectan el flujo de créditos en cuanto a volumen, fuente, costo y plazo. Tales los casos de la deuda externa y las políticas del Fondo Monetario Internacional, las características de la financiación internacional y la toma de fondos por el sector público.
- Entre las políticas económicas aplicadas con frecuencia se destacan las medidas antinflacionarias y los programas de estabilización basados en:
 - Contracción monetaria y crediticia
 - Controles de precios, salarios, cambios, importaciones, etc.
 - Devaluaciones cambiarias
 - Apertura de la economía.
- La interrelación entre la legislación impositiva y el marco inflacionario produce una serie de efectos distorsionantes que pueden perjudicar o mejorar el desempeño de la Función Financiera. Entre los aspectos favorables están, el uso de moneda histórica para el pago de impuestos sin el correspondiente costo financiero para el contribuyente y la conservación a moneda constante de los quebrantos impositivos y créditos de impuestos. La principal distorsión negativa es la misma inflación como sustituto del sistema tributario, aunque también son importantes: el reconocimiento sólo parcial de la inflación para corregir la base imponible, la omisión de las circunstancias sectoriales del contribuyente y la definición arbitraria de la fecha de realización de las ganancias por inflación.

Las políticas económicas cambiantes interaccionan con las tasas fluctuantes que reflejan el contexto financiero y con el volátil sistema de intermediación financiera, configurando un contexto complejo y errático de muy difícil predicción, agravado por la ausencia de información adecuada para conocer los reales niveles y estructuras de las actividades económicas.

2.5 El marco interno de la institución presenta los siguientes componentes:

- Objetivos múltiples e inestables derivados de la coalición y el proceso político.
- Recursos: humanos, físicos, tecnológicos, informáticos, de mercado, organizativos y monetarios. El patrimonio de la institución constituye la expresión monetaria sintética de todos los recursos con valor monetario asignable según las pautas vigentes.
- Funciones: responden a las distintas áreas de la especialización del conocimiento y las actividades humanas. En toda institución existe por lo menos un nivel en el que la diferenciación por funciones es clara y notoria entre los distintos cargos.
- Decisiones: son procesos de información que elaboran y definen respuestas

ante determinados estímulos. Las premisas y consecuencias implicadas en una misma decisión pueden afectar a diversas funciones.

La organización adoptada por la institución comprende a su vez:

- La estructura de la organización. Existen dos criterios básicos: la divisionalización y la funcionalización. Sólo en el segundo caso las áreas de la organización se asimilan con las funciones.
- Los sistemas ("modelos") decisorios. La sistematización de los niveles decisorios (político, directivo y ejecutivo) permite rigORIZAR e institucionalizar los procesos de planeamiento y control en su carácter de mecanismos de aprendizaje y adaptación al medio. Frente a cambios profundos y discontinuos la probabilidad de sobrevivir se asocia a la capacidad de anticipar las medidas que posicionen favorablemente a la institución.

No hay correspondencia biunívoca entre objetivos y decisiones ni tampoco entre objetivos y funciones. En consecuencia tampoco existe correspondencia entre decisiones y funciones, pudiendo afirmarse que el grado de diferenciación funcional de las decisiones es mayor a medida que se desciende en el nivel de las mismas.

Es necesario segmentar los contextos en forma coherente con las funciones identificadas en la institución. Vinculando correlacionadamente contextos con funciones se articulan las interrelaciones entre el marco externo e interno de la institución.

Los modelos decisorios de las instituciones a nivel de planeamiento no pueden ser inicialmente definidos por áreas sino por función. La coordinación de los mismos reposa en la estrategia de la institución que sintetiza y compatibiliza los aspectos estratégicos de las distintas funciones.

2.6 Consecuencias derivadas de la naturaleza de la Función Financiera.

De la intersección de los contextos inciertos (marco externo) con los objetivos y recursos (marco interno) derivan una serie de riesgos para la institución.

En particular los riesgos financieros surgen de la intersección de: el contexto financiero, los aspectos económico-financieros de los objetivos y la estructura patrimonial y de resultados. Dichos riesgos pueden expresarse en términos de efectos probables sobre los resultados y el patrimonio de la institución.

El comportamiento de la institución en materia financiera incluye:

- 1) La percepción de los hechos de naturaleza y/o implicancia financiera.
- 2) La anticipación de los riesgos financieros probables y, eventualmente, de las restricciones, amenazas y oportunidades asociadas.
- 3) La elaboración de las expectativas generadas y la determinación de la escala de preferencias.
- 4) La elección de la conducta a seguir.

Los riesgos financieros identificables con los probables efectos de los contextos financieros turbulentos pueden clasificarse a su vez en:

- a) Incidencias directas en la estructura de resultados; por ej: cambios en los precios relativos que afectan ingresos y costos. Los precios de venta y aún los volúmenes pueden transformarse en variables no controlables.
- b) Incidencias en la estructura patrimonial. Riesgos de:
 - Insuficiente dimensión patrimonial.
 - Insolvencia: inmediata y mediata.
 - Exposición: a la inflación, a la devaluación (por falta de cobertura o incumplimiento oficial de los contratos de seguro de cambio), a la indexación, a las fluctuaciones en las tasas de interés.
 - Insuficiente capacidad de respuesta a contingencias y/o insuficiente flexibilidad patrimonial.
- c) Incidencias indirectas en el ciclo operativo del "negocio": Por ej: insolvencia de los clientes, desabastecimiento de insumos, no renovación de líneas de financiación, limitaciones a la tendencia de activos líquidos, caídas en los valores de los inventarios cuando al desborde inflacionario le siguen medidas de control de precios, o bien por obsolescencia o baja rotación, caídas en los valores de los activos fijos por variación de precios relativa de los bienes de capital.
- d) Incidencias en el proceso de inversión y en su financiación: financiación incierta, limitada, cortoplacista y costosa; restricción del horizonte decisorio; incertidumbre sobre los valores de realización o residual de la inversión; falta de metodologías adecuadas para la evaluación; impacto significativo de los subsidios; etc.

En consecuencia surgen requerimientos de un muy rápido período de repago lo que limita "a priori" la cantidad de proyectos viables. Además los mismos suelen presentar una rentabilidad baja y/o altamente dispersa en función de variables no controlables por la institución, lo que bloquea las decisiones favorables.

2.7 El contenido de la Función Financiera comprende dos grandes aspectos:

- La definición de los vectores financieros: en función de los objetivos de la institución, los riesgos financieros percibidos y el comportamiento adoptado frente a los mismos.
- Las estructuras patrimonial y de resultados

Los vectores financieros implican la armonización de los objetivos económico-financieros (rentabilidad y dividendos) con los aspectos financieros involucrados en los demás objetivos de la institución (supervivencia, control, crecimiento, etc.).

Quedan así definidos simultáneamente:

- Mínimos de: Rentabilidad, dividendos, liquidez, solvencia.

Estructura patrimonial que asegure la viabilidad financiera de los restantes objetivos.

- Máximos de: Dividendos, capital propio externo.

Riesgos financieros que combinados con otros riesgos puedan afectar la supervivencia de la institución o, al menos, el logro de los restantes objetivos.

También quedan limitados los máximos de algunos de los restantes objetivos como crecimiento o posición en el mercado.

La rentabilidad tiene tres roles o funciones que originan otros tantos límites mínimos para la misma:

- Como condición para poder cumplir otros objetivos
- Como límite a la persecución de otros objetivos
- Como indicador de eficiencia

Se demuestra que de los tres límites el mayor es el que tiende a predominar.

Los dividendos a su vez funcionan como condiciones para:

- Compensar económicamente a la coalición.
- Mantener expectativas favorables para futuras suscripciones ante objetivos de crecimiento y/o reestructuración financiera.

La estructura patrimonial se encuentra acotada por las condiciones operativas en que debe desempeñarse la institución. El condicionamiento operativo se encuentra asociado a la actividad y el contexto y se refleja en la dimensión y estructura de las inversiones y de la financiación. En consecuencia pueden definirse inversiones y financiación pautados operativamente y, por contraposición, inversiones y financiación "adicionales" a los operativos.

2.8 El alcance de la Función Financiera no se define en términos de "decisiones financieras" sino identificando las decisiones afectadas por premisas de carácter financiero. Puede precisárselo en términos generales definiendo el grado de diferenciación y el rol de la Función Financiera para cada uno de los niveles decisorios.

El grado de diferenciación es bajo a nivel político, medio a nivel de dirección, alto a nivel de gestión y total a nivel operativo.

2.9 La conceptualización de la Función Financiera debe vincularse con los cambios en el contexto en una forma abierta, dependiente, dinámica y sensible.

A nivel político comprende las siguientes facetas:

- Armoniza los aspectos económicos (rentabilidad/dividendos) y financieros (flujo de fondos/estructura patrimonial/riesgos) respecto del conjunto: contexto, objetivos, funciones.

- Integra al sistema de gobierno de la institución las variables económico - financieras del contexto relevantes para los objetivos institucionales.
- Compatibiliza y equilibra los aspectos económico financieros de los distintos objetivos.

A nivel administrativo la Función Financiera se ocupa de administrar el flujo de fondos a través de las siguientes variables:

- Controlables por la institución pero sólo parcial o indirectamente controlables por la Función Financiera.
- Controlables por la Función Financiera: corresponden a los aspectos no operativos del patrimonio.

Previamente la Función Financiera identifica las implicancias financieras de las condiciones operativas y las procesa y expresa en términos monetarios.

La Función Financiera puede ser interpretada como un proceso adaptativo de la institución a sí misma, a sus resultados y a su contexto. En tal sentido constituye una compleja estructura de premisas decisorias, que percibe e interpreta todos los hechos y resultados monetarios relevantes para la institución y los integra a su sistema de gobierno.

Este proceso está integrado por subconjuntos de premisas decisorias de distinto nivel (político, de planeamiento y de ejecución) jerárquicamente relacionados entre sí.

Se deduce entonces una Función Financiera concebible como la definición, integración, síntesis y control de los aspectos económico - financieros que hacen a: los objetivos, los contextos, las restantes funciones y las condiciones operativas. Todos ellos expresados a través de las estructuras patrimonial y de resultados y de los correspondientes riesgos financieros.

2.10 Los objetivos y restricciones de la Función Financiera deben resultar de la interacción entre los objetivos múltiples de la institución y el contexto financiero altamente inestable en que la misma se desenvuelve. Deben considerar la naturaleza de la Función Financiera y sus consecuencias así como el contenido y alcance derivados.

La Función Financiera contribuye entonces a la definición y logro de los objetivos emanados del proceso político, integrando los aspectos monetarios al sistema de gobierno de la institución. Según los objetivos que se reconozcan a la Función Financiera será el "monitoreo" ejercido en el proceso de definición y apreciación de los vectores financieros.

Formulaciones específicas de los objetivos de la Función Financiera compatibles con la interpretación propuesta:

- 1) Hipótesis de trabajo obtenidas por ajuste o corrección de las versiones tradicionales:

- Asumiendo la existencia de algún objetivo económico - financiero destacable entre los del mismo carácter: contribuir a su optimización sujeto a las restricciones financieras (riesgos máximos asumibles). Las restricciones derivan del efecto de los contextos inestables en los restantes objetivos y en las condiciones operativas de la institución.
- Suponiendo la existencia de un objetivo de rentabilidad predominante no sólo entre los económico - financieros sino también a nivel institución: optimizar la relación "rentabilidad/riesgos" sujeto a las implicancias financieras de los restantes objetivos. Involucra detectar e integrar no sólo los resultados monetarios y los riesgos financieros sino también los riesgos no financieros tales como los políticos o comerciales.

2) Hipótesis de trabajo obtenidas a partir del análisis del contenido de la Función Financiera.

