

## Documento sobre capital de trabajo en la empresa

Autor: Lic. Tomás Canepa

### Introducción

En el presente trabajo se analiza el porqué es importante la administración del capital de trabajo para lograr el éxito de la gestión del administrador financiero y por consiguiente de la empresa. Asimismo se analizarán los riesgos del uso en exceso o en defecto, y las distintas variables que se verán afectadas. Como así también la mejor forma de administrar el Capital de Trabajo. Antes de comenzar con el desarrollo de los temas, se precisarán algunas definiciones para utilizar un lenguaje común.

### ¿Que es el capital de trabajo?

#### Definiciones

En un sentido amplio, el capital de trabajo, algunos autores los denominan también activos de trabajo, involucra a la inversión de la empresa en activos corrientes o activos circulantes. Se designa capital de trabajo neto a la diferencia entre los activos corrientes y los pasivos corrientes. El término corriente se entiende por aquellos bienes o deudas que se establecen dentro del ciclo operativo de la empresa, que normalmente es de un año, y que a su vez coincide con el balance general.

Con estas definiciones, la administración del capital de trabajo se ocupa de la administración de los activos corrientes (caja, bancos, cuentas a cobrar, inversiones líquidas, inventarios) como así también los pasivos corrientes. Estos activos, que por su naturaleza, cambian muy rápidamente, obligan a tomar decisiones y dedicarle un mayor tiempo de análisis, para lograr optimizar su uso. El administrador financiero, para cumplir con su objetivo, debe centrarse en los siguientes puntos:

- a) ¿Cuál será el nivel óptimo de la inversión en activos circulantes?
- b) ¿Cuál será la mezcla óptima de financiación entre corto y largo plazo?
- c) ¿Cuáles serán los medios adecuados de financiación a corto plazo?

El capital de trabajo es más divisible que el activo fijo o inmovilizado y por lo tanto también es mucho más flexible su financiamiento. Por lo tanto las características que distinguen al capital de trabajo del activo fijo son su flexibilidad y la duración de su vida económica. Es mucho más fácil invertir y desinvertir en activos corrientes que en activos fijos.

### Relación riesgo-rentabilidad-liquidez en el análisis del capital de trabajo

Es importante mantener una relación positiva de capital de trabajo. Tal esquema de liquidez proporciona un margen de seguridad y reduce la probabilidad de insolvencia y eventual quiebra.

En oposición a esto, demasiada liquidez trae aparejada la sub-utilización de activos que se usan para generar ventas y es la causa de la baja rotación de activos y de menor rentabilidad. La administración de capital de trabajo debe permitir determinar correctamente los niveles tanto de inversión en activos corrientes como de endeudamiento, que traerán aparejado decisiones de liquidez y de vencimientos del pasivo. Estas decisiones deben conducir a buscar el equilibrio entre el riesgo y el rendimiento de la empresa.

El análisis de las políticas de capital de trabajo nos pone frente a ciertos interrogantes, que trataremos a lo largo de este trabajo poder despejar. Por ejemplo:

- (a) La razón de capital de trabajo, ¿es la adecuada para asegurar el máximo de rentabilidad sin poner en peligro la liquidez?
- (b) Suponiendo que esta es la proporción adecuada, ¿la mezcla de los activos corrientes es la más apropiada para garantizar la máxima rentabilidad dados ciertos requerimientos de liquidez?
- (c) El capital de trabajo neto, ¿es el que asegura el mayor volumen de beneficios?
- (d) Por último, ¿en qué momento conviene invertir o desinvertir en activos corrientes, cambiar la mezcla de los mismos o cambiar las fuentes de financiamiento?

## Ciclo operativo: dinero-mercadería-dinero

El capital de trabajo le permite a la empresa cumplir con su ciclo operativo: esto implica que el dinero lo transforma en mercadería para poder venderla y que nuevamente se convierta en dinero.

Este tiempo de este ciclo es aquel que demora el dinero en transformarse nuevamente en dinero.

Estos ciclos no necesariamente serán iguales, tanto en su constitución como su duración, para todas las empresas, dado que estará en función de la cantidad de etapas que deberán cumplirse para cerrar el círculo.

Ejemplo para una empresa que se dedica a la reventa de productos, el ciclo sería: DINERO- MERCADERIAS-CREDITOS, en cambio en una empresa industrial, el ciclo sería: DINERO-PRODUCCION-MATERIAS PRIMAS-PRODUCTOS TERMINADOS-PRODUCCION-CREDITOS. La distinta duración de los ciclos de estas empresas, no implica necesariamente que la empresa industrial requiera una mayor inversión en capital de trabajo, sino que la magnitud de este va a depender de otras variables, como por ejemplo la duración de cada ciclo y la cantidad de superposiciones o solapamientos que estos tengan, el nivel de actividad con que operará la empresa, el costo del producto, entre otras. Este ciclo en la empresa es de vital importancia para la formulación de políticas y estrategias de la administración del capital de trabajo.

