

OBJETIVO BASICO FINANCIERO, FLUJO DE CAJA Y VALOR DE LA EMPRESA

Capítulo

1

Muchas son las preguntas que con respecto a la administración financiera se hacen todos aquellos que poco o ningún contacto han tenido con este tema. Por ejemplo, ¿qué es eso de las finanzas empresariales? ¿Qué papel juegan las finanzas en el alcance del éxito empresarial? ¿Quién es el administrador financiero de una empresa? ¿Qué relación tienen las finanzas con las demás actividades de la empresa? ¿Qué relación existe entre el entorno empresarial y las finanzas? ¿Cuáles son las funciones del gerente financiero?.

El propósito particular de este primer capítulo y en general de toda esta primera parte del texto, relacionada con la fundamentación financiera es, además de responder a las anteriores preguntas, proporcionarle al lector una visión panorámica de la administración financiera en la empresa

LA FUNCION FINANCIERA EN LA EMPRESA

La operación de las empresas implica llevar a cabo una serie de actividades o funciones que en términos generales podemos agrupar en cuatro categorías: Mercadeo, Producción, Recursos Humanos y Finanzas. Ello no significa que siempre deban existir departamentos o áreas con esos nombres o que en el primer renglón jerárquico no pueda haber más de cuatro áreas básicas, pues el diseño de la Estructura Organizacional depende de aspectos tales como el tamaño y tipo de actividad que desarrolle la empresa, su entorno, sus objetivos y estrategias, entre otros factores, todo lo cual determina la importancia relativa de las diferentes funciones.

Las actividades o funciones empresariales se pueden clasificar en cuatro grupos: mercadeo, producción, recursos humanos y finanzas.

Por ejemplo, una empresa que se desenvuelva en un mercado muy sensible a la tecnología deberá considerar como una de sus actividades claves la investigación y el desarrollo y esto implicará que en su estructura esta actividad se destaque como de primer nivel. En caso contrario dicha actividad podría aparecer como dependiente de la dirección de producción, en un nivel inferior.

Igualmente, términos como administración, planeación, sistemas, control, etc. no deben considerarse dentro del mencionado grupo de actividades fundamentales, sino como conceptos vinculados a éstas. Así, podemos hablar de administración de la producción, planeación de la producción, sistemas aplicados a la producción, control de la producción, etc.

Objetivos empresariales. El éxito de una empresa depende en gran medida de que en cada una de las cuatro áreas referidas al principio se alcancen unos objetivos básicos por los que sus directores deben responder y para cuyo cumplimiento toman decisiones apoyados en una serie de herramientas y técnicas propias de su área.

En la actividad de Mercadeo encontramos cómo el objetivo básico está definido por la *satisfacción de las necesidades de los clientes y consumidores más allá de sus expectativas*. Para su logro debemos conocer cuáles son los atributos que hacen que los clientes y consumidores se sientan realmente satisfechos. La evaluación y selección de dichos atributos no es similar para todas las empresas pues ello depende principalmente de su estrategia de posicionamiento lo cual incluye la combinación de dos elementos: La segmentación del mercado (mercado objetivo), y el grado de diferenciación que se quiere dar a los productos y servicios. En términos generales podemos afirmar que los *Atributos de Satisfacción* de los clientes y consumidores se relacionan con aspectos tales como precio, calidad, desempeño de los productos, servicio, etc. Además de la satisfacción de dichos atributos, los ejecutivos de mercadeo deben a su vez lograr otros objetivos complementarios o metas tales como volumen de ventas, participación en el mercado, canales de distribución, extensión de la línea de productos, etc. Herramientas tales como las técnicas de ventas, el manejo del punto de venta (merchandising), la publicidad y promoción y la investigación de mercados, entre otras, facilitan el logro de los mencionados objetivos.

El objetivo de la actividad de mercadeo es la satisfacción de los clientes y consumidores más allá de sus expectativas.

El propósito de este breve esquema de presentación de la actividad de mercadeo es sugerir que lo que intentaremos en este capítulo es definir *el Objetivo Básico Financiero (OBF)* de la empresa, los conceptos claves que giran en torno a este objetivo, las metas más importantes que se deben alcanzar para lograrlo y las herramientas que la gerencia tiene disponibles para ello. Dada la íntima relación que la actividad financiera tiene con las otras tres actividades mencionadas debemos, igualmente, dedicar una pocas líneas a los objetivos básicos de Producción y Recursos Humanos de forma que podamos entender por qué el alcance del OBF está condicionado al alcance de los otros tres objetivos básicos.

Producir cantidades óptimas en condiciones de eficiencia y eficacia, con la máxima calidad, el mínimo costo y en el momento oportuno es el objetivo básico que deben alcanzar los ejecutivos de producción. Esta combinación de conceptos es lo que comúnmente conocemos como *Productividad*. Aunque la lista de atributos de satisfacción mencionados para el alcance del objetivo básico de mercadeo aplica

El objetivo de actividad de producción es hacerlo en condiciones de máxima calidad, al mínimo costo y en el momento oportuno.

igualmente a la actividad de producción, aspectos tales como la funcionalidad y la oportunidad podrían también, agregarse a ésta. El logro de éste objetivo supone el alcance de metas tales como óptimos niveles de eficiencia de las personas y las máquinas, mínimos tiempos de ciclo, niveles mínimos de desperdicio, cero contaminación, etc. y para ello los ejecutivos de producción tomarán decisiones apoyados en herramientas tales como los estudios de tiempos y movimientos, la programación lineal, la estadística, el diseño y en general todas las que proporciona la Ingeniería Industrial.

Es importante tener en cuenta que al hablar de producción no estamos refiriéndonos únicamente a empresas manufactureras. Este término debe considerarse en toda su extensión, es decir, como producción de bienes y servicios. Esto sugiere que en una empresa de servicios se pueden identificar los costos asociados con ellos a partir del análisis y desagregación de las diferentes actividades que deben realizarse para su prestación, las que luego son asociadas con los costos que implica llevarlas a cabo. La técnica del Costeo Basado en Actividades (Costeo ABC), que se ilustrará en capítulo posterior, permitirá comprender la importancia de conocer lo que cuestan las diferentes actividades que se desarrollan en una empresa en aras de identificar ineficiencias que al corregirse facilitarían la optimización de los costos.

El objetivo de actividad de recursos humanos es el bienestar de los trabajadores.

Los ejecutivos de Recursos Humanos deben propender por alcanzar *crear las condiciones organizacionales para que los trabajadores puedan satisfacer sus necesidades*, lo que podemos resumir en un término: *Bienestar*. Entre los atributos de satisfacción que permiten medir el alcance de este objetivo están la estabilidad, el clima organizacional, la compensación, el reconocimiento, la capacitación y la recreación, entre otros. Para el logro de lo anterior los ejecutivos de RRHH recurren a la utilización de herramientas propias de su área tales como las técnicas de motivación y liderazgo, los estudios de salarios, los círculos de calidad, etc.

Deliberadamente se ha dejado para el final lo relacionado con el *Objetivo Básico Financiero*, pues justamente uno de los propósitos de este capítulo es analizarlo y relacionarlo con los otros objetivos que acabamos de describir. Ello nos permitirá comprender el alcance de la función de las Finanzas en la empresa, el rol del administrador financiero en este proceso y los conceptos fundamentales que soportan la teoría financiera empresarial.

EL OBJETIVO BASICO FINANCIERO (OBF)

Principalmente entre quienes poca relación tienen con las finanzas siempre ha existido la desprevenida tendencia a pensar que el principal objetivo financiero de una empresa es la maximización de las utilidades. Inclusive, es posible que desde que comenzó la lectura de este capítulo, usted ha estado pensando en esa forma. Esta es una creencia incorrecta. Cuando se establecen los objetivos empresariales, ellos determinan una especie de marco de referencia que guía la toma de decisiones y si el administrador enfoca sus decisiones cotidianas únicamente hacia el alcance de la máxima utilidad se corre el peligro de que con ellas no se garantice el futuro de la empresa, pues la maximización de las utilidades es un concepto cortoplacista.

No es correcto definir el objetivo básico financiero únicamente como la maximización de las utilidades.

Piense por un momento qué tipo de decisiones podría tomar un empresario que únicamente tuviera como objetivo maximizar sus utilidades, es decir, qué acciones le podrían garantizar el alcance de este propósito.

Con seguridad ya ha pasado por su mente una que a la mayoría de las personas normalmente se les ocurre en primera instancia: disminución de costos y gastos, que como alternativa mal enfocada puede conducir a decisiones tales como la utilización de mano de obra barata y poco calificada, utilización de materias primas de dudosa calidad, disminución de costos de mantenimiento y control de calidad, altos precios de venta, limitada prestación del servicio de posventa, poca inversión en publicidad, reducción de

personal, etc.

Y es posible que estas economías, si así pueden llamarse, lleguen a generar en un principio altas utilidades. Pero, ¿cree usted que una situación como la descrita puede ser sostenida en las actuales condiciones de competencia que enfrentan las empresas? Usted mismo responderá negativamente pues concluirá que mano de obra barata no calificada genera improductividad y deteriora la calidad, que las máquinas se desgastan rápidamente si no se les mantiene en forma adecuada y mucho más importante, que los clientes tarde o temprano terminarán optando por alternativas diferentes, es decir, emigrarán.

En estas condiciones es imposible para una empresa alcanzar dos importantes objetivos: *Crecer y Permanecer*¹.

En este punto de la explicación debemos reconocer que desafortunadamente nuestra cultura empresarial está muy inclinada a establecer como la principal prioridad la reducción de los costos y gastos, cuando existen dos alternativas más trascendentales en el sentido en que pueden tener un efecto más relevante en el alcance del Objetivo Básico Financiero; ellas son: la generación de ingresos y la eficiencia en el manejo de los recursos. Y ello es así porque la reducción de costos tiene un límite mientras que las otras dos alternativas ofrecen al gerente infinidad de opciones.

Eliyahu M. Goldratt en el capítulo 8 de su divertida obra *La Meta*, cuya lectura se recomienda, destaca la importancia de estas dos últimas alternativas sobre la de reducir los costos como única opción para mejorar el desempeño financiero. Nosotros abordaremos con más detalle el estudio de estas alternativas en los capítulos 8 y 9 dedicados al análisis de la Liquidez y la Rentabilidad respectivamente.

Veamos ahora un ejemplo un poco más sofisticado en nuestro proceso de definir el Objetivo Básico Financiero. Imaginemos el caso de una empresa que tradicionalmente ha abastecido el mercado con varios productos y en cualquier momento decide abandonar varios de ellos por dedicarse a producir los más rentables. Si bien esto podría mejorar las utilidades en el corto plazo, también podría abrir la posibilidad de que la competencia, aprovechando el vacío que representa el mercado no atendido con los productos menos rentables, dirija una estrategia de penetración hacia los demás clientes lo que a largo plazo implicaría una pérdida de participación en el mercado con los consecuentes efectos sobre la utilidades. Lo anterior sugiere que la decisión de eliminar líneas de productos debe ir más allá de la mera consideración de la utilidad que ellas producen y debe incluir otros factores de tipo estratégico que podrían conducir a la empresa a aceptar el sacrificio de utilidades en el corto plazo en aras de garantizar la permanencia y el crecimiento en el largo plazo.

De lo mencionado hasta aquí podemos concluir, en principio, lo siguiente:

- El Objetivo Básico Financiero (OBF), entendido como la maximización de la utilidades, no garantiza la permanencia y el crecimiento de la empresa
- La maximización de las utilidades por sí sola, es un concepto cortoplacista
- La obtención de utilidades debe obedecer más a una estrategia planificada a largo plazo que a la explotación incontrolada de la diferentes oportunidades que el mercado le brinda a la empresa
- El OBF debe visualizarse desde una perspectiva de largo plazo pues en muchos casos es posible que sacrificios de utilidad en el corto plazo contribuirían a garantizar las mencionadas permanencia y crecimiento.

Ya hemos visto cómo los objetivos de las diferentes funciones apuntan directamente hacia un grupo específico de personas interesadas en la empresa: los consumidores en el

El crecimiento y la permanencia son dos importantes objetivos que se logran si se alcanzan, igualmente, los demás objetivos que hemos definido, además del financiero.