Suponen que la definición de los objetivos de la institución se realizan por niveles mínimos de cada uno sujetos a máximos de riesgos políticos, del negocio y financieros. El desarrollo se efectúa mediante:

- Determinación de las combinaciones viables "rentabilidad/dividendos" con "otros objetivos".
- Definición, para cada combinación viable, de la curva de riesgos financieros correspondientes a los distintos niveles de logros de los objetivos. Fusión de esta curva con los restantes riesgos para determinar la relación entre logros de los objetivos y riesgos conjuntos.
- Elección de la curva que proporcione un mayor tramo para elección de combinaciones "logros/riesgos" por encima del nivel de logros mínimos, o bien la que proporcione el máximo nivel de logro de objetivos para un nivel dado de riesgos.

El objetivo de la Función Financiera sería en consecuencia la obtención de los niveles mínimos de los objetivos económico - financieros perseguidos, compatibilizándolos con:

- El logro de los restantes objetivos mínimos.
- Los límites máximos aceptados por la coalición para los diversos riesgos financieros y no financieros.

3) Hipótesis de trabajo obtenidas desplazando el objetivo predominante tradicional por la supervivencia de la institución y el mantenimiento de su control.

Basándose en Donaldson y Lorsch se desarrolló esta hipótesis para el contexto de los EEUU. El objetivo de supervivencia en un marco de crecimiento y relativa estabilidad, unido a la necesidad de mantener

el control de la institución, plantean la derivación de una proporción mayoritaria de fondos a la reinversión aunque la misma merme considerablemente la compensación económica de los accionistas (directamente a través de los dividendos e indirectamente a través del mecanismo bursátil).

- La hipótesis de trabajo aplicada al contexto argentino debe considerar:
 - Los riesgos financieros identificables con los contextos turbulentos y la consecuente necesidad de generar fondos crecientes para enfrentar la absorción inflacionaria de los mismos. Además, coherentemente con el objetivo de supervivencia, deben reinvertirse dichos fondos estructurando el patrimonio en forma tal de reducir los riesgos financieros.
 - La necesidad de mantener el control de la institución que, conjuntamente con las características de los mercados financieros, operan en el mismo sentido limitando la incorporación de nuevos capitales.

El objetivo de la Función Financiera sería referido entonces a la supervivencia de la institución y al mantenimiento de su control, mediante la generación de los fondos suficientes y su aplicación a la reinversión, en forma tal de obtener una estructura patrimonial que haga financieramente viable la institución.

Partiendo de la hipótesis que supone la definición de objetivos por niveles mínimos o bien de la referida al predominio de la supervivencia, pueden definirse nuevas hipótesis para el objetivo de la Función Financiera en términos de minimización del conjunto de los riesgos financieros. Esto opera dentro de los límites aceptados para los restantes riesgos y, eventualmente, compatibilizando con el logro de niveles mínimos de los restantes objetivos.

Cómo síntesis puede definirse al campo de los objetivos viables para la Función Financiera en el contexto argentino: desde la optimización de la compleja relación "rentabilidad / riesgos" hasta la minimización del conjunto de los riesgos financieros, pasando por la definición y obtención de niveles mínimos de los objetivos económico - financieros y, en particular, por el mantenimiento de la viabilidad financiera que asegura la supervivencia y control de la institución.

- 2.11 El enfoque estratégico constituye un ingrediente relevante para los aspectos normativos de la reformulación propuesta. El concepto de estrategia se refiere al nivel político de la institución e involucra una elección reflexiva entre las opciones fundamentales que hacen a la definición de sus objetivos finales y a su inserción en los diferentes contextos.

La estrategia no es una teoría sino un método para dirigir la atención basado en el procesamiento de información de inteligencia. Comprende los siguientes campos:

- Donde se está (diagnóstico)
- Hacia donde se va (objetivo)
- Cual es el camino a seguir y donde llegan sus límites (políticas)
- Cuales son los recursos comprometidos para el logro del objetivo.

La incertidumbre es un aspecto central de este enfoque destinado juntamente a enfrentar circunstancias cambiantes. Las decisiones se toman en condiciones de ignorancia respecto del futuro para lo cual se adoptan determinados criterios decisorios (conservador, optimista o ecléctico).

Los componentes del enfoque estratégico son: el objetivo estratégico, los factores externos, los recursos, las decisiones estratégicas y el ingrediente metodológico.

Este último comprende: el análisis de la situación actual (diagnóstico), la proyección de escenarios, la definición o formulación de la estrategia (objetivo, políticas, recursos) y la administración de la estrategia.

Las decisiones estratégicas deben caracterizarse más por sus implicancias en cuanto a intensidad e irreversibilidad que por su simple correlación con el tiempo.

Cuanto más inestable es el contexto más necesario es disponer de estrategia. La misma debe estar basada en previsiones y no en proyecciones: lo que interesa prever son los puntos de inflexión mucho más que los valores absolutos que asumirán las variables.

Los recursos humanos por su parte son el factor más importante de una administración moderna: deben ser preparados para pensar estratégicamente mediante una educación metodológica y una formación interdisciplinaria integradas.

Las siguientes son las alternativas metodológicas para la implementación del enfoque estratégico:

- El planeamiento estratégico. Constituye una metodología altamente estructurada basada en un ciclo periódico en que se revisan y elaboran los planes.
- La estrategia competitiva. La estrategia se concibe y administra como un proceso creativo y de innovación permanente en un marco conceptual poco estructurado y altamente dinámico. Este enfoque circunscribe el estudio de los factores estratégicos relevantes al sector industrial o mercado en que se halle inserta la empresa, sin considerar los impactos directos o

indirectos que los contextos no comerciales ejercen sobre la misma. Pese a su significativa parcialidad ha aportado elementos valiosos como la noción de que la estrategia es permanentemente superable en un círculo continuo de prueba y error (aprendizaje). La idea de un "período de planeamiento" auto-suficiente, característica del planeamiento estratégico, ha quedado claramente superada.

- Los enfoques que intentan una síntesis o compatibilización:

- El "Control estratégico" busca compatibilizar el modelo estructurado con el de estímulo-respuesta, fijando un horizonte estratégico y limitando la planificación hasta llegar al posicionamiento en el mismo. Este enfoque concibe a la estrategia como un proceso adaptativo en el cual debe preservarse tanto como sea posible la flexibilidad del desarrollo de las instituciones en términos del número de alternativas viables. El campo de la "viabilidad financiera" definido en nuestra propuesta es totalmente compatible con esta corrección.
- La "Administración estratégica" adiciona al planeamiento estratégico un sistema de administración de cuestiones estratégicas ("SACE") orientado a respuestas en tiempo real. Dicho sistema trata de captar las "señales débiles" del contexto definiendo los efectos probables y la urgencia. Esta última en términos de relación entre la velocidad de respuesta requerida por los nuevos hechos externos y el tiempo requerido para el ensamble de los mismos dentro de los planes. Este enfoque permite regular el número de cuestiones a tratar con los escasos recursos disponibles, pero manteniendo al mismo tiempo control sobre la lista completa de problemas.

La administración estratégica se acopla perfectamente con:

- a) El "efecto turbulencia" y su tratamiento mediante los "escenarios"
- b) Los mercados decrecientes: con la consecuente valorización de la supervivencia como objetivo y la estrategia competitiva como técnica.
- c) Un enfoque creativo de la estrategia que revalorice este aspecto sin deteriorar el rigor metodológico y la consecuente eficiencia.

Tanto la organización como la administración tienen importantes roles estratégicos. Las características de la organización, ya sea en lo referido a sus aspectos culturales y de recursos humanos como en lo atinente a la estructura organizacional y los sistemas de información,

configuran aspectos básicos de la definición estratégica al mismo tiempo que condicionantes de la misma. Algo análogo puede decirse en relación a las técnicas de administración que hacen fundamentalmente a la planificación y el control.

2.12 Estructura conceptual de la Función Financiera

La definición de la estructura conceptual de una disciplina vinculada al proceso decisorio supone identificar las variables relevantes y las relaciones que las articulan entre si. Todo proceso de planeamiento requiere a su vez intersecciones con la estructura conceptual, en forma tal de incorporar al mismo la configuración lógica de los problemas a resolver.

La factorización de las variables implicadas en la Función Financiera debe efectuarse en función de su naturaleza y propiedades financieras. A cada variable financiera deben asignarse propiedades que permitan vincularla con los vectores financieros y articularla en las decisiones correspondientes. Las distintas variables definidas deben estar intervencionales por un esquema de relaciones que les otorgue coherencia interna y que facilite su vinculación con las restantes funciones.

En relación las condiciones operativas y las estructuras patrimonial y de resultados deben contemplarse:

- La detección y definición de las condiciones operativas de la institución y de su impacto en las estructuras patrimonial y de resultados.
- La medición de los límites operativos de la estructura patrimonial. Aquí se originan las variables parcialmente controlables por la Función Financiera, también definibles como la suma de una variable operativa no controlable por la función y una variable controlable por la misma.
- El estudio de la estructura de resultados incluyendo: los riesgos financieros que hacen a su logro, los costos financieros tradicionales y no tradicionales y la medición de sus límites operativos.
- La determinación de las relaciones entre estructura de resultados y estructura patrimonial.

Los siguientes son los grupos de variables que configuran la estructura conceptual de la Función Financiera:

- Los componentes externos: definidos por las expectativas sobre el contexto financiero. Tienen un carácter condicionante e impulsor a la vez y se insertan en la estructura decisoria a través del pronóstico de las variables no controlables por la institución.
- Los componentes internos: referidos a las decisiones que afectan inversión y financiación en el sentido amplio de las mismas y destacando las

interrelaciones entre ambos tipos de decisión. Comprenden tanto las variables controlables por la Función Financiera como los componentes operativos de las decisiones de inversión y financiación que se traducen en variables parcialmente controlables por la Función Financiera ("restricciones").

La articulación entre los componentes externos e internos se opera a través de la definición de las propiedades financieras que vinculan a unos y otros con los correspondientes vectores financieros. También se requiere introducir el concepto de operadores financieros: son los indicadores necesarios para evaluar las alternativas de decisión respecto de las variables controlables.

En cuanto a los componentes externos caben destacar las relaciones "horizontales" entre el contexto financiero y los contextos comercial, tecnológico, etc. Las variables financieras no sólo actúan directamente sobre la Función Financiera de la institución sino que también ejercen un considerable impacto sobre los restantes contextos. La Función Financiera tiene un rol de interpretación respecto de los efectos del contexto financiero sobre las distintas funciones de la institución. Al observar las relaciones y evolución de las distintas variables del contexto financiero deben identificarse las modificaciones entre los precios relativos que afectan los distintos elementos de la estructura de resultados: precios, costos directos, salarios, costos fijos, etc.

La Función Financiera procesa las expectativas económicas incluyendo las correspondientes políticas gubernamentales y de allí obtiene los pronósticos de las variables macro financieras, que a su vez se utilizan para simular las decisiones que afectan los distintos aspectos financieros de la institución. Dados los pronósticos de las series macro financieras tales como inflaciones, devaluaciones, tasas de interés, surgen dos tipos de relaciones:

- Entre los valores de las distintas variables macro para un mismo período. En función de la dispersión en el pronóstico de cada variable surge la probable dispersión del pronóstico de las relaciones entre las distintas variables.
- Entre las series de las distintas variables macro a través de períodos sucesivos. Debe estimarse el sentido y la cantidad probable de puntos de inflexión en las relaciones entre variables.