De lo expresado anteriormente, podemos inferir que tanto el ciclo operativo como la rotación del capital de trabajo son términos equivalentes, dado que cuanto menor sea el ciclo DINERO-MERCADERIA-DINERO mayor será la rotación del capital de trabajo, o sea menor la inversión en capital de trabajo.

## Características particulares de los ciclos

Si analizáramos los componentes que intervinieron en cada ciclo, veríamos que hay dos de ellos que constituyen excedentes financieros en el corto plazo, tal cual son las amortizaciones o costos fijos no erogables y las utilidades. Decimos esto, dado que las amortizaciones si bien por lo general proporciona una fuente de fondos, no es una partida de caja, por lo que no se refleja como una fuente de efectivo. Sin embargo, ésta con frecuencia sirve para disminuir la salida de fondos, en la forma de pagos del impuesto a las ganancias. Las empresas normalmente aplican fondos para activos fijos, que con el tiempo espera recuperar mediante la venta de sus productos. Cuando se fija el precio de venta, la empresa buscará recuperar todos los costos inmediatos (materias primas, mano de obra, energía, etc.) y aquellos que fueron desembolsados bastante tiempo atrás (amortizaciones). Cuando decimos que la amortización es una fuente de fondos, en realidad lo que estamos diciendo es que los fondos son generados en la medida que los ingresos por ventas excedan a los gastos que utilizan esos fondos. Una retracción de las ventas disminuirá la cantidad de ciclos que se realizan y por lo tanto aumentará la necesidad de inversiones adicionales en capital de trabajo. La duración del ciclo dinero-mercadería-dinero y la cantidad de solapamientos que se producen durante su prolongación en el tiempo, condicionan a la magnitud requerida de capital de trabajo.

Sin lugar a dudas el ciclo operativo de un astillero es diferente al de un fabricante de partes para automóviles, como así también es diferente el grado de tecnología que se emplea en la industria electrónica con respecto a un fabricante artesanal de zapatos. Como se observa, la duración del ciclo está relacionada con el sector de la economía y con el nivel tecnológico, si tenemos dos empresas que desarrollan actividades en el mismo sector económico, es muy probable que las diferencias en cuanto a la duración del ciclo operativo de una empresa con respecto a la otra, estén dadas por el nivel tecnológico de cada una de ellas, como así también por las decisiones de política interna que se tomaron para definir el desarrollo de su operatoria.

Es conveniente analizar primeramente el caso más simple, que es el de una empresa que inicia su ciclo operativo sólo cuando haya terminado con el ciclo inmediato anterior, es decir que no se producen solapamientos de ciclos. En este caso el requerimiento del capital de trabajo queda supeditado a la cantidad de ciclos que se efectúen en la unidad de tiempo que se analice (año, semestre, trimestre, etc.). La empresa realizará una mayor o menor cantidad de ciclos operativos, en un lapso de tiempo determinado, dependiendo de la duración de cada uno de ellos, cuanto más largo sea el ciclo en su duración, menor será la cantidad de ellos en el período que se analice y viceversa. Una empresa cuyo ciclo operativo dura 2 meses, producirá 6 ciclos en un año, en tanto que si el ciclo se alarga a 3 meses, realizará sólo 4 ciclos en el año.

Como resumen podemos decir que cuanto mayor sea la duración del ciclo operativo y mayor la cantidad de solapamientos que se produzcan, se obtendrá como resultado un requerimiento de capital de trabajo mayor.

Si bien se ha venido hablando del ciclo operativo, en realidad se refiere al ciclo del efectivo (o ciclo de conversión del efectivo). El ciclo operativo comienza con la compra de materia prima (momento devengado), pero el ciclo del efectivo comienza con el pago de las materias primas (momento percibido). O sea las necesidades de fondos comienzan cuando se empieza a pagar, es decir con el ciclo de efectivo.

Ahora se tratan las políticas referidas a la administración de activos corrientes, o sea, disponibilidades, inversiones transitorias, créditos y administración de inventarios, tratando en cada uno de ellos de visualizar los elementos y las restricciones y así de esta forma poder hacer un uso óptimo de ellos.

## Política de disponibilidades e inversiones transitorias

En la administración del efectivo y las inversiones transitorias, lo más importante es lograr un volumen tal que permita tener un determinado grado de liquidez, sin que ésta afecte la rentabilidad, o sea, la maximización de utilidades de la firma. Una de los primeros objetivos del administrador financiero en cuanto al manejo del efectivo, será la sincronización entre los flujos de entrada y salida, dado que esto permitirá a la empresa cumplir satisfactoriamente con el ciclo operativo.