CONCEPTO CLAVE
Prioridades empresariales

1. Generar ingresos
2. Eficiencia en el uso de los recursos
3. Reducción de costos

¹ En el capítulo 9 dedicado al análisis de la rentabilidad, en la sección denominada “el dilema del crecimiento” se explica por qué muchas empresas de nuestro medio están en la obligación de crecer para poder sobrevivir el ambiente competitivo actual.

caso de las actividades de mercadeo y la producción y los trabajadores en el caso de la actividad de recursos humanos. Cabe ahora preguntar, ¿en función de cuál grupo debería estar definido el objetivo financiero? La respuesta a esta pregunta nos ayudará a definir dicho objetivo.

El objetivo financiero debe visualizarse desde una perspectiva de largo plazo y debe definirse en función de los propietarios.

No cabe duda de que los accionistas o socios de la empresa son el grupo en función del cual debe estar definido dicho objetivo². Pero, ¿en qué términos? ¿Qué debe sucederles para que este objetivo se alcance? Otro ejemplo nos aclara esta situación.

Supongamos el caso de un negocio que consiste en explotar una vaca lechera. El dueño, como es lógico, obtiene su utilidad de la leche que ésta produce. Pero, ¿es el objetivo financiero principal lograr solamente la máxima producción de leche? Si se analiza esta situación desde el punto de vista del largo plazo podemos darnos cuenta que si la vaca produce crías se dará un fenómeno que no es propiamente un aumento de la utilidades sino más bien un medio para que éstas se incrementen en el tiempo y cuyo beneficiario, desde el punto de vista financiero, es el dueño. Dicho fenómeno se llama "*aumento de la riqueza*", que el propietario logra aún a costa de sacrificar utilidades en el corto plazo pues el nacimiento de una cría conlleva la disminución temporal de la producción de leche y por lo tanto de ingresos.

Apoyados en lo anterior podemos definir el **OBJETIVO BASICO FINANCIERO (OBF)**, como la maximización de la riqueza del propietario, o lo que es lo mismo: la maximización del valor de la empresa.

CONCEPTO CLAVE
Objetivo Básico Financiero (OBF)
 El OBF de la empresa es la maximización de su valor o lo que es lo mismo, la maximización de la riqueza del propietario

Pero todo esto no quiere decir que para que el accionista se beneficie del cumplimiento de este objetivo, debe ser a costa de sacrificar a los otros grupos mencionados antes. Por el contrario, si el valor de la empresa aumenta es porque también se están logrando los objetivos de Mercadeo, Producción y Recursos Humanos: hay empleados satisfechos que garantizan la producción de bienes y servicios de alta calidad, lo que a su vez permite mantener clientes satisfechos y por lo tanto leales, que al consumir los productos o servicios garantizan el alcance del OBF.

Ahora bien, ¿cómo puede determinar un accionista si su riqueza está aumentando? ¿Es decir, si el valor de la empresa se está aumentando? El valor de la acción en el mercado le dará la respuesta. Si éste aumenta, entonces también lo hace su riqueza y viceversa.

Pero el simple aumento en el valor de la acción no es argumento suficiente para afirmar que el valor de la empresa se está aumentando, es decir, que se está generando valor adicional para los propietarios. Se requiere además que dicho aumento se dé por encima de lo que ellos podrían obtener en otras alternativas de inversión, con riesgo similar al que supuestamente ellos consideran que corren con su empresa. Sobre esto hablaremos en el capítulo 9 dedicado al análisis de la rentabilidad.

En las sociedades anónimas con presencia en el mercado público de valores, el valor de mercado de la acción determina el alcance del OBF.

Sin embargo, el ejemplo que acabamos de utilizar no es el más apropiado para un medio como el nuestro, en el que las sociedades anónimas abiertas son justamente la excepción ya que ellas representan sólo una mínima parte de las empresas en operación y el mercado accionario como tal, además de pequeño no tiene la suficiente transparencia y dinamismo como para representar un segmento importante de la actividad económica, aunque no podemos dejar de reconocer que a pesar ello, la actividad bursátil es un importante termómetro de la economía.

¿Cómo determina, entonces, el propietario de una empresa que no es sociedad anónima abierta el alcance del OBF?

² Debe tenerse en cuenta que además de los clientes, trabajadores y propietarios, existen otros grupos interesados en la empresa, que de acuerdo con las características de ésta tendrán igual o menor importancia que los anteriores. Ellos son: proveedores de bienes y servicios, acreedores financieros, el Estado, la competencia, la comunidad y otros grupos de presión que eventualmente pueden afectar la toma de decisiones, como los ecologistas, la iglesia, las centrales obreras etc.

Este es un ejercicio complicado porque, por un lado y como se acaba de sugerir, la empresa no está en venta y por el otro porque el propósito de la valoración puede conducir a estimaciones diferentes. Aunque en general, podría decirse que en la medida en que haya otros inversionistas dispuestos a adquirir la propiedad de la empresa, la riqueza del propietario está aumentando. También están implícitas pues, aquí, las leyes de la oferta y la demanda que regulan el mercado y que en términos domésticos se resumen en el dicho popular de que las cosas no valen lo que el dueño estime o haya pagado por adquirirlas, sino lo que los demás están dispuestos a pagar por ellas.

Si retomamos de nuevo el caso de la acción encontraremos que el accionista al referenciar el valor de mercado de ésta, lo que está haciendo es ni más ni menos que referenciar el valor de la empresa, que teóricamente en ese momento es igual al valor de la acción multiplicado por el número de acciones en circulación.

El valor de mercado de la acción representa el valor de la empresa.

Lo anterior significa que el propietario de una entidad que no sea sociedad anónima con presencia en el mercado público de valores también debería referenciar el valor de su empresa para poder determinar si se ha alcanzado el OBF y es aquí donde enfrentamos un serio problema porque el ejercicio de establecer el valor de un negocio puede ser dispendioso y costoso dependiendo del tamaño y complejidad de la empresa.

Una aproximación al cálculo del valor de la empresa. Veamos cómo un sencillo análisis basado en el potencial de generación de utilidad y flujo de caja de la empresa puede permitirnos el cálculo de un valor tentativo de ésta, que al menos puede servir como base o punto de referencia metodológico en la elaboración del mencionado ejercicio³.

Supongamos el caso de un pequeño almacén de ropa a cuyo propietario le ofrecen comprarle el negocio y éste encuentra difícil determinar el precio a establecer.

Inicialmente podríamos pensar que el valor contable de los activos puede servirnos para la fijación de dicho precio. Pero este procedimiento tiene la gran limitación de que los activos están registrados por su costo original de adquisición y por lo tanto no reflejan su valor de mercado que es el que interesa.

Pero aún si tuviéramos el valor comercial o valor de mercado del activo, éste tampoco sería la medida exacta del valor de la empresa, ya que ésta vale por ser un negocio en marcha y no un negocio en liquidación. Quiere decir esto, que además del valor comercial del activo hay que añadir otro elemento intangible: el Good Will o Crédito Comercial del negocio, al que en algunas partes también se le denomina la "Prima del Negocio". ¿Cómo se estima el valor de este factor? Como ya dijimos, el potencial de generación de flujo de caja puede darnos la pauta.

Una empresa vale por ser un negocio en marcha.

Asumamos que el almacén le deja al dueño \$2.000.000 mensuales. Para poder utilizar esta cifra en la solución del problema debemos saber, además, lo que el propietario del almacén haría con el dinero a recibir, ya que todas las destinaciones alternativas implicarían una rentabilidad esperada diferente pues todas las actividades comerciales, industriales y de servicio representan riesgos diferentes y por lo tanto generan rentabilidades diferentes.

Para simplificar asumamos que el citado señor colocaría el dinero a interés en una entidad financiera que paga el 2,0% mensual. Esta alternativa que estamos citando se utiliza con frecuencia como medida de comparación a efectos de analizar este tipo de decisiones en pequeñas empresas ya que es una información de fácil consecución, pues al fin y al cabo se supone que la tasa de captación del mercado es aquella a la cual un inversionista puede en condiciones de mínimo riesgo colocar su dinero. Dicha tasa puede sufrir fluctuaciones en el tiempo como consecuencia de los diversos factores que

El valor de una empresa está afectado por la tasa de oportunidad de quien compra y quien vende.

³ No se pretende en esta parte del capítulo profundizar en los conceptos de Valoración de Empresas, los cuales son tratados con amplitud en el texto del mismo autor "Gerencia del Valor-Valoración de Empresas" que circulará en 1999.

afectan la economía.

Entonces, para determinar el valor que el propietario utilizará como punto de referencia en la fijación del precio de venta del almacén, lo que haremos será calcular un monto que colocado al 2,0% mensual produzca \$2.000.000, o sea $2.000.000/0,02 = \$100.000.000$

Lo anterior sugiere que el mínimo valor que el dueño estaría dispuesto a aceptar es 100 millones, ya que éstos colocados a la tasa de mercado producen los mismos \$2 millones que actualmente recibe en su negocio.

Pero, ¿son indiferentes las dos alternativas propuestas? Es decir, ¿es indiferente continuar con el almacén o recibir 100 millones y colocarlos al 2,0% mensual? Pensemos en lo que sucedería si la vendiera por el mencionado valor. El almacén, como negocio en marcha, ofrece la posibilidad hacia el futuro, de producir más de los \$2 millones mensuales que ahora produce y como consecuencia de ello aumentar su valor. El dinero en efectivo, en cambio, perderá valor como riqueza ya que estaría sometido al proceso económico de desvalorización debido a la inflación. Pero si la decisión del propietario es colocar el dinero a interés y no trabajar más, dicha desvalorización y la pérdida de oportunidad de aumentar el valor de lo que actualmente recibe es justamente el precio que él pagaría por el ocio, puesto que éste no es gratuito.

La decisión de vender o no por el valor de referencia obtenido dependerá, pues, de lo que el propietario pueda hacer con el dinero. Y esto sin considerar el potencial de crecimiento de las utilidades y flujo de caja que el negocio ofrece de acuerdo con su proyección futura, lo cual haría que el precio estuviera por encima de 100 millones. ¿Pero, cuánto más? Ahí está el verdadero problema de decisión, por los elementos de incertidumbre que están contenidos en ella y que cada inversionista analiza a su manera.

En el capítulo 14 en la sección dedicada a la valoración de acciones comunes se analiza el fenómeno del crecimiento planteado arriba y se sugiere un método para estimar el valor de una acción cuando se asume un crecimiento constante de los dividendos. Por el momento no requerimos conocer tal sofisticación pues lo único que se pretende es explicar los elementos que están implícitos en el concepto del valor de la empresa.

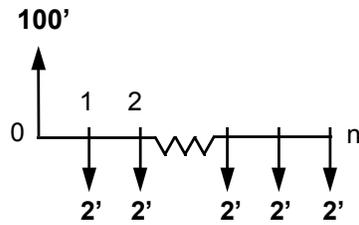
La discusión sobre la problemática planteada en este ejemplo podría alargarse tanto que serían necesarias muchas páginas adicionales para apenas llegar a una solución aproximada⁴, pues como se sugirió antes, todos los inversionistas tienen puntos de vista diferentes al momento de evaluar sus alternativas a la luz de los factores que afectan el valor de la empresa, que analizaremos a continuación. Por ejemplo, un inversionista cuyas expectativas se enfocan más hacia el aspecto liquidez ponderará más factores tales como la posibilidad de repartirse utilidades rápidamente, mientras que otro para el cual es más importante la perspectiva de crecimiento de su inversión en el largo plazo ponderará más factores tales como los planes de crecimiento y desarrollo de nuevos productos vía reinversión de utilidades, etc.

Supongamos que el propietario del almacén estuviera dispuesto a venderlo por \$100 millones, pues considera que tiene oportunidades de reinversión que con dicho capital que le proporcionarían más de dos millones de pesos mensuales.

Observando el problema encontramos que la verdadera decisión que él enfrenta es renunciar a seguir recibiendo \$2 millones mensuales indefinidamente, a cambio de recibir cien millones de pesos hoy, lo cual puede reflejarse en forma gráfica tal como se ilustra a continuación.