En cuanto a los componentes internos de la estructura conceptual deben enfatizarse los conceptos amplios de inversión y financiación. Consideremos inversión a toda aplicación patrimonial de fondos y financiación a toda fuente u origen de los mismos. También debe notarse la asociación entre financiación e inversión: todas las decisiones que implican incrementos o disminuciones de los activos totales afectan respectivamente orígenes o aplicaciones de fondos vía resultados, endeudamiento o capital propio externo. Las decisiones que no

aumentan o disminuyen el monto total de los activos implican cambios en la composición de los mismos y/o en la de su financiación. Dada la íntima asociación que existe entre financiación e inversión y de ambas respecto de los vectores financieros es indispensable considerar simultáneamente las opciones de inversión, financiación y dividendos.

El capital propio en giro aplicado se define como:

Capital de trabajo neto aplicado más Activos no corrientes realizables menos Pasivos no corrientes.

También puede definírselo en la siguiente forma:

Capital propio total empleado (patrimonio neto) menos Activos fijos.

Todo proyecto genera resultados positivos y negativos de dos fuentes:

- La generación operativa del proyecto
- La estructura patrimonial necesaria para lograr la generación operativa, de la que derivan las exposiciones a la inflación, devaluación y cambios en los precios relativos.

El capital de trabajo como variable financiera: el enfoque alternativo lo considera como una sola unidad (capital de trabajo "total") y consiguientemente como una variable económico - financiera. Se lo define como un subconjunto de la estructura patrimonial al que pueden adscribirse propiedades que afectan la impulsión y la limitación de la Función Financiera. Las propiedades financieras dependen a su vez de la configuración del capital de trabajo en cuanto a su nivel absoluto y relativo (montos bruto y neto) y su estructura y exposición y surgen de vincular estos aspectos con los vectores financieros.

El capital de trabajo considerado como restricción hace no sólo a la rentabilidad y a la liquidez sino que también afecta substancialmente las posibilidades de crecimiento. El problema central es la asignación de un recurso escaso, representado por el monto del capital de trabajo neto disponible, en forma de optimizar el aporte del mismo a los vectores financieros. Los conceptos instrumentales aplicados son el cálculo marginal y el concepto ampliado (incluyendo riesgos) del costo marginal del capital.

El nuevo enfoque del capital de trabajo comprende:

- Su consideración como una restricción financiera fundamental para el crecimiento o la caída en el volumen de actividad.
- El estudio para cada producto o línea de la inversión adicional requerida en capital de trabajo neto o, en su caso, de la liberación del mismo.
- El estudio de las necesidades permanentes y de las transitorias así como de la financiación de los déficits e inversión de los excedentes.

Vectores financieros relacionados con el capital de trabajo:

- Rentabilidad: ante cada posibilidad de incrementar el capital de trabajo deberá compararse el retorno variable con la inversión variable requerida. La exposición a la inflación es la ausencia de aptitud de un medio de inversión para protegerse, total o parcialmente, del efecto inflacionario sobre su valor nominal. En forma más general es el grado de variabilidad a que se ve sometido el valor real de un concepto patrimonial a través del tiempo. Como ajuste o corrección monetaria forma parte de la rentabilidad al igual que la tasa de descuento.
- Liquidez: además del concepto tradicional debe medirse la movilidad a corto plazo de los componentes del capital de trabajo. La misma define la capacidad de adaptación inmediata del patrimonio a nuevas alternativas.
- Riesgos: a cada incremento alternativo en el capital de trabajo le corresponde un riesgo asociable que debe ponderarse con el impacto esperado en la rentabilidad, siempre en función de las preferencias de riesgo vigentes. De allí surge el óptimo teórico del capital de trabajo aplicable a una situación dada.

Las causas de los cambios en la dimensión y estructura del capital de trabajo son:

- La eficiencia: productividad de los recursos financieros que puede ser medida por la rotación del capital aplicado.
- El volumen o nivel de actividad
- El impacto de la inflación en el capital de trabajo: se vincula con los fondos absorbidos por la inflación, que dependen del nivel de la misma y del grado de exposición inflacionaria medible por el capital de trabajo monetario neto. También juega la rentabilidad por tendencia o valorización manifestada en cambios en el valor real de las inversiones.

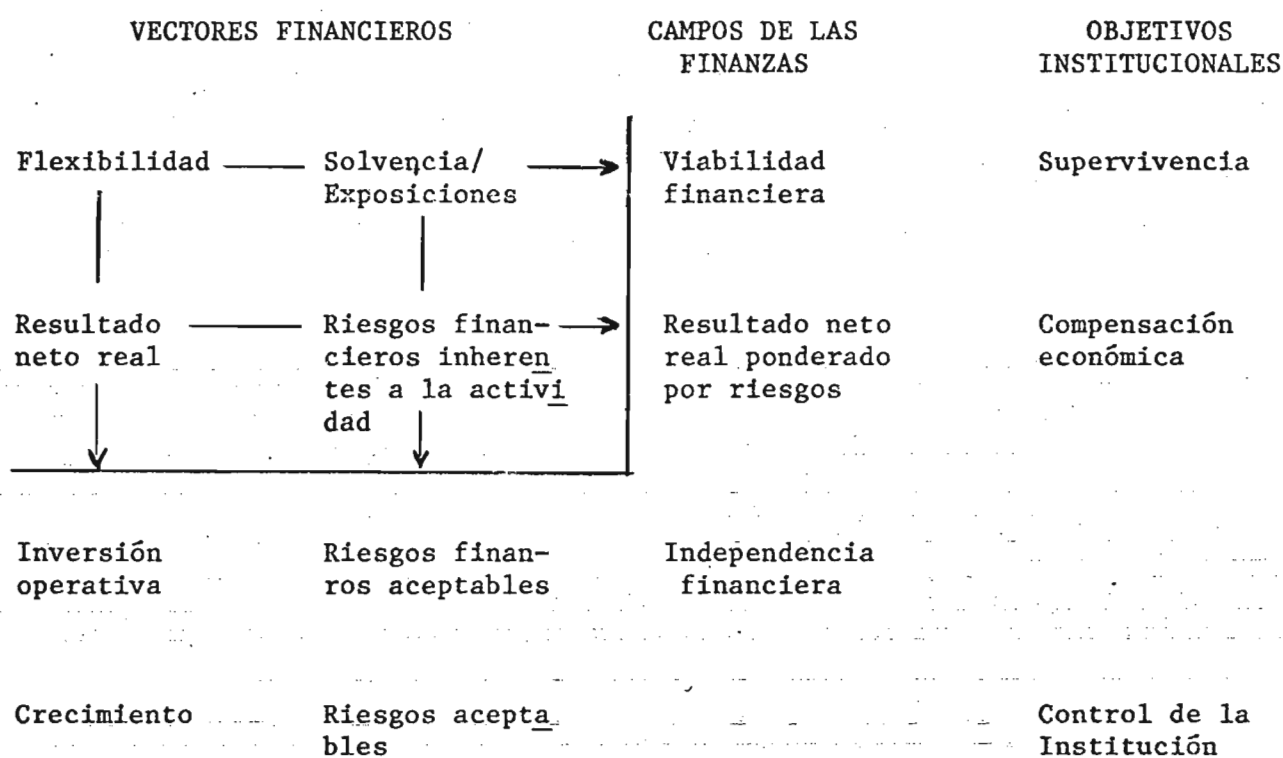
Es fundamental aislar las variaciones producidas por factores exógenos o no controlables (inflación) de aquellas que se encuentran en mayor o menor grado bajo el control de la institución (volumen y eficiencia).

La estructura conceptual propuesta para la Función Financiera debe tener en cuenta todos aquellos factores que necesariamente afectan las decisiones sobre las variables controlables por la Función Financiera:

- Los vectores financieros
- Los pronósticos de las variables no controlables por la institución.
- Las políticas sobre las variables controlables operativas cuantificando los consecuentes valores probables de las restricciones de la Función Financiera.

- La propiedades asignables a las distintas variables controlables por la institución en relación con los vectores financieros.
- La articulación entre las variables controlables y no controlables, en función de los vectores financieros vigentes y de las propiedades financieras asignadas a las variables.

El procedimiento básico consiste en: formular hipótesis sobre las variables controlables por la Función Financiera, simular el comportamiento, estudiar los resultados obtenidos en términos de cumplimiento de los vectores financieros, analizar la incidencia de las variables controlables en los mismos y realimentar el análisis, ajustando las hipótesis sobre variables controlables por la Función Financiera y/o planteando la conveniencia/necesidad de cambios en las políticas o planes sobre variables controlables operativas. El siguiente diagrama sintetiza la propuesta para la definición de los vectores financieros y los campos de las finanzas incluyendo hipótesis de relaciones con los objetivos institucionales.



Análisis de los factores o componentes de los vectores financieros:

- Los resultados netos efectivos o reales comprenden:
 - Los resultados operativos: margen de contribución e incidencia de los gastos fijos.
 - Los resultados no operativos que a su vez incluyen:
 - . Los resultados financieros convencionales y no convencionales. Los primeros comprenden intereses, descuentos y gastos asociados. Los últimos hacen a los distintos resultados por exposición y los resultados por desfases entre la inflación general o los incrementos

en los costos directos y la inflación específica aplicable a los ingresos.

. Los resultados por gestión de stocks: corresponden a la fluctuación entre los valores de reposición e históricos neta de los costos financieros correspondientes. Hace a los aspectos financieros asociados con las modificaciones en los precios de los bienes comprados y en existencia.

- Los riesgos financieros incluyen:

- Riesgos de insolvencia: inmediata, meditada

- Riesgos por exposición a: inflación, devaluación, fluctuación de las tasas de interés, indexación de los pasivos.

- Riesgos financieros inherentes a la actividad:

. Por volatilidad de los resultados previstos: cambios en los precios relativos y/o fluctuaciones en el nivel de actividad. Controles o congelamientos de precios. Ciclo devaluación/inflación.

. Por vulnerabilidad del ciclo operativo: comprenden clientes, abastecimiento, créditos, tenencia de activos líquidos, etc.

. Asociables a la estacionalidad del flujo de fondos.

- La flexibilidad financiera comprende: dimensión del patrimonio, liquidez, movilidad financiera, flexibilidad financiera de los activos inmovilizados y del endeudamiento/capital propio externo, factores intangibles tales como la reputación crediticia, las relaciones con los accionistas y la disponibilidad de proyectos viables de inversión.

Debe notarse que mientras la movilidad financiera está dada por los fondos aplicables de inmediato a nuevos destinos, la flexibilidad financiera que involucra a la movilidad enfatiza la adecuación de la estructura patrimonial a nuevos volúmenes y/o actividades más allá de los determinados por los recursos existentes. Implica entonces la capacidad de generar nuevos fondos cuando sea necesario.

La viabilidad financiera a su vez resume e integra en un solo concepto la flexibilidad financiera con los riesgos asociados a la estructura patrimonial, esto es los riesgos por insolvencia y por exposiciones. También comprende la neutralización financiera de amenazas, la respuesta a contingencias y el aprovechamiento de oportunidades. Implica relacionar el volumen y estructura del patrimonio actual y de sus posibles alternativas con los objetivos perseguidos en general y con la supervivencia en particular.

La atenuación del riesgo de una institución endeudada está en función de la

velocidad con que pueda reaccionar ante eventos negativos, cancelando operaciones existentes y prescindiendo de nuevas operaciones. Esta capacidad financiera "defensiva" está dada por los adicionales de liquidez y por la movilidad financiera que a su vez están en función de: el nivel de inversiones realizables, la duración en el tiempo del ciclo del negocio, los cambios en el mercado financiero y los efectos del control de precios sobre los márgenes de utilidad.

La definición de los distintos riesgos financieros surge por la intersección entre las estructuras patrimonial o de resultados y las expectativas sobre el comportamiento de las variables macro que emanan del contexto financiero.