¿Por qué se debe mantener efectivo y valores negociables (o inversiones transitorias)? Hay cinco motivos principales.

- 1) El primero de ellos es el transaccional, que consiste en permitirle a la empresa poder realizar sus operaciones habituales (comprar, vender).
- 2) El segundo motivo es el preventivo, que tiene que ver con la seguridad y se relaciona con la estimación que realizó la empresa sobre los flujos de ingresos y egresos.
- 3) El tercer motivo tiene que ver con la satisfacción de necesidades futuras, esto generalmente ocurre en forma temporal cuando por razones de estacionalidad de ventas o de compras nos vemos en la necesidad de acumular efectivo o inversiones transitorias para hacer frente a esos requerimientos.
- 4) El cuarto, el requerimiento de saldo compensadores, esto tiene relación con los saldos bancarios inmovilizados a consecuencia de acuerdos por créditos preexistentes, y que generalmente son saldos mínimos que la empresa se compromete a mantener en su cuenta bancaria.
- 5) Se puede agregar un quinto, motivo especulativo; aprovechar oportunidades que se pudieran presentar (descuento por pago de contado, bonificaciones que aparecen no todos los meses por determinadas compras, etc).

El mantenimiento de estos saldos es lo que se denominan activos corrientes de tipo permanente, lo mismo que los efectivos mantenidos en forma de caja chicas o fondos fijos con asignación específica.

El mantenimiento de fondos excedentes para fines preventivos, en realidad representa un inventario de seguridad, que depende su volumen; y tienen asociado un costo de inmovilización que repercute en la rentabilidad de la empresa e inversamente acotan el riesgo de insolvencia. Por el contrario, si el monto de los fondos de efectivo fuera insuficiente o con una distribución errática en el tiempo, haría que las operaciones normales de la empresa podrían verse interrumpidas, con los consiguientes costos asociados.

Como se observa, el análisis de las decisiones de administración de efectivo y de inversiones transitorias requiere de un minucioso análisis y el uso de herramientas que permitan optimizar el cálculo de dichos saldos. Por ello se desarrolla un sistema de proyección diaria de orígenes y necesidades de fondos con el fin de tener un adecuado sistema de cobertura.

Como complemento a estas proyecciones, se deberá llevar un sistema de control de caja diaria para comparar la realidad con las estimaciones y efectuar las correcciones necesarias. También deberá completarse estas proyecciones con un adecuado seguimiento de las conciliaciones bancarias, con el fin de detectar tanto aquellos movimientos registrados por el banco y que estén registrados en nuestros libros (por ejemplo débitos por gastos e intereses, depósitos, etc.)

Otro componente destacado son los cheques emitidos y no cobrados y los depósitos no acreditados, y todas aquellas partidas que todavía se encuentran pendientes de ser acreditadas o debitadas. Con respecto a las que están pendientes de ser acreditadas, es importante previamente efectuar un análisis de los plazos y los costos de los valores al cobro en los distintos bancos donde trabaja la empresa, con el objetivo de acortar los plazos de disponibilidad de los mismos y los costos asociados; asimismo una vez depositados debemos realizar un seguimiento muy estricto de las fechas de acreditación.

Otro elemento a tener en cuenta con respecto a los cheques emitidos por la empresa, son aquellos que todavía mantiene en cartera sin retirar por los beneficiarios, dado que los mismos ya han sido descontados de los saldos bancarios de libros que lleva la empresa, y que si tiene una adecuada programación de las fechas de pago, se puede optimizar la utilización de los mismos.

Con respecto a las inversiones transitorias, las empresas las utilizan en lugar del dinero en efectivo y para realizar determinadas colocaciones de tipo temporal. Como mencionamos anteriormente, muchas veces los bancos requieren determinada inmovilización de fondos en cuenta corriente, para garantizar las cuotas de un préstamo entre otros conceptos, por lo tanto es mucho más conveniente colocar esos fondos en inversiones transitorias que generan un interés que compensará en parte el costo de la inmovilización. En otras ocasiones, las empresas necesitan acumular fondos líquidos por ejemplo para pagar una cuota de un préstamo o el pago de una obligación negociable, etc.; esos fondos es conveniente ir colocándolos en inversiones transitorias de rápida disponibilidad que permitan al vencimiento utilizarlos.

## Políticas de créditos y cobranzas

Las políticas de administración de créditos implican un equilibrio entre el riesgo y la rentabilidad. O sea, hasta qué punto la extensión de condiciones de crédito a clientes marginales compromete fondos y pone en peligro la propia capacidad de pagar sus cuentas, en tanto facilita más la venta de los productos y mejora los resultados. El rol que juega el administrador financiero en la administración de las políticas de créditos y cobranzas es dinámico, ya que trae aparejado ajustes frecuentes a los estándares de crédito, términos de crédito y políticas de cobranzas.