Cuando se vende una empresa, lo que se vende es la renuncia a seguir disfrutando el flujo de caja que ésta produce.

⁴ De hecho también existen métodos que permiten estimar el eventual valor de las empresas que no son sociedades anónimas abiertas, los cuales se discuten en el mencionado texto de "Gerencia del Valor - Valoración de Empresas" que circulará en 1999.



El gráfico sugiere que \$100 millones de hoy equivalen a un flujo de caja de \$2 millones mensuales a perpetuidad (consideraremos n como un valor infinito⁵), o sea, que podríamos afirmar que esos \$100 millones representan el valor hoy, es decir el *valor presente*, de \$2 millones todos los meses toda la vida. Y dicho valor presente lo obtuvimos simplemente dividiendo los dos millones por la tasa de interés de oportunidad del propietario que consideramos era del 2% mensual, que en el caso de las empresas y tal como lo veremos en el próximo capítulo se denomina *Costo de capital*.

El anterior análisis sugiere que *existe una íntima relación entre el valor de una empresa y su potencial de generación de flujo de caja*. Ello nos permite concluir que *el valor de una empresa es ni más ni menos que el valor presente de sus futuros flujos de caja*. Mientras mayor sea la posibilidad de que dicho flujo se aumente, más dinero estará dispuesto a cobrar el propietario por su renuncia a recibirlo.

Existe una íntima relación entre el valor de una empresa y su potencial de generación de flujo de caja.

Prima del Negocio. Si, por ejemplo, el valor de mercado de los activos del almacén fuera de \$60 millones, la diferencia, o sea \$40 millones, representa el premio que el propietario exigiría por renunciar al flujo de caja que producen dichos activos al conformar un negocio en marcha con unas determinadas ventajas competitivas, o lo que un eventual comprador estaría dispuesto a pagar por entrar a disfrutar del mencionado flujo de caja.

CONCEPTO CLAVE
Valor de una Empresa
 Es igual al valor presente de sus futuros flujos de caja a perpetuidad.

Ese premio es lo que se denomina *Prima del Negocio*, también llamado Good Will o crédito comercial, que definiremos como la diferencia entre el valor de una empresa como negocio en marcha y el valor de mercado de sus activos.

Como ya se explicó, el valor de una empresa como negocio en marcha es igual al valor presente de sus futuros flujos de caja.

Obsérvese, por ejemplo, como en el caso de las acciones en el mercado de valores, cuando éstas suben de precio lo que se está dando es ni más ni menos que un aumento en el valor de la prima de la empresa que las emite. Y ese precio es la respuesta del mercado, es decir, de los inversionistas, a su percepción de las perspectivas futuras de la empresa materializada en un potencial flujo de caja futuro.

La Prima del Negocio es la diferencia entre el valor de una empresa como negocio en marcha y el valor de mercado de sus activos

ANÁLISIS DEL FLUJO DE CAJA

Asumiendo la hipótesis de que establecer el valor de una empresa es un ejercicio complicado que requiere inversión de tiempo y dinero no siempre disponible por parte del empresario para este propósito, ¿cómo podría determinarse el alcance del OBF sin tener que realizar este supuestamente complicado ejercicio?. Es decir, no siendo posible dedicar tiempo y dinero al ejercicio de cálculo del valor de la empresa ¿qué tipo de indicadores podrían servirle para determinar, al menos, si dicho valor está aumentando o disminuyendo?

Digamos que un primer indicador es el flujo de caja, de acuerdo con lo que acaba de explicarse en la sección anterior. Ese será el tema que abordaremos a partir de este momento y hasta el final del capítulo. Es decir, que nos dedicaremos a analizar este

⁵ El que hagamos esta consideración no implica complejidad alguna tal como veremos en el capítulo cuatro dedicado a las matemáticas financieras.

El flujo de caja y la rentabilidad son los dos indicadores que permiten monitorear el alcance del OBF

importante concepto, sus implicaciones, forma de cálculo, destinación que debe dársele, etc. con el fin de desarrollar la habilidad necesaria para poder utilizarlo tanto en el aprendizaje de los demás conceptos financieros que se enseñan en este texto como en la administración financiera de la empresa.

Un segundo concepto que permite monitorear el alcance del objetivo básico financiero es la rentabilidad. Su estudio comenzará a abordarse en el siguiente capítulo.

Para explicar el concepto de flujo de caja utilizaremos un ejemplo muy elemental. Supongamos el caso de una tienda de abarrotes y granos cuyo propietario desea saber si su riqueza se está aumentando o no, es decir, si se está alcanzando el OBF.

Con respecto a esta inquietud y asumiendo, como ya se dijo, que la estimación del valor de una empresa es un ejercicio complicado no sólo por la cantidad de consideraciones que deben tenerse en cuenta sino también por el hecho de que ésta no es una sociedad anónima o que siéndolo no ofrece sus acciones en el mercado de valores, y no existiendo la necesidad de determinar un valor específico, el logro del Objetivo Básico Financiero se puede verificar a través de lo que denominaremos el *Pálpito del Empresario* con respecto al comportamiento del flujo de caja.

¿Cómo operan las finanzas de un tendero? ¿Cómo sobreviven los tenderos en el negocio si ni siquiera llevan contabilidad? Estas son dos interesantes preguntas cuyo análisis nos permitirá introducirnos en el concepto del flujo de efectivo para comprender su importancia en la determinación del valor de la empresa. Y aunque el negocio de tienda de abarrotes y granos o tienda de barrio es fundamentalmente un negocio de supervivencia con limitado o nulo crecimiento, la forma cómo los propietarios de estos negocios administran sus finanzas no dista mucho de la forma como lo hacen los directivos y propietarios de las grandes empresas.

¿Cuáles son los atributos de satisfacción del propietario de una tienda?

Preguntemos a cualquiera de ellos y encontraremos que, en general, la percepción de la bondad de sus negocios gira alrededor de la oportunidad que el movimiento diario de efectivo les da para cumplir con tres compromisos:

- Poder surtir la tienda al día siguiente cuando los diferentes proveedores lleguen a ofrecer sus productos.
- Atender sus gastos personales y de su familia.
- Pagar la cuota mensual, por ejemplo, del refrigerador (o cualquiera otra deuda del negocio, si la hubiere).

Si su tienda le permite atender estos tres compromisos entonces la considerará un buen negocio y por lo tanto su percepción con respecto al valor de ésta tenderá a aumentar, es decir, considerará que está alcanzando el OBF.

Pero un gran empresario no utilizará estos términos para referirse al hecho de que su empresa es un buen negocio, es decir, para expresar sus atributos de satisfacción. Muy probablemente éste dirá que la empresa sí logró cumplir el OBF porque el *Flujo de Efectivo* permitió:

- Reponer el Capital de Trabajo
- Repartir utilidades de acuerdo con las expectativas de los socios
- Atender el servicio a la deuda

Si comparamos lo dicho por el tendero y por el gran empresario encontraremos que se están refiriendo a lo mismo. Puede que en la mente del tendero no exista el término “reponer el capital de trabajo”, pero sí tiene muy claro el concepto de lo que es surtir su tienda, lo cual es similar. Aquí debemos agregar que para una empresa, además de la reposición del capital de trabajo, el flujo de efectivo debe apoyar la financiación de las

inversiones para la reposición de los activos fijos, lo cual no siempre se daría en el caso de la tienda pues como ya dijimos, son negocios de supervivencia y de limitado o nulo crecimiento.

Para el tendero, poder cubrir sus gastos con el efectivo que produce la operación diaria es simplemente reconocer que la tienda le reparte utilidades de acuerdo con sus necesidades. Igualmente, poder pagar la cuota del refrigerador o cualquier otro tipo de deuda que, por ejemplo, tenga la tienda, es simplemente poder atender el compromiso de deuda más comúnmente conocido como atención del Servicio a la Deuda que incluye no sólo el pago de los intereses sino también los correspondientes abonos al capital.

De la explicación anterior podemos emitir el siguiente concepto clave que será fundamental para la comprensión de gran parte de los temas que se tratarán en este texto y en general para comprender el alcance de las finanzas empresariales.

Una empresa puede considerarse como un buen negocio y por lo tanto afirmarse que está cumpliendo su Objetivo Básico Financiero si genera una corriente de efectivo que le permita:

1. *Reponer el capital de trabajo (KT) y atender los requerimientos de inversión en activos fijos (AF)*
2. *Atender el servicio a la deuda*
3. *Repartir utilidades entre los socios de acuerdo con sus expectativas*

Todo esto como consecuencia de la posesión y aprovechamiento de ventajas competitivas lo cual implica un efecto favorable sobre su valor y deberá coincidir con una atractiva rentabilidad. Son estas, por lo tanto, las tres únicas destinaciones que la empresa hace de su flujo de efectivo.

Supongamos el caso de dos empresas, A y B, que operan en un mismo sector industrial aunque realizan actividades diferentes (por ejemplo, ambas son confeccionistas pero una produce ropa de línea mientras que la otra produce ropa de moda). El que operen en un mismo sector hace que su riesgo percibido sea en principio similar. Estas dos empresas tienen muchas cosas en común: Venden la misma cantidad de dinero y generan la misma utilidad; poseen el mismo volumen de activos y el mismo nivel de endeudamiento lo que sugiere que su rentabilidad es la misma; como última coincidencia encontramos que ambas empresas generan el mismo flujo de caja, \$300 millones cada una.

¿Cuál empresa vale más?

De acuerdo con las características enunciadas ambas deberían valer lo mismo ya que generan el mismo flujo de caja e implican, en principio, un riesgo similar.

Pero si analizamos con detalle el flujo de caja de ambas empresas es posible que nos encontremos algún elemento que las diferencie y permita establecer si alguna de ellas tiene mayor valor que la otra. Este análisis detallado del efectivo consiste en observar la destinación que cada una le da a dicho flujo de caja con el fin de atender los tres compromisos que hemos dicho tienen las empresas y que supondremos es lo que se detalla en el cuadro 1-1 que aparece adelante.

| | Flujo de Caja | Reposición de KT y AF | Servicio a la Deuda | Disponibles para Reparto de Utilidades |
|---|---------------|-----------------------|---------------------|--|
| A | 300 | 150 | 30 | 120 |
| B | 300 | 100 | 30 | 170 |

Cuadro 1-1. Destinación del flujo de caja de las empresas A y B

CONCEPTO CLAVE

Destinación del Flujo de Caja

El Flujo de Caja de una empresa tiene tres destinos:

1. *Reposición de Capital de Trabajo (KT) y Activos Fijos (AF).*
2. *Atención del Servicio a la Deuda.*
3. *Reparto de utilidades*

Para simplificar asumiremos que ambas empresas tienen el mismo compromiso de servicio a la deuda pues además de que tienen el mismo nivel de endeudamiento, el pasivo está contratado al mismo plazo y tasa de interés.

Existen empresas que por sus características de operación requieren retener de su flujo de caja más efectivo que otras para poder permanecer en operación.

El que la empresa A deba retener más efectivo para garantizar la reposición de su capital de trabajo y activos fijos significa que sus características de operación así lo exigen. Por ejemplo, es posible que A opere en un mercado que implica un mayor grado de competencia que B por lo que debe mantener más inventarios y conceder más plazos de crédito para poder vender, lo que implica que debe comprometer una mayor cantidad de capital de trabajo para poder operar y así, dado un incremento similar en las ventas de ambas empresas, B afectará su flujo de caja por este concepto en una menor proporción que A.

Un pequeño ejemplo nos aclara el párrafo anterior. Asumamos que las ventas de ambas empresas en el año 1998 fueron \$1.200 millones y que la empresa A concede un plazo de crédito de 60 días mientras que B concede 30 días. Asumiendo que todas las ventas son a crédito una simple regla de tres nos permite obtener el valor de las cuentas por cobrar para cada empresa, de \$200 y \$100 millones respectivamente (dicho valor se obtiene dividiendo las ventas por 360 días y multiplicando el resultado por el plazo de crédito, $1.200 \times 60 / 360$ en el caso de A).