Las incidencias sobre el margen de contribución deben contemplar especialmente:

- El efecto de los controles de precios que modifican la absorción/transferencia de los mayores costos directos.
- El impacto del ciclo "devaluación/inflación" caracterizado por:
 - La extensión del riesgo cambiario: en función de la estructura de los mercados de insumos y de productos.
 - La intensidad del riesgo: en función del grado de represión inflacionaria medido por los controles de precios y/o cambiarios.

La definición de las propiedades financieras implica determinar para cada elemento de la estructura patrimonial su relación respecto de cada uno de los factores o componentes de los vectores financieros. Identificados todos los elementos de la estructura patrimonial que tienen una misma propiedad, puede derivarse una calificación acerca del nivel en que el patrimonio en su conjunto cumple con el respectivo factor financiero o con los conjuntos de los mismos que configuran los vectores y los campos financieros. También pueden resumirse las implicancias financieras correspondientes a cada elemento del patrimonio.

Propiedades financieras asignables a cada elemento del patrimonio:

- Elementos del activo: inversiones
 1. Dimensión absoluta y relativa.
 2. Liquidez: plazo o velocidad de realización.
 3. Operatividad: respecto del "negocio" o actividad
 4. Naturaleza: tangibles, intangibles
 5. Exposición (carácter monetario): a la inflación, a la devaluación
 6. Vulnerabilidad a las restricciones financieras que inciden en el "ciclo del negocio"

7. Contribución a la rentabilidad: directamente identificable, no directamente identificable.

- Elementos del pasivo y patrimonio neto: financiaciones

1/2/3/6: idem activos

4. Naturaleza u origen: deudas, fondos propios.

5. Exposición (carácter monetario): a la inflación, a la devaluación, a las fluctuaciones de la tasa de interés, a la indexación de los pasivos y sus cargas.

7. Costo individualizable de la financiación: explícito, implícito.

Puede efectuarse la definición de subconjuntos de la estructura patrimonial en función de las propiedades comunes de distintos elementos del patrimonio. Surgen entonces: relación entre patrimonio neto y patrimonio total; capital de trabajo/capital de trabajo neto; capital propio en giro; movilidad; flexibilidad; endeudamiento; exposición neta a: la inflación, la devaluación, las fluctuaciones de las tasas, la indexación; vulnerabilidad total a las restricciones financieras que inciden en el ciclo del "negocio"; rentabilidad neta directamente identificable; posición no monetaria neta (exposición neta a la indexación). Por este camino se logra redefinir conceptos habituales como el capital de trabajo, al mismo tiempo que se acuñan nuevos conceptos (subconjuntos de la estructura patrimonial) coherentes con la redefinición propuesta para la Función Financiera.

La síntesis de la estructura conceptual propuesta muestra las interrelaciones que van desde las estructuras patrimonial y de resultados hasta los objetivos institucionales pasando por:

- Las relaciones entre dichas estructuras y los factores o componentes financieros.
- La síntesis de los componentes en vectores financieros.
- El agrupamiento de los vectores en campos financieros.
- Las vinculaciones entre los campos financieros y los objetivos institucionales.

El contenido y alcance de la Función Financiera desde el punto de vista de su estructura conceptual contempla los siguientes roles:

- Inmediato (corto plazo): comprende el ajuste y optimización de las estructuras patrimonial y de resultados mediante la utilización de las variables controlables por la Función Financiera.

Es baja su incidencia sobre la dimensión y composición de las inversiones y su financiación, dado que las mismas están acotadas por el fenómeno

operativo y los objetivos de la institución.

- Mediato: hace a la orientación y el direccionamiento mediante:
 - La asignación de capital de trabajo/capital propio en giro a cada uno de los "negocios" y a la viabilidad financiera.
 - La evaluación integral y coordinada de proyectos de inversión incluidas sus correspondientes financiaciones.
 - La inducción de cambios en las estructuras patrimonial y de resultados.

Los elementos de la estructura patrimonial pueden ser considerados como los componentes primarios de las variables controlables. En general existe una identificación entre los subconjuntos del patrimonio definidos en función de propiedades y las variables controlables por la institución.

A partir de la concepción de la Función Financiera como proceso adaptativo pueden incorporarse los elementos de la estructura conceptual, obteniéndose una síntesis de la Función Financiera en términos de variables controlables, no controlables y parcialmente controlables, articuladas entre sí y respecto de los vectores financieros mediante la definición de las correspondientes propiedades.

También queda definida la Función Financiera como proceso adaptativo en relación con los niveles decisorios de estrategia, planeamiento y gestión:

- A nivel de estrategia la Función Financiera:
 - Aporta los datos, modelos y criterios necesarios para que la coalición integre los aspectos económico - financieros en su interpretación del contexto y en su formulación de los objetivos.
 - Define los vectores financieros
- A nivel de planeamiento la Función Financiera:
 - Define el modelo de planeamiento: identifica las variables relevantes, establece las interrelaciones y las posibles situaciones decisorias, define los criterios para el conocimiento de las distintas variables.
 - Lleva a cabo el proceso de planeamiento: pronostica y formula hipótesis, efectúa el análisis de sensibilidad, evalúa los resultados.
- A nivel de gestión la Función Financiera:
 - Toma las decisiones específicas
 - Realimenta los resultados para constatar si hay desvíos respecto de lo previsto y, en caso afirmativo, si la gestión respondió o no al plan financiero.

3. Síntesis de las conclusiones

3.1 La concepción axiomática de un objetivo de las finanzas único y estable es inconsistente con la naturaleza de la Función Financiera, en la medida en que esta última reconozca la existencia de objetivos múltiples e incluya los contextos de alta turbulencia. Por lo tanto la maximización de los beneficios de los accionistas debe ser reemplazada por hipótesis alternativas que consideren la existencia de un conjunto complejo y diversificado de riesgos financieros así como la idea de viabilidad financiera. Tampoco es aceptable el "supuesto central" de las finanzas que asume la existencia de un comportamiento necesariamente opuesto entre rentabilidad y liquidez y, de alguna forma, una relación directa entre rentabilidad y riesgos.

La reformulación de este supuesto relativiza la consistencia en el logro de los distintos vectores financieros al contexto financiero, las situaciones decisorias y las políticas aplicadas y sus efectos en la estructura patrimonial.

Los criterios básicos aplicados por las finanzas deben a su vez ser objeto de una revisión crítica sobre bases como las siguientes:

- El "standard" de performance financiera debiera contemplar los impactos de las decisiones en los distintos vectores financieros así como el costo de oportunidad de los fondos propios en aplicaciones comparables.
- La aplicabilidad del efecto de "palanca" se encuentra sensiblemente limitada y su evaluación debiera contemplar un conjunto de factores que culminan en el reconocimiento del efecto de "palanca negativo".
- Debe reconocerse que correlativamente con la turbulencia crece la interdependencia de inversión y financiación, de forma tal que la determinación de combinaciones "óptimas" de ambas deba ser efectuada evaluando simultáneamente los "pares" de modificaciones posibles.

La correlación de plazos entre inversión y financiación no debe ser enfocada incrementalmente sino respecto de la total estructura patrimonial proyectada y como un aspecto de su optimización.

3.2 La articulación decisoria entre las variables no controlables por la institución y las controlables por la misma se efectúa a través de los operadores. Sólo para decisiones muy circunscriptas estos últimos se identifican con las variables financieras no controlables.

3.3 La estructura de resultados puede ser afectada por factores que determinan cambios directos en la misma o bien a través de cambios en la estructura patrimonial.

Las denominadas tasas de interés "positivas" o "negativas" respecto de la inflación no tienen impacto directo en la estructura de resultados. La incidencia directa en los resultados de las tasas de interés pagadas es función de su valor nominal y de la productividad del capital aplicado.

3.4 Los contextos altamente inestables ejercen sobre las instituciones las siguientes consecuencias financieras globales:

- Significativos riesgos financieros de variación en los resultados esperados: llevan a enfatizar la viabilidad financiera y a minimizar las inmovilizaciones.
 - Impactos en los elementos monetarios del patrimonio: deterioran el capital de trabajo monetario neto por varios mecanismos simultáneos, lo que genera o acentúa el déficit del flujo de fondos.
 - Impactos en los elementos no monetarios del patrimonio: alcanzan a la erosión del capital de trabajo no monetario, a las variaciones en los precios relativos que afectan la estructura de resultados y, eventualmente, a los bienes de uso. Las políticas de compras y stock afectan no sólo los resultados del período considerado sino también y en forma inversa los del período siguiente; el manejo de éstas y otras variables controlables (estructura patrimonial, gastos fijos) pueden neutralizar y aún sobrepasar el impacto negativo de los cambios en los precios relativos.
- Una gestión "óptima" de stocks contrapone eficiencia vs. valorización: la primera es proporcional a la rotación y la segunda a la inmovilización.
- El caso extremo queda definido cuando el costo de reposición tiende a superar al precio efectivo de venta: el efecto es la paralización del ciclo de los "negocios"
- Impactos en los volúmenes de ventas: pueden ser directos o indirectos. Estos últimos se expresan por el crecimiento más que proporcional de los activos corrientes.

Cuanto mayor es la inestabilidad mayores son las restricciones y riesgos del endeudamiento y mayor es el deterioro de los resultados, cayendo simultáneamente ambas fuentes de financiación: endeudamiento y autogeneración.

3.5 Los lineamientos para una interpretación estratégica de la Función Financiera apta para el contexto argentino deben contemplar: a) El problema central de compatibilizar los requerimientos de fondos para dividendos y para reinversión en la viabilidad financiera de la institución; b) Todas las transformaciones de la estructura patrimonial necesarias para el logro de los vectores financieros; c) La metodología para la definición sistemática de una estrategia.

El ingrediente financiero de toda estrategia puede sintetizarse en cuatro dimensiones:

- Los vectores financieros: que puedan definirse a partir de los objetivos institucionales o bien quedar implícitos a través de la postulación directa de políticas financieras.
- Las políticas financieras: de inversión y de financiación
- La función orientadora de las finanzas en la búsqueda estratégica
- Aspectos financieros especializados que inciden en la estrategia: impuestos, seguros, desgravaciones, etc.

La Función Financiera constituye un proceso adaptativo al comportamiento y cambios en el contexto económico, que sintetiza y pondera a las restantes funciones a través del común denominador monetario y del instrumental financiero. La relevancia de su rol será directamente proporcional al grado global de turbulencia y al grado específico de turbulencia del contexto económico.

Las relaciones entre objetivos institucionales/vectores financieros en contextos turbulentos y recesivos muestran que el ingrediente "defensivo" necesario para la reinversión disminuye la posibilidad de armonizarla con la cobertura de otros objetivos, así como de solucionar la oposición entre ambos grupos de objetivos y la distribución de dividendos.

A su vez la definición directa de políticas financieras sin pasar por los vectores podría llevar al condicionamiento de los objetivos institucionales, en la medida en que las políticas se "cristalicen" como metas de hecho de la institución. La alternativa es mantener claramente diferenciados los niveles de objetivos, metas/vectores y políticas financieras de inversión y de financiación, diferenciando en el caso de estas últimas las políticas activas de las políticas pasivas o de ajuste.

Denominamos "función de punta" aquella con mayor probabilidad de constituirse en "líder" de la definición estratégica para una determinada situación del contexto. Los contextos turbulentos y recesivos desplazan la maximización de beneficios por la supervivencia y el control de la institución: predominan entonces los ingredientes financieros (viabilidad y riesgos) sin descuidar los comerciales (capacidad competitiva). Esta regla general es aplicable integralmente a la mayoría de los sectores económicos que se encuentran en declinación, pero tiene matices importantes en los pocos sectores maduros o en expansión que puedan coexistir.