Normalmente la mayor proporción de la inversión en activos corrientes lo constituyen las cuentas a cobrar derivadas en los incrementos de ventas y el alargamiento de los plazos de cobranza. Esto último se produce generalmente en los períodos de recesión económica, donde los pequeños clientes descansan en el financiamiento de los proveedores, contrariamente a lo que se produce cuando hay crecimiento económico donde hay una expansión de las ventas y los plazos de cobranzas se vuelven más estables. De la misma manera que cualquier activo corriente, las cuentas a cobrar también deben ser consideradas una inversión. Lo que se debe tener en cuenta es si el rendimiento que se puede obtener de este activo supera la ganancia de otras inversiones y asimismo se debe tener en cuenta el riesgo y la liquidez asociados con este rendimiento. Al analizar el tema de las cuentas a cobrar, se debe considerar al otorgamiento de créditos como uno de los puntos claves dentro de la administración de capital de trabajo. Se deben tener en cuenta las siguientes variables, mencionadas anteriormente, respecto a las políticas de otorgamiento de créditos en relación con el objetivo de maximización de utilidades.

- **ESTÁNDARES DE CRÉDITO**

La empresa debe definir la naturaleza del riesgo de crédito que está dispuesta a asumir, basándose en el historial del cliente, de su situación financiera y de las referencias que pueda recabar.

ANÁLISIS DEL CRÉDITO, implica las condiciones que debe reunir un crédito.

- 1) El análisis comienza con el **CARÁCTER**, que es una evaluación de la disposición para pagar las cuentas a cobrar.
- 2) La **CAPACIDAD** representa la habilidad de la empresa para cumplir con sus obligaciones mediante el flujo proveniente de sus operaciones. Debe haber una relación de liquidez del crédito y en los flujos de efectivo del cliente.

- 3) Es importante, también evaluar el CAPITAL del cliente en el caso de que éste tenga dificultad para cubrir sus obligaciones con las operaciones normales. La relación de deuda a activos y otros indicadores que marcan la posición del capital del cliente deben analizarse en la evaluación del mencionado capital.
  - 4) También las CONDICIONES que existen y que se esperan en términos de actividad económica pueden ser de significativa importancia al analizar a los solicitantes de créditos.
  - 5) Otro aspecto importante que constituye el análisis del crédito es la GARANTÍA que eventualmente podría ofrecer el cliente.
  - 6) El INSTRUMENTO DE CRÉDITO es fundamental cuando el mismo se concreta.
- **TÉRMINOS COMERCIALES DEL CRÉDITO**

Los términos comerciales tienen un fuerte impacto sobre el VOLUMEN DEL SALDO DE CRÉDITOS POR VENTAS. Si por ejemplo una empresa realiza ventas a crédito diarias del orden de los \$15.000 y el término de cobranzas es de 30 días, el promedio del saldo de los créditos por ventas sería de \$ 450.000. Esta situación se mantendría en promedio de esta forma si todos los clientes abonaran en el plazo estipulado, pero si los créditos por ventas se cobraran a los 60 días en lugar de los 30, el saldo promedio de los créditos por ventas sería de \$900.000, y por lo tanto la empresa requeriría un financiamiento mayor para cubrir el adicional de inversión en créditos por ventas.

También deberán establecerse términos comerciales con relación a la EXTENSIÓN DEL PERÍODO DE CRÉDITO y al grado hasta el cual se ofrezcan DESCUENTOS POR PAGO DE CONTADO a los clientes que operan a crédito, considerando como afecta esta decisión en la rentabilidad de la empresa y analizando las restricciones de liquidez en función del ciclo operativo de la empresa.

Debemos tener en cuenta que las políticas de términos comerciales no son independientes de las políticas de estándares de crédito.

- **POLÍTICAS DE COBRANZAS**

Diversas herramientas deberá utilizar el sector de cobranzas con el fin de efectuar un seguimiento de las políticas de crédito fijadas, entre ellas se mencionan:

- **ÍNDICE DE INCOBRABLES SOBRE LAS VENTAS A CRÉDITO:** un incremento de este indicador, podría ser una señal de que se esté realizando una política agresiva de ventas en el mercado o que se estén otorgando créditos a clientes poco solventes.
- **PERÍODO PROMEDIO DE COBRANZA = (CRÉDITOS POR VENTAS X 360) / TOTAL VENTAS A CRÉDITO**  
Un aumento de este índice nos indicaría:
  - a) una mala gestión de cobranza o administración del crédito, o
  - b) que la empresa decidió ampliar los términos de sus créditos.
- **ANÁLISIS DE ANTIGÜEDAD DE SALDOS:** Con este análisis se observan la demora en ser cobradas las cuentas a cobrar y poder tomar medidas correctivas para agilizarlas. La implementación de políticas de cobranzas también tiene su impacto en la rentabilidad y el rendimiento de la empresa para sus accionistas.

