



Universidad de Buenos Aires
Facultad de Ciencias Económicas



Escuela de Estudios de Posgrado
Especialización en Administración Financiera

Trabajo Final

Más allá de los números
La importancia de interpretar correctamente la información financiera

Autor :
Paola Andrea Piazza

Tutor :
Diego Galiana

Buenos Aires, marzo de 2016

BUENOS AIRES, de de 20 .

SR. DIRECTOR DE LA CARRERA DE POSGRADO
 DE ESPECIALIZACIÓN EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA.
 FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS.
UNIVERSIDAD DE BUENOS AIRES.

De mi mayor consideración:

Tengo el agrado de dirigirme a Ud. con la finalidad de remitirle, adjuntos a la presente, TRES (3) ejemplares del Trabajo Final presentado por el alumno:

PIAZZA, PAOLA ANDREA
Nombre y Apellido del Alumno

cuyo título es el siguiente :

MÁS ALLÁ DE LOS NÚMEROS – La importancia de interpretar correctamente la información financiera.
Título completo del Trabajo Final

En mi carácter de Tutor designado por la Dirección de la Carrera a efectos de orientar y guiar la elaboración de este Trabajo Final, le informo que he analizado y revisado adecuadamente la versión final que se acompaña y que por ello propongo la aprobación de la misma y la siguiente calificación, dentro de la escala de cero a diez :

Número	Letras

Sin otro particular lo saludo muy atentamente.

Firma completa del Tutor
Nombre y Apellido del Tutor
Cargo (s) docente (s) u otro (s) del Tutor

Calificación de las Autoridades de la Carrera :			
Número	Letras	Número	Letras
<i>Firma del Subdirector</i> Heriberto H. Fernández <i>Subdirector</i>		<i>Firma del Director Alterno</i> Celestino Carbajal <i>Director Alterno</i>	
Calificación Final :			
Número	Letras	Número	Letras

ÍNDICE GENERAL

	<u>Página</u>
1. RESUMEN DEL TRABAJO.	5
2. INTRODUCCIÓN AL TEMA.	8
3. DESARROLLO DEL TRABAJO.	11
3.1. INTERPRETANDO RESULTADOS	12
3.1.1. Breve marco teórico	12
3.1.2. El contexto macroeconómico	13
3.1.3. Contribución Marginal y Margen Bruto	22
3.1.4. Gastos y Costos	25
3.1.5. Análisis de Rentabilidad	29
3.2. INTERPRETANDO EL BALANCE	35
3.2.1. Breve marco teórico	35
3.2.2. Exposición a variables externas	35
3.2.3. Cuentas por Cobrar	37
3.2.4. Inventarios	41
3.2.5. Activo Fijo	44
3.2.6. Activos Intangibles	46
3.2.7. Pasivos Contingentes	47
3.3. INTERPRETANDO INDICADORES FINANCIEROS Y OPERATIVOS	48
3.3.1. Breve marco teórico	48
3.3.2. Indicadores de Liquidez	48
3.3.3. Indicadores de Endeudamiento	50
3.3.4. Indicadores de Capitalización	53
3.3.5. Indicadores de Rotación	54
3.3.6. Indicadores de Rentabilidad	57

3.4. INTERPRETANDO PROYECCIONES	60
3.4.1. Planeamiento	60
3.4.2. Análisis de Proyectos de Inversión	67
4. CONCLUSIÓN (ES).	75
5. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.	79
6. SOPORTE ELECTRÓNICO (C.D.)	81

1. RESUMEN DEL TRABAJO

La información financiera es vital para comprender nuestros negocios. Nos permite entender dónde estamos y cómo llegamos a la situación actual, pero más aún, nos posiciona de cara al futuro. Esta anticipación es clave para poder tomar medidas correctivas cuando la dirección en la cual evoluciona nuestra empresa no es la que esperamos.

Ahora bien, si la información financiera no es interpretada correctamente, podríamos adoptar una actitud pasiva y sin darnos cuenta alejarnos de la situación deseada, e inclusive podríamos tomar medidas inconvenientes. Ambas situaciones podrían representar impactos financieros negativos, en algunos casos de considerable relevancia.

El objetivo del presente trabajo es resaltar la importancia de la correcta interpretación de la información, a partir de situaciones que podrían presentarse en nuestro trabajo como Administradores Financieros. Se mostrará la necesidad de profundizar sobre la información contable y financiera para identificar distorsiones o sesgos que sólo resultan visibles luego de introducir visiones y análisis desde puntos de vista alternativos.

Comenzaremos nuestro estudio analizando la evolución de Resultados de una Empresa en un período de tiempo determinado. Nuestro análisis preliminar consistirá en obtener porcentajes de crecimiento en moneda corriente, para luego introducir variables macroeconómicas de manera de identificar si los generadores de crecimiento son el resultado de su gestión interna o derivado de variables externas no controlables por ella. Asimismo, nos referiremos a distintos enfoques a considerar a la hora de juzgar el éxito de la gestión.

Siguiendo con el análisis de Resultados de la Empresa, trataremos de entender diferentes aspectos, de manera de identificar posibles situaciones no claramente evidenciadas en la información contable. Nos enfocaremos en cuestiones tales como análisis de rentabilidad, análisis de márgenes, análisis de gastos y –a título ilustrativo- nos referiremos a particularidades específicas vinculadas a determinado tipo de Empresas. El propósito será identificar de qué manera nuestro análisis tradicional podría estar sesgado, afectando la rigurosidad de nuestras decisiones.

Luego nos introduciremos en el conocimiento más detallado del Balance, identificando – a través de ejemplos- situaciones que pueden conducir a conclusiones erróneas o incompletas si no se introduce en el análisis el conocimiento detallado de las características del negocio y de la composición de los diferentes rubros del Estado Patrimonial.

El siguiente aspecto que consideraremos introducirá la necesidad de expandir el análisis de los indicadores financieros y operacionales tradicionales para permitir una interpretación más acabada de su significado para la economía y las finanzas de la Empresa. Nuestro entendimiento es que los “ratios” que tradicionalmente se utilizan son idóneos para tener una idea general de la situación de la Empresa, pero

probablemente insuficientes para la toma de decisiones si no se profundiza en las variables utilizadas para su determinación.

Hacia el final, nos introduciremos en análisis de proyecciones. Como mencionamos al comienzo de este trabajo, la información financiera nos posiciona de cara al futuro. ¿Pero qué pasaría si nuestro análisis de escenarios futuros se basara en estados proyectados erróneos? En esta sección compartiremos con el lector la necesidad de efectuar un conjunto de validaciones de razonabilidad que nos permitan verificar la idoneidad de las proyecciones. Esta actividad analítica es crítica, dado que la eficiencia operativa de la Empresa está directamente relacionada con el planeamiento de los recursos humanos y materiales que se requerirán, los que obviamente surgirán de nuestras proyecciones financieras.

Y por último, haremos una referencia al análisis de proyectos de inversión, tratando de identificar las limitaciones de las distintas metodologías comúnmente utilizadas para luego concluir que las mismas tienen enfoques diferentes y complementarios. Asimismo, mencionaremos aspectos a considerar al aplicar cada una de estas técnicas, de manera de favorecer la obtención de conclusiones razonables para cada situación en análisis.

En cada sección nos referiremos a la importancia de identificar “benchmarks” adecuados que guíen nuestras decisiones, tratando de mostrar la necesidad de establecer los mismos en base a las características operacionales de la Empresa.

Si bien a lo largo de este trabajo haremos referencia a distintos ejemplos con el objetivo de ilustrar consideraciones a tener en cuenta al momento de analizar información financiera, cabe aclarar que los mismos no son excluyentes.

Como podremos concluir a partir de las situaciones que desarrollaremos, tenemos que evitar dejarnos llevar por las primeras impresiones. Nuestra sugerencia es que hay que trabajar la información financiera, desglosarla, incorporarla. En fin, hay que ir más allá de los números de manera de comprender de dónde venimos y hacia dónde vamos.

2. INTRODUCCIÓN AL TEMA

La Administración Financiera moderna nace y se desarrolla con el propósito de favorecer el diseño de decisiones empresariales sobre bases racionales y científicas. Se espera que el conocimiento financiero ayude a comprender la manera en que el contexto en el que se desarrollan las Organizaciones Empresarias impacta en su desenvolvimiento. Se espera también, que las técnicas de Administración Financiera permitan compatibilizar los objetivos estratégicos de la Empresa con las características de ese contexto, minimizando las amenazas del mismo y potenciando las oportunidades que éste ofrece.

Los Administradores Financieros en la actualidad son también responsables de compatibilizar la visión estratégica de la Organización con los recursos disponibles y los procesos internos; y a la inversa, procurar los recursos y diseñar los procesos internos que soporten la visión estratégica.

Se espera que el Administrador Financiero se constituya en un soporte crítico de la Dirección General proveyendo direccionamiento financiero a las decisiones estratégicas. Cualquiera sea la visión de la Organización Empresaria, ella involucra siempre la creación de valor, lo cual conlleva establecer mecanismos para financiar el crecimiento, orgánico o inorgánico. La Administración Financiera constituye por lo tanto una actividad esencial en el marco estratégico de la Empresa.

El proceso de Administración y Planeamiento Estratégico no sólo implica el desarrollo de lineamientos y objetivos para el colectivo “Empresa”. También incluye la enunciación de estrategias específicas para cada área de la Organización. Pero el cumplimiento de los objetivos estratégicos de cada área requiere compatibilización para asegurar que los recursos –escasos por definición- sean asignados de manera inteligente y coordinada. Además, el cumplimiento de los objetivos estratégicos de cada área implica muchas veces la formulación de proyectos específicos. La compatibilización de los recursos y la administración profesional de proyectos es claramente una actividad propia de la Administración Financiera moderna.

El cumplimiento de los imperativos estratégicos requiere también una Organización alineada detrás de dichos imperativos. Pero esa alineación no es un proceso automático; requiere de procesos de control de gestión que progresivamente vayan enfocando –a través de circuitos de prueba y error- los procesos internos hacia los objetivos planteados. El control de la gestión, parte del rol moderno del Administrador Financiero se constituye, pues, en una herramienta esencial de la Empresa moderna.

Se espera también que el Administrador Financiero se constituya en garante de la eficiencia operativa de la Empresa. La eficacia de cada área en el logro de sus objetivos individuales no necesariamente garantiza la eficiencia de la Empresa como un todo. Es necesario que cada área de la Organización logre sus objetivos sin comprometer los recursos del conjunto. La definición de las pautas financieras dentro de las cuales las áreas operativas de la Empresa deben resultar eficaces es una responsabilidad del Líder Financiero en la Organización actual.

También se espera que el Líder Financiero moderno se constituya en un asesor del conjunto de la Organización, lo que implica adquirir conocimientos que van más allá de sus materias específicas, se requiere que incorpore conocimientos propios del área legal, de tecnología, de Recursos Humanos, de Macroeconomía, etc.

Y finalmente, y no menos importante, se espera que quien administra las Finanzas sea capaz de garantizar el cumplimiento regulatorio, minimizar los riesgos y asegurar el control patrimonial de la Empresa.

El Líder Financiero ha llegado a abarcar todos estos roles a través de una trabajosa evolución. Inicialmente, su rol estaba fundamentalmente asociado a actividades exclusivamente financieras complementadas con actividades contables y administrativas y –como proponemos en párrafos anteriores- ha llegado hoy a asociarse más a la actividad de soporte estratégico.

Las consideraciones precedentes sobre el rol actual del Líder Financiero tienen por objeto introducir la idea de la importancia del Sistema de Información como parte del proceso de Control y Planeamiento Financiero de la Organización Moderna.

El diseño del Proceso de Control y Planeamiento Financiero resultará de la manera en que se interpreten los roles del Líder Financiero; y recíprocamente, el cumplimiento efectivo de esos roles estará condicionado por las características de nuestro proceso de Control y Planeamiento Financiero.

Como parte de la evolución mencionada, la ciencia de la Administración ha ido incorporando progresivamente el análisis e interpretación de variables cualitativas al proceso de análisis, variables de naturaleza macroeconómica, comercial, regulatoria, etc. Ya no resulta suficiente interpretar la información contenida en los Estados Contables a través de indicadores aritméticos. Es necesario interpretar esa información considerando los sesgos que ella contiene, incorporando las variables cualitativas mencionadas a la valoración de esos indicadores.

El objetivo de las páginas siguientes es básicamente develar esos sesgos y alentar la incorporación de una visión amplia a la interpretación de la información financiera.

3. DESARROLLO DEL TRABAJO

3.1 INTERPRETANDO RESULTADOS

Seguramente, en algún momento de nuestras carreras como Administradores Financieros, ya sea por solicitud de los directivos de la Empresa o por motivación propia, emprenderemos la apasionante tarea de analizar los resultados de la misma.

Según plantea Enrique Fowler- Newton, los resultados de un período se analizan como parte de un proceso dirigido a predecir si el emisor de dichos estados podrá pagar sus obligaciones y adicionalmente, en el caso de entidades con fines de lucro, a predecir si podrá distribuir ganancias.

Este proceso de análisis también está dirigido a determinar si el emisor de dichos estados deberá obtener financiación de terceros, evaluar la posibilidad de emitir nuevos instrumentos de patrimonio como acciones, o en última instancia, discontinuar su actividad.

Además, la rentabilidad de una empresa incide no sólo sobre el precio de sus títulos de patrimonio, sino que también es una herramienta que permite evaluar la gestión de sus directores y administradores. Es en esta última consideración donde debemos prestar especial interés y a la que en mayor medida nos referiremos a lo largo de este capítulo.

¿Crecimos? ¿Ganamos mercado? ¿Fuimos más eficientes? ¿La gestión de los directivos fue satisfactoria? Estas inquietudes, que pueden responderse sin una excesiva complejidad si se utilizan las técnicas adecuadas, a la vez pueden inducirnos a graves errores si no se analiza correctamente la información.

3.1.1 Breve marco teórico

La principal finalidad de una Empresa es retribuir el capital propio aportado y además obtener beneficios para poder solventar sus pasivos sociales.

Si bien hace algún tiempo no se le asignaba demasiada importancia al análisis pormenorizado de resultados de un ejercicio, ya que éstos se pueden obtener comparando patrimonios netos entre períodos -y tomando en consideración obviamente aportes y retiros de capital-, para la toma de decisiones no basta solo con conocer en conjunto el resultado de un período.

Como sabemos, el cuadro de resultados brinda información muy rica desde el punto de vista de la gestión. Nos permite profundizar en las razones de las pérdidas o las ganancias que tuvo en el período una Empresa.

Es por esto que un adecuado entendimiento del mismo es crucial, ya que de no comprender realmente los motivos que llevaron a las ganancias o pérdidas de un período, nos puede inducir a tomar decisiones erradas, cuyas consecuencias financieras podrían resultar significativas.

A continuación ilustraremos una serie de situaciones que podrían conducirnos a falsas interpretaciones, describiendo aspectos y metodologías útiles a tener en cuenta cuando analizamos resultados.

3.1.2 El contexto macroeconómico

Al analizar resultados, uno de los principales aspectos a considerar es la evolución de los distintos rubros que componen el cuadro de resultados, ya que éstos reflejan las operaciones de la Empresa.

Solemos analizar sus ingresos (las “ventas” o los “servicios prestados”, según se trate de una empresa comercial o industrial, o una de servicios, respectivamente); su costo de ventas (el “costo de las mercaderías vendidas” o “el costo de los servicios prestados”) al igual que sus gastos.

Para efectuar estos análisis generalmente se utiliza información de períodos consecutivos.

Supongamos, a modo de ejemplo, que deseamos analizar el rubro de Ventas, y contamos con la siguiente información:

	Período N	Período N-1	Crecimiento
Ventas (en unidades de moneda local)	1.100	1000	10%

Observamos que las ventas de la Empresa que estamos analizando crecieron un 10% en moneda local, con relación al período anterior.

A priori diríamos que ese crecimiento es muy satisfactorio. Los accionistas tendrían motivos para festejar y probablemente, y los empleados podrían llegar a recibir un nada despreciable “bonus”.

Sin embargo, como hemos mencionado en la introducción de este trabajo, debemos profundizar en la interpretación de los números. Al analizar resultados, como en cualquier otro tipo de análisis o situación de la vida, no debemos dejar que los árboles no nos permitan ver el bosque. Haciendo un paralelismo, no debemos concentrarnos sólo en la performance puntual de la empresa, sino observarla en un contexto macroeconómico.

Aquí entra en juego nuestra primera consideración. Cualquiera sea la moneda de cuenta elegida para practicar las mediciones contables, ésta sufre los efectos de la inflación. Y si no tuviéramos en cuenta este efecto, estaríamos efectuando comparaciones entre estados financieros expresados en monedas de poder adquisitivo diverso.

No es lo mismo crecer al 10% anual en un contexto donde el índice de precios crece al 5%, que en otro donde este último crece al 30%. Por lo tanto, es necesario perfeccionar nuestro análisis llevando los crecimientos nominales a crecimientos reales.

Recordando que:

$$\text{Crecimiento real} = \frac{1 + \text{crecimiento nominal}}{1 + \text{inflación}} - 1$$

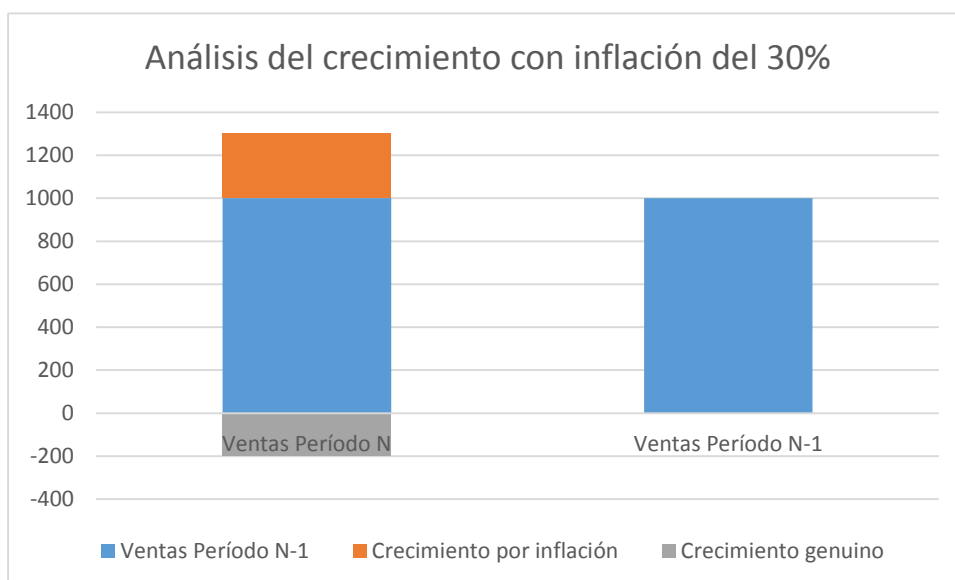
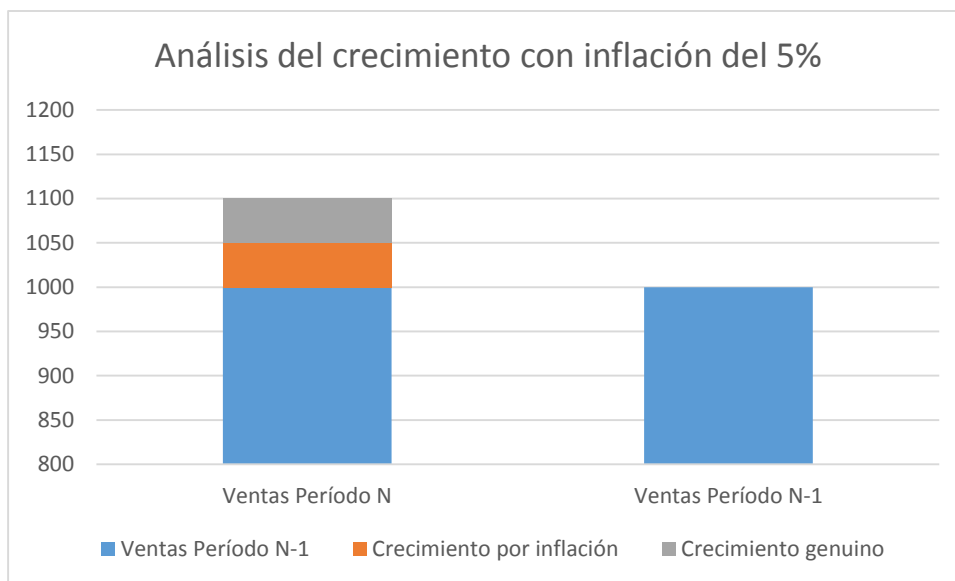
En el ejemplo:

$$\text{Crecimiento real con inflación del 5\%} = 1,10/1,05 - 1 = \mathbf{5\%}$$

$$\text{Crecimiento real con inflación del 30\%} = 1,10/1,30 - 1 = \mathbf{(15\%)}$$

En el primer caso habremos crecido en términos reales un 5%, mientras que en el segundo habremos decrecido un 15% (y ya no habría motivos para festejar como se supuso inicialmente).