Mientras la comercialización y la innovación tecnológica actúan como fuerzas impulsoras de la estrategia, focalizando actividades y detectando y desarrollando oportunidades, las finanzas actúan como fuerzas direccionadora en

integradora de la estrategia, posicionando patrimonialmente a la institución y posibilitando la concreción de las oportunidades y la neutralización de las amenazas.

Una estrategia convenientemente diseñada y explicitada debería ser el marco de toda la administración, es decir del comportamiento y de la gestión. Con estrategia pero sin planeamiento se pierden eficiencia y control. A la inversa el planeamiento sin estrategia es un mero ejercicio intelectual. Si por último faltan tanto la estrategia como el planeamiento la gestión se torna errática.

Una concepción estratégica actualizada debiera resaltar la interacción entre las distintas funciones sin énfasis "apriorísticos" generales en ninguna de ellas. La concepción estratégica involucra un diálogo interfuncional acerca de lo negociable en términos de objetivos, políticas y recursos; el mismo queda reflejado en los compromisos estratégicos de la institución.

El énfasis estratégico en una u otra función depende de las características generales de los contextos, de las específicas referidas al sector económico y al contexto financiero y del posicionamiento relativo de la institución en relación con los contextos. La amplitud del campo estratégico depende especialmente del posicionamiento financiero de la institución. Cuanto mayor sea la inestabilidad más predomina el objetivo de supervivencia y más se inclina la viabilidad estratégica hacia la Función Financiera.

3.6 La Función Financiera puede concebirse como un proceso adaptativo de la institución a si misma (coalición), al contexto y a los resultados obtenidos. Dicho proceso adaptativo es modelizable, pudiendo identificarse la Función Financiera con el diseño y funcionamiento del correspondiente modelo mucho más que con el estudio de determinados tipos de decisiones o técnicas.

Pueden diferenciarse dos niveles de modelos: el general, dirigido a la interpretación global de la Función Financiera como proceso adaptativo en sus distintos aspectos y niveles; el específico: correspondiente al planeamiento.

El modelo general de la Función Financiera debe comprender los siguientes aspectos:

- Inserción de la Función Financiera en la estrategia
- Sistema general de planeamiento financiero
- Sistemas financieros específicos de planeamiento o gestión.
- Sistema de control de gestión.

El sistema general de planeamiento financiero, es el "eje" o "centro" de un modelo general de la Función Financiera que intente describir y rigorigar el proceso financiero adaptativo. Actúa como "interfaz" respecto de: el sistema político, el planeamiento estratégico de las restantes funciones y los modelos

financieros parciales de planeamiento y de gestión. Deben enfatizarse las relaciones con los otros modelos generales de planeamiento, evitando caer en la habitual identificación del modelo de planificación financiera con un modelo general de planeamiento que comprende a todas las funciones.

Dicho modelo general de planeamiento financiero tiene como información crítica, al igual que los restantes modelos de planeamiento, la que hace al futuro estado de las variables no controlables. Recibe influencias del nivel político y del nivel de planeamiento de las restantes funciones y emite información para los mismos y para el nivel de gestión financiero. Interactúa con los modelos de planeamiento operativos en dos niveles: proyección de referencia y simulación de las políticas específicas. El modelo comercial interactúa con el financiero para cada mercado/producto y, en una segunda etapa, para el conjunto de mercados/productos.

Las inversiones operativas dependen de la interacción del modelo financiero con los correspondientes modelos operativos. Las no operativas son coordinadas exclusivamente en el modelo general de planeamiento financiero, pudiendo ser objeto de análisis individual mediante modelos específicos.

El modelo general de planeamiento financiero se integra con tres módulos interactivos: Cada uno es recursivo en sí mismo y a su vez, también lo es el conjunto. Cada uno de los módulos comprende en su respectivo campo la totalidad de los aspectos financieros, se encuentren o no asociados a las condiciones operativas.

Definición de los módulos:

- Central: comprende la presupuestación integral y su control. Es un módulo de simulación no susceptible de ser tratado mediante un modelo optimizador. Los procesos comprendidos son: el cálculo de resultados, la previsión de la evolución de la estructura patrimonial y el análisis de orígenes y aplicaciones de fondos. Interactúa con los planes de cada función operativa.
- Administración (planeamiento) del capital de trabajo y del capital propio en giro. Se basa en el enfoque "unitario" que lo concibe como un variable económico - financiera con propiedades asociadas a su estructura. Comprende los siguientes submódulos:
 - Cálculo preliminar: en función de las condiciones operativas en general y de los pronósticos de demanda en particular.
 - Análisis estructural de sus elementos: vinculados con los vectores financieros y el impacto de la inflación.

- Incorporación de las condiciones a cumplir: en función de los vectores y políticas financieras y de las condiciones operativas.
- Análisis marginal y asignación del capital de trabajo por producto/servicio dadas las preferencias de riesgo.
- Evaluación final conjunta del capital de trabajo/capital propio en giro.
- Inmovilizaciones y acumulación del capital: incluye la simulación del comportamiento del proceso de formación de capital bajo condiciones cambiantes. Se inicia a partir de las decisiones estratégicas sobre: alcance del planeamiento; definición de los vectores financieros; direccionamiento de la búsqueda estratégica y de las características de las alternativas de inversión. Culmina con otra decisión estratégica consistente en la elección de un subconjunto de alternativas de inversión, financiación y dividendos. En un enfoque dinámico las decisiones de cada período sobre inversión/financiación/dividendos, definen el ritmo (tasa) y mezcla (composición) del proceso de formación de capital, generándose resultados que a su vez definen el estado inicial para las decisiones del siguiente período.

3.7 En los aspectos referidos a la teoría financiera y a su integración interdisciplinaria la propuesta contempla:

- Un enfoque epistemológico basado en el método hipotético deductivo. De esta forma se persigue una capacidad deductiva adecuada, con conclusiones susceptibles de contrastación empírica y consistencia dinámica con la realidad. La teoría financiera vigente, por el contrario, no cumple tales condiciones de aptitud para su aplicación al contexto argentino. Aún más, no es siquiera consistente con los inestables contextos actuales de los países desarrollados. Por otra parte acepta como premisa una concepción superada de las instituciones, al circunscribir su campo sólo a las empresas y al asignar a las mismas un objetivo único y estable.
- Una nueva interpretación de las relaciones entre funciones y decisiones donde estas últimas se integran con múltiples estímulos provenientes de diversas funciones. La posibilidad de clasificar las decisiones por función es inversamente proporcional al nivel de la decisión considerada: a nivel político todas las decisiones son claramente interfuncionales, por lo que no pueden definirse estrategias por función sino una sola estrategia a nivel de la institución o de cada unidad estratégica. La "penetración" de la Función Financiera no debería ser vista como un agregado o "corrección" de la teoría

tradicional, sino como una deducción coherente con la nueva concepción propuesta para la misma.

- Una íntima conexión con las disciplinas económicas, tanto a nivel macro como micro, y con los desarrollos recientes de la teoría y técnica de la administración. En particular, la valorización de los aspectos financieros de la estrategia contribuye a una concepción más equilibrada de la misma, que integra en su definición a las distintas funciones.

3.8 Interrelación entre políticas macroeconómicas y conducta de las instituciones.

El diálogo gobierno/instituciones y la recíproca adecuación entre las estrategias de estas últimas y las políticas gubernamentales, deberían ser un continuo ejercicio de aprendizaje basado en el reconocimiento de los reales efectos de ambas. Sólo así el diseño de políticas económicas orientadas a impulsar la inversión y el crecimiento y a disminuir la inflación y la recesión gozará de buenas probabilidades de éxito.

Las hipótesis sobre interrelaciones formuladas contemplan:

- El impacto de la variabilidad de los factores macroeconómicos en las inversiones: cierto nivel mínimo de estabilidad estructural del marco económico es una condición central para el proceso de inversión y, por lo tanto, de crecimiento de las instituciones.
- En economías sumamente inestables existiría una inflexibilidad descendente de la inflación a los cambios en el nivel relativo de las tasas de interés respecto de la misma inflación. El incremento relativo de las tasas de interés no disminuye la inflación sino que, por el contrario, en función del efecto de "palanca negativo" termina realimentando el proceso inflacionario. Esta hipótesis es fundamental, dado que expresada en términos de liquidez contradice la concepción monetarista de las causas de la inflación.

3.9 Los elementos de juicio para el desempeño de la Función Financiera en las instituciones argentinas deben contemplar:

- Un rol equilibrado para la función dentro del gobierno de la institución y un uso intensivo de las previsiones y de la labor de planeamiento. Las previsiones deben servir de base no sólo para el planeamiento sino para la definición misma de la estrategia.
- Un planteo de la estrategia institucional que considere conjuntamente los siguientes aspectos:
 - El contexto o conjunto de variables no controlables. En un marco recesivo con alta inflación suelen sucederse "ciclos" de corta duración, con puntos de inflexión parametrizables por las expectativas sobre precios relativos y los controles de precios y cambiarios.

- Los ingredientes comercial y financiero de la estrategia.
- La definición equilibrada de los distintos vectores financieros, considerando con particular prudencia la aplicación de aquellas políticas financieras que los ponen en contraposición.
- La definición de las políticas financieras evitando su reiteración por costumbre y contemplando su integración con el análisis de la estructura patrimonial, así como las interdependencias entre orígenes y aplicaciones de fondos.
- El rol de la Función Financiera en la ponderación de los restantes componentes funcionales de la estrategia, en la evaluación de la posibilidad competitiva en un "negocio" o actividad y en el direccionamiento de la búsqueda estratégica.
- En cuanto a las políticas financieras:
 - Las políticas de orígenes deben promover niveles de rentabilidad y de aplicación de capital propio suficientes para contrarrestar la inflación y mantener la viabilidad financiera, así como niveles equilibrados de endeudamiento. Las aplicaciones de fondos deben enfatizar la eficiencia en general y particularmente la productividad financiera a través del incremento en la rotación del capital empleado. En especial dentro del capital de trabajo/capital propio en giro debe tenderse hacia una mayor rotación de los bienes de cambio, priorizándola frente al beneficio por valorización y disminuyendo la incidencia del costo financiero y la vulnerabilidad de los resultados. Debe asignarse prioridad a las modificaciones en la estructura patrimonial que hagan consistente la persecución simultánea de los distintos vectores financieros. Las utilidades deben reinvertirse contemplando no sólo la viabilidad financiera sino también las inversiones operativas referidas a los aspectos inmateriales claves para la estrategia de la institución. Los dividendos deben regularse para permitir la reinversión de las utilidades, pero sin perder de vista su "valor informativo". En general debe valorizarse el concepto de ganancia y el de su reinversión, aplicando adecuadas políticas de protección patrimonial.
 - La neutralización de riesgos e impactos financieros debe contemplar tanto los elementos monetarios como los no monetarios. En el primer caso mediante una dimensionalización equilibrada del capital de trabajo neto expuesto a la inflación y recurriendo eventualmente a la reducción en el nivel de actividad. En lo referido a los elementos no monetarios, la neutralización de riesgos depende de políticas de productividad

financiera referidas a la rotación de stocks y gestión de compras, así como a la reducción de gastos estructurales. Eventualmente: reducción del nivel de actividad que puede alcanzar no sólo a los stocks sino también a las inmovilizaciones. También se aplican políticas de neutralización para los riesgos por devaluación, indexación o tasas de interés variable. La respuesta al posible efecto de "palanca negativo" debe enfatizar la eficiencia, mediante reducciones de gastos fijos y mayor rotación del capital empleado para disminuir a su vez la incidencia de los costos financieros. También deben considerarse los cambios operativos que puedan disminuir comparativamente los requerimientos de capital de trabajo.