Si la empresa no es estricta en hacer cumplir sus condiciones de crédito, entonces el período real de cobranza será significativamente mayor al establecido y por supuesto más oneroso.

Por otra parte, una política de cobranza rígidamente administrada puede dar como resultado una pérdida de ventas y una mala predisposición de los clientes. Las condiciones económicas del mercado afectarán las políticas de cobranzas.

## Política de administración y control de inventario

La política de administración y control de inventario merece una particular importancia debido a tres razones.

- 1) El inventario comprende generalmente un importante segmento de los activos corrientes de la empresa.
- 2) Siendo el inventario el menos líquido de los activos corrientes, los errores en su administración no se pueden solucionar con rapidez.
- 3) Los cambios en los niveles de inventario tienen importantes efectos económicos.

El objetivo es minimizar los costos asociados con la administración de los inventarios. Por un lado, un nivel de inventarios bajo reduce los costos de financiamiento y de mantenimiento de inventario y, por otra parte, un inventario demasiado exiguo puede dar como resultado costo de escasez (pérdida de ventas) y costos elevados de ordenamiento del mismo.

Generalmente, dependiendo de la clase de empresas habrá diferentes tipos de inventarios: de materias primas, de producción en proceso y de productos terminados. El nivel de inventario de materias primas se ve influenciado por la estacionalidad, por las fuentes de aprovisionamiento y por la programación de las compras. El de producción en proceso estará afectado por la duración del proceso de producción. El inventario de productos terminados estará influenciado por la coordinación entre la producción y las ventas. Se debe mantener los tiempos de conversión del inventario y equilibrar los costos del mismo cuando decline la actividad económica, así como estar listos para satisfacer la demanda de las ventas para cuando se inicie la recuperación. Gran cantidad de análisis se ha realizado respecto de determinar el nivel óptimo de inventarios, lotes óptimos de compra o producción, niveles de consumo y otras consideraciones similares.

Cuando se evalúa un modelo de inventario, se deben analizar los dos costos básicos asociados con el inventario: los costos para mantener las existencias en inventario y los costos concernientes a hacer pedidos. Mediante un análisis cuidadoso de estas variables, se pueden determinar el tamaño óptimo de pedido a colocar de manera que se minimicen los costos.

Los costos para mantener inventarios incluyen los intereses sobre los fondos invertidos en el inventario, el costo del espacio para almacenamiento, las primas de seguro y los gastos respecto al manejo de materiales. Existe también un costo implícito asociado a los riesgos de obsolescencia y cambios inesperados en los precios. Cuanto mayor sea el tamaño de la orden, mayor será el promedio de inventario que se tenga en existencia y mayores serán los costos por mantenimiento.

Otro elemento que se debe considerar es el costo de ordenar y procesar el inventario. Si se mantiene un nivel promedio bajo en inventario, nos veremos obligados a ordenar muy seguido y, por lo tanto, nuestros costos de ordenar serán muy elevados. Por lo tanto, para poder definir una política adecuada de inventarios se deben conocer los costos asociados con el mantenimiento de inventarios.

En el siguiente esquema se enumeran los principales costos asociados a la gestión de inventarios:

| COSTOS DE MANTENIMIENTO                    | COSTOS DE ORDENAMIENTO    | COSTOS DE SEGURIDAD                           |
|--|---------------------------|---|
| 1. Almacenamiento                          | 1. Colocación de la orden | 1. Pérdida de ventas                          |
| 2. Seguros                                 | 2. Manejo de materiales   | 2. Disminución de cuentas a cobrar            |
| 3. Costo de capital (costo de oportunidad) | 3. Carga de la producción | 3. Desorganización de programas de producción |
| 4. Obsolescencia y/o deterioro             |                           |   |
| 5. Impositivo                              |                           |   |
| 6. Pérdidas por robos                      |                           |   |

A medida que el tamaño del pedido crece, los costos para mantener inventarios también aumentan ya que habrá mayor inventario en existencia. Por supuesto, si se efectúan pedidos más grandes, no nos veríamos obligados a pedir con mucha frecuencia y los costos totales por ordenar disminuirán. Cuando se trate de pedidos grandes los costos para mantener los inventarios serán excesivos, en tanto que los pedidos pequeños implicarán efectuar pedidos en forma constante. El **LOTE OPTIMO DE COMPRA** calcula cuantas unidades hay que comprar de manera que se logre minimizar el costo asociado a la compra y al mantenimiento de las unidades en inventario.