En los gráficos siguientes hemos ilustrado ambas situaciones:



Considerar la inflación es de particular importancia cuando trabajamos con empresas con presencia en distintos países, ya que en países inflacionarios puede significar errores muy graves de interpretación.

Solo a título informativo, compartimos el siguiente cuadro con las inflaciones correspondientes a algunos países latinoamericanos para el año 2014.

	Inflación Año 2014
Argentina (no oficial)	38,5 %
Bolivia	5,9 %
Colombia	2,9 %
Costa Rica	4,5 %

	Inflación Año 2014
Ecuador	3,6 %
El Salvador	1,1 %
Guatemala	3,4 %
Honduras	6,1 %
Nicaragua	5,9 %
Panamá	2,8 %
Paraguay	5,0 %
Perú	3,4 %
Rep. Dominicana	3,0 %
Uruguay	8,9 %
Venezuela	62,2 %

Fuente: Departamento de Economía de Deloitte LATCO (LATinamerican COmpanies)

Observemos que la inflación correspondiente al año 2014 fue de 62,2 % para Venezuela, 38,5 % para Argentina y 8,9% para Uruguay.

En este punto me permito comentar que inclusive en firmas multinacionales de primera línea, cuya dirección se lleva a cabo en países con niveles de inflación muy bajos, este aspecto no es siempre tenido en cuenta. En algunas de estas empresas, los resultados se reportan a casa matriz en moneda local y no es poco frecuente que los países inflacionarios recibamos consultas como cuál fue el hecho extraordinario que nos permitió crecer a tasas espectaculares. Y la respuesta es tan simple como: inflación.

Aun en países con bajos niveles de inflación no tener en cuenta sus efectos puede tomar considerable relevancia cuando se analizan períodos prolongados. Una inflación anual de 3% representará una inflación acumulada de casi 16% al cabo de 5 años.

Volvamos al ejemplo donde las ventas crecen al 10% anual, donde el índice de precios crece al 5% y donde los accionistas aún tienen motivos para festejar.

Supongamos ahora que la moneda local del país donde opera la empresa se haya devaluado con relación a una moneda fuerte, por ejemplo el dólar estadounidense, en un 7%, es decir, que el “precio” de comprar una unidad de dólar expresado en términos de moneda doméstica haya aumentado un 7%.

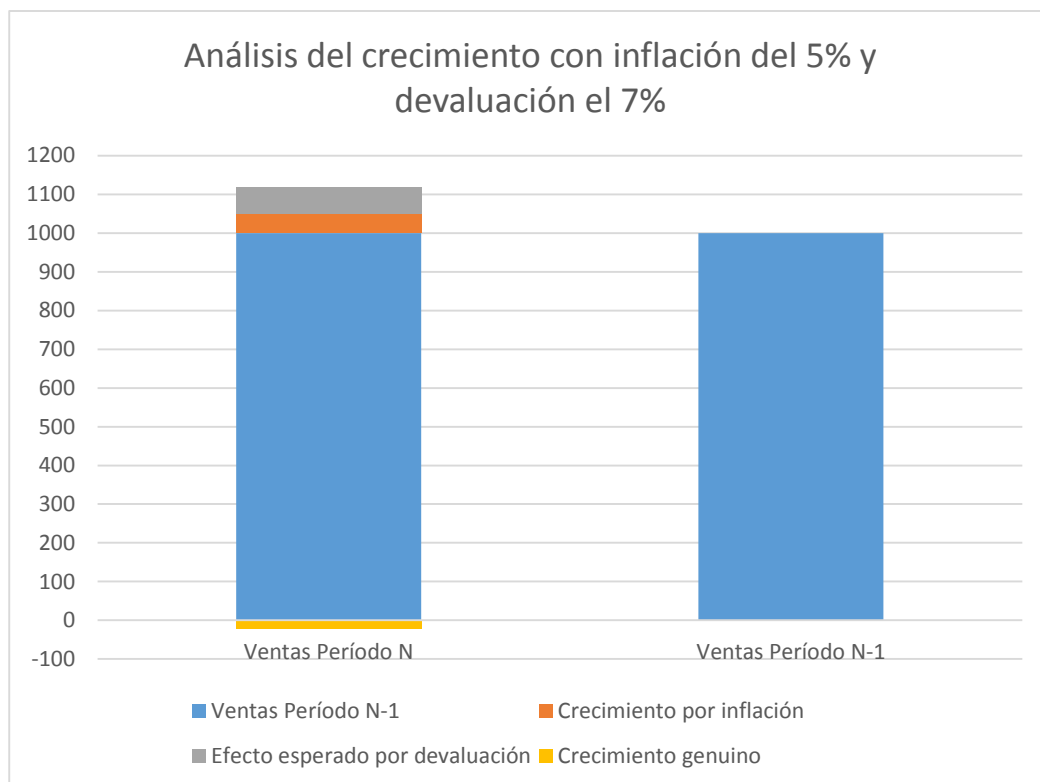
Si quisiéramos medir el crecimiento real, pero ahora en dólares estadounidenses, tendríamos que expresar el nuestra fórmula original de crecimiento en términos de crecimiento en esta moneda fuerte, por lo cual esta quedaría ampliada de la siguiente forma:

$$\text{Crecimiento real en USD} = \frac{1 + \frac{1 + \text{crecimiento nominal}}{1 + \text{devaluación}} - 1}{1 + \text{inflación}} - 1$$

$$\text{Crecimiento real en USD} = \frac{1 + \frac{1,10}{1,07} - 1}{1,05} - 1 = \mathbf{-2\%}$$

Ya no estaríamos hablando de crecimientos sino de un decrecimiento del 2%.

En el gráfico siguiente se pueden apreciar estos efectos. Si la única variable externa que se modificara fuera la devaluación del 7%, partiendo de ventas del período N-1 por 1000 unidades monetarias en moneda local, deberíamos aumentar dichas ventas en 70 unidades monetarias de moneda local para conservar el monto equivalente en moneda extranjera que representaban las ventas correspondientes al período N-1. Por otro lado, si no existiera devaluación y el único efecto externo fuera la inflación del 5%, esperaríamos un crecimiento por este factor de 50 unidades monetarias. Combinando ambos efectos esperaríamos un crecimiento de 120 unidades monetarias, pero el crecimiento de nuestra Empresa entre los dos períodos fue de tan solo 100 unidades monetarias, con lo cual podemos concluir que el crecimiento genuino fue de -20 unidades monetarias, es decir, el crecimiento en dólares en términos reales fue de -2%.



Como podemos ver, ante una misma situación, viramos desde un interesante crecimiento en ventas del 10% cuando sólo se considera el crecimiento en moneda local, que disminuye al 5% cuando se introduce la variable inflación y que finalmente se transforma en un decrecimiento del 2% cuando se incorporara al análisis la variable tipo de cambio.

Pero entonces, ¿la conclusión es que el crecimiento interanual no es satisfactorio? La respuesta a esta inquietud, como muchas otras que nos plantearemos a lo largo del presente trabajo es “depende”. Debemos ser muy cuidadosos al elegir cuándo deberíamos concentrarnos en crecimientos reales en moneda local y en qué casos considerar crecimientos medidos en moneda fuerte.

Si estuviéramos evaluando la gestión de la dirección y administradores de la empresa, que es uno de los fines que se persiguen con el análisis de resultados como mencionábamos al comienzo de esta sección, no sería una mala práctica considerar crecimientos reales en moneda local, ya que el tipo de cambio no es una variable controlable por éstos. En algunos países donde la devaluación alcanza magnitudes sustanciales, no sería del todo justo evaluar la performance medida en moneda fuerte. En la situación del ejemplo, no estaríamos eufóricos con un 5% de crecimiento en términos reales en moneda local, pero sería una gestión razonablemente satisfactoria.

Por el contrario, desde el punto de vista de los accionistas que invierten su capital, el número a monitorear seguramente estaría más orientado a crecimientos en moneda fuerte.

Habiendo contrastado nuestros crecimientos con algunas variables macroeconómicas, independientemente de la performance que haya tenido nuestra Empresa, debemos seguir adelante con nuestro análisis para comprender cuáles son los motores del crecimiento.

Retomemos el ejemplo anterior de un satisfactorio crecimiento en Ventas del 10% en valores nominales, en un contexto de incremento del índice de precios del 5%. ¿Será igualmente satisfactorio que ese 5% de crecimiento esté originado en su totalidad por un incremento en los precios de nuestros productos o servicios, o que esté originado en su totalidad por un incremento en el volumen de ventas, o en alguna combinación de ambos factores?

A esta altura, el lector podrá imaginar que debemos seguir profundizando el análisis. Es necesario comprender qué hay más allá de ese 10% de incremento en Ventas, tratando de segregar qué proporción de dicho incremento está relacionado con incrementos en volumen y qué proporción está relacionado con incrementos en precio.

Partiendo simplemente de la básica afirmación que las Ventas son el producto de la cantidad de unidades vendidas multiplicadas por el precio unitario, la tan conocida expresión PXQ , podríamos adoptar las siguientes definiciones:

- a) Podríamos calcular el efecto monetario de la variación volumen como el producto de la variación en la cantidad de unidades vendidas del período en análisis con relación al período anterior, multiplicada por el precio de ventas del período anterior.

$$\text{Variación volumen} = (\text{Cantidad actual} - \text{cantidad anterior}) \times \text{Precio anterior}$$

- b) Podríamos calcular el efecto monetario de la variación precio como el producto de la variación en el precio unitario del período en análisis con relación al período anterior, multiplicada por la cantidad de unidades actual.

$$\text{Variación precio} = (\text{Precio actual} - \text{Precio anterior}) \times \text{Cantidad actual}$$

Obsérvese que a fines prácticos, hemos atribuido la variación mixta a la variación precio.

Suponiendo que en el ejemplo que estamos analizando los precios y cantidades fueran los siguientes:

	Período N	Período N-1
Ventas (en unidades de moneda local)	1.100	1000
Cantidad (en unidades)	105	100

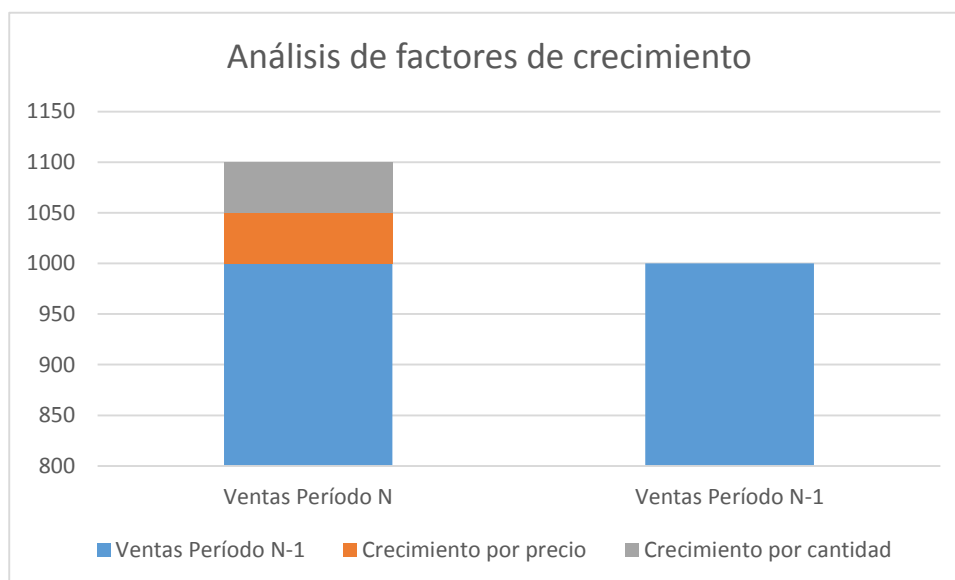
	Período N	Período N-1
Precio unitario (en unidades de moneda local)	10,48	10,00

Podríamos, a partir de la aplicación de las fórmulas anteriores llegar a la conclusión que nuestro crecimiento del 10% - es decir, de 100 unidades monetarias- está originado 5% en el factor precio y 5% factor volumen:

$$\text{Variación volumen} = (105-100) * 10 = 50$$

$$\text{Variación precio} = (10,48-10) * 105 = 50$$

Gráficamente:

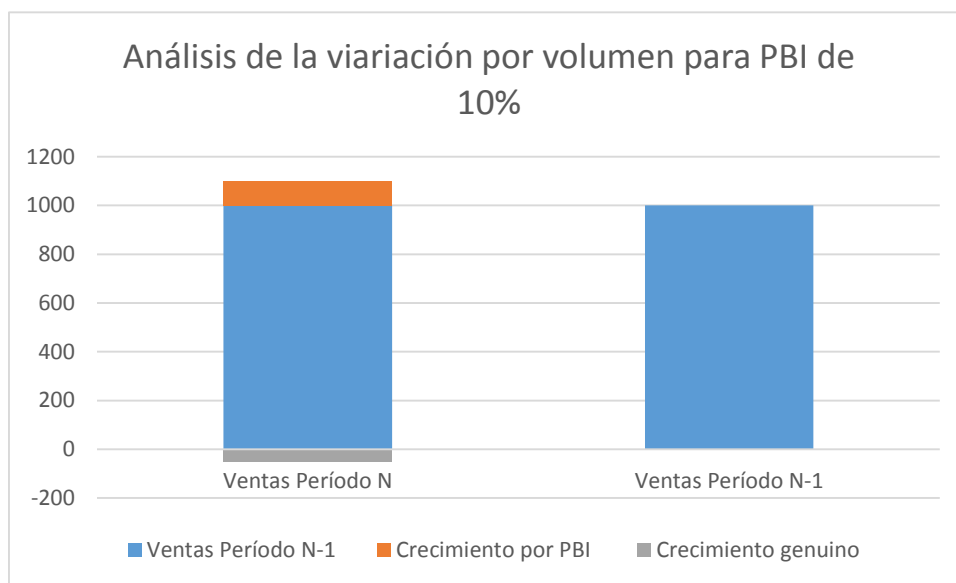
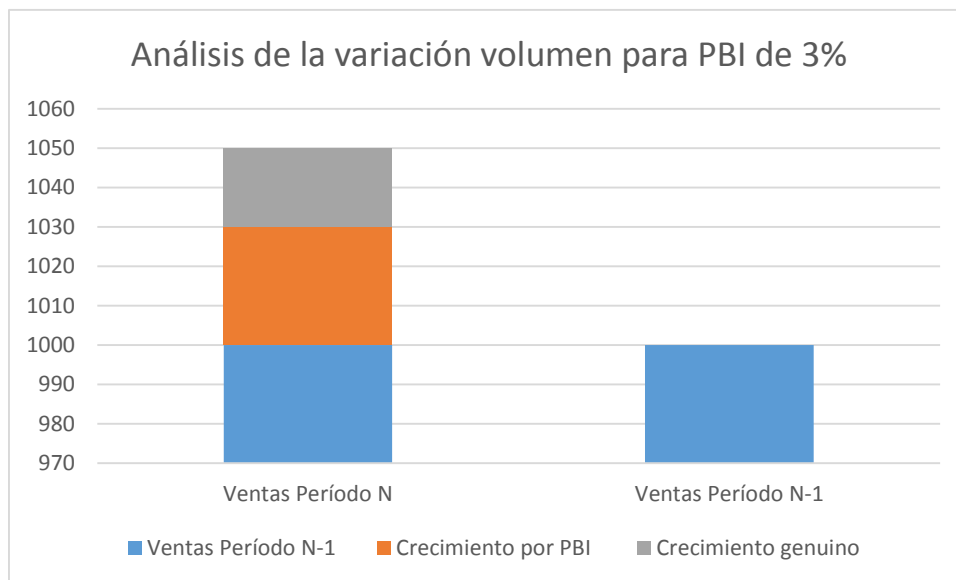


Desde el punto de vista de la variación precio, por todo lo dicho anteriormente, podríamos decir que la Empresa fue capaz de trasladar la inflación del 5% al incremento de precios, sin ningún otro incremento adicional, y podríamos darnos por satisfechos. Ahora bien, así como en los análisis precedentes hemos incorporado variables como inflación y tipo de cambio, sería acertado introducir alguna variable para analizar el crecimiento originado en el volumen.

Podríamos considerar alguna variable relacionada con el crecimiento del mercado, como por ejemplo el PBI de la rama de la industria a la que pertenece nuestra empresa.

Un 5% de crecimiento originado en el factor volumen, como el caso del ejemplo, resultaría muy satisfactorio si el PBI de nuestra industria creciera a razón de

unos pocos puntos porcentuales, pero sería una situación alarmante si dicho PBI creciera a tasas cercanas al 10%. En este último caso, estaríamos perdiendo mercado frente a la competencia. Ambas situaciones se ilustran a continuación:



Ya estamos en condiciones de responder la pregunta sobre la importancia de conocer los factores que originan el crecimiento de las ventas: no es igualmente satisfactorio que el crecimiento esté originado por un incremento de precios o por volumen o una combinación entre ambos.

Si en nuestro ejemplo el 10% del crecimiento de las ventas se debiera exclusivamente al crecimiento en precios y el PBI del sector hubiera crecido, habremos perdido mercado. Si por el contrario, el 10% del crecimiento de las ventas se debiera exclusivamente al crecimiento de volumen y el PBI del sector hubiese arrojado un

crecimiento menor al 10%, habremos ganado mercado pero sin embargo no habremos sido capaces de trasladar los efectos de la inflación – si la hubiera– a nuestros precios.

Por todo lo expuesto, no nos podemos quedar solamente con las variaciones nominales del cuadro de resultados. Tenemos que ir más allá de los números.

3.1.3. Contribución Marginal y Margen bruto

Además del análisis horizontal - es decir entre distintos períodos como al que nos referimos en la sección anterior- el análisis vertical es frecuentemente utilizado por las empresas para analizar sus resultados. Mediante el análisis vertical se efectúan comparaciones entre distintas magnitudes, todas pertenecientes al mismo período.

Uno de los principales indicadores que se monitorean en el análisis vertical es el margen, entendiendo como margen la diferencia entre ingresos y costos.

Partiendo de la definición genérica anterior, dependiendo qué consideremos como costo tendremos diferentes tipos de márgenes. Por ejemplo, el margen bruto que considera solamente el costo de ventas, hasta la contribución marginal que considere todos los costos variables que produce una venta para hacer frente a sus costos fijos.

Margen bruto = Ingresos – costo de ventas

Contribución marginal = Ingresos – costo de ventas – gastos variables

Habiendo definido margen bruto y contribución marginal, cabría hacernos la siguiente pregunta. ¿Podemos decir que una contribución marginal del 50% es satisfactoria?

En principio pareciera que sí, ya que por cada unidad monetaria de ventas, obtendría 0,5 unidades monetarias para afrontar los costos fijos. Y precisamente aquí es donde debemos centrar nuestra atención, ya que la contribución marginal necesaria depende precisamente del nivel de estos costos fijos.