- La adecuación a menores volúmenes de actividad debe contemplar niveles de movilidad y flexibilidad financieras suficientes para que, ante eventuales reacciones de la demanda, haya posibilidad de recuperar rápidamente los niveles de actividad preexistentes.
- La función orientadora de las finanzas en la búsqueda estratégica lleva a privilegiar las actividades de mayor rotación respecto de aquellas de mayor margen. Esto ocurre en función de:
 - Su menor vulnerabilidad y menor incidencia del costo financiero
 - Su mayor capacidad para compensar resultados negativos y evitar el efecto de "palanca negativo".
 - Su privilegio de la eficiencia y su mayor coherencia con las políticas comerciales de penetración y con las políticas gubernamentales de activación no inflacionaria.

Las actividades de mayor rotación tienen comparativamente menores requerimientos de capital y una orientación general más comercial que financiera. También presentan mayor flexibilidad comparativa de respuesta frente a caídas en el mercado.

La función orientadora de las finanzas también se ejerce en cuanto a:

- Pautar la dirección y límites del crecimiento y la diversificación.
- Compensar las estacionalidades que afectan el flujo de fondos.
- Definir los niveles y características de los riesgos cambiarios y orientar su neutralización tanto en lo referido a la estructura patrimonial (riesgos por exposición) como a la de resultados (ciclo inflación/devaluación).
- El campo financiero brinda múltiples posibilidades para el desempeño creativo. Puede acuñarse nuevas ideas que no sólo se inserten en la estrategia de la institución sino que inclusive sirvan de estímulo para generar y estructurar la misma.

- En cuanto a los aspectos organizativos e instrumentales
 - Las estructuras no funcionales transforman la distribución de la Función Financiera, descentralizando la gestión de los orígenes y aplicaciones de fondos operativos identificables con cada una de las "unidades" organizativas. En las estructuras funcionales tanto el nivel de dirección como el de gestión recaen integralmente en el área financiera.
 - Los aspectos instrumentales de las finanzas que resultan priorizados son los referidos a: la captación de información externa, el análisis de escenarios, la capacidad de simulación decisoria y el análisis de sensibilidad. Se destaca la importancia de disponer de información adecuada y oportuna para definir la situación real y efectuar correctas previsiones.

3.10 Entre los corolarios adicionales pueden destacarse:

- La diferenciación entre los efectos directos e indirectos del contexto financiero en el logro de los vectores/campos financieros.

Los efectos directos del contexto financiero en general y el nivel nominal de inflación en particular, afectan la volatilidad de las variables macro y la incidencia de los costos financieros en el resultado final. Ambos efectos inciden a su vez en el nivel de inversión operativa.

Los efectos indirectos comprenden la tasa "real" de interés respecto de la inflación, que actúa sobre los niveles de demanda de diversos sectores económicos afectando los volúmenes de actividad y la estructura de resultados. También comprenden la evolución de los precios relativos, incluido controles de precios, con su consecuentes impactos en la estructura de resultados.

Surgen las siguientes conclusiones:

- Debe revalorizarse la tasa nominal de interés que, conjuntamente con el nivel inflacionario, constituyen los determinantes directos del costo financiero.
- Corresponde identificar un tercer grupo de variables condicionantes de la demanda: la tasa de interés "real" o, generalizando, las variables emanadas del contexto financiero. Son variables no controlables por la institución que se agregan al precio (controlable) y al ingreso (no controlable).
- Una política gubernamental de fuerte reducción inflacionaria provocará una caída de los costos financieros proporcional a la reducción de las tasas nominales de inflación e interés. Pero paralelamente los efectos recesivos de la política afectarán el nivel de actividad y, probablemente, provocarán modificaciones desfavorables en los precios relativos, incidiendo en forma negativa en la estructura de resultados.

- El análisis del rol de la Función Financiera destaca que mientras a nivel político la Función Financiera es un ingrediente de la definición estratégica, es decir forma parte de la concepción de la misma, a nivel administrativo es el instrumento necesario para desarrollar, implementar y controlar la estrategia a la vez que efectúa la administración del flujo de fondos.
- También pueden identificarse distintos aspectos de la eficiencia financiera que afectan a sendos elementos de la estructura de resultados.
- Reformulación del concepto de empresa como "fondo común" de inversiones. Cada proyecto debiera evaluarse en términos de sus probables efectos en los distintos vectores financieros, por lo que la yuxtaposición de varios proyectos en una misma institución requiere un análisis multidimensional que pondere los resultados y la estructura patrimonial proyectados. En otros términos: no se cumple la condición de independencia del riesgo ni los proyectos son linealmente sumables.
- La "sintonización" financiera de la estrategia debería incluir:
 - 1) La elección de la versión del objetivo viable para la Función Financiera.
 - 2) La definición de los campos, vectores y componentes financieros consecuentemente enfatizados.
 - 3) La correspondiente sincronización de las políticas financieras de orígenes y aplicaciones de fondos.
- Es indispensable la adecuación de los mercados financieros generando opciones de financiación válidas para el mediano y largo plazo. En tal sentido los mercados de valores deberían ser enfatizados, no sólo en lo referido a las acciones sino mediante el estímulo de nuevos valores negociables adecuadamente garantizados (obligaciones, pagarés, letras de cambio, etc.). También pueden desarrollarse operaciones de prima y opción. Al respecto son fundamentales las políticas y regulaciones gubernamentales.

EPILOGO

La Teoría Financiera vigente resulta notoriamente insuficiente dado la inconsistencia de sus supuestos con los contextos e instituciones reales y con la teoría general de las organizaciones, la limitación de su referente a las instituciones empresarias y la falta de un adecuado soporte epistemológico. Las consecuencias son un paradigma al que se trata de "corregir" continuamente para adaptarlo a la realidad sin replantear su necesaria definición, a la vez que una disciplina circunscripta al nivel de administración en clara contraposición con el significativo rol estratégico de la función. Las inconsistencias entre la teoría y los hechos alcanzan al objetivo de las finanzas y al supuesto de "necesaria" oposición entre rentabilidad y liquidez. Además la teoría se muestra incompleta, al no considerar sistemáticamente el conjunto complejo y diversificado de riesgos financieros detectables, ni los objetivos institucionales que hacen a la supervivencia, al nivel de riesgos aceptables y al control de la institución.

La presente tesis ha significado a la vez una demostración y una propuesta. La primera referida a lo inadecuado de la concepción vigente para interpretar la Función Financiera en el contexto argentino y aún en contextos relativamente más estables, como los identificables con los países desarrollados. La propuesta implica un enfoque alternativo de la Función Financiera a partir de los fundamentos expuestos para su reformulación. Trata de incorporar a la concepción de la misma la diversidad de los contextos posibles (partiendo del estudio de los de alta inestabilidad) y la idea de las instituciones como coaliciones de objetivos múltiples, conflictivos y cambiantes. La nueva concepción es abierta y dinámica para posibilitar la futura incorporación de nuevas circunstancias aún no experimentadas o reconocidas.

Los aportes obtenidos alcanzan a dos conjuntos de aspectos:

- En lo referido a la Teoría Financiera: definición de los "elementos fundacionales" aptos para avanzar en su reelaboración.
- En el campo técnico-normativo:
 - Proposición de un nuevo esquema para insertar la "Función Financiera en la estrategia de la institución.
 - Definición de los elementos de juicio necesarios para elaborar un modelo general de planeamiento financiero.
 - Proposición de un enfoque para el desempeño de la Función Financiera en las instituciones argentinas.

EXTRACTO DE LA TESIS

ANTE

Percepción de la realidad

- Contextos inestables
- Relevancia de las instituciones no empresarias

Ingredientes Teóricos

Teoría Financiera vigente

- . Supuestos
- . Referente

ANALISIS CRITICO

Moderna Teoría General sobre organización y gobierno

PROPUESTAS

Modernas corrientes epistemológicas

- . Método hipotético deductivo
- . Noción de "paradigma"

Plano Descriptivo

Plano Normativo

De la teoría financiera vigente

Del enfoque vigente sobre los aspectos financieros de la estrategia y el planeamiento

Teórica: reformulación de la Función Financiera

Técnico -normativa:
 . Ingredientes financieros de la estrategia
 . Elementos de juicio para elaborar un modelo general de planeamiento financiero.

Hipótesis sobre interrelaciones contexto/institución

- . Enfoque para el desempeño de la Función Financiera en las instituciones argentinas
- . Acoplamiento: institución/gobierno

Ingredientes Técnico-Normativos

Enfoques a considerar sobre:

- . Estrategia
- . Planeamiento

En el plano descriptivo la Teoría Financiera vigente postula un objetivo único y axiomas válidos sólo para competencia "perfecta", mientras que la propuesta define la naturaleza de la Función Financiera en base a hipótesis consistentes con las características específicas de los contextos y con la concepción de la institución como coalición de objetivos múltiples y conflictivos.

En el plano normativo la concepción vigente enfatiza "a priori" los aspectos comerciales de la estrategia y tiende a generar modelos de planeamiento "generales" sin diferenciación funcional. La propuesta equilibra la participación de las distintas funciones en el gobierno de la institución, con prioridades asociadas a la situación de los contextos específicos, y plantea modelos de planeamiento definitivamente funcionales.

Los puntos fundamentales de la argumentación han partido de definir la naturaleza de la Función Financiera en función de los marcos externo (contextos) e interno de la institución, caracterizando la inestabilidad por la frecuencia e intensidad de los puntos de inflexión entre las variables macro. Como consecuencia se identificó el conjunto de riesgos financieros y se estableció el contenido de la Función Financiera en términos de vectores múltiples y estructuras patrimonial y de resultados, así como su alcance asociado a las premisas de carácter financiero identificables con las decisiones de cada nivel.

Se derivó la interpretación de la Función Financiera como un proceso adaptativo de la institución a sí misma (coalición), a sus resultados y contextos. Se delimitó el campo de sus objetivos viables desde la optimización de la compleja relación "rentabilidad/riesgos" hasta la minimización del conjunto de los riesgos financieros, pasando por la definición y obtención de niveles mínimos de los objetivos económico-financieros y, en particular, por el mantenimiento de una viabilidad financiera que asegure la supervivencia y el control.

Se adoptó una estructura conceptual de la Función Financiera integrada con componentes externos e internos, articulados entre sí y respecto de los vectores financieros mediante propiedades y operadores financieros. Se consideró al capital de trabajo como un subconjunto patrimonial al que, en función de sus niveles y estructuras, pueden adscribirse propiedades que afectan la impulsión/restricción de la Función Financiera. Los cambios en el capital de trabajo derivan de la eficiencia o productividad, el volumen de actividad y el impacto de la inflación. Las definiciones introducidas comprendieron la viabilidad financiera como integración de la flexibilidad y los riesgos vinculados con la estructura patrimonial y su

interrelación con el flujo de fondos (exposiciones e insolvencias). Se obtuvo una síntesis de la Función Financiera en términos de variables controlables, no controlables y parcialmente controlables por la misma.

También se introdujo el enfoque estratégico entendido como un método para dirigir la atención basado en el procesamiento de información de inteligencia y destinado a elegir entre las opciones fundamentales que hacen a los objetivos de la institución y su inserción en los contextos. Se enfatizó que el desarrollo de las estrategias debe basarse en previsiones y no en proyecciones y que la necesidad de elaborarlas es proporcional al grado de incertidumbre, así como el hecho de que tanto la organización como la administración, configuran a la vez aspectos básicos y condicionantes de la estrategia.