Por otra parte, el control del inventario tiene asociado costos financieros. Por lo tanto, es importante controlar el inventario a un costo mínimo, y hacer un adecuado control del inventario para obtener una producción uniforme y ordenada para evitar costosos faltantes. Las empresas deben almacenar y vigilar miles de distintos artículos en inventario. Esto conduce a preguntarnos ¿qué artículos deben ser más rígidamente controlados? El sistema ABC para control de inventario es un método para asignar diferentes grados de control a los artículos del inventario. Estos se dividen en tres categorías, sobre la base de sus valores de inversión, con relación al valor total del inventario de la empresa:

- A. Los artículos A son los más costosos y constituyen el mayor porcentaje sobre la inversión total (70% aproximadamente), pero a su vez constituyen la menor proporción de artículos (20% aproximadamente). Estos artículos deben ser meticulosamente controlados.
- B. Los ítems B generalmente constituyen el 30% del inventario y solo el 20% de la inversión, por lo que se efectuará un control promedio.
- C. La categoría C comprende el 50% de los artículos y solamente el 10% de la inversión total, por lo tanto sólo se hará un control por muestreo.

## Política de financiamiento

Las decisiones de financiamiento tienen como finalidad contribuir a la concreción del objetivo. Ante esta situación deberíamos definir dos aspectos de vital importancia que afectan, según cuál sea su elección, a la administración de los activos de trabajo y por consiguiente a la rentabilidad de la firma; ellos son:

1. elección del enfoque de cobertura;
2. elección del fondeo.

### Enfoque de cobertura

La elección de la modalidad de cobertura guarda una relación directa con el grado de permanencia temporal de los activos en un caso o con los vencimientos de las obligaciones en otro.

#### a) TEMPORALIDAD DE LA INVERSIÓN

Los estados contables de la empresa son una de las herramientas para obtener información. La clasificación contable de los activos en corrientes y no corrientes, brinda la magnitud de los activos de corto y largo plazo. Considerando que el Activo representa la Inversión Total de la empresa, se puede decir que el balance separa la inversión de corto plazo de la inversión fija.

El enfoque de cobertura temporal de la inversión se basa en vincular los activos y su correspondiente financiación en función de su grado de permanencia, de tal manera que el activo corriente se financia con deudas de corto plazo y los activos no corrientes con fuentes de fondos de largo plazo. Se produce un calce entre la inversión y su fondeo en relación directa al aspecto temporal de los activos.

La práctica profesional nos muestra que las inversiones no corrientes se financian con una porción de fondos de largo plazo (pasivo no corriente y fondos propios), mientras que el excedente de estos fondos financia al capital de trabajo neto; es decir que la diferencia del activo corriente y el pasivo corriente, se financia con fondos de largo plazo. De esta manera puede observarse como parte del capital propio soporta las variaciones que se producen en el ciclo operativo de la firma (capital de trabajo).

Otro aspecto que muestra la realidad es que no todos los activos guardan el mismo grado de permanencia. Teniendo en cuenta el ciclo operativo de la empresa (dinero-mercadería-dinero), podemos ver como ciertas partidas que se encuentran clasificadas como corrientes, en realidad adquieren las características de activos inmovilizados. A modo de ejemplo, una porción de los inventarios está formada por el stock mínimo, que adquiere la característica de permanente, aunque pertenezca al activo corriente. Es decir que el rubro desde un punto de vista financiero tiene una porción permanente y otra fluctuante; la permanente es necesaria para el desarrollo del ciclo operativo de la empresa, la fluctuante varía según la evolución de este ciclo operativo. Similares características pueden encontrarse en otros rubros corrientes, como ser el saldo mínimo de caja (disponibilidades). Cabe la aclaración de que en las deudas corrientes existe también la calificación de permanentes y fluctuantes.

Activos corrientes fluctuantes + Activos corrientes permanentes = Activos Corrientes

Activos Corrientes + Activos No Corrientes = ACTIVO TOTAL

| INVERSIÓN                      | FINANCIACIÓN          |
|--------------------------------|-----------------------|
| Activos corrientes fluctuantes | Fondos de corto plazo |
| Activos corrientes permanentes | Fondos de largo plazo |
| Activos no corrientes          | Fondos de largo plazo |

Como se observa los activos corrientes permanentes y los no corrientes se financian con fondos de largo plazo, considerando dentro de ellos los fondos propios, los pasivos no corrientes y los pasivos corrientes permanentes; es decir que las necesidades de fondos permanentes se deben financiar con fondos provenientes de financiaciones de largo plazo. En tanto que las necesidades transitorias (activos corrientes fluctuantes) se deben financiar con fondos de corto plazo.