Según plantea el conocido “Modelo Costo / Volumen de producción / Beneficio”:

Volumen x Precio de venta unitario = Volumen x costo variable unitario + Costos Fijos + Beneficio Esperado

Si quisiéramos determinar la contribución marginal de equilibrio, es decir, tal que el beneficio esperado sea cero, bastaría con reemplazar por cero el beneficio esperado en la ecuación anterior y despejar. Obtendríamos:

$$(\text{Precio de venta unitario} - \text{costo variable unitario}) = \text{Costos Fijos} / \text{Volumen}$$

Observemos que la expresión “Precio de venta unitario – costo variables unitario” es la contribución marginal.

Por lo tanto, una contribución marginal del 50% no necesariamente será satisfactoria por sí misma, pues como podemos ver, ésta depende de los costos fijos de la empresa en cuestión. A mayores costos fijos, mayor será la contribución marginal requerida.

Nos encontramos entonces en condiciones de afirmar que una contribución marginal del 50% será satisfactoria o no dependiendo del nivel de costos fijos de la empresa en análisis. Aun así, aunque se hiciera un estudio minucioso y se estableciera una contribución marginal de referencia para esta empresa, deberíamos monitorear permanentemente la evolución de los costos fijos pues éstos podrían variar, afectando la contribución marginal necesaria.

Ahora bien, a determinado nivel de costos fijos, ¿es lo mismo un 50% de contribución marginal para una empresa que opera con un nivel de producción física de 1000 unidades mensuales que para otra que opera con el doble?

Obviamente, la respuesta es “no”. Porque precisamente a igualdad (o similitud) del nivel de gastos fijos de producción, el porcentaje requerido de contribución marginal será mayor en la empresa con menor nivel de volumen físico de Ventas. Y esto se puede verificar en la ecuación a la que nos acabamos de referir: a igualdad de costos fijos, a mayor volumen menor será la contribución marginal necesaria.

Ilustremos la situación con un ejemplo simplificado:

Tanto la Empresa A como la Empresa B cuentan con una máquina para producir, tres operarios y un supervisor en la fábrica. Ambas Empresas poseen gastos fijos por 10.000 unidades monetarias y un precio de venta unitario de 20 unidades monetarias.

La Empresa A vende 2000 unidades mientras que la Empresa B vende 1000 unidades.

	Empresa A	Empresa B
Unidades Vendidas	2.000	1.000
Precio Unitario	20	20
Total Ventas	40.000	20.000

	Empresa A	Empresa B
Gastos Fijos de Producción	10.000	10.000

Retomando la expresión del “Modelo costo /Volumen de producción / Beneficio”, calculamos la contribución marginal requerida para las dos empresas:

$$\text{Precio de venta unitario} - \text{costo de venta unitario} = \text{Costos Fijos} / \text{Volumen}$$

$$\text{Contribución marginal requerida Empresa A} = 10.000 / 2.000 = 5$$

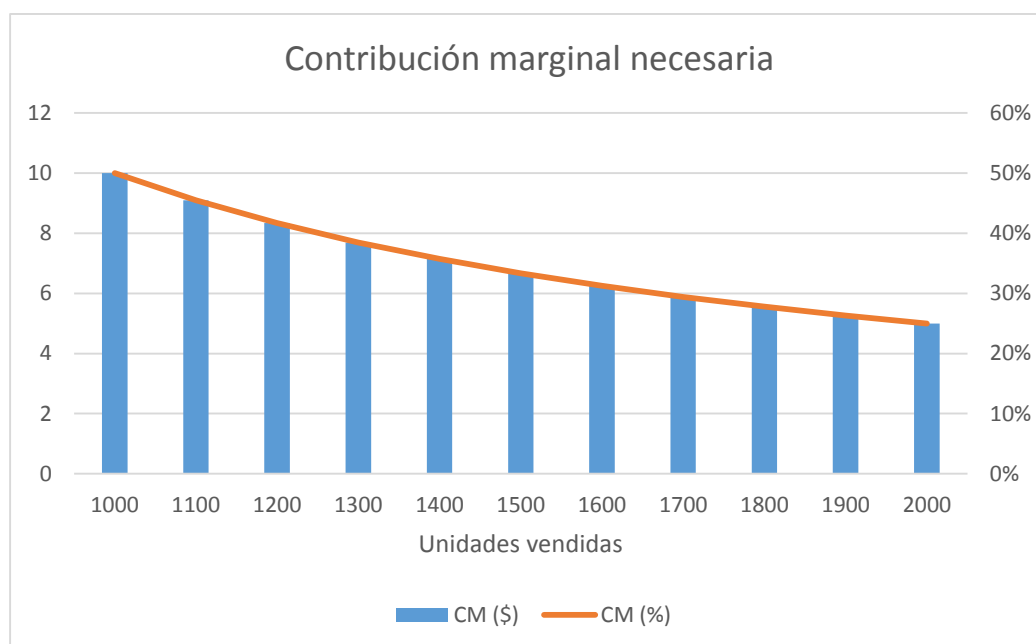
$$\text{Contribución marginal requerida Empresa B} = 10.000 / 1.000 = 10$$

Podemos ver que para cubrir sus gastos fijos la Empresa A necesita lograr una contribución marginal de 5 unidades monetarias por cada producto vendido - es decir del 25% - mientras que la Empresa B requerirá una contribución marginal de 10 unidades monetarias o sea del 50%:

	Empresa A	Empresa B
Contribución marginal unitaria (\$)	5	10
Contribución Marginal (\$)	10.000	10.000
% de Contribución Marginal	25%	50%

Por lo tanto, a mismo nivel de costos fijos la contribución marginal requerida por las Empresa B será el doble que la de la Empresa A.

En el gráfico siguiente se detalla, para una Empresa con similares características que las del ejemplo en cuanto a precio unitario y nivel de costos fijos, la contribución marginal necesaria para cubrir estos últimos. Claramente se evidencia que a mayor cantidad de unidades vendidas – es decir, a menor capacidad ociosa – menor será la contribución marginal requerida.



Volviendo a nuestra reflexión inicial de interpretar los resultados viendo “más allá de los números”, podríamos concluir que no hay un nivel de contribución marginal adecuado para todas las empresas aun estando en la misma actividad, operando con igual nivel de personal de producción y equipos y vendiendo a igual nivel de precio unitario. Porque en el ejemplo anterior se demuestra que hay un factor adicional que modifica totalmente la ecuación, que es el nivel de capacidad ociosa de cada una de las Empresas. Un factor, que no siempre se toma en cuenta en el análisis preliminar tradicional.

3.1.4. Gastos y costos

Generalmente cuando analizamos gastos y costos solemos compararlos contra períodos anteriores, es decir, horizontalmente. Como mencionábamos en el punto 3.1.2, tenemos que tener en cuenta las variables macroeconómicas. No es lo mismo que los gastos aumenten 15% en un contexto de inflación de 30% que en otro de 5%. En esta línea, tampoco se puede esperar que el incremento de gastos en moneda local sea el mismo ante una devaluación en una empresa con mayor proporción de componentes de gastos en moneda extranjera que otra con menor incidencia de éstos.

Ahora bien, al analizar gastos y costos también es de suma importancia conocer la naturaleza de los mismos, pudiendo distinguir entre los costos que son variables, es decir aquellos que varían en función del volumen de producción o de venta, y aquellos que son fijos, es decir que permanecen sensiblemente fijos para un volumen de tiempo y nivel de actividad de la empresa aun cuando se reduzca el nivel de producción o de venta.

Asimismo resulta importante recordar el concepto de apalancamiento o leverage operativo, que vendrá medido por las variaciones del resultado (antes de la deducción de intereses e impuestos) como consecuencia de una determinada fluctuación de ventas.

Algebraicamente:

$$\text{leverage operativo} = \frac{Q \times (\text{precio unitario} - \text{costo variable unitario})}{Q \times (\text{precio unitario} - \text{costo variable unitario}) - \text{Costos Fijos}}$$

El apalancamiento operativo es una medida de la proporción de los costos variables con relación a los costos fijos de una empresa.

En empresas muy apalancadas, es decir aquellas donde la incidencia de los costos fijos es mayor, cambios pequeños en ventas ocasionan grandes cambios en las utilidades. Por el contrario, en empresas donde el apalancamiento es menor el efecto es el contrario.

Por lo tanto, ¿podremos decir que una reducción interanual esperada de costos totales de 2 puntos porcentuales con relación a la inflación es una situación aceptable por sí misma, que no merece ser profundizada, por ejemplo porque en períodos anteriores el incremento en costos ha venido superando la inflación? Ciertamente, la respuesta es “depende”, ya que debemos analizar también la composición de dichos costos.

En ese caso, deberíamos tener en cuenta el grado de apalancamiento operativo. Si la reducción interanual del ejemplo estuviera relacionada con la adquisición de una nueva máquina de última tecnología que redujera los costos variables de mano de obra pero incrementara nuestros costos fijos, tendríamos que tener presente que si bien nuestros costos disminuyen, estamos más expuestos ante reducciones imprevistas en las ventas. Por lo tanto, la reducción de 2 puntos porcentuales por debajo de la inflación del ejemplo citado, es una situación aceptable pero no deberíamos dejar de tener presente que el riesgo ante reducciones en las ventas se ha incrementado.

Otra herramienta frecuentemente utilizada al analizar gastos y costos es el “benchmarking” o comparación contra metas prefijadas. Esas metas pueden ser tanto internas cuando nos comparamos contra nosotros mismos, como externas cuando nos comparamos con otras empresas.

En el benchmarking interno, pero más puntualmente en el benchmarking externo, hay que tener especial cuidado al definir los objetivos o metas. Si definiéramos como un indicador los gastos de administración mensuales y lo comparáramos contra otra empresa del rubro, podríamos estar dejando de lado el tema de la escala, ya que no es lo mismo administrar una empresa de 200 empleados que de 1000. Si siendo la

empresa de 200 empleados, nos enorgullece porque el monto mensual de gastos de administración es la mitad que la de la competencia de 1000 empleados, estaríamos cometiendo un error de interpretación.

Definir indicadores que aislen el efecto escala, como por ejemplo gastos de administración por empleados totales de la empresa, o gastos de alquiler por empleados totales de la empresa, suelen ser muy saludables y contribuyen a no caer en falsas interpretaciones.

Veámoslo con números para el ejemplo citado:

	Empresa A	Empresa B
Gastos de administración (\$)	1.000	2.000
Gastos de alquiler (\$)	400	1.000
Cantidad de empleados totales de la empresa	200	1.000
Indicador: Gastos de administración / cantidad de empleados totales de la empresa	5	2
Indicador: Gastos de alquiler/ cantidad de empleados totales de la empresa	2	1

Si bien los gastos de administración de la Empresa A representan la mitad de los gastos de administración de la Empresa B, la primera tiene un gasto de 5 unidades monetarias por empleado mientras que la segunda sólo 2.

Por otro lado, los gastos de alquiler de la Empresa A que son el 40% de los gastos de alquiler de la Empresa B, representan el doble por empleado que los de la Empresa B.

Por lo tanto, si nos hubiéramos detenido en la comparación del nivel de gastos de los distintos rubros, sin haber considerado indicadores que aislaran el efecto de la escala, hubiéramos malinterpretado la situación de la Empresa A, considerándola más favorable de lo que realmente es.

Otro aspecto al que me gustaría hacer referencia es al hecho que en compañías multinacionales el benchmarking externo suele realizarse con sucursales situadas en distintos países. Pero si nos encontráramos desprevenidos podríamos considerar favorables ciertos indicadores al compararlos contra las metas prefijadas, sin tener en cuenta que los ahorros o excesos sean meramente el producto de monedas locales subvaluadas o sobrevaluadas.

Para comprender este efecto cabe citar el famoso “Índice Big MAC”, creado por la revista inglesa “The Economist” en el año 1986. Está basado en la teoría de la paridad del poder adquisitivo de la moneda. Según esta teoría, en el largo plazo los tipos de cambio de dos países distintos tienden a un valor tal que el precio de una misma canasta de bienes o servicios sea igual en cualquiera de los dos países. A modo de

ejemplo, el precio de un Big Mac en Estados Unidos en julio de 2015 era de 4,79 dólares mientras que en China éste era de 2,74 dólares (convirtiendo los yuanes a dólares a tipos de cambio del mercado).

	Estados Unidos	China
Precio del Big Mac en moneda local	4,79	16,99
Tipo de cambio	1	6,1998
Precio del Big Mac en USD	4,79	2,74
Precio Big Mac País / Precio Big Mac USA (en USD)	1	0,57

Del cuadro anterior se desprende que según el Índice Big Mac la cotización del yuan a esa fecha estaría subvaluada en un 43%.

Volviendo al benchmarking externo, no podemos afirmar que una sucursal es más eficiente que otra en el manejo de sus costos simplemente porque determinados benchmarks expresados en moneda fuerte son más favorables que los de la otra. Como vemos, no hay que olvidar el poder adquisitivo de la moneda. En el ejemplo anterior, seguramente felicitaríamos al gerente de nuestra sucursal en China, ¿pero es realmente el resultado de su propia gestión? Sabemos que la subvaluación de la moneda local juega a su favor.

Una alternativa para aislar el efecto de las subvaluación o sobrevaluación de las monedas es expresar los indicadores en tipo de cambio “Big Mac”.

Otro aspecto interesante a considerar cuando nos referimos a costos y gastos es el nivel de controlabilidad.

Los profesores Mallo, Kaplan, Meljem y Giménez, definen como costos controlables a aquellos que permiten un grado de control y toma de decisiones, pudiendo los responsables de los centros o secciones influir tanto en la eficiencia de su utilización como en su cuantía, en el período considerado.

En cuanto a los costos no controlables, los definen como aquellos que no se encuentran bajo la influencia directa de los responsables de las secciones o centros de costos, de modo que la responsabilidad es asumida por niveles de dirección superior.

Es decir, el nivel de controlabilidad de los costos nos indica qué tanto control podemos ejercer sobre los mismos. Por ejemplo, los niveles más altos de la organización podrían tener control sobre la inversión en gastos de capacitación del personal, pero su influencia se vería más limitada en costos de financiamiento que están directamente relacionados con la estructura de financiamiento de la empresa.

Instintivamente podríamos concluir que la situación es más favorable cuanto mayor sea el grado de controlabilidad que ejercemos sobre gastos y costos, pero una vez más, si fuéramos nosotros los responsables de esos gastos y costos, deberíamos estar prevenidos.

Tomemos un típico caso de gasto controlable como el de publicidad. La decisión de cuántos recursos financieros asignamos a un producto en un período determinado de tiempo sería absolutamente nuestra. Ahora bien, reduciendo los gastos de publicidad tal vez lograríamos que nuestros resultados muestren un impacto favorable en el corto plazo. No obstante, una reducción en publicidad por un período prolongado podría llevarnos a perder mercado en proporciones considerables.

Algunas empresas cuentan con sectores dedicados exclusivamente a la administración de seguros. Podríamos eventualmente privarnos de la existencia de este sector, reducir nuestro nivel de gastos sin ninguna consecuencia “visible” en un principio. Sin embargo, no es necesario aclarar los impactos negativos que deberíamos afrontar ante una contingencia si no contáramos con la cobertura adecuada.

También podríamos optar por reducir la estructura administrativa y no notar consecuencias inmediatas – aunque las reducciones en este rubro suelen pasar menos desapercibidas. No guardar archivos adecuados podría aparentemente no tener consecuencias, ¿pero qué pasaría si tuviéramos una verificación fiscal y no contáramos con la documentación requerida?

Tener mayor controlabilidad sobre los gastos y costos nos provee mayor margen de maniobra, pero debemos tener cuidado de los posibles impactos de los ahorros que generemos. Y al analizar variaciones de gastos y costos, aparentes situaciones favorables como reducción en ciertos rubros, podrían implicar mayores riesgos como los que acabamos de mencionar.

Por lo tanto, al analizar variaciones de gastos y costos, debemos ir más allá y entender la naturaleza de las mismas y no sólo los números que surgen de una primera visión general.

3.1.5. Análisis de Rentabilidad

El análisis de rentabilidad es una herramienta fundamental para analizar nuestros negocios.

Desde su definición tradicional, se entiende por rentabilidad bruta a la relación entre el resultado bruto y las ventas. Recordemos que el resultado bruto está representado por las ventas en una empresa comercial o los servicios prestados en una empresa de servicios neteados por el costo de las mercaderías vendidas o el costo de los servicios prestados, respectivamente.

También desde su definición tradicional, se entiende por rentabilidad neta a la relación entre el resultado neto y las ventas, siendo el resultado neto la diferencia entre el resultado bruto y los gastos de administración, gastos de comercialización y los resultados financieros.

$$\text{Rentabilidad bruta} = \text{Resultado bruto} / \text{Ventas}$$

$$\text{Rentabilidad neta} = \text{Resultado neto} / \text{Ventas}$$

Es muy frecuente que el análisis de rentabilidad se efectúe por segmentos. Expresado en forma simplificada, este tipo de análisis nos permite identificar subconjuntos dentro de nuestro universo -que denominamos Empresa- en los cuales ganamos o perdemos. Dichos subconjuntos pueden ser productos, sectores, canales, o cualquier clasificación que nos resulte relevante medir.

A partir del análisis de rentabilidad, pueden derivarse decisiones comerciales, operacionales y financieras, de tal importancia, que su correcta interpretación es vital. No considerar en el análisis ciertos aspectos podría llevarnos a discontinuar algunos productos rentables o invertir más recursos en productos no rentables.

Entre los principales aspectos a tener en cuenta podemos citar el que se refiere a qué conceptos incluir en el análisis de rentabilidad. Y aunque parezca inverosímil, no siempre se suele considerar en el análisis la totalidad de los costos y gastos.

A modo de ejemplo, en ciertas empresas, generalmente, pequeñas y medianas, los dueños suelen participar en los procesos productivos, comerciales y/o administrativos. Sin embargo, las retribuciones a los mismos no se ven reflejadas en el cuadro de resultados, ya que se manifiestan como retiro de utilidades. Si nos limitáramos a efectuar el análisis de rentabilidad tradicional, entendido como “resultado bruto/ventas” en el caso de rentabilidad bruta, o “resultado neto/ventas” en el caso de rentabilidad neta, en ningún caso tendríamos en cuenta el costo de la dedicación de estos socios o dueños.

Para ilustrar la situación, supongamos que las empresas A y B prestan servicios de consultoría. Mientras que en la empresa A la totalidad del servicio es prestado por empleados, en la empresa B gran parte de los servicios de consultoría es efectuado por sus propios dueños.

	Empresa A	Empresa B
Ventas	1000	1000
Costo de Ventas (costo salarial)	600	100
Resultado bruto	400	900

	Empresa A	Empresa B
Gastos	300	300
Resultado neto	100	600

Si aplicáramos el análisis tradicional:

- Rentabilidad bruta Empresa A: 40%
- Rentabilidad bruta Empresa B: 90%
- Rentabilidad neta Empresa A: 10%
- Rentabilidad neta Empresa B: 60%

la Empresa B parecería ser más rentable que la Empresa A, ¿pero es ciertamente así?. Sabemos cuál es la respuesta y está directamente ligada al costo de oportunidad de los dueños de la Empresa B.

Sigamos con el ejemplo. Supongamos que en la empresa B presta dos tipos de servicios: consultoría en capital humano o consultoría en sistemas y que decidiera realizar un análisis de rentabilidad por tipo de servicio. Supongamos también que los dueños del ejemplo participan solamente en las actividades de consultoría en capital humano.

	Capital Humano	Sistemas
Ventas	500	500
Costo de Ventas (costo salarial)	0	100
Resultado bruto	500	400
Gastos	150	150
Resultado neto	350	250

- Rentabilidad bruta Capital Humano: 100%
- Rentabilidad bruta Sistemas: 80%
- Rentabilidad neta Capital Humano: 70%

- Rentabilidad neta Sistemas: 50%

Como vemos, aplicando metodologías de cálculo de rentabilidad tradicionales, podríamos llegar a la conclusión que la consultoría en capital humano es más rentable que la consultoría en sistemas y hasta decidir discontinuar este producto cuando el único factor que marca la diferencia entre ambas es a qué servicio le dedican tiempo los dueños.