Si para 1999 las ventas de ambas empresas fueran \$1.500 millones los nuevos valores de la cartera serían \$250 millones para A y \$125 millones para B, lo que significa que para mantenerse en operación A debió incrementar su cartera en \$50 millones mientras que B sólo la incrementó en \$25 millones, es decir, requirió retener una menor cantidad de efectivo de su flujo de caja que A para lograr el mismo volumen de ventas, dejando por lo tanto una mayor disponibilidad de efectivo para atender el servicio a la deuda y para que los socios se repartan utilidades o dispongan de éste como a bien tengan (crecimiento de la capacidad instalada, inversión en otras actividades, etc.). Los valores obtenidos como incremento de las cuentas por cobrar no necesariamente son iguales a los de la columna de reposición del KT y AF del cuadro 1-1, ya que allí también se incluye el aumento de los inventarios y de los activos fijos por reposición.

Lo que a los socios les queda disponible es para que ellos tomen decisiones. Una de ellas es el reparto de utilidades.

Lo anterior quiere decir que la última columna del cuadro 1-1 no representa necesariamente la cantidad de dinero que los socios se repartirán como dividendo sino más bien la cantidad que ellos tienen disponible para tomar decisiones, una de las cuales puede ser repartirse utilidades. Otras decisiones son, por lo tanto, crecimiento interno, diversificación en otros negocios, inversiones financieras, inversiones en propiedad raíz, etc.

Existe una íntima relación entre el valor de una empresa y su flujo de caja futuro.

Esa mayor disponibilidad de efectivo que la empresa B deja para los propietarios hace que sea percibida como de mayor valor que A, lo que corrobora la afirmación en el sentido de que *existe una íntima relación entre el valor de una empresa y el Flujo de Caja que ésta genera*. La empresa B, permite a sus propietarios una mayor posibilidad de goce, de disfrute del flujo de caja y por ello es una empresa de mayor valor que A.

El flujo de caja correspondiente a la reposición del capital de trabajo y los activos fijos les pertenece a los socios, pero ellos nunca podrán disfrutarlo.

Recordemos que aunque los flujos correspondientes a reposición de capital de trabajo y activos fijos pertenecen a los propietarios, éstos no podrán disfrutarlos hasta tanto no se liquide la empresa, lo que bajo la consideración de que los negocios se evalúan como negocios en marcha y no como negocios en liquidación, nos permite afirmar que los propietarios “nunca” podrán disfrutar de dichos flujos.

Un último aspecto a destacar con respecto a lo planteado en el cuadro 1-1 es el que se relaciona con la reposición de activos fijos. ¿Por qué dicha reposición debe hacerse con el propio flujo de caja de la empresa?

Simplemente porque se supone que como consecuencia de la conversión en efectivo de los cargos por depreciación la empresa debió realizar una acumulación paulatina de efectivo que es la que posteriormente debe permitir la reposición de dichos activos fijos. Desafortunadamente no en todos los casos dicha acumulación es suficiente para compensar el incremento de los precios de los activos ya por la inflación, ya por los cambios en la tecnología.

En otros casos el efectivo proporcionado por la depreciación es desviado, si así puede decirse, con otros propósitos. Por ejemplo, puede ser destinado al pago de deudas o al reparto de utilidades, en cuyo caso los propietarios deben ser conscientes de este hecho y cuando llegue el momento de la reposición realizar la capitalización correspondiente devolviéndole a la empresa recursos que “no debió repartirles”. Como esto último casi nunca ocurre, buena parte de los recursos requeridos para reposición son financiados con nueva deuda, lo cual puede colocar a la empresa en situación de riesgo y si esto es así la responsabilidad es única y exclusivamente de los propietarios.

EL CONCEPTO DE FLUJO DE CAJA LIBRE

¿Quiénes son los beneficiarios de una empresa? La simple observación de la composición básica del Balance General nos ayuda a responder esta aparentemente obvia pregunta. *Los beneficiarios de una empresa son los acreedores financieros y los socios*, que son justamente los grupos de personas que comprometen dinero en la empresa (aunque corriendo riesgos diferentes, lo cual analizaremos más adelante), y por lo tanto son quienes reclaman el flujo de efectivo que ésta genera.

Como los dineros correspondientes a la reinversión en capital de trabajo y activos fijos nunca podrán ser disfrutados por los propietarios, tal como ya lo explicamos, pues la empresa se apropió de ellos para poder garantizar su permanencia, tenemos que el flujo de caja que queda disponible para los beneficiarios en los casos de las empresas A y B es la diferencia entre su flujo de caja de \$300 millones y lo que ambas apropiaron para reposición de capital de trabajo y activos fijos (\$150 y \$100 respectivamente). El flujo de caja obtenido al calcular esta diferencia se denomina *FLUJO DE CAJA LIBRE (FCL)* tal como se detalla en el cuadro 1-2.

| | Flujo de Caja BRUTO | Reposición de KT y AF | FLUJO DE CAJA LIBRE | Servicio a la Deuda | Disponible para Reparto de Utilidades |
|---|---------------------|-----------------------|---------------------|---------------------|---------------------------------------|
| A | 300 | 150 | 150 | 30 | 120 |
| B | 300 | 100 | 200 | 30 | 170 |

Cuadro 1-2. Flujo de Caja Libre para las empresas A y B

El flujo de caja de \$300 millones al que nos veníamos refiriendo inicialmente para las empresas A y B, se denomina *Flujo de Caja Bruto*, al cual se le descuenta el efectivo requerido para la reposición de capital de trabajo (KT) y activos fijos (AF) con el fin de obtener el Flujo de Caja Libre.

Como para que una empresa opere no es requisito que esté endeudada pues los propietarios bien podrían financiarla totalmente con capital propio y así todo el FCL sería para ellos, podemos ampliar la afirmación que hicimos anteriormente en el sentido de que el valor percibido de una empresa se basa en el flujo de caja que ésta deja para el propietario. Dicha ampliación del concepto debería consistir en afirmar que *mientras mayor sea el Flujo de Caja Libre que una empresa pueda producir, mayor será su valor percibido, es decir, que existe una íntima relación entre el valor de la empresa y su FCL y por lo tanto el valor de una empresa es igual al valor presente de su flujo de caja libre.*

La reposición de los activos fijos debe realizarse con el propio flujo de caja de la empresa.

Los beneficiarios de una empresa son los acreedores financieros y los socios.

CONCEPTO CLAVE

Flujo de Caja Libre (FCL)

Es el flujo de caja que queda disponible para atender los compromisos con los beneficiarios de la empresa: Acreedores y Socios. A los acreedores se le atiende con Servicio a la Deuda (capital más intereses), y a los propietarios con la suma restante, con la cual ellos toman decisiones, una de las cuales es la determinación de la cantidad a repartir como dividendos.

CONCEPTO CLAVE

Valor de la Empresa

El valor de una empresa es igual al valor presente de sus futuros flujos de caja libre.

Asumiendo que las cifras del cuadro 1-2 corresponden a la perspectiva de generación de flujo de caja libre en el largo plazo para las empresas A y B, debemos afirmar que la empresa B es más valiosa que la empresa A por su mayor potencial de generación de FCL.

Así, podría afirmarse, igualmente, que los inversionistas o empresarios siempre querrán comprometer sus fondos en empresas tipo B pues éstas les ofrecen un más amplio abanico de posibilidades para tomar decisiones.

Lo anterior no significa que las empresas tipo A sean malos negocios. Ello debido a que pertenecer a uno u otro grupo no es por siempre puesto que las condiciones competitivas pueden cambiar cuando cambian o evolucionan las características de los sectores industriales. Así, entidades que en un momento determinado y por las características del entorno, gozan de un privilegiado lugar como empresas tipo B, pueden llegar a convertirse en empresas tipo A y viceversa. La gestión gerencial, adecuada o inadecuada, también puede ser motivo para que una empresa migre de una condición a otra.

La gestión gerencial debe propender por el permanente aumento del flujo de caja libre de la empresa

Y entonces podría concluirse que los esfuerzos gerenciales deberían enfocarse hacia el mantenimiento de la empresa como una tipo B, para lo cual debería propenderse por el permanente aumento de su flujo de caja libre.

Toda la complejidad inherente a la determinación del valor de la empresa utilizando el concepto de FCL se analiza en el texto del mismo autor “Gerencia del Valor-Valoración de Empresas”.

Este concepto es igualmente importante en la evaluación de la capacidad de endeudamiento de la empresa tal como se analizará en el capítulo 11 de este texto. Por el momento digamos que, en términos generales, el cálculo del FCL sigue la forma propuesta en el cuadro 1-3 que aparece adelante, donde con datos imaginarios se ilustra el valor obtenido de \$200 millones para la empresa B tal como muestra el cuadro 1-2.

La explicación de cada una de las partidas se hará a continuación.

| | |
|---|------------|
| UTILIDAD NETA | 270 |
| + Depreciaciones y amortizaciones de diferidos | 19 |
| + Intereses | 11 |
| = FLUJO DE CAJA BRUTO | 300 |
| - Aumento del Capital de Trabajo Neto Operativo | (80) |
| - Aumento en los Activos Fijos por reposición | (20) |
| = FLUJO DE CAJA LIBRE | 200 |

Cuadro 1-3. Cálculo del Flujo de Caja Libre para la empresa B

Dado que hay costos y gastos que no implican desembolso de efectivo (ni lo implicarán en el futuro), tales como las depreciaciones y amortizaciones de gastos diferidos, estos deben ser sumados a la utilidad neta. Existen otros conceptos que aunque ocasionales también se comportan en la misma forma que las depreciaciones y por lo tanto también deben sumarse. Ellos son las provisiones para protección de activos (deudas malas, protección de inventarios, etc.), y las pérdidas en venta de activos fijos si las hubiere. La explicación de su tratamiento se analiza con más detalle en el capítulo 13 de este texto, dedicado al análisis del Estado de Fuente y Aplicación de Fondos. En caso de que el lector requiera refrescar los principales conceptos contables relacionados con los Estados Financieros se sugiere la lectura del capítulo 3 de este texto antes de continuar con el estudio de los conceptos básicos financieros contenidos en este primer capítulo y el siguiente.

Los intereses se suman debido a que lo que queremos saber con el cálculo del FCL es cuánto tenía disponible la empresa antes de pagarle a los acreedores el servicio a la deuda, que incluye los intereses, pero después de atender el compromiso impositivo,

para cuyo cálculo debieron restarse previamente dichos intereses en el estado de resultados con el fin de poder calcular tanto los impuestos como la utilidad neta.

El valor de las inversiones en activos fijos se obtiene de los anexos del Balance General de la empresa o del Estado de Flujo de Efectivo. Puede darse el caso de que dicho valor sea tan grande que ocasione que el FCL sea negativo. Esta situación debe ser analizada con más detalle ya que puede haber sucedido que dichas inversiones corresponden no solamente a la reposición requerida por el deterioro u obsolescencia de los activos fijos, sino también a inversiones hechas con el fin de aumentar la capacidad instalada de la empresa, en cuyo caso debe llevarse a cabo una separación de cada concepto y hacerse las salvedades del caso al momento de utilizar el concepto de FCL como medida del potencial generador de flujo de caja de la empresa. Una alternativa que puede utilizarse cuando por la complejidad y tamaño de la empresa sea difícil separar del aumento total en los activos fijos la porción correspondiente a reposición, es calcular el FCL antes de este rubro, con lo que el valor obtenido simplemente se llamaría *FCL antes de reposición de activos fijos*.

El análisis del FCL de la empresa se debe complementar con el análisis del Estado de Flujo de Efectivo que se ilustra en el capítulo 13 de este texto. Allí relacionaremos este concepto con el de efectivo generado por las actividades de operación (EGO).

También puede calcularse el FCL antes de descontar la reposición de activos fijos

El concepto de Capital de Trabajo Neto Operativo se explica a continuación.

EL CONCEPTO DE CAPITAL DE TRABAJO (KT)

Es posible que el primer contacto que la mayoría de los lectores tuvieron con el término Capital de Trabajo (KT), se dio en su primer curso de contabilidad en el cual se les definió este concepto como la diferencia entre los activos corrientes (AC) y los pasivos corrientes (PC) en el Balance General.

Debe afirmarse en este momento que el alcance de esta definición, que llamaremos capital de trabajo neto contable, es muy limitado. Para entenderlo analicemos la definición que adoptaremos en este texto.

La definición de KT como AC-PC es limitada.