Adicionalmente se debe tener en cuenta que la financiación de activos fluctuantes con fondos de largo plazo provocará en ciertos momentos excesos de fondos que afectarán la rentabilidad, debido a que se generan intereses por fondos que no se utilizan. Inversamente si se financian inversiones permanentes con fondos provenientes de corto plazo, se incrementa el riesgo de no poder financiar las inversiones o tener que pagar costos superiores a los del mercado para cubrir las necesidades financieras. El efecto generado por el riesgo es muy importante, ya que en condiciones de certidumbre es factible lograr aparear las necesidades con el financiamiento, pero a medida que el riesgo crece se comienza a utilizar "colchones financieros", que reducen el riesgo, pero que al mismo tiempo afectan la rentabilidad.

Financiar requerimientos de corto plazo con pasivos de largo plazo obligaría a pagar intereses por mantener fondos durante los períodos en que no son necesarios. Los activos fijos y la parte permanente de los activos corrientes se financiarán con pasivos de largo plazo, con patrimonio y con el componente permanente de los pasivos corrientes. En realidad muchas veces, la inversión en activos fijos es financiada parcialmente por pasivos de largo plazo y parcialmente con fondos propios, aunque a veces también se financia el saldo con capital de trabajo neto.

#### b) VENCIMIENTO DE LAS DEUDAS

Es menester buscar la sincronización entre los vencimientos de las obligaciones de la empresa y los ingresos futuros de fondos que se generan en ella. Como puede observarse este enfoque es netamente financiero, sin necesidad de datos contables, ya que se necesita conocer los flujos de fondos futuros de la empresa, es decir un manejo de lo percibido y no del concepto contable del devengamiento. Es necesario que la empresa cuente con un buen sistema de información, debido a que los flujos futuros de fondos, tanto cobros como pagos, tienen un carácter dinámico, debido a los cambios y movimientos que se producen durante el ciclo operativo de la empresa.

Es de suma importancia el trabajar con un Programa de Vencimientos de las deudas, de allí la necesidad de contar con información rápida y precisa; ya que este enfoque intenta lograr que los pagos que debe efectuar la empresa se produzcan con fecha posterior a sus cobros; es decir que los flujos futuros de ingresos sean anteriores a los flujos futuros de egresos, con lo cual se dispondrían de los fondos necesarios para afrontar las obligaciones. Cabe aclarar que además de la temporalidad de los vencimientos debe tenerse en consideración los montos a cobrar y pagar, debiendo alcanzar los fondos a cobrar para la cancelación de las futuras erogaciones.

El factor riesgo tiene incidencia importante en este enfoque, ya que en condiciones de certeza lo ideal es buscar una exacta sincronización entre los ingresos y los egresos futuros, pero en condiciones de incertidumbre el riesgo aumenta, ante lo cual pueden producirse fluctuaciones en los flujos de fondos que afectan los importes pronosticados, una alternativa ante esta situación, es el trabajar creando un margen de seguridad que permita absorber las fluctuaciones de los flujos.

El margen de seguridad consiste al igual que en el enfoque temporal de la inversión en constituir una reserva de fondos, con lo cual se afecta la rentabilidad. Este margen consiste en alargar o reducir el Programa de vencimientos de las deudas. Cuanto más prolongado es el programa menor es el riesgo asumido, mientras que cuanto más breve es el programa mayor es el riesgo de la empresa por no honrar sus vencimientos.

En el caso de aumentar el margen de seguridad, se puede producir una pérdida según cual sea el costo de los fondos, pagando intereses por períodos en que los fondos no son necesarios. La estimación del margen de seguridad va a depender de las preferencias que estipule el administrador financiero, es decir que la gerencia va a determinar el plazo entre los flujos de fondos probables y los vencimientos de las deudas. Esta decisión va a determinar la proporción de deudas corrientes y no corrientes que mantendrá la estructura del pasivo.

## Elección del fondeo

La elección de la fuente de fondos para financiar el capital de trabajo, depende de la modalidad de enfoque de cobertura que se elija. No obstante, los fondos pueden provenir de endeudamiento con terceros (pasivos) o fondos propios (Patrimonio Neto).



#### a) FONDOS PROPIOS

Los fondos propios se encuentran registrados contablemente en el Patrimonio Neto del balance de la empresa, mientras que considerando un concepto financiero, se puede decir que son aquellos fondos que se originan en el aporte societario, como así también los que se generan en la operatoria normal de la empresa, como pueden ser las utilidades no distribuidas, reservas (legales, optativas) y los fondos provenientes de las cargas no erogables (depreciaciones, provisiones).

Si nos ubicamos temporalmente en el nacimiento de una empresa, los fondos propios forman el capital de trabajo "original" de la misma, ya que el aporte de los propietarios, excepto que fuesen bienes de uso, financian los demás activos (corrientes). Al no existir en ese momento otra fuente de financiación se puede aseverar que el aporte de los socios es la única fuente de fondos del capital de trabajo en el inicio de las actividades de la firma.