Por lo tanto, es de suma importancia asegurar que todos los elementos que constituyen costos y gastos sean considerados en el análisis, independientemente del tratamiento contable que se aplique en cada empresa en particular.

Otro ejemplo de distorsión frecuentemente observado con relación al análisis de rentabilidad es no tomar en consideración el nivel de capacidad ociosa de los recursos humanos que participan del proceso productivo.

Esto es particularmente importante cuando las Empresas se dedican a actividades con una marcada estacionalidad.

La dotación de personal tiene frecuentemente altos componentes de estabilidad, es decir, no se modifica ante cualquier cambio de los niveles de venta. Ello suele ser consecuencia de los altos costos de incorporación y desvinculación de personal, lo que origina altos niveles de capacidad ociosa durante los períodos de estacionalidad baja.

Esta consideración es relevante para concluir que los análisis que miden rentabilidad deben abarcar períodos tales que aislen los efectos distorsivos de la estacionalidad. Ello evitará que se sobrevaloren los resultados en períodos de alta ocupación y que se los subvaloren en períodos de alta capacidad ociosa.

El efecto distorsivo que producen las variaciones en la capacidad ociosa puede neutralizarse tomando períodos más amplios para el análisis o bien introduciendo factores de corrección a los costos para minimizar la distorsión originada en la estacionalidad.

En este sentido, el hecho de efectuar análisis de rentabilidad en períodos más amplios que neutralicen el efecto de la estacionalidad será de utilidad al momento de efectuar comparaciones con respecto a períodos anteriores, por ejemplo.

Además de la necesidad de incluir todos los costos y gastos, y de considerar la capacidad ociosa, el tercer aspecto a tener en cuenta es a qué nivel del cuadro de Resultados medir la rentabilidad.

Y este punto es de particular importancia cuando se trata de medir la rentabilidad a nivel de segmentos de la Empresa, fundamentalmente para poder identificar adecuadamente los factores que influyen en esa rentabilidad.

Por ejemplo, medir la rentabilidad de un canal de distribución a nivel de Margen Bruto no parecería razonable, porque no tomaría en consideración –por ejemplo- ciertos costos de logística, distribución y venta.

Pero, en un extremo opuesto, medir la rentabilidad de un canal de distribución a nivel de Resultado Neto podría inducir a decisiones erróneas, ya que los Gastos de Administración o de Financiación que se asignen a ese canal podrían distorsionar la rentabilidad que el canal aporta.

En este punto debemos tener presente los modelos de asignación de costos utilizados.

Veámoslo a partir de un ejemplo:

El conjunto de los clientes servidos a través del canal mayorista de una Empresa presenta una rentabilidad directa del 35%, entendiendo por rentabilidad directa a las Ventas menos costos directamente atribuibles al canal.

Imaginemos también que los Gastos de Administración se asignen en el cuadro de resultados a cada canal de distribución en función de la cantidad de empleados propios en cada canal de distribución, representando los clientes propios del canal mayorista 10 veces más que los de los otros canales.

	Canal Mayorista	Otros canales
Ventas	10.000	2.000
Resultado bruto	4.000	800
Gastos directos	500	200
Resultado bruto menos gastos directos	3.500	600
Rentabilidad directa	35%	30%
Gastos indirectos	2.000	200
Resultado neto	1.500	400
Rentabilidad neta	15%	20%

La “rentabilidad directa” del canal mayorista supera la de los otros canales. Sin embargo, debido al criterio particular adoptado para la asignación de costos indirectos, a nivel de rentabilidad neta la rentabilidad del canal mayorista es más reducida que la de los otros canales.

Por lo tanto, si se tomaran decisiones y se ajustara el precio del canal mayorista –por ejemplo- en función de esa reducida rentabilidad, podría perjudicarse nuestra penetración en el mercado. Y en la situación del ejemplo, probablemente no sería la variable precio la que deba modificarse, sino la metodología de asignación contable de costos indirectos.

La asignación de costos indirectos es un aspecto que generalmente conlleva a las más diversas discusiones en las Empresas y que no debemos dejar de tener presente a la hora de analizar rentabilidad. Dependiendo del “driver” o variable utilizada para la asignación, podremos obtener distintos porcentajes de rentabilidad. En el ejemplo anterior, si el driver utilizado no fueran los empleados asignados directamente a cada canal y fuera otra, la rentabilidad neta del canal mayorista podría no verse tan perjudicada y hasta dicho canal podría resultar favorecido.

Básicamente, el punto que deseo explicitar es considerar la medición de rentabilidad de algún segmento del negocio al nivel del Cuadro de Resultados hasta el cual ese segmento puede ser medido de manera marginal.

Por lo tanto, al analizar rentabilidad, también debemos ir más allá de los números y comprender exactamente qué costos y gastos se están considerando.

3.2 INTERPRETANDO EL BALANCE

3.2.1 Breve marco teórico

El balance general es uno de los estados contables más importantes. Como sabemos, a partir de éste surge con mayor o menor detalle el conjunto de bienes y derechos que son propiedad del ente (la empresa) y también el conjunto de las obligaciones que gravan en forma general o específica el conjunto anterior. De más está decir que en el primer grupo nos estamos refiriendo a los activos, en el segundo a los pasivos y la diferencia entre ambos constituye el patrimonio neto, que representa básicamente la diferencia entre lo que posee y lo que adeuda la empresa.

A fines de análisis, al igual que hemos estado viendo en el capítulo anterior cuando nos referíamos al análisis de resultados, el balance general también se puede “cortar” vertical u horizontalmente.

Si tomáramos una línea imaginaria en forma vertical, dividiendo el balance general en dos partes, nos quedaría hacia un lado el activo y hacia el otro lado el pasivo junto con el patrimonio neto. Este enfoque vincula la contabilidad con las ramas de la economía y las finanzas ya que nos da información sobre la pertenencia del capital, es decir, si es propio o ajeno.

Si ahora la línea imaginaria la trazáramos horizontalmente, el balance quedaría en una sección que incluye a los activos y pasivos corrientes y en otra sección que incluye los activos y pasivos no corrientes. Este enfoque es sumamente importante, ya que tanto el capital de trabajo como el capital fijo suelen presentar distintas magnitudes de acuerdo a la actividad en la que se desempeña la empresa. En el capítulo sobre indicadores nos referiremos con más profundidad a la relación entre estas magnitudes.

3.2.2. Exposición a variables externas

Cuando leemos un Estado de Situación Patrimonial tomamos conocimiento del valor de los distintos rubros que lo componen. De esta forma, obtenemos información sobre el nivel de las Disponibilidades, de las Cuentas por Cobrar, de los Inventarios, de los distintos tipos de pasivos contraídos.

Estos rubros se encuentran representados en la moneda legal del país en el que opera la Empresa, o en algunos casos en alguna moneda fuerte que permita la comparación con operaciones localizadas en otro país.

En cualquier caso, es muy importante que lleguemos a comprender el nivel de exposición que activos y pasivos tienen a variables externas como la inflación y el tipo de cambio.

Según plantea Fowler-Newton, cuando la contabilidad no recoge los efectos de la inflación, las medidas contables presentadas en un juego de estados financieros están expresadas en moneda de poder adquisitivo diverso, de modo que las comparaciones que surjan de éstos no son mayoritariamente útiles. Además, no se cumple la cualidad de “representatividad”, ya que la información no necesariamente representa lo que pretende describir; no se cumple la cualidad de “integridad” porque quedan ocultos los resultados que ocasiona la tenencia de la moneda de medición y algunas desvalorizaciones de activos; ni tampoco la cualidad de “comparabilidad”, ya que como mencionamos la información está expresada en moneda de poder adquisitivo diverso.

Tengamos presente que los efectos de la inflación no deben ser despreciados ni aún en casos en que la tasa de inflación anual sea baja ya que sus efectos acumulativos pueden llegar a ser importantes.

En cuanto al riesgo de modificación de tipo de cambio, éste puede ocasionar una pérdida o una ganancia dependiendo obviamente del sentido de la modificación, es decir si el tipo de cambio aumenta o disminuye, y de la posición neta que se tenga en esa moneda al momento de la modificación.

Ilustremos con ejemplos los conceptos explicados en los párrafos precedentes:

- No es lo mismo una deuda bancaria en moneda local, cancelable a su valor nominal, que esa misma deuda cancelable a su valor ajustado por algún índice al momento de su vencimiento.
- No es lo mismo una deuda denominada en moneda local en contextos de depreciación de la moneda, que una deuda denominada en moneda extranjera.
- No es lo mismo mantener cuentas por cobrar en moneda local en un contexto de depreciación de la moneda local, que mantenerlas en moneda fuerte.
- No es lo mismo mantener las disponibilidades en moneda local en contextos como los referidos, que mantenerlos en moneda fuerte.

Las normas contables suelen requerir la segregación de las partidas que componen los rubros del Estado Patrimonial según la moneda en que están denominadas, sin embargo, la determinación del valor neto de los activos y pasivos mantenidos en moneda local – generalmente se utiliza el término “expuestos” a la devaluación – requiere de un análisis más detallado.

A modo ilustrativo, si estuviéramos analizando una Empresa que posee activos denominados en moneda extranjera por 1000 unidades de moneda extranjera y pasivos denominados en moneda extranjera por 800 unidades de moneda extranjera, diríamos que la posición neta de exposición a moneda extranjera es activa.

Sin embargo, cabría preguntarse si la determinación de una posición neta activa es suficiente para emitir una conclusión en cuanto al riesgo por exposición a la devaluación. Ampliemos el ejemplo mencionado, con la proyección de ingresos y egresos para el próximo período, según se muestra a continuación:

Rubro	Unidades de moneda extranjera
Activos denominados en M.E	1.000
Pasivos denominados en M.E.	800
Activo - Pasivos	200
Ingresos proyectados en M.E.	300
Egresos proyectados en M.E.	600
Ingresos en M.E. – Egresos en M.E.	(300)

Como podemos observar, la posición actual del ejemplo es activa, pero si las proyecciones se cumplen, podría dejar de serlo.

Por lo tanto, la respuesta a la inquietud anterior es que debemos profundizar la interpretación, extendiendo nuestro análisis a la determinación de componentes en moneda extranjera en los ingresos y egresos proyectados para próximos períodos. Es decir, a cuánto ascenderán los ingresos en moneda extranjera y a cuánto nuestros costos en moneda extranjera, ya que nuestra posición actual puede ser activa, pero en un futuro cercano y dependiendo de estos ingresos y egresos, la situación podría revertirse.

Y si de evaluar riesgos y tomar las acciones correctivas necesarias se trata, la anticipación es clave. Especialmente en contextos devaluatorios.

Por lo tanto, una vez más, debemos ir más allá de los números.

3.2.3. Cuentas por cobrar

Las cuentas por cobrar suelen ser parte relevante del activo de nuestras empresas. Excepcionalmente, algunas operan al contado, como por ejemplo, cuando se trata de productos diseñados según necesidades específicas del cliente. Sin embargo, la

gran mayoría de las empresas operan a crédito y cada industria suele tener sus prácticas particulares.

Por ello es relevante, no solo conocer el monto de las cuentas por cobrar que surge directamente del balance o los indicadores de rotación (al respecto nos referiremos en la sección 3.3.5) sino que es importante conocer otras cuestiones de naturaleza cualitativa.

Como primera herramienta de análisis, desagregar las cuentas por cobrar por cliente es un paso que puede ayudar a obtener las primeras conclusiones. Las características a considerar para la desagregación suelen ser variadas, e inclusive no necesariamente excluyentes. Podríamos clasificar las cuentas por cobrar, por cliente o por canal de distribución, por ejemplo, y aplicar el conocido “Principio de Pareto”.

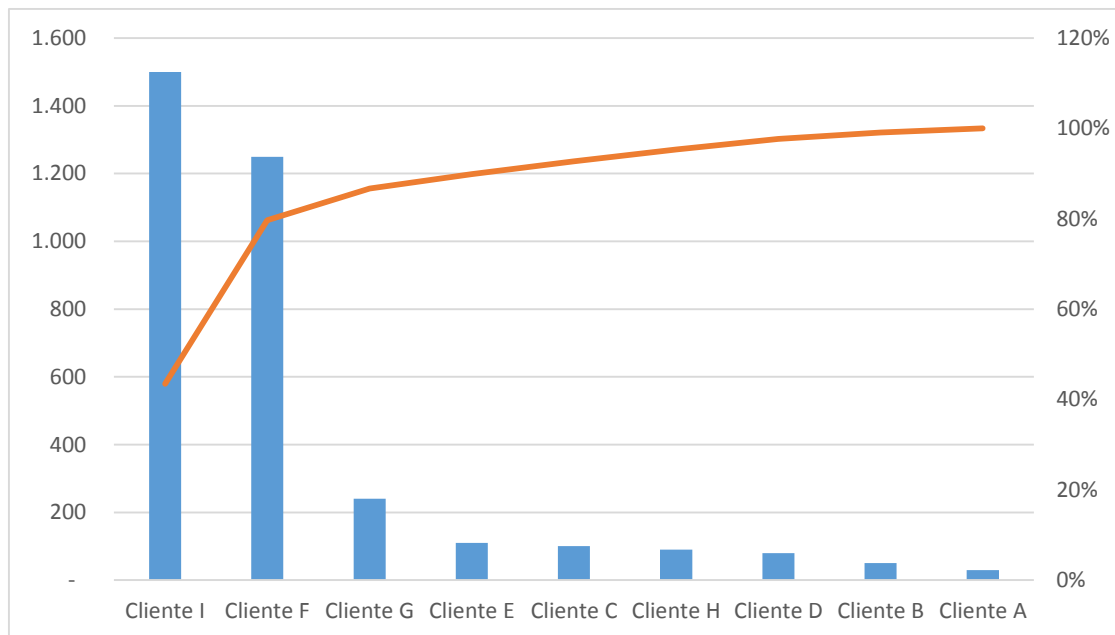
Alfredo Pareto fue un economista italiano que vivió entre fines del siglo XIX y principios del siglo XX y notó que la riqueza del mundo se encontraba concentrada en pocas personas. Esta observación lo llevo a formular el principio de Pareto que sostiene que un pequeño segmento de la población es dueño de la mayoría de las riquezas. Este principio aplica en diversos campos, y por lo tanto, también es aplicable a las cuentas por cobrar.

Veámoslo con el ejemplo de una empresa determinada, cuya cuenta por cobrar se reduce a 10 clientes tan sólo a fines de comprender el concepto, según se muestra a continuación:

Cliente	Saldo
Cliente A	30
Cliente B	50
Cliente C	100
Cliente D	80
Cliente E	110
Cliente F	1.250
Cliente G	240
Cliente H	90
Cliente I	1.500
Total Cuenta por cobrar	3.450

Si ordenamos los clientes de acuerdo al saldo de su cuenta en orden decreciente, calculamos el porcentaje que cada uno de los saldos individuales representa en el total de las cuentas por cobrar y los vamos acumulando, podríamos observar muy probablemente – aunque no necesariamente – que se manifiesta el principio de Pareto. En el ejemplo veríamos que gran parte del saldo se encuentra concentrado en unos pocos clientes, como se muestra a continuación.

Cliente	Saldo	%	% acumulado
Cliente I	1.500	43%	43%
Cliente F	1.250	36%	80%
Cliente G	240	7%	87%
Cliente E	110	3%	90%
Cliente C	100	3%	93%
Cliente H	90	3%	95%
Cliente D	80	2%	98%
Cliente B	50	1%	99%
Cliente A	30	1%	100%
Total Cuenta por cobrar	3.450		100%



En el gráfico se observa claramente que un 20% de los clientes representa el 80% de los saldos de cuentas por cobrar de la Empresa. Si bien sabemos que en la realidad no se da exactamente el conocido “80-20”, suelen manifestarse relaciones similares en muchos casos. Y la utilidad de obtener esta relación, y no conformarnos simplemente con el saldo de cuentas por cobrar, es que permite concentrar los esfuerzos de la gestión de cobranzas de la empresa, que obviamente son finitos, en unos pocos clientes. Si logramos monitorear con éxito ese 20% de clientes, en el ejemplo los clientes “I” y “F”, seguramente seremos exitosos en el monitoreo de las cuentas por cobrar. Una vez más, fuimos más allá de los números.

Sigamos profundizando el análisis. Otro factor crítico al analizar las cuentas por cobrar es conocer su anticuación. Recordemos que la anticuación del saldo de una cuenta consiste en su descomposición en partidas o grupos de partidas, según los distintos momentos o períodos de origen de éstas. No es lo mismo que el saldo de cuentas por cobrar sea de 1.000 unidades monetarias, que se componen en partes iguales de cuentas por cobrar a 30 días y cuentas por cobrar a 60 días, que el mismo saldo de cuentas por cobrar de 1.000 unidades monetarias, las cuales se espera cobrar en su totalidad a los 120 días. Obviamente, esta última situación es más desfavorable.

Analicemos la situación de la siguiente empresa, que presenta en su estado de situación patrimonial un saldo de cuentas por cobrar de 1.250 unidades monetarias, cuya anticuación es la siguiente:

\$	0 - 30 días	30 - 60 días	60 - 90 días	90 - 120 días	120 - 150 días	150 - 180 días	> 180 días	Total
Saldo	500	400	150	100	0	0	0	1.250
%	43%	35%	13%	9%	0%	0%	0%	100%

El 78% de las cuentas por cobrar presenta una antigüedad inferior a los 60 días, el 13% presenta una antigüedad entre 60 y 90 días, mientras que sólo el 9% presenta una antigüedad de entre 90 y 120 días.

¿Podríamos sentirnos satisfechos con esta distribución y concluir nuestro análisis en este punto? Como ya hemos de esperar, como venimos intentando demostrar a lo largo del presente trabajo, la sugerencia es seguir profundizando.

Podríamos desagregar la anticuación por distribuidor, como se muestra en el cuadro a continuación:

\$	0 - 30 días	30 - 60 días	60 - 90 días	90 - 120 días	120 - 150 días	150 - 180 días	> 180 días	Total
Distribuidor 1	150	50						200
Distribuidor 2	100	150						250
Distribuidor 3	150	100	50					300
Distribuidor 4	100	100						200
Distribuidor 5			100	100	0			200
Saldo	500	400	150	100	0	0	0	1.250
%	43%	35%	13%	9%	0%	0%	0%	100%

Si observamos con detenimiento vemos que el 100% de las cuentas por cobrar del Distribuidor 5 se sitúa por encima de los 60 días. Evidentemente, existen más dificultades operacionales en dicho distribuidor, que es necesario analizar. Podría deberse a la zona geográfica en la que opera dicho distribuidor, o que el mismo no está siguiendo las políticas de la empresa al momento de seleccionar sus clientes, o a una

mala gestión del Departamento de Cobranzas, entre otros. Cualquiera sea el motivo, debe inducir a tomar cartas en el asunto y adoptar las medidas correctivas necesarias. Una de estas medidas podría ser, en este caso, supeditar de alguna forma las comisiones de los distribuidores a la antigüedad de sus cuentas.

Y como de profundizar el análisis se trata, debemos estar advertidos. En el ejemplo, no bastaría con vincular las comisiones de los distribuidores con la antigüedad de sus cuentas. Algún distribuidor ingenioso podría adoptar la conocida práctica de facturar, generar notas de crédito y volver a facturar, de manera que la antigüedad de sus cuentas no se viera afectada en aquellos casos en los cuales los períodos de cobro sean considerables. Por lo tanto, no deberíamos descuidar la cantidad de notas de crédito emitidas.

El análisis de desagregación anterior también podría efectuarse a nivel de vendedor, cliente, cobrador, etc, valiendo las mismas consideraciones y llegando a la misma conclusión, es decir, que debemos ir más allá de los números.

3.2.4. Inventarios

Los inventarios constituyen el rubro más operativo del balance. Comprenden aquellos bienes adquiridos o producidos por la empresa para su posterior comercialización, es decir, los bienes terminados o en proceso de producción siempre y cuando correspondan a las actividades normales de giro de la empresa.