Se derivó que la concepción estratégica involucra un diálogo interfuncional acerca de lo negociable en términos de objetivos, políticas y recursos, que queda reflejado en los compromisos estratégicos de la coalición. Se demostró que el énfasis en una u otra función depende de los contextos y del posicionamiento relativo de la institución y que la amplitud del campo estratégico depende especialmente del posicionamiento financiero. La relevancia del rol de la Función Financiera guarda relación con el grado de turbulencia económica.

Las principales conclusiones obtenidas se refieren a:

- El replanteo del objetivo de las finanzas y la relativización del supuesto que contrapone rentabilidad con liquidez.
- Las limitaciones del efecto de "palanca" y la existencia de un efecto de "palanca negativo".
- La interdependencia financiación/inversión y la necesidad de correlacionar sus plazos respecto de la total estructura patrimonial.
- La falta de correspondencia entre decisiones y funciones: el grado de diferenciación funcional es mayor a medida que se desciende en el nivel decisorio. A nivel político todas las decisiones son interfuncionales. Por lo tanto la denominada "penetración" de la Función Financiera no es sino una deducción coherente con la nueva concepción propuesta.
- La necesidad de revalorizar las tasas nominales de interés e inflación que, conjuntamente con la productividad del capital empleado, determinan el nivel

de los costos financieros.

- Los efectos provocados por los contextos financieros altamente inestables acerca de la variación de los resultados, los elementos monetarios o no del patrimonio y los volúmenes de actividad.
- El manejo de las variables controlables para neutralizar el impacto negativo de cambios en los precios relativos. Una gestión óptima de stocks contrapone eficiencia (proporcional a la rotación) versus valorización (proporcional a la inmovilización).
- Los aspectos instrumentales destacables de las finanzas y los cambios que se operan en la distribución de la Función Financiera en las estructuras no funcionales.
- La deducción de los conceptos habituales (capital de trabajo por ej.) paralelamente con el acuñamiento de nuevos conceptos coherentes con la reformulación propuesta; ambos en función de la estructura conceptual introducida.
- La necesidad de reformular el concepto de la empresa como "fondo común de inversión".
- Los roles destacados de la Función Financiera a nivel político y a nivel administrativo. Su función orientadora en la búsqueda estratégica lleva a privilegiar las actividades de mayor rotación respecto de aquellas de mayor margen.
- La identificación entre el conocimiento de la Función Financiera y el diseño y funcionamiento del correspondiente modelo. El sistema general de planeamiento financiero propuesto es el "centro" de un modelo general de la función que intenta describir y rigORIZAR el proceso financiero adaptativo. No debe caerse en la habitual identificación del modelo de planificación financiera con un modelo general de planeamiento.
- El desempeño de la Función Financiera en las instituciones argentinas debiera contemplar:
 - En lo general: un planteo estratégico que considere conjuntamente los diversos contextos e ingredientes funcionales, asignando un rol equilibrado a la Función Financiera en el gobierno de la institución. La Función Financiera debe integrarse en la formulación de la estrategia institucional a nivel de definición de los objetivos, direccionamiento de la búsqueda estratégica, ponderación de los restantes componentes funcionales y definición de los

vectores financieros.

- En lo específico: políticas financieras que prioricen la rentabilidad vía productividad del capital empleado y la aplicación de capital propio en dosis suficientes para contrarrestar la inflación y mantener la viabilidad financiera. También deben priorizarse las modificaciones en la estructura patrimonial que hagan consistentes los distintos vectores financieros, contribuyan a neutralizar los riesgos financieros y, eventualmente, se adecúen a menores niveles de actividad, manteniendo rangos adecuados de movilidad y flexibilidad financieras. Deben regularse los dividendos y diversificarse armónicamente las inversiones, a la vez que buscar nuevas ideas financieras que puedan contribuir incluso a generar definiciones estratégicas; la actualmente denominada "ingeniería financiera" tiene por objetivo restaurar la viabilidad financiera mediante operaciones permanentes o transitorias. Deben enfatizarse la previsión y el planeamiento descartando las políticas financieras seguidas por costumbre y enfatizando la captación de señales y la adecuación de la capacidad de respuesta.
- La necesidad del diálogo gobierno/instituciones y de la recíproca adecuación entre las estrategias institucionales y las políticas gubernamentales a partir del reconocimiento de los reales efectos de ambas. Las hipótesis formuladas en este sentido contemplan:
 - El impacto de la variabilidad de los factores macro en las inversiones.
 - La inflexibilidad descendente de la inflación a los cambios en el nivel relativo de las tasas de interés, en función del efecto de "palanca negativa"

En el mismo sentido deben profundizarse los estudios acerca de:

- Los probables efectos de políticas gubernamentales de fuerte reducción inflacionaria.
- La necesidad de adecuar los mercados financieros generando opciones de financiación válidas para el mediano y largo plazo.

BIBLIOGRAFIA

1. Referida a Finanzas

- ARCE, Horacio. "La política económica y el capital de trabajo". 2° Congreso del I.A.E.F. (Protección del capital de trabajo bajo condiciones de inflación) Buenos Aires, Junio 1985.
- AREOSA, Mario N. "Recesión, Inflación y Estancamiento". Disertación. Rev. "NOTICIAEF" del I.A.E.F. N° 56, Junio 1982, Pág. 4/11
- ARGENTINA, Federación Argentina de Consejos Profesionales en Ciencias Económicas, Centro de Estudios Científicos y Técnicos (CECYT) Area: Administración. Informe N° 1 "Análisis de la rentabilidad de inversiones en la empresa argentina", Buenos Aires, 1983, 2° edición.
- AZULAY, Mario H. "Hacia un objetivo operativo para administradores financieros" Administración de Empresas. T. I Pág. 485/491.
- BALZAROTTI, Guillermo. "La política fiscal. Efectos sobre el capital de trabajo". 2° Congreso del I.A.E.F. Buenos Aires, Junio 1985.
- BASAGANA, Eduardo y colaboradores. "Administración Financiera". Primera y segunda parte. Buenos Aires, Edic. Macchi, 1979 y 1982 respectivamente.
- BAYLAC, Carlos D. "El financiamiento a corto plazo. Posibilidades que ofrece la programación lineal como herramienta de decisión" 3° Convención nacional del I.A.E.F., Iguazú 1980.
- BERARDI, Jorge "Perfil del mercado de capitales". Disertación. Rev. "Ejecutivos de Finanzas" N° 13, Noviembre 1984, Pág. 36/38.
- BERARDI, Jorge "Aportes para la discusión. Fuentes de financiación del capital de trabajo. Mercado de valores". 2° Congreso del I.A.E.F. Buenos Aires, Junio 1985.
- BERRETA, Juan C. "Dinámica financiera del Capital de Trabajo" 2° Convención Nacional del I.A.E.F., San Matín de los Andes, 1979.
- BERTOLETTI M. y MARANGONI H. "Un factor olvidado de inflación - Los métodos erróneos de fijación de precios" 1° Convención Nacional del I.A.E.F., Mar del Plata, 1977.
- BHASKAR, K., POPE, P. y MORRIS, R. "Financial modelling with computers. A guide for management". The Economist Intelligence Unit. Special Report N° 120, Abril 1982.
- BIEBEAULT, Donald B. "El director financiero en el saneamiento de una empresa". Original publicado en la revista "Echanges" de la Asociación Nacional de Directores Financieros de Francia. Traducción de "Ejecutivos de Finanzas", N° 13, Noviembre 1984, pág. 29/34.
- BIERMAN. Harold, Jr. "Administración financiera e inflación". Original: The Free Press, 1981. Traducción de A. García Mendoza. Cía. Editorial Continental, Mexico, 1984.

- BIERMAN, Harold, Jr. "Strategic Financial Planning" The Free Press, New York, 1980.
- BIERMAN, Harold, Jr., y SMIDT S. "El presupuesto del Capital". Original Mac Millan, 1960. Traducción de A. Gil Lasierre. Ed. Sagitario, Barcelona, 1965.
- BOWLIN, MARTIN y SCOTT. "Análisis Financiero" Mc Graw Hill. Traducción, México, 1982.
- CABRERA, Jorge E. "La problemática del Gerente Financiero ante la iliquidez del período de transición". Rev. "Ejecutivos de finanzas" N°3, Noviembre 1983, pag.28/29.
- CAFFARENA, Mario y otros. "Estrategias financieras en economías inflacionarias". Rev. "Ejecutivos de finanzas" N°1, setiembre 1983, pag.17/29 y N°2, octubre 1983, pag.17/30.
- CAFFARENA, Mario C. "Estrategias financieras en una economía inflacionaria". Conferencia para el Instituto Brasileño de Ejecutivos de Finanzas (Porto Alegre). Rev. "Ejecutivos de Finanzas", N°18, junio 1985, pag.33/37.
- CARBALLO, C.A. y FORCHIERI A.R. "Fuentes de financiación del capital de trabajo", 2° Congreso del IAEF. Bs.Aires, junio 1985.
- CAVALLO, D. y otros "Interacción entre mercados de activos reales y financieros en Argentina". Un análisis empírico de las experiencias posteriores a la reforma financiera. 2° Conv.Nac.del IAEF., San M.de los Andes, 1979.
- COUSO, Pierre. "La gestión financiera de la Empresa" Edit. Hispano Europea. Traducción, Barcelona, 1977.
- ELLSWORTH, Richard R. "Subordinate financial policy to corporate strategy" Harvard Business Review, nov.-diciembre 1983.
- FRISCHKNECHT, Federico, "Protección de la inflación". Trabajo presentado en las primeras jornadas de gestión de empresas, Santa Fé, Mayo 1975.
- GELI Alejandro y SENDEROVICH Isaac. "Sistema estratégico de inversiones" Buenos Aires, Edit.Macchi, 1972.
- GERSHEFSKI, George W. "Como desarrollar un modelo financiero" Biblioteca Harvard, Art. N°234. Traducido por Publicaciones Ejecutivas de México S.A.
- GIANNESCHI, Mario. "El costo del capital ajeno en épocas de inflación" Una propuesta metodológica. 2° Conv.Nac.del IAEF., San Martín de los Andes, 1979.
- GINESTAR, Angel. "Administración Financiera Integrada". Revista IDEA-Sistema de actualización empresarial. Octubre 1983.
- GONZALEZ DOSIL, Roberto. "Teoría de la Estructura del capital". Administración de Empresas. Año XIII. N° 146 Mayo de 1982.
- GORDON y DONALDSON. "Estrategia financiera de la Empresa" Edit. Pirámide. Traducción, 1974.
- GRAFFI, Hugo R. y MESSUTI, Domingo J. "Capital de trabajo. Su participación en el

- proceso presupuestario. Distorsión que introduce el proceso inflacionario". 2° Congreso del IAEF. Bs.Aires, junio 1985.
- GUADAGNI, Alieto A. "Las tasas de interés negativas y la distorsión de la inversión real en Argentina". Rev.de "Ciencias Económicas-Temas de economía". N°537 de enero-marzo 1974, pag.9/40.
- HARRISON D. - HERNANDEZ W. "Measuring the impact of inflation on working capital". Harvard Business Review. , Jan/Feb. 1983.
- HERRSCHER, Enrique, "Precios Meta. Modelos aplicables al contexto argentino". 2° Conv. Nac. del IAEF., S.M.de los Andes, 1979.
- HERRSCHER E. y PASARELLO E. "El uso de modelos económico-financieros en el análisis de estrategias empresarias" 4° Conv.Nac.del IAEF, Mendoza, 1981.
- JACQUEL y LORANGE P. "El intrincado problema del control internacional: el caso de las filiales hiperinflacionarias". Publicado originalmente por el Depto.de Administración de la Wharthon School (Universidad de Pennsylvania). Traducido para la revista Ejecutivos de Finanzas (Año 2- N°15 - Marzo 1985-pag. 17 a 29).
- JOHNSON, Robert W. "Administración Financiera". Cía Editorial Continental. Traducción, México.
- LAMONICA, Hugo, "Las variables macroeconómicas y la gestión financiera" 3° Conv. Nac. del IAEF., Iguazú 1980.
- LENNOX R., "Decisiones de financiación en el contexto actual-posibilidad de utilizar el leverage" 1° Conv.Nac. del IAEF, M.del Plata 1977.
- LERNER E. - CARLETON W. "Dirección Financiera". Traducción de Aníbal C. Leal de la primera edición norteamericana. Bs.Aires, Edit. El Ateneo, 1976.
- MACARIO, Alberto J. "El capital de trabajo: sus efectos económicos y financieros". Administración de Empresas. Año XIII N° 145, Abril 1982.
- MARCEL A. y MUCELLI U. "Incidencia de la cláusula de indexación sobre el leverage". 1° Conv.Nac.del IAEF, Mar del Plata 1977.
- MARCER, José L. y MAYORAL, A. "La tasa de interés nominal y su incidencia en la formación de los costos financieros". Rev. "Ejecutivos de Finanzas". N°7, mayo 1984, pag. 12/16.
- MAO, James C.T.. "Análisis Financiero" Traducción de Aníbal C. Leal de la primera edición norteamericana. Bs.Aires, Edit. El Ateneo, 1975, 2° edición.
- MATOSSIAN, Pablo D. "Tratamiento de capital de trabajo y los proyectos de inversión en períodos de inflación". 2° Congreso del IAEF.Bs.Aires, junio 1985.
- MC GOVERN T.K., "La política de dividendos frente a la inflación" 9° Congreso Mundial de Ejec. de Finanzas, Bs.Aires, 1978.