Por capital de trabajo entenderemos los recursos que una empresa requiere para llevar a cabo sus operaciones sin contratiempo alguno. Dichos recursos están representados por el inventario, las cuentas por cobrar y el efectivo que la empresa combina a través de un proceso que denominaremos rotación, con el fin de aprovechar en forma eficiente su capacidad instalada, a través de la generación de utilidades y flujo de caja. Observando el Balance General nos encontramos que las partidas que acabamos de mencionar conforman los activos corrientes, con lo que podemos afirmar que desde un punto de vista gerencial, el capital de trabajo de la empresa, es ni más ni menos que sus activos corrientes.

De forma que si consideráramos KT como la diferencia entre AC y PC sería afirmar que los únicos recursos que la empresa combina para generar utilidades y flujo de caja son los representados por la mencionada diferencia cuando la realidad es que todo el activo corriente de la empresa es el que se combina con dicho propósito. Para aclarar más esta afirmación se invita al lector a la lectura del capítulo 8, en el que se analiza el ciclo de liquidez o sistema de circulación de fondos de la empresa, que explica el concepto de rotación.

Otra forma de enfatizar la limitación de la definición contable es preguntándonos lo siguiente: ¿Si una empresa tiene activos corrientes en igual cantidad que sus pasivos corrientes, con lo que dicha diferencia es cero, entonces no tiene KT y por lo tanto no puede operar normalmente?

Una corta meditación en esta pregunta nos lleva a concluir que aún con una diferencia

igual a cero, la empresa sí puede operar normalmente. Lo que sucede es que por tener financiados sus activos corrientes totalmente con pasivos corrientes, la empresa esta corriendo más riesgo de quedarse ilíquida que si tuviera una diferencia positiva. Ello debido a que si en un determinado momento hay problemas con las cuentas por cobrar y/o los inventarios, no se produciría el efectivo suficiente para atender los compromisos corrientes generándose así una situación difícil para la empresa.

Una diferencia entre el AC y el PC igual a cero sólo significa que la empresa corre alto riesgo de iliquidez.

El hecho es, pues, que una diferencia entre AC y PC igual a cero no representa por sí misma una situación de iliquidez sino más bien una de mayor riesgo de iliquidez, que es algo bien distinto a lo que sugiere la definición contable. Recordemos que si la diferencia entre estos dos valores es cero es porque la relación es uno, es decir que $AC/PC=1$. Esta relación es el conocido Índice de Liquidez o Razón Corriente, indicador tradicional en la evaluación de la situación financiera de la empresa, pero erróneamente enfocado cuando se lo usa para concluir acerca de la buena o mala situación de liquidez de ésta, cuando en realidad debe ser considerado como un indicador del mayor o menor riesgo de iliquidez.

CONCEPTO CLAVE
Capital de Trabajo (KT)
Son los recursos que una empresa requiere para llevar a cabo sus operaciones sin contratiempos.

Resumiendo diremos, entonces, que hay dos definiciones de capital de trabajo: una contable y otra financiera o gerencial. La definición contable, que llamaremos capital de trabajo neto contable y que es igual a los activos corrientes menos los pasivos corrientes se utiliza con ciertos propósitos, uno de los cuales es la evaluación del riesgo de iliquidez que corre la empresa y otro la elaboración del estado de fuente y aplicación de fondos como lo veremos en el capítulo 13.

Capital de Trabajo Neto Operativo. En este punto de la explicación debemos agregar una tercera definición relacionada con el KT y es la de *Capital de Trabajo Neto Operativo (KTNO)*, que entenderemos como el neto de las Cuentas por Cobrar más los Inventarios menos las Cuentas por Pagar. Esta diferencia resalta el hecho de que la operación de un negocio se basa en la combinación de estas tres cuentas con el fin de aprovechar la capacidad instalada.

Podríamos afirmar que esta nueva definición de Capital de trabajo resalta lo bueno y elimina lo malo que puedan tener las dos definiciones anteriores. Veamos.

Con respecto a la primera definición de KT como el total de los activos corrientes debemos considerar dos aspectos:

Por principio financiero el saldo de caja de una empresa debería ser siempre igual a cero.

1. El saldo de efectivo al final del período es un resultado casi siempre casual o accidental que no tiene una relación directa de causalidad con las operaciones de la empresa. Además, y por principio financiero, ésta debe hacer plena utilización de este recurso con lo que dicho saldo debería ser siempre un valor aproximado a cero.
2. Si el volumen de operación de la empresa se incrementa también lo hacen, aunque no necesariamente en igual proporción, las cuentas por cobrar y los inventarios. Es decir, que existe una relación directa de causalidad entre el comportamiento de estas dos cuentas y el de los ingresos operativos.

Existe una relación directa de causalidad entre el volumen de operación y el nivel de cartera e inventarios

De lo anterior se podría concluir que desde el punto de vista eminentemente operativo el capital de trabajo de una empresa debería ser la suma de las cuentas por cobrar y los inventarios.

Sin embargo, debemos tener en cuenta que una parte de dicho KT operativo es provista por los proveedores de bienes y servicios de la empresa con lo que cualquier aumento de las operaciones, que acarrearía automáticamente un incremento de las cuentas por cobrar y los inventarios, también lo haría con dichas cuentas por pagar, lo que no ocurre necesariamente con los créditos financieros de corto plazo. Es decir, que existe una relación directa de causalidad entre el comportamiento de las cuentas por pagar a proveedores de bienes y servicios y las operaciones de la empresa, lo que hace que el cálculo de los recursos que del flujo de caja deben ser apropiados para garantizar el mantenimiento del KT, deba considerar la parte provista por dichos proveedores.

Por lo tanto, no se incluyen los préstamos a corto plazo ya que éstos, como una forma de financiar la diferencia entre la cartera, los inventarios y las cuentas por pagar, son optativos por parte del propietario o del acreedor financiero, es decir, que no aumentan o disminuyen con las mayores o menores ventas como sí lo hacen las mencionadas cuentas.

La determinación del valor de las cuentas por pagar a proveedores de bienes y servicios puede simplificarse restando al valor de los activos corrientes el monto de los créditos a corto plazo que implican un pago explícito de intereses o similares.

Con propósitos de cálculo del flujo de caja libre el aumento del Capital de Trabajo Neto Operativo (KTNO) se obtiene observando las mencionadas cuentas en los Balances Generales de principio y final del período para el cual se calcula dicho FCL.

Continuando con el ejemplo de la empresa B, para la cual el FCL era de \$200 millones y el incremento del KTNO era de \$80 millones tal como se detalla en el cuadro 1-3, veamos ahora como se obtuvo el valor del mencionado incremento en el KTNO, el cual representa ni más ni menos que el valor de la reposición del capital de trabajo, concepto que se ha mencionado desde el principio de esta sección del capítulo dedicada al análisis del flujo de caja. El cuadro 1-4 ilustra dicho incremento.

| | 1998 | 1999 | Diferencia |
|--------------------------|------------|------------|------------|
| Cuentas por Cobrar | 100 | 125 | 25 |
| + Inventarios | 200 | 270 | 70 |
| - Cuentas por Pagar | (140) | (155) | (15) |
| KT NETO OPERATIVO | 160 | 240 | 80 |

Cuadro 1-4. Cálculo del KT Neto Operativo para la empresa B

En la misma forma que anteriormente se explicó el por qué los dineros para la reposición de los activos fijos debían ser proporcionados por el mismo flujo de caja de la empresa (en este caso el flujo de caja bruto), debe afirmarse ahora que si, desde una perspectiva de largo plazo, una empresa no genera el efectivo suficiente para financiar la reposición de su capital de trabajo, que definimos y se calcula como el incremento del KTNO, sería lo que muchos empresarios denominan un *barril sin fondo*.

Ello debido a que si eso ocurriera, la financiación del incremento del KTNO debería realizarse período tras período con capital propio y/o deuda, lo cual no es atractivo para los propietarios ya que habría que plantear la siguiente pregunta: ¿y cuándo la empresa le va a dar a los socios la retribución sobre su capital invertido, si se supone que es precisamente con la eficiente rotación del capital de trabajo que la empresa debe generar el efectivo necesario para cumplir los compromisos con sus beneficiarios?

Ahora bien, la afirmación en el sentido de que el incremento del KTNO de un período a otro debe ser financiada con el propio flujo de caja de la empresa debe considerarse como válida sólo en el caso en que el crecimiento del volumen de operación se considere normal con respecto al crecimiento de la economía en general y del sector al que ésta pertenece, en particular. Ello significa que cuando se dan crecimientos anormales, ya porque el sector creció a un ritmo substancialmente mayor que la

CONCEPTO CLAVE

Capital de Trabajo Operativo (KTO)

Está representado sólo por la suma de las cuentas por cobrar y los inventarios ya que se supone que la empresa debe mantener un saldo de efectivo aproximadamente igual a cero, como consecuencia de la plena utilización que debe hacerse de este recurso

Existe una relación directa de causalidad entre el volumen de operación y el nivel de cuentas por pagar a proveedores de bienes y servicios

CONCEPTO CLAVE

Capital de Trabajo Neto Operativo (KTNO)

Está representado por el neto entre las cuentas por cobrar más los inventarios, menos las cuentas por pagar a proveedores de bienes y servicios y como concepto sirve para determinar la porción del flujo de caja del que la empresa se apropia con el fin de reponer el capital de trabajo

La reposición del capital de trabajo corresponde al incremento del capital de trabajo neto operativo que se requiere para mantener a la empresa en actividad.

Si una empresa no genera internamente el efectivo necesario para financiar el incremento de su KTNO, es una empresa que los inversionistas denominan "Barril sin Fondo"

Cuando se dan crecimientos anormales se requieren recursos adicionales de los socios y/o los acreedores financieros para financiar el incremento del KTNO.

economía o porque las estrategias de la empresa se enfocaron al logro de una mayor participación en el mercado, es casi seguro que el crecimiento del KTNO debe ser financiado con una combinación de deuda y capital adicional ya que es muy probable que el flujo de caja generado por la empresa haya sido insuficiente para compensar tales incrementos.

Por último y en relación con el incremento de los activos fijos por reposición que por \$20 millones aparece en el cuadro 1-3, se plantea el siguiente interrogante: ¿Cuál o cuáles son los factores que hacen que unas empresas deban destinar de su flujo de caja más efectivo que otras para financiar la reposición de los activos fijos? La respuesta es: el estado de la tecnología a la cual ellas están expuestas.

Empresas expuestas a tecnologías en rápido proceso de cambio o crecimiento sufrirán una mayor presión sobre su flujo de caja que aquellas expuestas a tecnologías maduras.

Si una empresa está expuesta a tecnologías en proceso de crecimiento habrá una mayor presión sobre su flujo de caja para garantizar la reposición de los activos fijos.

Por ejemplo, como consecuencia de los rápidos avances en las telecomunicaciones y la informática, hoy por hoy, las entidades financieras requieren apropiarse de su flujo de caja substanciales cantidades de efectivo para adoptar las tecnologías de punta que permitan enfrentar una competencia cada vez más basada en el valor agregado que dichos avances pueden proveer a los clientes. Piense el lector en el caso contrario, es decir, en actividades empresariales en las que la madurez de la tecnología a la que están expuestas no ejerce mayor presión sobre el flujo de caja.

FACTORES QUE AFECTAN EL VALOR DE LA EMPRESA

El Objetivo Básico Financiero también podría definirse como la maximización de la utilidad a largo plazo.

Si bien hemos dicho que maximizar las utilidades no es el objetivo básico financiero de las empresas, tampoco se pretende afirmar que éstas nada tienen que ver con él o que no sean importantes. Por el contrario, las utilidades son uno de los elementos que hacen que se aumente el valor de mercado de la acción (o de la propiedad de un socio), pero entendidas éstas como consecuencia de una estrategia planificada de largo plazo y en este sentido se podría afirmar más bien que el objetivo básico financiero es la maximización de la utilidad a largo plazo de la empresa, lo que desde el punto de vista financiero es similar a la maximización de la riqueza.

Así, puede afirmarse que no basta con que en una empresa se registren utilidades; se requiere igualmente que éstas representen con respecto al valor de los activos invertidos para producir las, una rentabilidad atractiva.