Al igual que en el caso de las cuentas por cobrar, no debemos limitarnos a conocer el saldo de inventarios que surge del balance, sino profundizar en ciertos aspectos relacionados tanto en el ciclo de producción de la empresa como la naturaleza de los mismos.

Obviamente, la mayor parte de las empresas necesita mantener inventarios de materia prima, de trabajo en proceso o de artículos terminados que esperan su venta y envío. Ahora bien, la determinación de la magnitud de los inventarios que debería mantener cada empresa no es un tema menor.

Supongamos que decidiéramos comprar nuestras materias primas día tras día, según surgieran nuestras necesidades, pagaríamos mayores precios por comprar en pequeños lotes y nos arriesgaríamos a tener retrasos en la producción si los materiales no se entregaran a tiempo. Por el contrario, si con un criterio conservador pidiéramos mayor cantidad de insumos que los requeridos, evitaríamos el riesgo de falta de mercadería pero tendríamos mayores costos de mantener inventarios, ya que el dinero invertido en inventarios no devenga intereses y adicionalmente deberíamos pagar seguros y almacenamiento.

Siempre debemos tener presente que los niveles óptimos de inventario exigen encontrar un equilibrio entre los costos de mantenerlo - que deberían considerar no sólo el costo de almacenamiento de los bienes sino también el costo del capital invertido en él - y los costos de las órdenes de pedido. Obviamente, cuando los costos

de mantenimiento son altos y los de ordenar son bajos, conviene hacer pedidos más frecuentes y mantener niveles de inventario más bajos.

Por lo tanto, no debemos limitar nuestro análisis a validar que el valor de la materia prima reflejado en los estados financieros es el correcto, sino a analizar si es razonable desde el punto de vista de la ecuación anterior.

Otro factor a tener en cuenta en el análisis es identificar aquellos insumos que resultan críticos para la producción y sobre los cuales no existe una disponibilidad amplia. Por ejemplo, si provinieran de proveedores del exterior en un contexto de restricción de importaciones, o si sólo fueran producidos por unos pocos proveedores locales. En cualquiera de los dos casos el riesgo de no poder contar con tales insumos es suficientemente significativo y es por ello que éstas son situaciones a tener siempre presentes por los impactos económicos que la falta de dichos insumos podría representar.

Tampoco debemos dejar de lado el deterioro y la obsolescencia, que aplica tanto a materias primas, trabajo en proceso o producto terminado. Si bien la normativa contable toma en cuenta la necesidad de exteriorizar estos aspectos, no siempre son tenidos en cuenta en los reportes periódicos internos en base a los cuales gerenciamos. Nuevamente, la información financiera por sí misma no brinda necesariamente toda la información que necesitamos para la toma de decisiones. Debemos ir más allá de los números.

Si bien los inventarios en empresas productivas requieren atención a las consideraciones mencionadas más arriba, merecen un capítulo especial los llamados “inventarios” en empresas de auditoría y consultoría.

En las empresas de auditoría y consultoría, cuando nos referimos a inventarios estamos aludiendo a las horas ya incurridas por los distintos profesionales en el servicio al cliente pero que aún no fueron facturadas. Puntualmente se las categoriza como trabajo en proceso o “WIP” (por sus siglas, “Work In Progress” en idioma inglés).

Veámoslo más detalladamente. Las horas que cada profesional incurre se valorizan de acuerdo a la categoría del profesional y al tipo de servicio que se está ofreciendo, y son contabilizadas en la cuenta de trabajo en proceso que a su vez impacta contra una cuenta de ingresos en el cuadro de resultados. Estas horas valorizadas se mantienen en la cuenta de trabajo en proceso hasta el momento en que son facturadas. De manera de ilustrar la situación, ilustramos a continuación los asientos de estas transacciones:

Al momento de incurrir las horas

Trabajo en Proceso

A Ingresos

Al momento de facturar

Cuentas por Cobrar
A Trabajo en Proceso

Sin embargo, más allá de los acuerdos particulares con cada cliente, no siempre todo lo que se contabilizó como trabajo en proceso será facturado. Si somos muy eficientes, un servicio que normalmente insumiría 100 horas por ejemplo, podría requerir solamente 90 horas. Por el contrario, si fuéramos ineficientes, ese mismo servicio podría insumir 110 horas. En este último caso, aplicando los asientos anteriores, en la cuenta de trabajo en proceso registraríamos el valor de 110 horas, aunque solamente facturaríamos el valor de 100 horas, que es el honorario pactado con el cliente. Y luego de facturar nos quedaría un saldo en la cuenta de trabajo en proceso por el valor de 10 horas e ingresos por el valor de 110 horas.

La situación anterior se regulariza realizando ajustes periódicos en la cuenta trabajo en proceso, incrementando o disminuyendo su saldo según fuimos más o menos eficientes, respectivamente –y obviamente impactando contra la cuenta de ingresos como pérdida o ganancia según cuál sea la situación. Por ejemplo, si fuimos menos eficientes registraríamos:

Pérdida
A Trabajo en Proceso

En general, estos ajustes son responsabilidad de las áreas de negocio, ya que son los profesionales directamente involucrados en el servicio que se está prestando quienes más conocimiento tienen acerca de la posibilidad concreta de facturación o “recuperabilidad” de las horas registradas.

Habiendo hecho esta reseña teórica, si bien las normas contables indican revalorizar la cuenta de trabajo en proceso regularmente, cuando de ineficiencias se trata los profesionales de las distintas áreas de negocio no suelen estar predispuestos a efectuar las regularizaciones necesarias. Y como son ellos los que más conocen el trabajo que se presta, cuando reciben cuestionamientos al respecto la respuesta típica es que el ciento por ciento del saldo de la cuenta de inventarios será facturado.

Recordemos que haber registrado mayor cantidad de horas – es decir inventarios – de los que realmente se podrá facturar al cliente implica una sobrevaloración de los ingresos.

Y aquí es donde entra en escena la columna vertebral de este trabajo. Tenemos que ir más allá de los números en este caso también.

¿Realmente vamos a facturar la totalidad del saldo que muestra la cuenta de trabajo en proceso, que como hemos explicado, ha impactado como ingresos en el cuadro de resultados en algún momento?

Teniendo presente que en general este tipo de empresas diagrama sus sistemas contables y de información en base a proyectos individuales, sería conducente efectuar el análisis desde un punto de vista granular, es decir a partir del trabajo en proceso de cada uno de los proyectos individuales. Obviamente el saldo de trabajo en proceso de la empresa será la suma de los saldos de trabajo en proceso de todos los proyectos de ésta.

Y puntualmente, para responder a la pregunta, podemos someter ese inventario a una serie de pruebas.

Por ejemplo, podríamos utilizar una simple ecuación: sumar toda la facturación efectuada a la fecha más el saldo de la cuenta trabajo en proceso y compararlo con el honorario acordado con el cliente. Si la suma resultante fuera mayor, es muy probable que nuestros inventarios de trabajo en proceso estén sobrevaluados, a menos que recibamos una explicación satisfactoria de parte de los profesionales involucrados.

Otra prueba interesante podría ser identificar aquellos proyectos por los cuales no se ha efectuado ninguna facturación en un período razonablemente prolongado de tiempo. Obviamente el tiempo a considerar depende de la operatoria de la empresa, pero sea cual fuere, el hecho de que no se esté facturando el inventario de trabajo en proceso con cierta asiduidad es motivo de reflexión. O nuestra gestión de facturación es deficiente o los importes registrados como trabajo en proceso probablemente nunca se facturarán y será necesario introducir el ajuste correspondiente, impactando negativamente en el cuadro de resultados para regularizar la situación.

Al igual que en el caso de cuentas por cobrar, otra prueba podría consistir en análisis de la antigüedad por proyecto de los saldos que conforman la cuenta de trabajo en proceso. Si hubiera saldos significativamente antiguos, deberíamos preguntarnos si constituyen efectivamente inventarios.

Y así, podríamos seguir enumerando pruebas. Lo importante, como venimos sosteniendo, es no quedarnos solamente con la información preliminar tal cual podemos leer del balance; tenemos que entenderla, desglosarla, y validar, en este caso, si nuestros inventarios de trabajo en proceso constituyen efectivamente ingresos.

3.2.5. Activo Fijo

Los bienes de uso o propiedades, plantas y equipos son bienes tangibles de duración más o menos prolongada. Son básicos para la producción de otros bienes o bien para el cumplimiento de las actividades principales de la empresa. Constituyen los clásicos integrantes del activo fijo (activo no corriente), no porque sean inmutables en el

tiempo, ya que con el transcurso de éste se van deteriorando, sino porque su vida se prolonga, generalmente, varios ejercicios económicos.

Como sabemos, no se adquieren para consumo o transformación, sino para utilizarlos en la producción de otros bienes, o para desarrollar a través de ellos el cumplimiento del objetivo del ente, afectándolos a la actividad productiva de la empresa.

Los activos fijos pueden clasificarse en tres categorías: 1- terrenos; 2- Maquinarias, equipos e instalaciones; 3- recursos naturales, yacimientos petrolíferos, etc.

Dependiendo de la naturaleza de la Empresa, este rubro del Balance suele tener mayor o menor preponderancia. Por ejemplo, en empresas industriales de capital intensivas, el valor de los equipos resulta muy importante; en empresas de servicio, su valor se relativiza.

Cuando leemos la información financiera típicamente reportada en los Estados Financieros, encontramos el valor de los Activos Fijos, las altas producidas, el nivel de amortización que los mismos han sufrido en el ejercicio y desde el comienzo de su utilización.

¿Debemos darnos por satisfechos con conocer estos valores? Creemos que no, pues dicha información carece de datos que podrían sesgar su valoración.

Desde el punto de vista de riesgo operativo, no es lo mismo contar con la posibilidad de continuar adelante con nuestra producción ante eventualidades relacionadas con los equipos, que vernos obligados a detener nuestra actividad por tiempos prolongados a la espera de repuestos, por ejemplo.

Al analizar activos fijos, deberíamos preguntarnos si los equipos que componen el rubro son equipos de características estándar, o si –por el contrario- tienen un nivel de tecnología sofisticado y un grado de especificidad que dificulta su reemplazo.

También deberíamos conocer si existe suficiente disponibilidad de repuestos en el mercado para su reparación en caso de requerirse.

O si cuenta la Empresa con equipamiento sustituto ante salidas transitorias de producción de maquinarias críticas.

Asimismo cabría preguntarse si la Empresa ha previsto un plan de contingencia ante potenciales siniestros que afecten al equipamiento productivo.

O si se ha investigado acerca de nuevas tecnologías que superen ampliamente la productividad de los equipos con los que produce nuestra Empresa.

Todas estas inquietudes merecerían un análisis juicioso. Por lo tanto, una vez más, debemos ir más allá de los números.

3.2.6. Activos Intangibles

Los activos intangibles son clasificados dentro del estado patrimonial como un subgrupo de los activos fijos. Recordemos que, como su nombre sugiere, estos activos no tienen sustancia física y para que un activo sea clasificado como tal debe haber evidencia razonable de sus beneficios futuros. Dentro de este rubro podríamos encontrar el valor llave que se ha incorporado como consecuencia de una adquisición empresaria.

El valor llave representa el valor presente de las utilidades futuras por encima del rendimiento normal de los activos netos, es decir, la diferencia entre el valor pagado por la empresa y sus activos menos sus pasivos. Conceptualmente, representa la potencialidad que tiene la Empresa para generar utilidades adicionales a las que podría generar si la misma se iniciara, por ejemplo, debido a una clientela fidelizada, a una marca reconocida en el mercado, a una competencia débil, entre otros.

Recordemos que entre los métodos comúnmente utilizados para determinar el precio a pagar por una empresa podemos mencionar el uso de “comparables”, como por ejemplo precio/ventas, precio/utilidades, precio/valor de libros, entre otros. También lo podemos calcular o complementar obteniendo el valor presente de las utilidades futuras.

Por lo tanto, siendo que para la determinación del valor llave se tiene en cuenta el valor pagado por la empresa, que es una estimación y como toda estimación tiene su nivel de subjetividad, podemos decir que el valor llave también tiene su cuota de subjetividad.

Más aún, a medida que transcurre el tiempo, las utilidades generadas por el negocio podrían alejarse de las estimadas originalmente. En esos casos, si mantuviéramos el valor llave original, parte o la totalidad de éste ya no representaría un activo con valor económico futuro, sino que tan sólo nos daría una idea del sobreprecio que se pagó por la adquisición de la empresa en cuestión.

El análisis periódico del posible deterioro del valor llave es fundamental, de manera de incorporar los ajustes contables necesarios al valor llave.

Pero no siempre los reportes que tenemos disponibles nos indican si las estimaciones han sido revisadas regularmente, de modo que el valor llave registrado contablemente pueda ser mantenido. Una vez más, tenemos que ir más allá de los números y someter la información disponible a un análisis más profundo.

3.2.7. Pasivos Contingentes

Los pasivos contingentes son probables compromisos caracterizados por la falta de certeza en cuanto a su concreción. Por ejemplo, si vendimos una mercadería defectuosa, quizás el comprador se dé cuenta y tengamos que devolverle el importe, o cambiarla, o repararla. En otros casos los bienes se rompen o descomponen y en algunos casos es necesario restituirlos/repararlos y en otros no. Estas situaciones que estamos resaltando representan situaciones inciertas por hechos que pueden llegar a ocurrir y si así fuera generarían cargos por sumas que debería soportar el ejercicio en el cual se generaron las operaciones lucrativas.

Para que una situación sea definida como una contingencia para los estados contables es imprescindible que el hecho que la genera ya haya ocurrido. A las contingencias se las clasifica como probables o de alto grado de probabilidad de ocurrencia; dudosas o inciertas; y remotas.

En general, las prácticas contables sugieren que las contingencias probables o de alto grado de probabilidad sean incorporadas a las cifras de los estados contables, por ejemplo, a través de provisiones, siempre que se cumplan determinados requisitos.

Las contingencias inciertas o dudosas no se incorporan a los estados contables y se las informa en notas a éstos.

Las contingencias remotas no se reconocen en ninguna parte de los estados contables, aun cuando en ciertos casos podría producirse la información en “notas” si el hecho pudiera llegar a ser muy importante.

Independientemente de lo que indiquen las prácticas contables, es de suma importancia conocer el impacto potencial que los hechos contingentes podrían tener sobre la Empresa, en qué magnitud alteraría su continuidad, hasta qué punto podría comprometer su salud económica y/o financiera.

No resulta parte del alcance de este trabajo identificar estas situaciones; sin embargo, es crítico conocer su potencialidad de ocurrencia, aun cuando las normas o prácticas contables del contexto en el que se desenvuelve la Empresa, no requieran que tales situaciones sean identificadas en los Estados Financieros.

3.3 INTERPRETANDO INDICADORES FINANCIEROS Y OPERATIVOS

3.3.1 Breve marco teórico

El análisis financiero de las empresas frecuentemente se realiza a partir de indicadores. A partir de ellos se pretende evaluar, por ejemplo, la capacidad de la Empresa para pagar sus obligaciones en tiempo y forma, el grado de inmovilización de sus activos, los riesgos derivados de las características de sus activos monetarios y la duración de algunos ciclos operativos.

Al utilizar indicadores, podemos efectuar comparaciones con relación a datos históricos. Dichas comparaciones nos permiten contrastar la situación actual con situaciones anteriores, y a partir de allí analizar tendencias, concluir si la situación de nuestra empresa con relación al indicador en cuestión está mejorando o se está deteriorando, etc.

De igual forma, es muy común comparar indicadores con metas o benchmarks, metodología a la que ya hemos hecho referencia a lo largo de las distintas secciones de este trabajo.

En este sentido, se suelen efectuar comparaciones con relación a metas establecidas por la Dirección o con relación a otras empresas. En el primer caso hablaríamos de “benchmarking interno”, es decir, nos estaríamos comparando con nosotros mismos ya que el objetivo sería determinar qué tan cerca o qué tan alejados nos encontramos en el cumplimiento de tales metas. En el segundo caso, hablaríamos de “benchmarking externo”, ya que estaríamos midiendo cuánto mejor o cuánto peor se encuentra -en distintos aspectos- nuestra empresa con relación a otras empresas del mismo rubro, por ejemplo.

Independientemente del tipo de comparación que efectuemos, o si la comparación con las metas resulta favorable, debemos tener presente que esta información es necesaria y muy útil al momento de tomar decisiones, pero no del todo suficiente.

3.3.2 Indicadores de Liquidez

Para ilustrar la afirmación anterior, nos referiremos inicialmente a los indicadores de solvencia. Decimos que una empresa es solvente cuando tiene la

capacidad de cumplir con sus obligaciones financieras en las condiciones establecidas, que en el caso de deudas monetarias, deberá ser por los importes comprometidos y en los vencimientos acordados.

Dentro del grupo de indicadores de solvencia, uno de los más ampliamente utilizados es el “índice de liquidez corriente”, que se define como la relación entre los activos corrientes y los pasivos corrientes.

$$\text{Índice de liquidez corriente} = \frac{\text{Activos corrientes}}{\text{Pasivos corrientes}}$$

Se consideran corrientes a los pasivos que ya han vencido y los que lo harán dentro de los próximos doce meses desde la fecha de emisión de los estados financieros. En el caso de los activos, consideramos corrientes al efectivo y a los activos que se pueden convertir en efectivo en ese mismo plazo.

Por lo tanto, el índice de liquidez corriente nos permite conocer en qué magnitud los activos se transformarán en fondos disponibles en el corto plazo para hacer frente a obligaciones comerciales, fiscales, laborales en el mismo plazo de un año. En términos generales, se supone que cuanto más elevado es el valor que adopta el índice, más solvente es la Empresa.

Supongamos que estuviéramos realizando un benchmarking interno, y que la empresa en análisis en un momento determinado contara con activos corrientes por 1600 unidades monetarias y pasivos corrientes por 1000 unidades monetarias. Aplicando la fórmula anterior obtenemos como índice de liquidez corriente el valor de 1,6. Si el benchmark fuera de 1,5, estaríamos cumpliendo el objetivo. ¿Pero debemos quedarnos simplemente con el valor que adopta dicho indicador o ir más allá de los números?

Para responder la pregunta anterior consideremos las siguientes dos situaciones en las que podría encontrarse la empresa en análisis, en ambos casos presentando un índice de liquidez corriente de 1,6:

Rubro	Situación A	Situación B
Caja y bancos	200	400
Cuentas por Cobrar netas	800	300
Inventarios corrientes	200	600
Otros activos corrientes	400	300
Total Activo Corriente	1600	1600
Sobregiros bancarios	300	200
Pasivos con Proveedores	600	300

Rubro	Situación A	Situación B
Pasivos laborales	100	500
Total Pasivo Corriente	1000	1000

Tanto en la situación A como en la situación B, nuestra empresa supera el benchmark establecido de 1,5. Pero si bien en ambos casos dicho indicador adopta el mismo valor, con exactamente igual magnitud de pasivos corrientes y activos corrientes, la capacidad financiera de cada empresa para hacer frente a sus obligaciones de corto plazo sería significativamente diferente ante determinadas condiciones.

Si por ejemplo, ante escenarios macroeconómicos puntuales las entidades financieras nos exigieran cancelar los sobregiros, estaríamos en condiciones de dar cumplimiento a dicha obligación en la situación B, donde el saldo del rubro Caja y bancos de 400 unidades monetarias supera las 200 unidades monetarias del rubro Sobregiros bancarios. Por el contrario, en la situación A, el saldo del rubro Caja y bancos de 200 unidades monetarias sería insuficiente para cancelar los sobregiros de 300 unidades monetarias.

Sin embargo, el dinero disponible en la situación A de 200 unidades monetarias alcanza para hacer frente a los pasivos laborales de 100 unidades monetarias, pero son insuficientes en la situación B.

Adicionalmente, ante una necesidad imprevista de fondos, podríamos negociar con los proveedores y obtener una financiación adicional por parte de éstos, que podría ascender al doble en la situación A (600 unidades monetarias) que en la situación B (300 unidades monetarias).