- MENDEZ Jorge A. "El costo del capital y la función financiera". Administración de Empresas, T I, pág. 405/417.
- MESSUTI, Domingo J. "Finanzas de la Empresa. Un enfoque a nivel ejecutivo" Bs.Aires, Edic. Macchi, 1964.
- MESSUTI, Domingo J., "Ensayos sobre administración y análisis financiero". Bs.Aires, Edic. Contabilidad Moderna, 1977.
- MICELE, Roberto. "El ejecutivo de finanzas. Algunas consideraciones sobre su problemática". Conferencia. Rev. "Ejecutivos de Finanzas" N°2, octubre 1983, pag.4/13.
- MOLLER, George, "Presupuesto de inversiones en épocas de inflación" (desde la perspectiva de Canadá) 9° Congreso Mundial de Ejec. de Finanzas. Bs.Aires, 1978.
- MORRIS, W.T., "Sistemas de decisión financiera". Traducción de Juan J. Thomas. Bs.Aires. Edit. El Ateneo, 1975, 2° edición.
- National Association of Accountants, "Análisis del flujo de fondos para control superior". Traducción del inglés de López Gaffney A, Messuti D. y Villar E. Bs.Aires, Ed. Macchi, 1964.
- OUTEIRAL, Luis E.. "Financiamiento e implementación de proyectos de inversión. Naturaleza del problema y criterios técnicos de evaluación y formulación". 2° Congreso del IAEF. Bs.Aires, junio 1985.
- PHILIPPATOS, G.C., "Fundamentos de Administración Financiera. Texto y Casos". Traducción del inglés de J.E. Mont Araiza. México, Mc.Graw-Hill, 1979.
- POGUE, G.A. y LALL K.. "Estado actual de la teoría financiera". Publicado originalmente en Sloan Management Review, Vol. XV, N°3, pag.19. Traducido por la revista Administración de Empresas (Tomo VII - pag. 253 a 260).
- PRIETO, Gerardo, "Ajustes de Estados Contables por inflación-Consideraciones sobre aspectos de gestión financiera" 3° Conv.Nac. del IAEF., Iguazú, 1980.
- PRIMER CONGRESO DEL I.A.E.F. sobre el Desarrollo del Mercado de Capitales para el Sector Privado. Conclusiones. Rev. "Ejecutivos de Finanzas" N°7, mayo 1984, pag.40/44.
- ROTSTEIN, Fabio. "Decisiones de inversión en condiciones de incertidumbre" Administración de Empresas. Año XIII N°152 Nov.1982.
- SAMITIER, María C. y otros. "Contribución marginal de los artículos de reventa, con ajuste del efecto financiero" Admin. de Empresas", Tomo X, pag. 328 a 334.
- SCOSCERIA J. y ALVAREZ J., "Educación, entrenamiento y desarrollo del ejecutivo de finanzas". 2° Conv. Nac. del IAEF, S.M. de los Andes, 1979.
- SETTEMBRINO, Hugo. "Replanteo de la función y capacitación del ejecutivo de finanzas". 4° Conv. Nac. del IAEF., Mendoza, 1981.
- SOLOMON, Ezra. "Teoría de la administración financiera". Traducción de Messuti Domin-

go J. y A.O.L. Gaffney de la 2ª edición del original. Bs.Aires, Ed.Macchi, 1963.

SUAREZ SUAREZ, Andrés S. "Decisiones óptimas de inversión y financiación en la empresa" Madrid, Edic. Pirámide, 1977. 2ª edición.

STEVENSON, Ricard A. "Fundamentos de las Finanzas" Mc Graw Hill, México, 1983.

TEMPORETTI, Edgardo. "Microeconomía, Macroeconomía y teoría de las finanzas".

4º Conv. Nac. del IAEF, Mendoza 1981.

VAN HORNE, James C. "Administración Financiera" Traducción del inglés de Carlos A. Raimondi de la 2ª edición norteamericana (1971) Prólogo y apéndice a la edición castellana por D.Messuti, Bs.Aires. Edic.Contabilidad Moderna. 1973

WAJCHMAN, Mauricio, "Capital de trabajo - Su inversión bajo condiciones de inflación" Nivel Financiero - Año 4 N°45 Marzo 1982.

WESTON, Fred. "Horizonte y metodología de las finanzas" Herrero Hnos. Serie: Fundamentos de las Finanzas. Traducción, México. 1968.

WESTON, Fred. "Finanzas". Traducción de A.Leal. Bs.Aires, Ed.El Ateneo, 1978.

BIBLIOGRAFIA

2. General

- ACKOFF, Russell L.. "Un concepto de planeación de empresas" Traducción del inglés por A.Deras Escobedo y A. Deras Quiñones de la 1ra. edición nortamericana. México, Ed. Limusa S.A., 1984.
- ANSOFF, H.I.. "Administración de cuestiones estratégicas". Publicado originalmente en Strategic Management Journal N°1, 1980, pag.131. Traducido y adaptado por la revista Administración de Empresas (Tomo XIV, pag. 1057/1074).
- ANSOFF, H.I. "Corporate Strategy", New York. Mc Graw-Hill, 1965.
- ANSOFF, H.I. "Implanting Strategic Management". Prentice Hall, Englewood Cliffs, New Jersey, 1984.
- BELLMAN, R. "Dynamic programming". Princeton University Press, Princeton, 1957.
- BERLE A.A. y Means G.C. "The modern corporation and private property" New York, The Mc Millan Co., 1940.
- DRUCKER, Peter. "Drucker habla a los empresarios argentinos" Revista Mercado, N°721 del 18/8/83.
- DRUCKER, Peter. "El Centenario de Schumpeter y Keynes". Revista Mercado, 9/6/83, pag. 18 a 24.
- DONALDSON G. y LORSCH J. "Decision Making at the top". N.York, Basic Books, 1983.
- EMERY J.C. "Sistemas de planeamiento y control de la empresa-Teoría y tecnología". Traducción del inglés por P.J.Rubistein. Bs.Aires, Ed.El Ateneo, 1972.
- ETKIN, Jorge. "Viabilidad de las organizaciones", Bs.Aires Ed. Macchi, 1985.
- FERNANDEZ POL, Jorge. "Inflación recesiva: una aproximación microeconómica". Bs.Aires, Ed.El Ateneo, 1982.
- FRISCHKNECHT, Federico, "Organización" Bs.Aires, Edit. El Ateneo, 1978
- FRISCHKNECHT, F. "Estrategia empresarial" En revista Administración de Empresas, año XIII, N°148, julio 1982.
- GELINIER G. "Finalidad y dirección de la empresa moderna" Madrid. Asociación para el progreso de la Dirección, 1976
- HERMIDA, Jorge "Resulta posible planear en un ambiente económico altamente inestable?" Administración de Empresas, Año XIII, N° 145, Abril 1982.
- HERMIDA J, TEMPORETTI E. y SERRA R., "Planeamiento estratégico para el crecimiento en un contexto inestable" 5° Conv.Nac.del IAEF, Córdoba, 1982.
- HERMIDA J. y SERRA R. "Oportunidades Estratégicas en ciclos de alta inflación e inestabilidad". Bs.Aires, Edic. Macchi, 1984.
- KLIKSBE RG, Bernardo. "Administración, Subdesarrollo y Estrangulamiento Tecnológico. Introducción al caso Latinoamericano". Biblioteca de las organizaciones modernas.

Bs.Aires, Ed. Paidós, 1973.

KLIMOVSKY, Gregorio. "Las Corrientes Contemporáneas en Epistemología" Centro de Altos Estudios en Ciencias Exactas. Seminario. Agosto 1984.

LEVY, Alberto R. "Hacia un concepto no estructuralista de marketing". BOGO, FRISCH-KNECHT, O'DONNEL y STEIMBERG critican a LEVY. Bs.Aires, Ediciones Macchi, 1980.

LEVY, Alberto R., "Reflexiones sobre la aplicación del planeamiento estratégico". En Revista Administración de Empresas, año XIII, N°149, Bs.Aires, agosto 1982.

LEVY, Alberto R.. "Estrategia competitiva. La Dirección Superior y el conflicto en el mercado". Bs.Aires, Edic. Macchi, 1983.

MARCH J., SIMON H., "Teoría de la organización" Traducción del inglés por Juan M. Wahl, Barcelona, Edit. Ariel 1961.

MORIN E. "La Argentina extraeuropea". Entrevista. Rev. Mercado N°721 del 18/8/83, pag. 98 a 108.

NAISBITT, John. "Reinventando la empresa". Publicado originalmente en "Financial Executives" del F.E. Institute de los EE.UU. Traducción en "Ejecutivos de Finanzas" N° 18, junio 1985, pag. 19/23.

PINI, José A. "Teoría de la administración general". Rev. "Administración de empresas". N°101 de agosto 1978, pag. 417 a 441.

PORTER, Michael E. "Estrategia competitiva. Técnicas para el análisis de los sectores industriales y de la competencia". Traducción del inglés por A.Vaseur Walls de la Ira. Ed. Norteamericana. México C.E.C.S.A., 1982.

RUEFLI T., SARRAZIN J., "Strategic control of corporate development under ambiguous circumstances" Management Science, vol27, N°10 The Institute of Management Sciences. Providence, 1981.

SERRA R. y MORENO R. "La evolución de los sistemas de planeamiento y la administración estratégica". Revista Administración de Empresas. Tomo XIV, pag.607/614.

SIMON, Herbert A., "El comportamiento administrativo. Estudio de los procesos decisivos en la organización administrativa". Traducción del inglés por Armando L. Ros de la 2° edición norteamericana, Madrid, Aguilar, 1962.

TICHY N., FOMBRUN Ch. y DEVANNA M., "Administración estatégica de recursos humanos". Revista Administración de Empresas. Bs.Aires, Nov.1982, pág. 673-686.

WANTY J. y HALBERTHAL I. "La stratégie D'Entrepise a long terme". París, Dunod, 1972. Edición en castellano: Bs.Aires, El Ateneo, 1975.