Igualmente, no podemos desconocer el hecho de que una alta utilidad y rentabilidad debería repercutir en un alto flujo de caja libre si la empresa no inmoviliza recursos innecesarios en su capital de trabajo o distrae sus recursos en inversiones en activos fijos improductivos.

Se requiere que la rentabilidad se traduzca en flujo de caja.

Es decir, que no basta con que haya rentabilidad; se requiere que ésta se traduzca en flujo de caja con el fin de poder garantizar la permanencia y el crecimiento de la empresa.

Si una empresa crece siendo rentable, entonces está generando valor.

Y crecimiento con rentabilidad se traduce en *generación de valor*, es decir, en un aumento del valor de la empresa tal como se explicará en el segundo capítulo. El gráfico 1-1 ilustra la secuencia conceptual que acaba de explicarse.

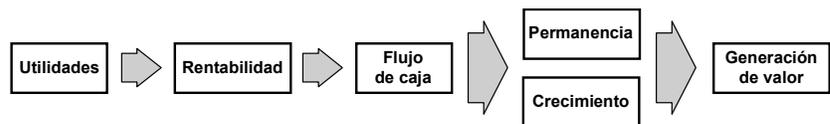


Gráfico 1-1 Secuencia de generación de valor

Mencionemos ahora algunos factores que pueden afectar la secuencia ilustrada en el mencionado gráfico.

En el caso de las sociedades anónimas que transan sus acciones en la bolsa de valores la política de reparto de dividendos está íntimamente ligada a la utilidad. Una empresa puede generar muchas utilidades pero pagar pocos dividendos y esto puede que no interese mucho a cierto tipo de inversionistas que buscan un beneficio rápido, es decir liquidez, con la posesión de las acciones, por lo que si la perspectiva futura es una baja en el monto del dividendo ellos estarían dispuestos más bien a venderlas, haciendo, posiblemente, que su valor de mercado disminuya.

Existe una relación directa entre el valor de una acción y la política de dividendos de la empresa.

El tipo de actividad que desarrolla la empresa es otro factor importantísimo, ya que ésta tiene una relación directa con el riesgo. Por ejemplo, no es igual el riesgo que se corre con la posesión de acciones de una empresa de alimentos que con acciones de una aerolínea. Si observamos la cotización de las principales acciones en la bolsa podemos encontrar cómo casi siempre las más valorizadas pertenecen a sectores tales como alimentos, bebidas, cemento, banca, telecomunicaciones y en general aquellas que se dedican a la producción o comercialización de artículos de primera necesidad o muy demandados, demanda que obviamente depende del ambiente económico en el que se desenvuelven las empresas. En las economías más avanzadas las acciones de aquellas empresas involucradas y exitosas en el desarrollo científico y tecnológico también hacen parte del grupo de las más valorizadas. Tal es el caso de empresas como Microsoft, Intel, Boeing y Merck entre muchas otras.

Cuando nos referimos al tipo de actividad debemos considerar los productos y servicios que la empresa ofrece, los mercados que cubre, su competencia, la exposición de ésta a los cambios tecnológicos, sus planes de crecimiento y desarrollo de nuevos productos, etc.

Las perspectivas futuras del negocio también afectan su valor. La consideración de los posibles cambios que hacia el futuro se puedan presentar en los aspectos económico, político, sociocultural, tecnológico y ambiental en el que se desenvuelven las empresas afecta la disposición de los inversionistas a comprometer sus recursos en empresas. Medidas económicas como una reforma tributaria, una reforma financiera, o modificaciones en los aranceles a las importaciones; medidas políticas y sociales como los controles de precios, reformas a la seguridad social, o reformas constitucionales; fenómenos culturales que afecten el comportamiento de los consumidores; legislación ambiental que obligue a la empresa a realizar costosísimas inversiones en las llamadas tecnologías limpias, etc., pueden en un momento determinado dejar a una empresa sin futuro claro que posiblemente conduzcan a la necesidad de replantear una reestructuración total.

El tipo de actividad, en combinación con las perspectivas futuras del sector, afecta el valor de la empresa.

Es de tal magnitud el desastre ecológico que ha ocasionado la tecnología y en general el desarrollo de los países industrializados, en términos del deterioro de la capa de ozono y la contaminación de las aguas, y la cada vez mayor brecha entre países pobres y ricos, que entre otras han sido causa de la incontrolable tala de bosques y la cuasi desaparición de muchas especies animales necesarias para el mantenimiento del equilibrio ecológico, que la humanidad entera está adquiriendo conciencia en el sentido de que si no se adoptan medidas radicales que permitan la solución de estos graves problemas, se verá comprometido el futuro de la especie humana.

Estas medidas radicales implicarán necesariamente un efecto (positivo o negativo), sobre muchas actividades comerciales, industriales y de servicio y por lo tanto, inversionistas potenciales o actuales de esas actividades deberán tener muy presente esos efectos al momento de evaluar sus perspectivas de negocios.

Aspectos culturales, ambientales y tecnológicos afectan el valor de la empresa.

Igualmente, los cambios culturales que actualmente vive la humanidad, como consecuencia, principalmente, de los adelantos en las telecomunicaciones y la informática, pueden ocasionar en el ámbito de los negocios efectos sobre los que los inversionistas deben estar atentos en todo momento.

Esta breve mención que hemos hecho de las perspectivas de la empresa en función de los fenómenos económicos, políticos, socioculturales, ecológicos y tecnológicos que la pueden afectar se queda corto ante la importancia del tema.

Lo que hemos descrito aquí es sólo una introducción que nos permite relacionar esta temática con el análisis de los elementos que afectan el valor de la empresa; y como no solamente es el inversionista quien debe estar al tanto de estos fenómenos, sino que también los ejecutivos deben considerarlos como elemento básico, fundamental, en su proceso de toma de decisiones, dedicaremos una sección del próximo capítulo a la descripción y análisis de estos fenómenos.

La situación financiera de la empresa tiene una incidencia particular en su valor, aunque puede ser posible que ésta se encuentre en una situación no muy buena con respecto a sus finanzas y aún así su valor de mercado de la acción no verse afectado notoriamente. Es el caso, por ejemplo, de empresas en concordato que una vez llegado a un acuerdo con sus acreedores e inclusive recibido algún apoyo estatal, se convierten en inversiones atractivas sí, lógicamente, su perspectiva futura tal como lo vimos en el párrafo anterior, es halagadora. Cuando se analiza este factor, el inversionista tiene muy en cuenta el tipo de activos que la empresa posee y su posible valor comercial.

El interés de un conglomerado de empresas por adquirir otras con fines tales como la integración (fusión) de sus actividades o el simple control económico, puede hacer que en el mercado suba el precio de las acciones de aquellas objeto de compra. Estas situaciones muchas veces no son bien vistas por el público ya que implican la concentración del poder económico en unos pocos grupos, lo que hace que se desestime la inversión por parte de los pequeños accionistas haciendo así que la sociedad anónima deje de cumplir su papel en la economía cual es el de servir como instrumento para canalizar el ahorro.

Aspectos internos de la empresa tales como su estructura de organización, ubicación geográfica, situación laboral y tecnológica, imagen ante el público y quiénes la manejan, son factores que también deben ser considerados al momento de invertir en éstas.

RELACION ENTRE EL RIESGO Y LA RENTABILIDAD

CONCEPTO CLAVE

Riesgo vs. Rentabilidad

Existe un relación directa entre la Rentabilidad y el Riesgo. Mientras mayor sea el riesgo percibido por el inversionista, mayor será la rentabilidad que éste esperará de su inversión.

Los aspectos que se explicaron en la sección anterior y que pueden afectar el valor de la empresa, son evaluados por el inversionista con el fin de determinar un aspecto vital inherente a todas las decisiones financieras: *EL RIESGO*. Y esto es así por la íntima relación que éste tiene con la rentabilidad, ya que mientras mayor sea el riesgo que una persona considera que corre con una determinada inversión, mayor será la rentabilidad que exigirá y de hecho, esperará de ella. Así las cosas, podemos decir que todas las actividades industriales, comerciales y de servicio tienen diferentes grados de riesgo y lo que el inversionista busca al comprometer sus fondos en ellas es equilibrar el riesgo y la rentabilidad, ya que si ésta última no compensa el riesgo que se asume, éste preferirá más bien liquidar su inversión y trasladarse a otra donde logre el mencionado equilibrio. El término "Riesgo" lo utilizaremos con mucha frecuencia a lo largo del texto, pues como ya dijimos, está directamente relacionado con la administración financiera de la empresa.

La rentabilidad que un accionista espera obtener de una inversión en acciones sirve de base para fijar, a su vez, el precio que estaría dispuesto a pagar por ellas. Por ejemplo, si después de evaluar el riesgo que representa invertir en acciones de una determinada empresa, las cuales obtienen una utilidad de \$3,60 mensuales cada una, un inversionista estima que para asumir dicho riesgo, su rentabilidad debería ser por lo menos del 3% mensual, el máximo valor que estaría dispuesto a pagar por cada acción sería de \$120 puesto que este valor colocado al 3% mensual produce exactamente \$3,60⁶.

La rentabilidad esperada por un inversionista afecta el valor de la acción.

El gráfico 1-2 resume esquemáticamente lo visto hasta este punto del capítulo.

ALCANCES DE LA ADMINISTRACION FINANCIERA

El papel del administrador financiero. ¿Quién es el administrador financiero de una empresa? En principio debemos afirmar que éste no es necesariamente la persona que desarrolla funciones propias del área financiera tales como tesorería, presupuestos, análisis de costos, análisis de proyectos, etc. y cuyo cargo en la empresa puede tener un nombre concreto, tal como "Gerente Financiero", "Contralor", "Director Financiero", "Vicepresidente Financiero" o cualquier otro similar dependiendo de las características y tamaño de la empresa. Cuando hablamos de Administrador Financiero debemos entender por tal a aquel funcionario de la empresa que toma decisiones que de una u otra forma, directa o indirectamente, a corto o largo plazo, afectan su situación financiera.

Entonces la administración financiera, más que un cargo que desempeña alguien en la empresa, debemos entenderla como una mentalidad, una actitud, en el sentido de que todos aquellos que con sus decisiones afectan la finanzas del negocio, deberán tomarlas no solamente haciendo abstracción de los efectos operativos en su área, sino también teniendo en cuenta la repercusión financiera que éstas tengan. Por ejemplo, mal haría un director de Mercadeo que convencido del éxito que podría tener la apertura de una nueva sucursal, tomara la decisión de hacerlo sin considerar, además del efecto sobre el valor de la empresa, las posibilidades financieras que ésta pueda tener para llevar a cabo la inversión que exigiría tal decisión.

La administración financiera no es un oficio; es una actitud mental hacia la toma de decisiones.

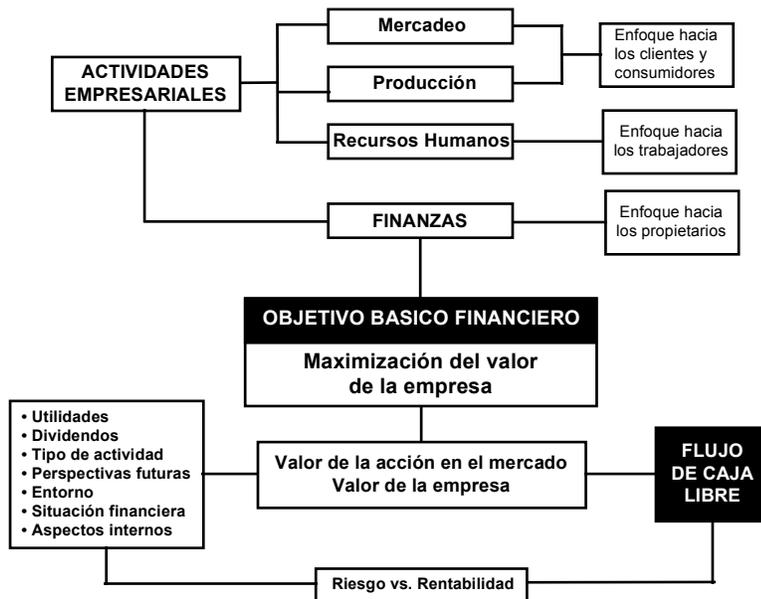


Gráfico 1-2 Actividades empresariales y objetivo básico financiero

⁶ Aquí se asume que no habrá crecimiento de los dividendos futuros lo cual no es necesariamente cierto. En el capítulo 14 se analiza esta situación cuando se espera un incremento en el monto de los dichos dividendos.