Otra situación que podría plantearse es si imprevistamente nuestros clientes dejaran de pagar, en la situación B podríamos hacer frente a todos nuestros pasivos de corto plazo, pero no en la situación A.

Por lo tanto, si bien el índice de liquidez corriente es un indicador de relevancia, una vez más, hay que ver más allá de los números. Sugerimos no quedarnos simplemente con el valor que adopta para compararlo con una eventual meta o benchmark, sino profundizar en el análisis de los rubros que lo componen.

3.3.3 Indicadores de Endeudamiento

Además de los indicadores de liquidez, dentro de los indicadores de solvencia, podemos encontrar varios que se refieren a endeudamiento.

Entre los indicadores de endeudamiento, son muy frecuentemente utilizados el “índice de endeudamiento” y el “índice de estructura de financiamiento o apalancamiento”. En el primer caso, se define como los pasivos totales de la empresa con relación a los activos totales, mientras que en el segundo se define como los pasivos totales de la empresa con relación al patrimonio de los socios.

$$\text{Índice de endeudamiento} = \frac{\text{Pasivos Totales}}{\text{Activos Totales}}$$

$$\text{Índice de estructura de financiamiento o apalancamiento} = \frac{\text{Pasivos Totales}}{\text{Patrimonio Neto}}$$

El Índice de endeudamiento adquiere una relevancia particular desde el punto de vista de los acreedores. Recordemos que si un negocio quiebra y debe ser liquidado, los derechos de los acreedores adquieren prioridad sobre los propietarios. Pero si el monto de las deudas llega a magnitudes significativas, puede no haber los activos suficientes para cancelar la totalidad de las deudas con los acreedores. Podemos afirmar entonces que el índice de endeudamiento es una medida del riesgo de los acreedores a largo plazo.

Por lo tanto, desde el punto de vista de los acreedores, cuanto más bajo sea el índice de endeudamiento, más segura es su posición.

El índice de estructura financiera o apalancamiento (en adelante, Índice de apalancamiento) nos muestra en qué medida financiamos nuestros activos con capital propio y en qué medida con préstamos de terceros. Cuanto mayor valor adopte este indicador, más comprometida será nuestra situación financiera.

Para este grupo de indicadores tampoco debemos contentarnos solamente en obtener la magnitud del indicador o con su comparación contra un benchmark. Analicemos un nuevo ejemplo.

Supongamos ahora el caso de otra empresa, que presenta la siguiente situación patrimonial:

Rubro	Situación A	Situación B
Caja y bancos	200	400

Rubro	Situación A	Situación B
Cuentas por Cobrar netas	800	300
Inventarios corrientes	200	600
Otros activos corrientes	400	300
Total Activo Corriente	1600	1600
Bienes de Uso	1000	1000
Otros activos no corrientes	600	600
TOTAL ACTIVO	3200	3200
Sobregiros bancarios	100	700
Pasivos con Proveedores	300	300
Pasivos laborales	200	200
Total Pasivo Corriente	600	1200
Deudas de Largo Plazo	900	300
Otros Pasivos no corrientes	100	100
TOTAL PASIVO	1600	1600
Capital	1300	300
Resultados acumulados	300	1300
TOTAL PATRIMONIO NETO	1600	1600
TOTAL PASIVO + PATRIMONIO NETO	3200	3200

En ambos casos el índice de apalancamiento sería de 1. Un índice de apalancamiento de 1 significa que por cada unidad monetaria de pasivos existe una unidad monetaria de patrimonio neto. Al tomar dicho indicador el mismo valor en ambas situaciones, ¿queremos decir que éstas son igualmente favorables o desfavorables en ambos casos? Veamos.

En la situación B, si bien es un tanto exagerada pero lo suficientemente ilustrativa para comprender el concepto que se desea transmitir, una gran proporción de los pasivos está compuesta por sobregiros bancarios (700 unidades monetarias), superando los pasivos a largo plazo de 300 unidades monetarias. En la situación A la proporción de sobregiros bancarios es mínima. Desde el punto de exigibilidad de los pasivos, la situación B es altamente más riesgosa que la situación A, donde el peso de pasivos con fechas de vencimiento acordadas es mayor. Como mencionábamos al referirnos a los indicadores de liquidez, ante eventualidades extremas, las entidades financieras podrían llegar a exigir la cancelación inmediata de los saldos sobregirados

en cuentas corrientes, pero no podemos decir lo mismo cuando nos referimos a pasivos de largo plazo.

Por otro lado, en la situación A, el patrimonio Neto se encuentra conformado en su totalidad por capital de los socios, mientras que en la situación B se encuentra formado casi en su totalidad por utilidades acumuladas que pueden ser distribuibles discrecionalmente.

Podríamos seguir profundizando aún más el análisis. Según Fowler Newton, un índice de apalancamiento podría ser alto, pero podría estar justificado por el hecho que la actividad principal de la Empresa no requiere de un patrimonio importante, como es el caso de empresas de servicios profesionales.

También, según el mismo autor, un índice de apalancamiento alto sería aceptable si la deuda vence principalmente a más de un año de plazo y las operaciones ordinarias de la Empresa generan efectivo suficiente para ir pagándola a medida que vence.

En la misma línea, un índice de apalancamiento alto podría no ser una situación alarmante si el pasivo estuviera conformado en su mayoría por deudas renovables a lo largo del tiempo.

Por lo tanto, una vez más, la sugerencia es no quedarse solamente con el valor que adopta un indicador, ni con su comparación en relación a un benchmark, sino ir más allá de los números.

3.3.4 Indicadores de Capitalización

Entre el grupo de indicadores de capitalización, es frecuente la utilización del indicador de rotación de patrimonio, que se define como la relación entre Ventas sobre el Patrimonio Neto, y que mide la cantidad de unidades monetarias necesarias de patrimonio propio por cada unidad monetaria de Ventas.

$$\text{Rotación de Ventas sobre Patrimonio Neto} = \frac{\text{Ventas}}{\text{Patrimonio Neto}}$$

Este indicador se basa en el razonamiento que a mayor magnitud de la operación de una Empresa, medida en este caso por las ventas, mayor será el patrimonio propio requerido.

Según plantea Fowler-Newton, la falla principal de este indicador y todos los que relacionan Ventas con alguna medida contable relacionada con el patrimonio o su composición, por ejemplo Ventas sobre activo, ventas sobre activo corriente, etc, es que parten del supuesto falso que las ventas deberían guardar alguna relación directa con el capital corriente, el activo o ciertos componentes de éstos, pero dos activos similares podrían estar financiados por capital propio y ajeno en proporciones diversas, por lo que la comparación entre ventas y patrimonio neto carece de sentido.

Coincido con esta afirmación, y en este sentido me gustaría plantear el siguiente ejemplo:

Para una determinada empresa se ha fijado un benchmark de rotación de Ventas sobre Patrimonio Neto de 3:1. Es decir, que la empresa debe contar con 1 unidad monetaria de patrimonio neto por cada 3 unidades monetarias de venta anual.

En los tres últimos años los valores que arrojó el indicador en cuestión son los siguientes:

Indicador	Año N-2	Año N-1	Año N	Benchmark
Ventas / Patrimonio Neto	2,8	2,9	2,8	< 3

También sabemos que la empresa en cuestión ha cambiado su política de ventas y mientras hasta el año pasado vendía al contado, hoy otorga a la mayoría de sus clientes plazos de pago de 90 días.

Como podemos ver a partir de la evolución del indicador en el cuadro anterior, la empresa ha venido cumpliendo y cumple este año también con el benchmark establecido.

Sin embargo, si hubiéramos concluido nuestro análisis en este punto, podríamos no haber tenido en cuenta un aspecto significativo: Si bien con las políticas de venta al contado un patrimonio de un tercio de la venta resultaba satisfactorio, dados los nuevos plazos de venta un patrimonio de un tercio de la venta podría haber dejado de ser suficiente y tal vez deberíamos plantearnos reformular el benchmark establecido. Hasta el año pasado para financiar el capital de giro de la empresa contábamos con el dinero de la venta al contado, mientras que a partir de este año seguramente debemos acudir a fuentes alternativas de financiación hasta que las ventas sean cobradas 90 días más tarde.

Como siempre, debemos ir “más allá de los números”.

3.3.5 Indicadores de Rotación

Otro indicador relacionado con el análisis de solvencia es el que se refiere al tiempo que demora una empresa a cobrar sus créditos por ventas. Generalmente se utilizan distintos indicadores de rotación, como por ejemplo el

indicador de días de venta en la calle, que se calcula utilizando distintos mecanismos en general dependiendo de la información disponible. Cualquiera sea la metodología de cálculo aplicada, este indicador representa la cantidad de días promedio de ventas que representa el saldo de las cuentas por cobrar.

Por ejemplo, uno de los métodos ampliamente utilizados es calcular la proporción que representa el saldo de cuentas por cobrar respecto de las ventas totales de un período y multiplicar el resultado obtenido por la duración del período considerado, en general de 365 días.

$$\text{Rotación} = \frac{\text{Saldo de cuentas por cobrar}}{\text{Ventas}} \times \text{duración del período}$$

Otra forma de calcularlo, pero para la cual se requiere de información por subperíodos, es ir descontando del saldo de cuentas por cobrar las ventas de cada subperíodo, comenzando por las ventas del último mes, hasta agotar el saldo y sumando la cantidad de subperíodos necesarios para que ello ocurra.

$$\text{Rotación} = \frac{(\text{Saldo de cuentas por cobrar}_n - \text{Ventas}_n - \text{Ventas}_{n-1} - \text{Ventas}_{n-2} \dots)}{\text{Cantidad de subperíodos necesarios para agotar el saldo} \times \text{duración de los subperíodos}}$$

Al igual que con otros indicadores, siempre se debería tener presente el método de cálculo. Pero aquí hay que tener especial cuidado si las Ventas del período mantuvieran una tendencia a disminuir o aumentar.

Veámoslo con un ejemplo numérico:

Saldo de las cuentas por cobrar en el período n = 1000 unidades monetarias

Subperíodo	Ventas
Ventas subperíodo n	500
Ventas subperíodo n-1	500
Ventas subperíodo n-2	1000
Ventas subperíodo n-3	1000
Ventas subperíodo n-4	1000
Ventas subperíodo n-5	1000

Subperíodo	Ventas
Ventas subperíodo n-6	1000
Ventas subperíodo n-7	1000
Ventas subperíodo n-8	1000
Ventas subperíodo n-9	1000
Ventas subperíodo n-10	1000
Ventas subperíodo n-11	1000

El indicador de rotación que obtendríamos si aplicáramos el primer método sería de $1000/11.000*360 = 32,72$ días

En cambio, si aplicáramos la metodología que considera las ventas por subperíodo, tomaríamos el saldo de cuentas por cobrar de 1000 y le restaríamos las ventas del subperíodo n obteniendo 500 de saldo remanente, por lo que tendríamos que restar las ventas del subperíodo n-1 para agotar el saldo. Al haber llegado a utilizar 2 subperíodos completos de ventas, el indicador de rotación quedaría en 60 días.

Como ya hemos mencionado al comienzo de esta sección, uno de los usos que presentan los indicadores es para hacer comparaciones con otras empresas del rubro. Por lo tanto, no deberíamos descuidar el método de cálculo utilizado.

Habiendo hecho esta referencia a los métodos de cálculo, supongamos que en el mes de análisis el indicador de días de venta en la calle para una determinada empresa arroja 35 días. Supongamos también que el valor que adquiere dicho indicador, es decir, 35 días, se encuentra dentro de los rangos que presentan otras empresas del rubro. ¿Estamos en condiciones de decir que esta variable está controlada y no requiere de mayor análisis?

Obviamente la respuesta es negativa, ya que hay muchos otros factores a considerar. Uno de ellos, y muy relevante en lo que se refiere a las cuentas por cobrar es la estacionalidad. Generalmente, las ventas no son iguales en todos los meses, es por ello que si efectuáramos nuestro análisis en épocas de mayor actividad seguramente los valores de las cuentas por cobrar serían más elevados que si los efectuáramos en épocas de menor actividad. El efecto de la estacionalidad se puede contrarrestar considerando el segundo método de cálculo propuesto – el que hace referencia a los subperíodos. Si se utilizara el primero de los métodos, la sugerencia sería efectuar bechmarking contra mismos subperíodos de períodos anteriores.

Otro de los factores a considerar, al que nos venimos refiriendo a lo largo de este trabajo, es la evolución. No alcanza solo con que nuestro indicador adquiera un valor aceptable al compararlo con otras empresas del rubro, adicionalmente se debe analizar su tendencia a lo largo del tiempo. Si, como en el ejemplo, el indicador alcanza 35 días pero históricamente era de 30 días, pues bien, habrá que entender las causas que llevaron a la nueva situación y tomar medidas correctivas si fuera necesario.

Adicionalmente, los días de cobranza en la calle se podrían complementar con análisis de antigüedad o “ageing”, como mencionábamos en el capítulo “3.2.

Interpretando el Balance”. Éste se realiza clasificando los documentos que componen las cuentas por cobrar de acuerdo a su antigüedad, pudiendo considerar como antigüedad tanto el tiempo transcurrido desde la emisión de las facturas así como el tiempo transcurrido desde el vencimiento de las mismas.

Y este punto sería interesante ilustrarlo con el siguiente ejemplo, donde la Empresa A y la Empresa B poseen exactamente la misma cantidad de días de antigüedad promedio medida ésta desde la fecha de emisión de la factura. ¿Podremos decir que desde el punto de vista del riesgo de incobrabilidad la Empresa A y la Empresa B se encuentran en igualdad de condiciones?

Una vez más, la respuesta es “no necesariamente”. La Empresa A podría tener como política otorgar plazos más holgados que la empresa B, por lo que si el indicador de antigüedad promedio desde la fecha de emisión de la factura fuera el mismo para ambas empresas, el riesgo de incobrabilidad de la empresa B sería mayor, ya que en promedio los clientes demorarían más tiempo en pagar sus facturas vencidas que la Empresa A. Lo que se suele hacer a efectos de neutralizar este efecto y poder evaluar el riesgo de incobrabilidad es calcular la antigüedad considerando el tiempo transcurrido a partir del vencimiento de las facturas.

También en el caso de estos indicadores de rotación y antigüedad, como se menciona en la sección 3.2.3 del capítulo “Interpretando el Balance”, hay que profundizar el análisis por cliente, por canal de distribución, por vendedor, etc, de manera de comprender el comportamiento de cada uno de estos grupos y poder identificar situaciones que merecen ser analizadas con profundidad de manera de tomar las medidas correctivas necesarias. Porque si bien en su conjunto la Empresa podría presentar indicadores de rotación y antigüedad satisfactorios, no necesariamente podríamos decir lo mismo de cada uno de sus clientes, canales de distribución, vendedores, etc.

Una vez más, hay que ir más allá de los números.

3.3.6 Indicadores de Rentabilidad

Muchas veces se suelen fijar benchmarks relacionados con rentabilidad. Por ejemplo se monitorean los crecimientos en ventas, o en utilidades, o inclusive se puede fijar la rentabilidad neta como una meta.

Cuando trabajamos con benchmarks de rentabilidad que están relacionados con análisis del tipo horizontal, es decir, que en cierta forma efectúan comparaciones entre distintos períodos, como crecimientos, debemos estar atentos.

A efectos de ahondar lo dicho en el párrafo anterior, supongamos que estuviéramos analizando el indicador crecimiento en Ventas, es decir:

$$\text{Crecimiento de Ventas} = \frac{\text{Ventas período actual}}{\text{Ventas período anterior}} - 1$$

Y que el benchmark fuera 10%.

Lo primero que deberíamos conocer es si ese benchmark está referido a crecimientos en moneda constante o en moneda corriente, o en moneda local o en moneda extranjera. Como vimos con mucho detenimiento en el capítulo 3.1 “Interpretando Resultados”, no necesariamente es lo mismo crecer 10% en moneda local que en alguna moneda fuerte como el dólar estadounidense.

A modo ilustrativo, si el benchmark estuviera intencionado para medir crecimientos en dólares por ejemplo, y calculáramos nuestros crecimientos en moneda local, en contextos inflacionarios los indicadores resultantes superarían ampliamente las metas.

Por lo tanto, el no comprender integralmente cómo se calculan los indicadores de rentabilidad, en el ejemplo el crecimiento en ventas, podría llevarnos a cometer errores de interpretación de considerable relevancia.

Si bien cuando los indicadores están relacionados con análisis del tipo vertical no solemos tener estas situaciones que podrían llevarnos a conclusiones no acertadas, sí se plantean otros aspectos distorsivos a tener en cuenta como la estacionalidad.

Tomemos el caso del indicador de rentabilidad neta:

$$\text{Rentabilidad neta} = \frac{\text{Resultado neto}}{\text{Ventas}}$$

Recordemos que en empresas con altos niveles de estacionalidad, la rentabilidad neta tiende a alcanzar niveles más elevados en ciertos períodos que se corresponden con los de mayor actividad y valores más bajos en otros. Esto es así debido a que los costos fijos, como por ejemplo la dotación de personal, no se modifican ante cualquier cambio de los niveles de venta.

Por lo tanto, al medir indicadores de rentabilidad no deberíamos dejar de tener presente este aspecto. Sería recomendable, a efectos de generar comparaciones, considerar o bien el mismo período del año anterior, por ejemplo la rentabilidad neta de un determinado mes con relación a la rentabilidad neta del mismo mes pero del año

anterior, o bien tomar períodos móviles que abarquen el ciclo de estacionalidad, por ejemplo los últimos doce meses comparados con los doce meses inmediatamente anteriores a éstos.

Una vez más, como hemos podido ratificar a lo largo de este capítulo, al analizar indicadores debemos comprender exactamente qué intentan medir, desglosarlos, ir más allá de los números.

3.4. INTERPRETANDO PROYECCIONES

Los estados financieros no sólo ayudan a entender el pasado, sino que además constituyen un punto de partida para desarrollar un plan financiero a futuro. Es en este punto donde se requiere que las finanzas y la estrategia se integren.

Es determinante contar con una comprensión exhaustiva del presente, teniendo en cuenta las consideraciones mencionadas en los capítulos precedentes, para obtener proyecciones satisfactorias.

Errores de interpretación acerca de la situación presente, producto de no haber profundizado el análisis de la información contable y financiera, podrían conducirnos a elaborar proyecciones absolutamente alejadas de la realidad.

3.4.1. Planeamiento

Las buenas prácticas de gerenciamiento empresarial no se basan exclusivamente en la información histórica de los hechos económicos ocurridos. Una parte relevante del sistema decisorio lo constituye el proceso de planeamiento. Pensemos por ejemplo, en la importancia de planificar niveles de capital de trabajo adecuados en función de las expectativas de venta, de prever que el equipamiento técnico que se espera adquirir o construir tenga relación con los planes de producción, de proyectar una estructura de gastos indirectos compatible con volumen de la operación esperado, etc.

Un adecuado sistema de proyección financiera y operativa resulta imperativo para una marcha equilibrada del negocio. Si nuestras proyecciones de venta son excesivas, generaríamos costos financieros por mantener inventarios ociosos; si ellas resultaran demasiado conservadoras podríamos generar faltantes de stock con el consiguiente costo de oportunidad por ventas no ejecutadas.

Si las expectativas de volumen de ventas son demasiado prudentes podríamos no contar con la suficiente capacidad operativa para producir lo que finalmente se venda y en caso contrario, podríamos estar inmovilizando capital en equipamiento ocioso.

Una estructura de gastos fijos significativa podría resultar costosa si las proyecciones de Ventas y los márgenes esperados resultan insuficientes.

Tengamos presente que un objetivo que nos planteamos al enunciar este trabajo era identificar situaciones que no resultan tan evidentes a la observación preliminar, tanto respecto de la información sobre hechos históricos como respecto de la proyección de operaciones. A esto último me referiré en este punto.

El volumen de ventas proyectado es una de las variables más críticas a determinar al momento de encarar un proceso de planeamiento financiero. Esta variable es la llave para determinar la escala de nuestra operación en un sentido amplio; el nivel de estructura indirecta que la Empresa puede soportar, la necesidad de incorporar nuevo equipamiento, la necesidad de entrenar personal de supervisión de la producción, el nivel de precios que se requiere para superar el punto de equilibrio, etc.

No es inusual que, a pesar de la criticidad de esa variable, las Empresas proyecten volúmenes de venta simplemente basándose en series históricas y –en todo caso- agregando un crecimiento porcentual, que más que el fruto de un análisis profundo, surge de una expresión de deseos.

Cabría preguntarnos: ¿qué elementos adicionales a la información financiera histórica pueden ayudarnos a proyectar la demanda futura de nuestros productos? Sin pretender identificar todos esos elementos, que son numerosos, me parece importante mencionar unos pocos al solo efecto de enfatizar la hipótesis rectora de este trabajo: “los números son necesarios pero no suficientes para un adecuado análisis financiero”, del cual el sistema de planeamiento es parte fundamental.

Por ejemplo, el crecimiento del volumen de ventas normalmente tendrá una correlación con el crecimiento esperado del PBI del país, específicamente en nuestra rama de producción. Resulta claro que no necesariamente el porcentaje de crecimiento esperado para nuestros productos debe igualar dicha variable macroeconómica; la correlación mencionada de ninguna manera es lineal, pero es un factor a tomar en cuenta.

Si las proyecciones de Producto Bruto en nuestra rama de actividad suponen un crecimiento inter-anual de 10%, no necesariamente esa será la pauta para proyectar nuestro incremento de ventas. Sin embargo, deberíamos tener presente que si nuestro incremento proyectado difiere sustancialmente del cambio esperado en el PBI, ese incremento llevará implícita la presunción de que nuestra participación en el mercado crecerá o caerá, ya que el Producto Bruto Interno sectorial resulta de agregar las ventas de todas las Empresas que participan de esa rama de producción.

En consecuencia, aun teniendo presente que la correlación no es lineal, sí debería existir una explicación para discrepancias sustanciales entre ambas variables.

Resulta obvio que en la evaluación de esa correlación debe considerarse la participación que tiene nuestra actividad exportadora en nuestra estructura de ventas, ya que ella no formará parte de nuestra participación en el mercado local.

A modo ilustrativo, imaginemos la siguiente situación:

Variable	Año actual	Año proyectado	Crecimiento proyectado
Producto Bruto del Sector (M \$ moneda constante)	50.000	52.500	5%
Ventas de nuestra Empresa ((M\$ Moneda Constante)	10.000	13.500	35%

En este ejemplo (deliberadamente extremo), observamos que no existe una correlación cercana entre la proyección de crecimiento de Producto Bruto a nivel nacional (en nuestra rama de actividad) y las estimaciones de venta que incorporamos a nuestro proceso de planificación financiera para el próximo año.

El ejemplo mencionado muestra que nuestra participación en el mercado en el año actual es del 20% (\$ 10.000 vs \$ 50.000). Si las proyecciones que efectuamos fueran correctas, estaríamos suponiendo que nuestra participación en el mismo mercado el año próximo crecería a casi el 26%. (\$ 13.500 vs \$ \$ 52.500).

Debe entenderse que un crecimiento de 6 puntos porcentuales en la participación en el mercado en un año representa una cifra casi imposible no mediando circunstancias especiales, como podría ser el retiro de un competidor importante del mercado o la incorporación de productos sumamente novedosos que alteren el equilibrio del mercado, entre otras. Por lo tanto, no mediando tales circunstancias, deberíamos considerar más acabadamente la razonabilidad de nuestra proyección de ventas.

Este ejemplo sería diferente si la incidencia de las exportaciones en nuestras ventas fuera significativa, y si hubiera condiciones que explicaran el crecimiento de las ventas a destino externos. Por ejemplo, si incorporáramos un nuevo destino, o si incorporáramos nuevos productos a la demanda externa de clientes ya existentes, o si el valor en moneda local de dichas exportaciones creciera significativamente con motivo de una revalorización fuerte de la moneda en la que exportamos respecto de la moneda local.

Variable	Año actual	Año proyectado	Crecimiento proyectado
Producto Bruto (M \$ moneda constante)	50.000	52.500	5%
Ventas locales de nuestra Empresa (M\$ Moneda Constante)	7.000	7.500	7%
Exportaciones (M\$ Moneda constante)	3.000	6.000	100%
Total Ventas proyectadas	10.000	13.500	3.500

El cuadro precedente refleja la situación mencionada. En este caso, el aumento proyectado de 35% sí podría ser razonable, ya que se basa en un cambio significativo de nuestra demanda externa, la que podría estar influida por múltiples efectos, como los citados en el párrafo precedente, que no alterarían significativamente el porcentaje de participación de nuestra Empresa en el mercado local.

Habiendo hecho estas consideraciones, podríamos concentrarnos específicamente en el porcentaje de participación en el mercado local que nuestra empresa tiene (y tendrá según nuestras proyecciones). Veamos algunos ejemplos de aspectos que impactan en la evolución de nuestra participación:

1) ¿Se espera la introducción de nuevos “jugadores” en el mercado local? Supongamos que somos propietarios de un establecimiento de autoservicio de productos de consumo masivo. Supongamos además, que ese mercado se encuentra atomizado y que existen muchos establecimientos similares al nuestro adecuadamente distribuidos en diferentes barrios de la ciudad. Ello implica que nuestra participación en el mercado se sustenta en consumidores que viven o trabajan en la zona geográfica cercana a nuestro establecimiento.

Imaginemos ahora que tomamos conocimiento de que una cadena internacional de supermercados planea expandirse en nuestro país (o ciudad), instalando establecimientos de autoservicio de menor tamaño para servir las necesidades más inmediatas de consumo de los barrios en los que se instale.

Nuestras proyecciones deberían tomar en cuenta esta situación, ya que claramente nuestra participación en las preferencias de nuestros consumidores se “dividirán” en alguna medida entre más competidores.

2) ¿Tenemos conocimiento de que algún competidor planea retirarse del mercado? Siguiendo con el ejemplo precedente, podríamos considerar una situación opuesta. Por ejemplo, una cadena de autoservicios que planea dejar esta actividad para concentrarse en el mercado mayorista.

3) ¿Preveamos acciones comerciales nuestras o de nuestros competidores que puedan alterar el equilibrio actual de participación? Una muy intensa actividad publicitaria suele tener impacto significativo sobre las ventas de una Empresa. Algunas veces, esas campañas alteran la venta de todas las Empresas participantes del mercado, ya que impulsan el consumo de determinados productos. Pero otras veces, especialmente cuando se trata de campañas de tipo institucional o dirigidas muy fuertemente a resaltar una marca, ese impulso se concentra en la Empresa que generó la campaña, alterando en alguna medida el equilibrio del mercado.

Esta situación no se refiere exclusivamente a la intensificación de acciones publicitarias. A veces se trata de una modificación en el proceso de inducción comercial de los competidores. Por ejemplo, pasar de un esquema de promociones

directas a los consumidores a otro basado en promociones a los eslabones de la cadena de distribución, o viceversa.

4) Obviamente que la previsión de esas acciones comerciales no es fruto únicamente de inteligencia comercial. Es necesario efectuar detallados análisis financieros para dar certeza a esa inteligencia. Por ejemplo, si fuera nuestro departamento comercial quien planea esas acciones, deberíamos estar seguros de que la fortaleza financiera de la Empresa permite dichas acciones. Y si bien nuestro conocimiento respecto de la fortaleza financiera de nuestros competidores es limitado, también deberíamos tratar de inferirla para dar certidumbre a las presunciones de las acciones mencionadas en el ejemplo. Por ejemplo, si las Empresas que participan en nuestro mercado son de dimensión similar a la nuestra, es esperable que su fortaleza financiera resulte parecida. Pero si los productos o segmentos en los que competimos resultan marginales para nuestros competidores, entonces es más probable que ellos tengan capacidad financiera incremental para disputarnos el mercado, ya que podrían subsidiar el segmento en el que competimos a través de los resultados de otros segmentos en los que no participamos.

5) Otra consideración relevante a tener en cuenta para evaluar nuestra participación en el mercado como elemento de proyección de nuestras ventas es la característica de nuestro sistema de distribución y la de nuestros competidores. Por ejemplo, si nuestra Empresa llega al consumidor final a través de una cadena de mayoristas, y planea modificar ese esquema de distribución drásticamente, nuestra participación en el mercado podría modificarse en forma considerable. No es lo mismo tener un esquema de distribución a través de pocos clientes mayoristas que venden a minoristas que venden a consumidores, que llegar directamente el comercio minorista.

Hasta aquí hemos hecho referencia a la participación en el mercado como mecanismo para evaluar nuestras proyecciones de ventas.

Pero, además de la porción del mercado que lograremos atraer, deberíamos estar en condiciones de analizar el mercado total en el que nos desenvolveremos en el período que proyectamos.

Para ello es relevante evaluar las variables financieras proyectadas para la economía en general.

Por ejemplo ¿cómo evaluamos la evolución de la tasa de interés en el mercado financiero? Normalmente, nuestros colegas del área comercial, responsables de la proyección del volumen y precio de nuestras ventas toman en consideración cuestiones relacionadas con el mercado, pero no son tan propensos a considerar determinadas variables macroeconómicas, y esperan del área financiera asesorarlos respecto del impacto de ellas. Pensemos que en general, una alta tasa de interés induce a reducir stocks en la cadena de distribución, por el alto costo financiero de inmovilizar fondos para mantener inventarios. Si se previera una situación de tasas de interés crecientes, podríamos imaginar una disminución de stocks en la cadena de distribución,

lo que haría–aun incrementándose el consumo de nuestros productos- que nuestras ventas no aumenten o lo hagan en menor medida.

Como puede apreciarse, sólo para pensar la primera variable de nuestro proceso de planeamiento, el volumen de ventas en unidades, debemos responder numerosos interrogantes que por supuesto no se agotan en los mencionados. Vemos entonces que el proceso es mucho más complejo que agregar un determinado porcentaje de crecimiento al volumen del año inmediatamente anterior, o continuar con la tendencia de una serie histórica.

Otra variable de enorme criticidad es el precio unitario de nuestros productos durante el período a proyectar. Con ella también podríamos plantearnos numerosos interrogantes. No es tan sencillo como simplemente aplicar la tasa de inflación proyectada. Un ejercicio de proyección serio, debe incorporar – además del crecimiento general de precios esperado para la economía- otros factores, algunos externos y otros internos.

Por ejemplo:

¿Será expansiva o restrictiva la política monetaria y fiscal de la economía? La capacidad financiera de quienes consumen nuestros productos no es ilimitada. Si la carga fiscal de la población se incrementa, probablemente parte de su capacidad financiera que antes se destinaba al consumo ahora deba destinarse al pago de impuestos. Y una manera de compensar esa menor capacidad de consumo es reduciendo nuestros precios de venta en términos relativos. Si la política monetaria es expansiva, probablemente se impulsará un proceso inflacionario, que impactaría también en nuestros costos y precios.

¿Las políticas macroeconómicas tenderán a incentivar el crédito de consumo, o –por el contrario- lo desalentarán para reducir los niveles de inflación? Una política que tienda a incentivar el consumo, seguramente permitirá mayor flexibilidad para incrementar precios, ya que la mayor demanda suele favorecer la mejora de los precios de la Empresa.

¿Cuáles son los lineamientos estratégicos de nuestra empresa respecto de inversión? Por ejemplo, una decisión estratégica que favorezca la capitalización de la Empresa podría permitirnos una política comercial agresiva en precios, reduciéndolos en términos reales con el objetivo de ganar participación de mercado.

De igual manera que numerosos elementos no financieros influyen en nuestras proyecciones de venta, también numerosos factores impactan en nuestras proyecciones de costos salariales y costos indirectos de producción. No deberíamos recurrir a la simpleza de basarnos únicamente en una serie histórica aplicando un factor de crecimiento que tome en cuenta básicamente la inflación esperada.

Deberíamos tomar en cuenta otros factores, como por ejemplo niveles esperados de desocupación global de la economía, ya que ellos influirán seguramente en los costos salariales, pues mayores niveles de ocupación requieren mayores escalas salariales promedio para retener personal calificado.

Asimismo, deberíamos comprender acabadamente los cambios tecnológicos que podrían afectar nuestros costos de producción, ya que la tecnología impacta directamente los requerimientos de personal y por ende los niveles de productividad.

Deberíamos entender claramente nuestra estructura de costos fijos, variables y semifijos para proyectar con la mayor certidumbre los costos de producción.

Y así podríamos continuar con otras variables que requieren ser proyectadas, entre ellas:

- ¿Qué nivel de capital tendremos disponible para afrontar las decisiones de gastos de producto (publicidad, promoción, etc.) que se proyectan?
- ¿Cómo evolucionarán nuestros gastos de financiación en función de las necesidades de capital de trabajo y de incorporación de equipos que la operación proyectada requiera?
- ¿Qué tamaño de estructura administrativa se requerirá en función del volumen de operación esperado y del marco regulatorio que se espera estará vigente?

En resumen, demasiados interrogantes, demasiadas variables no implícitas en la información histórica, demasiadas variables externas e internas que impactarán en nuestras proyecciones. Podrían tener todas ellas efectos compensatorios, pero también podrían ellas variar en una misma dirección haciendo inútiles nuestros esfuerzos de anticipación.

Finalmente, creo importante hacer una breve consideración respecto del planeamiento estratégico, ya que un proceso adecuado en este sentido ayuda a orientar el planeamiento financiero, al alinear los objetivos y proyecciones de corto plazo con estrategias de más largo plazo.

Es frecuente notar una gran simplificación conceptual con referencia al marco estratégico que la Empresa proyecta. Muchas veces las decisiones estratégicas correctas no suelen ser aquellas que resultan de razonamientos lineales.

Tal como mencioné cuando me referí al esquema de planeamiento financiero de corto plazo, el proceso de planeamiento estratégico no debería basarse en consideraciones “lógicas” únicamente. Esas consideraciones son necesarias, pero nunca suficientes. Una decisión basada en razonamientos lineales o meramente basados en la percepción empresarial podría resultar equivocada si no se toman en cuenta otras consideraciones. Entre ellas, podríamos mencionar el costo de las decisiones estratégicas, ya que aun siendo ellas las que a priori resultan recomendables, la relación de costo/beneficio de éstas podría inducir a caminos diferentes.

En fin, quisiera insistir en la importancia de no limitar el proceso de Planeamiento a razonamientos lineales basados en decisiones “lógicas”, o en series contables históricas.

Un razonamiento “lógico” indicaría que deberíamos proyectar mayores recursos financieros para apoyar productos o líneas de productos que participan de un mercado en crecimiento sostenido ya que existen altas probabilidades de incrementar nuestros beneficios tomando una parte de crecimiento del mercado. Sin embargo, este razonamiento sólo se sostendría si los mayores recursos necesarios para apoyar esa decisión son razonables en función de los beneficios esperados. Y con este concepto, nos vamos encaminado al tema de la siguiente sección, el análisis de proyectos de inversión.

3.4.2. Análisis de Proyectos de inversión

No pocas veces como Administradores Financieros llegarán a nuestras manos proyectos de inversión.

Siempre debemos tener presente que los accionistas desean invertir en proyectos que maximicen su riqueza, pero para poder establecer si algún proyecto determinado cumple con esta premisa debemos utilizar distintas técnicas.

Una de ellas es el “valor presente neto”. Recordemos que, siempre teniendo en consideración el principio básico de las Finanzas que establece que un dólar hoy vale más que un dólar mañana, el valor presente neto de un proyecto se obtiene descontando los flujos esperados del proyecto con una tasa de descuento que será equivalente a la tasa de rendimiento ofrecida por otras inversiones equivalentes en el mercado de capitales y restando la inversión inicial.

Expresado en fórmulas:

$$VPN = C_0 + \frac{C_1}{(1+r)} + \frac{C_2}{(1+r)^2} \dots + \frac{C_n}{(1+r)^n}$$

Donde:

- C_0 es el flujo de efectivo ocurrido en el tiempo 0 (o sea hoy), que por lo general será un número negativo.
- C_1 es la suma esperada en el tiempo 1.
- C_n es la suma esperada en el tiempo n.

- r es la tasa de rendimiento, en otras palabras, la compensación que los inversionistas exigen por aceptar un pago atrasado.

Ahora, si bien sabemos que los flujos a descontar deben ser aquellos que sean incrementales, muchas veces existen situaciones en las que es fácil cometer errores. Por ello, al ir “más allá de los números”, deberíamos tenerlas presentes.

Uno de los aspectos a considerar son los costos hundidos. Por definición, un costo hundido es un costo que ya se pagó o respecto al cual ya se ha contraído la responsabilidad de pagar. Dicho costo no puede cambiar por la decisión de aceptar o rechazar un proyecto hoy. Por lo tanto, los costos hundidos deben ser excluidos de nuestro análisis. Son ejemplos de costos hundidos, por ejemplo, los honorarios de una consultora que hayamos contratado para realizar un estudio de mercado.

Muchas veces, al considerar costos incrementales, se piensa solamente en costos que requieren ser erogados. Pero no debemos dejar de considerar en aquellos casos en que no se requiera efectuar erogación alguna, situaciones en las cuales la utilización de un recurso implique renunciar a un beneficio. Por ejemplo, si para llevar a cabo un proyecto necesitamos de un galpón con el que ya cuenta la empresa, deberíamos incluir en los flujos proyectados el valor que podría representar el alquiler de dicho galpón.

Los efectos colaterales, tanto positivos como negativos, tampoco deben dejar de incluirse. Por ejemplo, si debido al lanzamiento de un nuevo producto, disminuyen las ventas de otro producto ya existente, esa baja en ventas debería considerarse.

Recordemos que un proyecto requerirá que la empresa invierta en capital de trabajo neto además de los activos a largo plazo. Por ejemplo, un proyecto por lo general requiere una cierta cantidad de efectivo disponible para pagar los gastos que se presenten. Además requerirá de una inversión inicial en inventarios y cuentas por cobrar. Parte de este financiamiento estará aportado por los proveedores (cuentas por pagar) pero el saldo, que es lo deberá proveer la empresa, es la inversión en capital de trabajo neto, que obviamente debe ser considerada en el proyecto.

De más está recordar que no debemos incluir los intereses pagados o cualquier otro costo de financiamiento, ya que éstos son un componente del flujo de efectivo para los acreedores, no del flujo de efectivo de los activos.

No constituye el objeto de este trabajo profundizar en el análisis del riesgo, sin embargo, dado que la tasa de descuento es crucial a la hora de evaluar proyectos de inversión, realizaremos una reseña sobre este punto, siempre para permitirnos ir más allá de los números y no aceptar fórmulas o parámetros “mágicos” sin cuestionarlos desde un punto de vista constructivo.

La noción de que cada empresa sólo necesita una tasa de descuento o costo de capital está muy extendida. Sin embargo, no debemos aferrarnos rígidamente a esta idea.

La tasa de descuento a aplicar para distintos proyectos de una empresa no necesariamente debería ser la misma para todos los proyectos que estemos evaluando. Cada proyecto debería evaluarse de acuerdo a su propio costo de oportunidad del capital, que será más alto que costo de capital de la empresa si el proyecto es más riesgoso que el negocio existente en la compañía y por el contrario, será más bajo si el proyecto en cuestión es menos riesgoso.

Es por ello que sería saludable, que al momento de analizar proyectos de inversión tengamos esto presente, pudiendo establecer tasas como por ejemplo las que se muestran a continuación, para una empresa cuyo costo de capital es 15%:

Categoría	Tasa de descuento
Inversiones especulativas	Costo de capital de la empresa + 15 puntos
Productos nuevos	Costo de capital de la empresa + 5 puntos
Expansión del negocio actual	Costo de capital de la empresa
Reducción de costos, tecnología conocida	Costo de capital de la empresa menos 5 puntos.