El Gerente Financiero. De todas maneras muchas empresas requieren que haya una persona responsable del área financiera y que en términos operativos puede tener bajo su cargo actividades tales como tesorería, presupuestos, evaluación de proyectos, contabilidad, costos, compras y sistemas, entre otras.

Lo que el gerente financiero (o como se denomine el cargo en la empresa), hace, es una especie de labor de coordinación que consiste en canalizar las actividades de las diferentes áreas hacia la obtención del objetivo financiero. Es así como podemos verlo en el departamento de producción colaborando con la evaluación de un proyecto de ensanche de planta; o en el de mercadeo analizando la bondad de una nueva política de descuentos; o en el de personal colaborando con la negociación del pacto colectivo. A lo anterior debe agregarse la permanente labor de motivación a todas las áreas para que en toda decisión que en ellas se tome también haya una consideración de tipo financiero y no solamente técnico u operativo. Debe hacer entender que cualquier decisión que se tome tiene un efecto financiero (sobre el valor de la empresa), y ese efecto debe ser previsto y evaluado a la luz del OBF.

La comprensión de lo que sucede en todas las áreas funcionales de la empresa es, por lo tanto, una característica que debe poseer todo buen gerente financiero. Por ejemplo, con respecto a la actividad de mercadeo debe tener la capacidad de comprender y asimilar todo lo que allí ocurre ya que las decisiones que allí se toman, al tener profundas implicaciones financieras, requieren de su participación. La determinación de los precios de los productos, la política de descuentos, los plazos de crédito, las asignaciones presupuestales para investigación de mercados, desarrollo de nuevos productos, publicidad, etc., son algunas de las más importantes decisiones de mercadeo que requieren, para su implementación, de la participación del gerente financiero.

Esta labor de coordinación que se ha sugerido que debe realizar el gerente financiero refrenda en cierta forma la afirmación que se hizo al principio del capítulo en el sentido de que el OBF debería apuntar, en primera instancia, hacia los socios, ya que ellos al colocar su riqueza en manos de los administradores, esperarán que como mínimo éstos se comprometan a mantenerla en términos reales, compromiso por cuyo cumplimiento debe propender el gerente financiero.

El gerente financiero debe poseer un alto sentido de responsabilidad social.

Pero lo anterior no se logra a costa del sacrificio de los intereses de los demás grupos relacionados con la empresa. El gerente financiero debe hacer gala de un alto sentido de responsabilidad social ya que es el ejecutivo que debe propender por el mantenimiento del equilibrio entre los intereses de los socios, los trabajadores, los clientes y la comunidad.

En el desarrollo de esta importante tarea, éste debe hacer gala de tres cualidades: hábil negociador, hábil estratega y gran conocedor del entorno empresarial.

El gerente financiero debe ser un hábil negociador.

El manejo del conflicto que se presenta entre la función financiera y las demás funciones administrativas que mencionamos antes requiere de parte del gerente financiero grandes dotes negociadoras. ¿Cómo convencer al gerente de producción que la empresa sólo está en capacidad de mantener (y por lo tanto financiar) un inventario de tres toneladas de materia prima en vez de las siete toneladas que éste considera se requieren para garantizar un flujo normal de producción? ¿Cómo convencer al gerente de mercadeo que es imposible conceder un plazo de crédito mayor a los clientes sin que éste argumente posteriormente que ello fue la causa para no haber alcanzado la meta de ventas? Y así, imagínese el lector la infinidad de situaciones que como éstas debe enfrentar a diario el gerente financiero.

Pero las presiones no se originan únicamente en las diferentes áreas funcionales de la empresa. También debe negociar con los trabajadores (sindicatos) el límite razonable del pacto colectivo, con los accionistas el monto de las utilidades que la empresa está en capacidad de repartir, con las entidades financieras el plazo y tasa de interés más favorable sobre los créditos, con los proveedores las condiciones de plazo y descuentos, en fin, debe estar siempre dispuesto a enfrentar conflictos ya se originen éstos dentro o

fuera de la empresa.

El que el gerente financiero deba tener perfil de estrategia se justifica por el hecho de que la estrategia empresarial debe estar perfectamente alineada con las finanzas de la empresa en dos sentidos: Primero, el éxito de la estrategia se mide en gran medida por el alcance de metas financieras relacionadas principalmente con la rentabilidad, el flujo de caja y el valor de la empresa. Segundo, todos los programas que se establecen con el fin de alcanzar las metas propuestas deben estar al alcance de las posibilidades financieras de la empresa en el sentido que ésta disponga de los recursos necesarios para llevarlos a cabo.

El Gerente financiero, además de hacer gala de una gran creatividad en el manejo de las herramientas financieras, debe ser un hábil negociador, hábil estratega, muy buen conocedor del entorno empresarial y poseer un alto sentido de responsabilidad social.

No en vano el nuevo ambiente competitivo exige del gerente financiero, además de las responsabilidades propias de la administración de los recursos financieros de la empresa y la planeación y el control de las operaciones, su permanente participación y liderazgo en el diseño de la estrategia empresarial y la estrategia financiera.

Veamos con más detalle las actividades que desarrolla el gerente financiero en el cumplimiento de las cuatro responsabilidades que acaban de mencionarse.

Liderazgo en el diseño de la estrategia empresarial.

- Soportando el desarrollo de las estrategias tendientes a crear valor adicional para los propietarios, empleados y clientes de la empresa.
- Propendiendo por que los planes estén dirigidos a garantizar el crecimiento y la permanencia de la empresa.
- Facilitando las operaciones requeridas para la implementación de las estrategias.

Responsabilidad en el desarrollo, recomendación y ejecución de la estrategia financiera que soporte las demás estrategias de negocios.

- Diseñando la estructura adecuada de financiación.
- Recomendando la política apropiada de reparto de utilidades.
- Asesorando a las diferentes unidades de negocios de la empresa en el diseño del portafolio de inversiones.
- Participando en la negociación y ejecución de las transacciones financieras claves tales como capitalizaciones, endeudamiento, fusiones, adquisiciones, reestructuración, etc.

Responsabilidad en el diseño e implementación de los procesos que aseguren que los funcionarios claves dispongan de la información correcta para establecer sus metas, tomar decisiones y evaluar el desempeño.

- Coordinando la preparación de los presupuestos de corto plazo.
- Desarrollando las medidas de desempeño y resultado para las diferentes unidades de negocios de la organización.
- Evaluando, junto con la alta gerencia, el desempeño de dichas unidades.

Responsabilidad en el aseguramiento de la efectiva y eficiente administración de los recursos y las operaciones financieras.

- Determinando los niveles adecuados de capital de trabajo.
- Manteniendo amistosas y justas relaciones con los proveedores y entidades financieras.
- Garantizando el adecuado manejo del inventario y la cartera.
- Velando por la utilización eficiente del efectivo de la empresa.

El gerente financiero debe poseer excelentes conocimientos de mercadeo.

Ejercer funciones de liderazgo en el desarrollo de la estrategia empresarial obliga al gerente financiero, igualmente, a dominar con amplitud los conceptos de mercadeo, ya que el diseño de la estrategia competitiva de la empresa comienza justamente con la definición del posicionamiento que ésta desea lograr, lo cual requiere por un lado de la definición del mercado objetivo y por el otro de la forma como ésta se va a diferenciar de las demás que le compiten. temas como la fijación de los precios de los productos, la política de plazos y descuentos y la evaluación de la rentabilidad de las líneas de producto, entre otros, requieren, para su evaluación, de la participación del gerente financiero⁷

Con respecto al entorno, el Gerente Financiero debe estar atento a todos los cambios que allí se presenten ya que éstos tienen necesariamente un impacto sobre la situación financiera de la empresa y por lo tanto se reflejarán en los estados financieros tanto históricos como proyectados, lo cual exige de su parte el estar atento a la relación entre el comportamiento de las cifras y lo que sucede al interior y exterior de la empresa.

La función financiera frente a las demás funciones. Un curioso fenómeno se presenta al hacer un paralelo entre el objetivo financiero y los objetivos de las demás áreas funcionales señaladas al principio.

Se dijo que para el logro de los objetivos de cada división, sus responsables utilizan unas herramientas y lo hacen precisamente para poder desarrollar las estrategias que ellos estiman más convenientes para dicho logro. La implementación de esas estrategias exige que se deban comprometer fondos de la empresa y en esa medida diremos que todas las áreas mencionadas son generadoras de proyectos y por lo tanto demandadoras de fondos.

Si no se satisfacen esas demandas de fondos no podrán llevarse a cabo los programas y así los directores descargarán parte de su responsabilidad en el área que debió proporcionar los fondos y que por no hacerlo "entorpeció" el logro de los objetivos, y esta área es la financiera.

Hay un aparente antagonismo entre la función financiera y las demás funciones empresariales.

Lo anterior hace que la función financiera sea, en apariencia, antagónica con las demás funciones, pues en la medida en que no provea los fondos suficientes para el desarrollo de los programas, recaerá sobre ella parte de la responsabilidad.

Es aquí donde el gerente financiero debe, al momento de generarse las demandas de fondos, determinar cuáles son las que verdaderamente convienen a la empresa, es decir, que propendan por el logro del objetivo básico financiero. Esto se hace más importante en la época actual debido a las limitaciones que para la consecución de fondos tienen nuestras empresas, ya por las restricciones económicas, ya por la depresión de los mercados, etc.

Todo lo anterior configura uno de los varios dilemas que se le presentan al gerente financiero en el desempeño de sus funciones. Es una situación que se asemeja a un embudo por donde entra una demanda abundante de fondos que no puede ser satisfecha por las restricciones para su consecución. El gráfico 1.3 ilustra dicha situación.

⁷ Un muy buen texto de consulta para principiantes en los temas de Estrategia es "Dirección Estratégica" escrito por José Carlos Jarillo, editorial McGraw Hill.

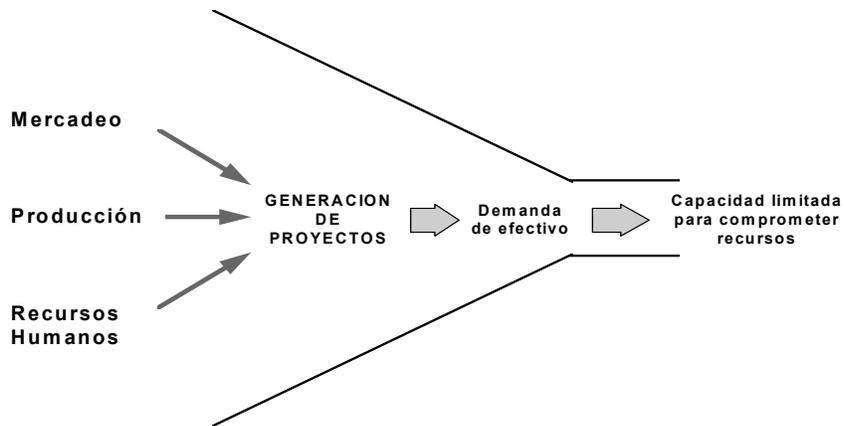


Gráfico 1-3 Problema que plantea la limitación de recursos

Campos de acción del graduado en finanzas. Los profesionales que adoptan como área de sus preferencias la financiera pueden desenvolverse en tres campos de actividad, a saber:

- *Finanzas Empresariales.* Es el más amplio de todos. Se refiere a los aspectos mencionados en la sección anterior y abarca tanto empresas privadas como públicas.
- *Mercados de capitales.* Desempeño en Instituciones financieras tales como bancos, corporaciones financieras, compañías de seguros, de leasing, de financiamiento comercial, corporaciones de ahorro y vivienda, cooperativas financieras, etc.
- *Inversiones y Banca de Inversión.* Areas muy poco desarrolladas en la actualidad, pero con un gran potencial. Desempeño en empresas como corredores y asesores de bolsa, fondos de inversión (entre ellos, pensiones y cesantías), evaluadores de riesgo, avaluadores de empresas, etc.