Si considerásemos un único costo de oportunidad para evaluar todos los proyectos de la Empresa, seguramente rechazaríamos muy buenos proyectos de bajo riesgo y aceptaríamos proyectos no tan buenos de alto riesgo.

Habiendo hecho estas consideraciones, vendría a cuenta recordar cómo se determina el costo de capital de una empresa, también conocido por WACC por sus siglas en inglés “Working Average Cost of Capital”.

Definimos el costo de capital de una empresa como “el rendimiento esperado de un portafolio que contiene todos los títulos existentes de la empresa”.

Habitualmente ese portafolio incluye deuda y capital propio. Por lo tanto el costo de capital se calcula como una mezcla entre el costo de la deuda, es decir la tasa de interés, y el costo de capital propio o sea la tasa de rendimiento esperada exigida por los inversionistas en el capital ordinario de la empresa:

$$\text{Costo de capital de la empresa} = \frac{\text{deuda}}{\text{deuda} + \text{capital propio}} r_{\text{deuda}} + \frac{\text{capital propio}}{\text{deuda} + \text{capital propio}} r_{\text{capital propio}}$$

r_{deuda} , es decir, el costo de la deuda, es la tasa de interés sobre préstamos que exigen los acreedores.

En cuanto al $r_{\text{capital propio}}$, es decir el costo del capital propio, su determinación es un tanto más compleja. Los enfoques más utilizados para su cálculo son el del modelo de crecimiento de dividendos y el modelo de valuación de activos de capital (CAPM).

El modelo de crecimiento de dividendos expresa el valor de las acciones en término de los dividendos futuros que se espera pague la empresa. El pronóstico más sencillo es suponer que los dividendos futuros de la empresa crezcan a una tasa constante, g , para siempre. Por lo tanto, debido a que los dividendos esperados son una perpetuidad de crecimiento constante, se emplea la siguiente ecuación para calcular su valor presente:

$$P_0 = \text{Div}_1 / (r_{\text{capital propio}} - g)$$

Donde:

P_0 es el precio de la acción en el año 0.

Div_1 es el dividendo correspondiente al primer año.

$r_{\text{capital propio}}$ es el costo de capital propio

g es la tasa de crecimiento.

Reacomodando la ecuación anterior obtenemos que el costo del capital propio se podría calcular como:

$$r_{\text{capital propio}} = (\text{Div}_1 / P_0) + g$$

Al utilizar el modelo de crecimiento de dividendos, una vez más debemos apelar a nuestro principio rector de ir más allá de los números. Sugerimos resistir a la tentación de aplicar mecánicamente la fórmula a empresas que actualmente poseen tasas de crecimiento muy altas, ya que éstas rara vez se sostienen. Si así lo hiciéramos, estaríamos sobrestimando el costo de capital propio. Se sugiere en estos casos proyectar distintas tasas de crecimiento para distintos períodos o etapas.

Dijimos que otro enfoque utilizado para la determinación del costo de capital propio es el modelo de valuación de activos de capital o CAPM (en inglés “Capital Asset Pricing Model”). Este modelo tiene su origen en la década del setenta cuando tres economistas – William Sharpe, John Lintner y Jack Treynor – demostraron que en un mercado competitivo la prima de riesgo esperada de una acción varía en proporción directa con su sensibilidad a las variaciones de mercado, conocida como Beta.

Recordemos que las acciones con Betas mayores que 1 superan los movimientos del mercado, mientras que las acciones con Betas entre 0 y 1 se mueven en la misma dirección del mercado pero menos pronunciadamente.

Por lo tanto, el modelo CAPM expresado en fórmulas se vería como se indica a continuación:

Prima de riesgo esperada de la acción = Beta x Prima de riesgo esperada del mercado

$$r - r_f = \text{Beta} \times (r_m - r_f)$$

Siendo: r_m el rendimiento del mercado
 r_f el rendimiento de las letras del Tesoro Americano, es decir, las inversiones menos riesgosas cuya Beta por lo tanto equivale a 0
 r es el rendimiento que buscan los inversionistas para la acción en análisis

Despejando de la fórmula anterior podríamos obtener el costo del capital propio:

$$r_{\text{capital propio}} = r_f + \text{Beta} \times (r_m - r_f)$$

Otra vez debemos acudir a nuestro principio de ir más allá de los números. No es cuestión de reemplazar valores en la fórmula para obtener el costo del capital propio. A modo de ejemplo podemos citar la precaución que debemos tener al evaluar inversiones en el exterior.

Cuando evaluamos inversiones en el exterior debemos tener bien presente que las Betas miden el riesgo en relación con el portfolio del accionista. Si una empresa de capitales españoles evalúa proyectos de expansión de su planta situada en España, seguramente calculará su Beta con relación a las acciones del mercado español. Ahora bien, si el proyecto de inversión consiste en incorporar a su planta existente en España una planta de menor escala situada en los Estados Unidos, por ejemplo, la Beta a considerar sería distinta – más baja – ya que el mercado estadounidense estará menos vinculado a las fluctuaciones del mercado español.

Y como estas consideraciones para el cálculo de la Beta, hay muchas otras a tener en cuenta que nos estimulan a no quedarnos con recetas de fórmulas mágicas.

Habiendo hecho esta reseña del cálculo del valor presente neto y la tasa de descuento a considerar en su cálculo, avancemos con otras técnicas utilizadas para el análisis de proyectos de inversión.

Como sabemos, otra de estas técnicas frecuentemente utilizadas es la “tasa interna de retorno” (TIR) que se define como la tasa de descuento a la cual el valor presente neto de un proyecto es igual a cero. La regla de la tasa interna de retorno consiste en aceptar proyectos de inversión si el costo de oportunidad del capital es menor que la tasa interna de rendimiento.

Ahora bien, supongamos que debemos elegir entre dos proyectos y uno de ellos arroja una TIR más elevada que la del otro, y que ambas son mayores que el costo de oportunidad del capital. ¿Es suficiente para decir que el proyecto que posee la TIR más elevada debe ser el elegido? Veámoslo con un ejemplo.

Flujos de efectivo			
Proyecto	Flujo 0	Flujo 1	TIR
Proyecto A	-10.000	20.000	100%
Proyecto B	-20.000	35.000	75%

Si detuviéramos el análisis en la determinación de la TIR, seleccionaríamos el proyecto A sobre el B.

Calculemos ahora el VPN de estos proyectos, con una tasa de descuento del 10%:

$$\text{VPN Proyecto A} = -10.000 + 20.000/1,1 = 8.182$$

$$\text{VPN Proyecto B} = -20.000 + 35.000/1,1 = 11.818$$

Si en lugar del método de la TIR hubiéramos utilizado el método del valor presente neto habríamos optado por el proyecto B en lugar del proyecto A.

Pero entonces, ¿existe una contradicción entre los métodos?

Observemos que si volviéramos a calcular los VPN, pero ahora con una tasa de descuento mayor, por ejemplo 55%, la situación sería distinta:

$$\text{VPN Proyecto A} = -10.000 + 20.000/1,55 = 2.903$$

$$\text{VPN Proyecto B} = -20.000 + 35.000/1,55 = 2.581$$

En esta situación volveríamos a seleccionar el proyecto A, que presenta tanto TIR como VPN más elevados que el proyecto B.

Este efecto de que el método de la tasa interna de retorno “contradiga” los resultados que arrojaría el método del valor presente neto dependiendo de la tasa de

descuento aplicada cuando debemos seleccionar entre distintos proyectos, se produce como consecuencia de que la entrada y salida de efectivo no es homogénea a lo largo de los proyectos. Si todos los flujos del proyecto - en este caso solo de dos períodos - estuvieran distribuidos de la misma forma en ambos proyectos, esta aparente contradicción no se produciría.

¿Queremos entonces decir que la TIR no es un buen método para evaluar proyectos? Todo lo contrario, tenemos que ir “más allá de los números”. En los casos de análisis de proyectos se sugiere no limitar el análisis a una única metodología, sino calcular varias y entender las ventajas y desventajas de cada proyecto analizado.

En el ejemplo, con la tasa de descuento al 10%. Si hubiéramos limitado la selección del proyecto solamente a la determinación de la TIR, no habríamos dudado en elegir el Proyecto A, que presentaba una TIR más alta. Ahora, si nos hubiéramos limitado a calcular los VPN con esa tasa de descuento, el proyecto B habría sido el elegido. Pero aun así, y alejándonos de la lógica matemática pura porque de esto también se trata ir más allá de los números, tenemos que entender qué nos dicen esos flujos.

Tal vez el proyecto B tenga un VPN mayor, pero podríamos tener una limitación en el monto de la inversión inicial, por ejemplo.

¿O qué pasaría si tuviéramos limitaciones en el tiempo para recuperar nuestra inversión inicial?

Es aquí cuando entra en escena otro de los criterios que se suelen utilizar para evaluar proyectos. Nos referimos al “período de recuperación”.

El período de recuperación, recordemos, nos indica la cantidad de períodos que pasarán antes de que la acumulación del flujo de efectivo pronosticado sea igual a la inversión inicial.

Veamos el siguiente ejemplo:

Flujos de efectivo					
Proyecto	Flujo 0	Flujo 1	Flujo 2	Flujo 3	VPN(al 10%)
Proyecto A	-1000	1100	200	200	316
Proyecto B	-1000	0	800	4000	2.666

Si consideráramos en nuestro análisis solamente el valor presente neto, nos inclinaríamos por el proyecto B. Sin embargo, la elección no sería la misma si tuviéramos limitaciones en el tiempo que deberá transcurrir para poder recuperar nuestra inversión inicial. En el caso del proyecto A necesitaríamos solamente un período mientras que en el caso del proyecto B necesitaríamos llegar al tercer período.

Pero como venimos puntualizando, hay que efectuar el análisis desde múltiples perspectivas. El período de recuperación tiene algunas limitaciones, como por ejemplo, que en cierta forma ignora los flujos de efectivo después de la recuperación. Con esto queremos decir que si seleccionáramos proyectos exclusivamente teniendo en cuenta el período de recupero, los flujos que se sucederían luego del período de recuperación no tendrían ninguna incidencia en el análisis.

Otra limitación que tiene este método, es que asigna ponderaciones iguales a todos los flujos de efectivo antes del período de corte. Algunas empresas atenúan esta limitación descontando los flujos a valor presente antes de calcular el período de recuperación.

En fin, las distintas metodologías frecuentemente utilizadas para analizar proyectos de inversión tienen enfoques diferentes y complementarios. Como hemos venido mencionando a lo largo de este trabajo, hay que comprender las cifras, entender las situaciones desde todos sus aspectos, tener en cuenta las numerosas consideraciones que podrán estar afectando, una vez más...ir más allá de los números.

4. CONCLUSIÓN (ES)

A lo largo del presente trabajo hemos resaltado la importancia de la correcta interpretación de la información, destacando la necesidad de profundizar sobre la información contable y financiera para identificar distorsiones o sesgos que sólo resultan visibles luego de introducir visiones y análisis desde puntos de vista alternativos.

A esta altura ya estamos en condiciones de afirmar que nuestra recomendación de evitar dejarnos llevar por primeras impresiones no sólo es válida sino imprescindible. Sugerimos con firmeza trabajar la información financiera, desglosarla, incorporarla, ir más allá de los números para poder apreciar la realidad de una Empresa de forma integral y libre de interpretaciones desacertadas.

A continuación, resumimos algunas conclusiones particulares, que demuestran la veracidad de la afirmación del párrafo anterior:

Al interpretar Resultados:

4.1.1. Vimos que considerar solamente crecimientos nominales de los distintos conceptos que comprenden el cuadro de resultados no es suficiente para tener una idea acabada de la gestión de una Empresa, ya que no considerar variables macroeconómicas como la inflación o el tipo de cambio pueden distorsionar significativamente el análisis.

4.1.2. Comprendimos la necesidad de determinar los motores de crecimiento de las ventas, por ejemplo, identificando qué proporción de este crecimiento se atribuye al factor volumen para determinar si ganamos o perdimos mercado y qué proporción se atribuye al factor precio, de modo de establecer si fuimos capaces de trasladar los efectos de la inflación a los precios.

4.1.3. Concluimos que no existe una contribución marginal requerida para un determinado tipo de empresa, aunque tuviera igual nivel de personal, costos fijos y precio unitario que otras de la misma industria. La capacidad ociosa juega un papel primordial en el análisis, aunque no siempre es tenida en cuenta.

4.1.4. Vimos que no es lo mismo que los gastos y costos presenten un determinado incremento en moneda nominal en un contexto inflacionario que un contexto con niveles de inflación reducido a unos pocos puntos porcentuales. También que en un contexto devaluatorio no deberíamos esperar el mismo impacto en el crecimiento de estos costos y gastos cuando existen altos componentes en moneda extranjera, que cuando prácticamente no tienen incidencia.

4.1.5. Manifestamos que es crucial comprender la naturaleza de dichos costos y gastos: si son variables o fijos - ya que a mayor nivel de componentes fijos, más elástica será la variación de utilidades ante variaciones de volumen de ventas - o si son controlables o no controlables - ya que no podemos juzgar el desempeño de los responsables de las distintas áreas por costos que no son directamente controlables por ellos.

4.1.6. Planteamos la necesidad de aplicar factores de corrección de escala y de poder adquisitivo de la moneda a la hora de efectuar análisis de benchmarking de gastos, ya que de no hacerlo podríamos considerar como exitosas gestiones que no lo son, y viceversa.

4.1.7. A efectos de no caer en interpretaciones erradas al efectuar análisis de rentabilidad, destacamos la necesidad de incluir todos los ingresos y costos, no necesariamente los que surgen de la contabilidad tradicional (como por ejemplo la retribución de los dueños cuando éstos participan en la actividad principal de la Empresa). De igual forma, nos referimos a la importancia de tener en cuenta la estacionalidad y el criterio de distribución de gastos indirectos.

Al interpretar el Balance:

4.2.1. Concluimos en la importancia de llegar a comprender el nivel de exposición que activos y pasivos tienen a variables externas como la inflación - aun en casos donde la tasa anual sea muy baja- y al tipo de cambio. Con relación a este último no sólo sugerimos determinar la posición de exposición actual, sino además analizar la incidencia de moneda extranjera en ingresos y egresos de los próximos períodos, pues una situación actual favorable podría revertirse.

4.2.2. Planteamos los beneficios de desagregar las cuentas por cobrar en distintos subconjuntos de nuestro conjunto denominado Empresa, por ejemplo por cliente, por vendedor, por distribuidor, de manera de direccionar eficazmente nuestros esfuerzos, y medidas correctivas si fueran necesarias.

4.2.3. Comprendimos que no es la mejor práctica limitar el análisis de inventarios a conocer su magnitud, ya que no deberíamos dejar de tener presentes aspectos tales como el nivel óptimo de inventarios, la existencia de insumos críticos en cuanto su suministro y la obsolescencia a la hora de analizar este rubro del Balance.

4.2.4. Desarrollamos cómo en empresas de servicios profesionales, no efectuar una serie de pruebas de manera de validar el saldo de inventarios puede llevarnos a subvaluar o sobrevaluar ingresos en niveles muy significativos.

4.2.5. Reforzamos la idea de que debemos ir más allá de los números también cuando nos referimos a pasivos contingentes, pues es crítico conocer su potencialidad de ocurrencia, aun cuando las normas o prácticas contables del contexto en el que se desenvuelve la Empresa no requieran que tales situaciones sean identificadas en los Estados Financieros. De igual forma concluimos que efectuar un seguimiento del posible deterioro del valor llave es fundamental, de manera de incorporar los ajustes contables necesarios.

Al interpretar Indicadores Financieros y Operativos:

4.3.1. Entendimos que es recomendable no limitar el análisis a obtener los distintos indicadores tradicionalmente utilizados y compararlos contra un benchmark, ya que distintas empresas podrían presentar los mismos valores para ciertos

indicadores y aun así encontrarse en posiciones más o menos ventajosas frente a determinadas situaciones.

4.3.2. Vimos que no todas las empresas, aunque posean características similares, requieren necesariamente los mismos niveles de capitalización y por lo tanto debemos profundizar el análisis de los indicadores relacionados.

4.3.3. De igual forma que cuando nos referíamos a la interpretación del Balance, para los indicadores de rotación sugerimos realizar el análisis en forma desagregada a efectos de identificar dónde direccionar las acciones correctivas en caso que fueran necesarias, y nunca dejar de tener presente la estacionalidad.

4.3.4. Notamos que es fundamental tener presente la metodología de cálculo cuando trabajamos con indicadores de rentabilidad. Deberíamos saber si dichos indicadores están medidos en moneda constante o en moneda corriente, o en moneda local o extranjera, ya que de lo contrario podríamos cometer errores de interpretación de suma gravedad por todas las consideraciones desarrolladas en el capítulo “2.1. Interpretando Resultados” del presente trabajo.

Al interpretar Proyecciones:

4.4.1. Comprendimos que proyectar es un ejercicio mucho más complejo que simplemente aplicar una tasa de inflación a datos reales o continuar con una tendencia histórica. Un ejercicio de proyección serio, debería incorporar – además del crecimiento general de precios esperado para la economía- otros factores externos e internos, entre los cuales podemos mencionar la política monetaria y fiscal de la economía, si las políticas macroeconómicas tenderán a incentivar el consumo o cuáles son los lineamientos estratégicos de nuestra empresa respecto de la inversión.

4.4.2. Entendimos que no debemos ignorar que las distintas metodologías utilizadas para el análisis de proyectos presentan sus limitaciones o precauciones a tener en cuenta, como por ejemplo el especial cuidado en la determinación de la tasa de descuento a aplicar para la obtención del valor presente neto o la limitación del método del período de recupero que en cierta forma ignora los flujos de efectivo después de la recuperación.

4.4.3. Concluimos que no existe una metodología de análisis de proyectos de inversión que sea superior a otra, pues las distintas metodologías frecuentemente utilizadas poseen enfoques diferentes y complementarios. Por lo tanto, no deberíamos quedarnos con una de ellas sino extender nuestro análisis a otras metodologías.

En fin, la interpretación de la información contable y financiera de una Empresa es una tarea apasionante, que nos exige – afortunadamente- ir más allá de los números de manera de comprender claramente desde dónde venimos y hacia dónde vamos.

5. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- 5.1. Mario Biondi. **Contabilidad Financiera**. Errepar. Segunda Edición. Año 2006.
- 5.2. Brealey, Richard A.; Myers, Stewart C.; y Allen, Franklin. **Principios de Finanzas Corporativas. Novena Parte, La planeación financiera y la administración del Capital de Trabajo. Capítulo 30, Administración del Capital de Trabajo; 30.1. Inventarios, pgs. 820–823**. McGraw–Hill. Novena Edición.
- 5.3. Enrique Fowler Newton. **Análisis de Estados Contables. Capítulo 5, Análisis de la situación patrimonial**. La Ley. Cuarta Edición. Año 2011.
- 5.4. Charles T. Horngren; Gary L. Sundem; William O. Stratom. **Contabilidad Administrativa. Capítulo 2: Introducción al comportamiento del costo y las relaciones costo volumen**. México. Pearson Educación. Decimotercera Edición. Año 2006.
- 5.5. Carlos Mallo; Robert S. Kaplan; Sylvia Meljem; Carlos Giménez; **Contabilidad de Costos y Estratégica de Gestión. Capítulo 10, La decisión empresarial a corto plazo y su adaptación al largo plazo, El modelo costo – volumen de producción - beneficio**. Prentice Hall. Año 2000.
- 5.6. Robert F. Meigs; Jan R. Williams; Susan F. Haka; Marks S. Bettner. **Contabilidad. La base para las decisiones gerenciales. Capítulo 9, Activos Fijos y Depreciación**. McGraw - Hill. Undécima Edición. Año 2000.
- 5.7. Material suministrado por el Profesor Ricardo Anglada. Asignatura: **Decisiones de Inversión**; Documento: Conceptos Básicos para la Determinación del costo de capital – Una Aproximación Práctica; Segundo Cuatrimestre de 2014.

6. SOPORTE ELECTRÓNICO (C. D.)