El graduado en finanzas se puede perfilar en tres áreas: finanzas empresariales, mercados de capitales e inversiones y banca de inversión.

EL DILEMA ENTRE LA LIQUIDEZ Y LA RENTABILIDAD

Desde el punto de vista financiero hay dos factores que determinan el éxito de una empresa: que sea líquida y a la vez rentable. Ambas cosas a la vez. Una empresa puede ser rentable y fracasar por falta de liquidez y viceversa.

Liquidez y Rentabilidad son dos objetivos financieros complementarios por cuyo logro debe propender el administrador financiero. Pero ello no es una tarea fácil. Cuando se toman decisiones con el propósito de afectar favorablemente la liquidez, es posible que ello se logre a costa de un sacrificio de la rentabilidad y viceversa. La búsqueda de estos dos objetivos representa por lo tanto un dilema para los administradores financieros.

Una empresa exitosa debe ser líquida y rentable a la vez.

Ejemplos extremos nos aclaran esta situación. Si se pretende tomar decisiones con el propósito de mejorar la liquidez del negocio la mejor opción es vender de contado, y para vender de contado hay que vender barato, disminuyéndose el margen de utilidad y por ende la rentabilidad, que habría que tratar de buscar a través de un mayor volumen de ventas. Esto implica, por lo tanto, enfrentarse a la incertidumbre de si se venderá o no el volumen necesario, lo que equivale a que debe asumirse un riesgo con respecto a la rentabilidad ya que ningún empresario puede garantizar que va a lograr el volumen requerido para ser rentable dada una determinada reducción del margen.

Debe quedar claro, entonces, que por buscar liquidez, la empresa no dejará de ser rentable, sino que al hacerlo somete la rentabilidad a una situación de incertidumbre que la obliga a tener que alcanzar un alto volumen de ventas para poder obtener el nivel deseado, a cambio de garantizar o darle certidumbre a la liquidez. Para ilustrar esto

En el corto plazo la liquidez y la rentabilidad son antagónicas.

citamos el caso de los grandes almacenes por departamentos que ofrecen precios bajos para atraer al público y que obtienen una excelente rentabilidad como consecuencia de los altos volúmenes que logran vender, a través, lógicamente, de un acertado manejo de las compras y del inventario.

En el otro extremo del dilema encontramos el caso de la búsqueda de rentabilidad a través de un amplio margen de utilidad que se logra vendiendo a precios altos, lo que puede significar tener que vender a crédito. Pero hacer esto puede afectar la liquidez ya que si no se cuenta con un soporte adecuado de capital de trabajo y un acertado manejo de la concesión de crédito y la cobranza, cualquier retraso en la cartera implicaría un déficit de fondos que puede impedir la marcha normal de la empresa, pues ésta debe reponer su inventario para poder continuar la operación. Enfrentarse a la incertidumbre del cobro de la cartera a costa de inmovilizar capital en ella equivale a asumir riesgos con respecto a la liquidez a cambio de garantizar o darle certidumbre a la rentabilidad.

CONCEPTO CLAVE

Liquidez vs. Rentabilidad

Existe un dilema entre la liquidez y la rentabilidad en el sentido en que en la toma de decisiones cotidianas el administrador financiero sacrifica una en aras de favorecer la otra. Esta situación sólo se presenta en la toma de decisiones de corto plazo.

Pero este dilema entre la liquidez y la rentabilidad solamente se presenta en la toma de decisiones financieras de corto plazo, como por ejemplo, conceder un descuento por compra de volumen o por pronto pago, aplazar el pago a un proveedor, recurrir a un sobregiro bancario para cubrir un déficit de tesorería, realizar una promoción para mejorar las ventas, etc. A largo plazo no se presenta ya que la planeación de la liquidez en ese lapso, se da según sea la planeación de la rentabilidad, puesto que la utilidades al convertirse en efectivo generan liquidez. Puede concluirse entonces, que en el largo plazo la rentabilidad genera liquidez, siempre y cuando haya, obviamente, un adecuado manejo financiero⁸.

Aquí es importante aclarar el significado de corto y largo plazo. Siempre ha existido la tendencia a confundir el corto plazo con períodos menores a un año y el largo plazo con períodos mayores y esto es incorrecto. El corto o largo plazo lo determina la magnitud del problema que se está enfrentando. Por ejemplo, en el caso de tener que cubrir un sobregiro bancario (problema de liquidez), largo plazo puede ser dos días puesto que éste es un problema que debe resolverse ya.

Los problemas de liquidez se asocian con el corto plazo; los de rentabilidad con el largo plazo.

Se insinúa con lo anterior que los problemas de liquidez normalmente tienen relación con el corto plazo en la medida en que deben ser resueltos de inmediato. Análogamente, los problemas de rentabilidad tienen relación con el largo plazo ya que es en esa dimensión de tiempo que ellos pueden resolverse, es decir, los problemas de rentabilidad se resuelven a través de la toma e implementación de decisiones estratégicas. Por ejemplo, un problema de altos costos de producción que impide ganar un margen de utilidad adecuado en la venta de los productos sólo se resuelve implementando programas de reducción de costos cuyos efectos no se ven de inmediato sino a largo plazo, seis meses, un año o posiblemente más, pues un compromiso de semejantes dimensiones puede implicar cambios en el diseño, la ingeniería y la tecnología del producto, inversiones en reentrenamiento de personal, programas de reingeniería de procesos, etc.

Un problema de rentabilidad es un problema estructural de la empresa.

Podemos afirmar entonces, que los problemas de liquidez no dan espera mientras que los de rentabilidad sí la dan; inclusive porque no es lógico pensar que un problema de este último tipo pueda resolverse de inmediato o a muy corto plazo. Piense de nuevo el lector si en el caso del ejemplo anterior sería posible llevar a cabo un programa de reducción de costos, con todas las consideraciones que ello implica, en una semana o un mes. Realmente es imposible. Por eso es que cuando hay situaciones difíciles en la economía de los países muchas empresas sobreviven manteniéndose líquidas, pero haciendo enormes sacrificios de rentabilidad (incluso incurriendo en pérdidas), la cual postergan para épocas mejores, teniendo en muchos casos que llevar a cabo reformas substanciales en sus estructuras operativa y financiera.

⁸ En el siguiente capítulo se demuestra cómo una mejora de la rentabilidad implica, igualmente, una mejora del flujo de caja libre, y viceversa.

En la toma de decisiones cotidianas el que un ejecutivo se incline a favor de la liquidez o de la rentabilidad dependerá, entre otros, de factores tales como el criterio frente al riesgo que él tenga, los problemas que en un momento determinado enfrente la empresa y las oportunidades de reinversión de sus recursos.

CUESTIONARIO DE EVALUACION

1. ¿Analice y evalúe la relación entre el gerente financiero y los acreedores y entre el gerente financiero y el estado a la luz de los conceptos vistos en este capítulo.
2. ¿Cree usted que exista algún dilema entre el gerente financiero y el accionista?
3. ¿Por qué las funciones que no son estrictamente financieras caben dentro de la competencia del gerente financiero?
4. ¿El dilema entre liquidez y rentabilidad se cumple para todo tipo de decisiones financieras?
5. ¿Qué es más importante para la empresa, la liquidez o la rentabilidad?
6. ¿Considera usted que el enfoque financiero de las decisiones sólo debe darlo quien responda por las finanzas de la empresa?
7. Ilustre con un ejemplo el caso de un efecto sobre el valor de la empresa (favorable o desfavorable), como consecuencia de las perspectivas futuras. Preferiblemente ilustre un caso real.
8. Enuncie algunas decisiones relacionadas con su profesión o actividad dentro de la empresa, diferentes a las mencionadas en este capítulo, en las que se pueda identificar el dilema entre liquidez y rentabilidad y explique cómo opera en ellas dicho problema.
9. Se ha dicho que a largo plazo la rentabilidad genera o garantiza la liquidez de la empresa. ¿Cree usted que se pueda dar lo contrario, es decir, que la liquidez genere rentabilidad a largo plazo? Ilustre la respuesta con un ejemplo.
10. Investigue y comente en su clase las últimas cotizaciones de las acciones en la bolsa de valores y relacione las más valorizadas con el comportamiento del entorno empresarial del momento. Establezca la misma relación para las acciones menos atractivas.
11. Dé un ejemplo y explique cómo el tipo de clientela que una empresa atiende puede incidir en el riesgo que esta corre en la actividad que desarrolla.
12. ¿Si un negocio es líquido, puede asegurarse que por ello es rentable?
13. ¿Por qué se dice que un problema de liquidez es un problema de corto plazo y uno de rentabilidad es de largo plazo?
14. "El objetivo financiero de toda empresa es maximizar las utilidades". ¿Está de acuerdo con esta afirmación?
15. Si uno de los más importantes elementos a tener en cuenta en el objetivo comercial de una empresa es cautivar al cliente logrando la satisfacción de sus necesidades, ¿considera usted que ello se contrapone al objetivo básico financiero?
16. Si la labor del gerente financiero no se reduce a la simple consecución de fondos, ¿cuáles actividades adicionales debería desarrollar este funcionario?
17. En una empresa de tipo comercial, ¿cuál sería el equivalente al objetivo de producción?
18. ¿Por qué se dice que la Administración Financiera más que una función que desempeña alguien en la empresa, debe entenderse como una actitud?
19. ¿Por qué se afirma que el valor de una sociedad anónima calculado como el valor de la acción multiplicado por el número de acciones, es un valor teórico?
20. ¿En el caso del ejemplo del pequeño almacén de ropas citado en la explicación del OBF, que sucedería si los 100 millones calculados como valor tentativo del negocio

representaran un valor menor que los activos del negocio?

21. ¿Explique por qué el alcance del OBF no necesariamente se logra a costa del alcance de los objetivos básicos de las demás funciones estratégicas claves de la empresa?
22. Al hablar de la relación entre el flujo de caja y el valor de la empresa se dijo que mientras mayor fuera el grado de rivalidad entre competidores mayores eran los requerimientos de capital de trabajo para poder permanecer en operación. ¿Qué factor o factores considera usted que presionan a una empresa a llevar a cabo rápidas reposiciones de sus activos fijos?
23. Además de los ejemplos mencionados para ilustrar los posibles conflictos que pueden presentarse entre el gerente financiero y los responsables de las demás funciones de la empresa, enuncie y explique tres ejemplos adicionales.
24. Diferencie entre el gerente financiero y el administrador financiero.
25. Investigue en la bolsa de valores la cantidad de empresas cuyas acciones se consideran de alta bursatilidad y compare dicha cifra con el total de empresas registradas. Comente al respecto.

EJERCICIOS PROPUESTOS

1. Referenciando los Estados Financieros que se muestran para la empresa Confecciones Modafina en el capítulo 7, calcular:
 - El valor del capital de trabajo neto contable, el KT operativo y el KT neto operativo para los tres años. Interprete los resultados.
 - El flujo de caja libre para los años 1998 y 1999.
2. La empresa El Farolito Ltda. vendió \$2.500 millones en el último año y espera incrementar sus operaciones en el 25% para el próximo. Aunque actualmente mantiene 56 días de cuentas por cobrar, la difícil situación que se espera para el año entrante sugiere que éstos pasarán a 70. Lo mismo sucede con los inventarios cuyo nivel se espera que pase de 25 a 36 días. Asumiendo que las compras son de contado y que el margen de utilidad bruta es del 35%, ¿cuánto dinero se requerirá para financiar el incremento del capital de trabajo neto operativo en el próximo año?
3. A continuación se detalla la forma como, bajo una perspectiva de largo plazo, las empresas transportadoras El Trébol y La Orquídea distribuyen su flujo de caja, expresado en millones de pesos. ¿Cuál empresa considera usted más valiosa? Explique claramente su conclusión.

| | Flujo de Caja | Reposición de KT y AF | Servicio o a la Deuda | Disponible para Reparto de Utilidades |
|-------------|---------------|-----------------------|-----------------------|---------------------------------------|
| El Trébol | 500 | 120 | 250 | 130 |
| La Orquídea | 500 | 200 | 100 | 200 |