Cuando la empresa comienza a operar se van produciendo movimientos normales de su ciclo operativo que generan la necesidad de nuevos fondos, ante lo cual se debe recurrir a otras fuentes de financiación, o a nuevos aportes de fondos por parte de los propietarios. Este tipo de fondeo podemos clasificarlos temporalmente como de largo plazo, esta característica es esencial para que con ellos se puedan financiar los activos permanentes (corrientes y no corrientes) y para no tener problemas de necesidades de financiación durante el desarrollo de la actividad normal empresaria.

Es importante determinar el costo para este tipo de fondos, que en algunos componentes podrá ser costo de oportunidad y en otros costo explícito (por ej. una nueva emisión de acciones).

Otro aspecto que tiene incidencia sobre los fondos propios es la decisión de distribución de dividendos, ya que afecta en forma directa la magnitud de estos fondos; se produce en este caso una controversia entre las decisiones de financiación y las de distribución de utilidades.

#### b) FONDOS DE TERCEROS:

Los fondos provenientes de la financiación provista por terceros a la empresa forman el Pasivo del balance, desde un punto de vista temporal estos fondos se clasifican en corrientes y no corrientes.

El Pasivo no corriente junto con el Patrimonio Neto forman el total de fondos de largo plazo con que cuenta la empresa, mientras que el Pasivo Corriente representa los fondos de corto plazo; la conjunción de los diferentes tipos de financiación dará como resultado la estructura de financiamiento de la firma.

La elección de la fuente de fondos va a depender de la modalidad del tipo de cobertura que se elija. Normalmente los fondos provenientes del fondeo de largo plazo, tanto propios como de terceros, financian la inversión fija y los activos corrientes permanentes, lo cual significa que financian el capital de trabajo neto (excedente del activo corriente sobre los pasivos corrientes).

La importancia de esta situación radica en que los activos corrientes permanentes son los necesarios para el desarrollo del ciclo operativo de la empresa, con lo cual al fondearse con fuentes de largo plazo, se evitan trastornos en la operatoria.

Los fondos de corto plazo al igual que el activo corriente, se dividen en permanentes y fluctuantes, es importante conocer en este caso la composición de cada uno de ellos, ya que los pasivos corrientes permanentes conjuntamente con el fondeo de largo plazo deben cubrir las necesidades de financiación de los activos permanentes (activos corrientes permanentes y activos inmovilizados).

Los fondos de terceros transitorios (fluctuantes) financian las necesidades transitorias que se producen durante el desarrollo del ciclo operativo de la firma.

Para determinar la mezcla de fondos a utilizar en la financiación de los activos de trabajo es de vital importancia que se conozca en la forma más precisa (ya que la certeza es prácticamente imposible), el ciclo dinero-mercadería-dinero, que es la secuencia temporal de la operatoria normal de la empresa. Hay que conocer la cantidad de etapas que componen el ciclo, la duración de cada una de ellas y las superposiciones de procesos (solapamientos) que se producen; de la misma forma conocer las estacionalidades a las que pudiera estar expuesta la empresa, ya sea por la necesidad de insumos o materia prima, o por las características del bien que produce o comercializa. El no conocimiento de una parte o todo el ciclo, puede llevar a problemas de una mala selección de fuentes de financiación, ya que si se toman fondos de largo plazo para financiar necesidades temporarias o fluctuantes, se va a producir en algún momento un sobrante de fondos que generará una disminución de la rentabilidad.

Al igual que con los fondos propios, es de suma importancia la determinación del costo de financiación de los fondos de terceros, asimismo se debe tener conocimiento del comportamiento del mercado de capitales y financiero, ya que dependiendo del tipo de financiación que necesite, puede recurrir a estos mercados para lograrla; en el caso de fondos propios mediante la emisión de nuevas acciones (Mercado de Capitales), si fuera financiación externa a la empresa se pueden colocar Obligaciones Negociables para obtener fondos a largo plazo (Mercado de Capitales) y las necesidades de mediano y largo plazo se pueden atender con los instrumentos de financiación que se ofrecen en el mercado financiero.

La empresa cuenta además con fondos de corto plazo que provienen de la Financiación que nos brindan los Proveedores de la empresa y que financian a los activos corrientes, un manejo eficiente de estos fondos puede proveer a la empresa de una porción importante de financiación de sus activos corrientes. Aca el Capital de Trabajo es negativo y permite a las Empresas darle continuidad a sus negocios, ya que con determinados proveedores tienen acceso a este financiamiento y a disminuir el uso del Capital de Trabajo.

## Conclusiones

La correcta administración del capital de trabajo es imprescindible para **MAXIMIZAR LA RIQUEZA DE LOS ACCIONISTAS**.

A su vez se debe tener en cuenta que la misma se consigue, entre otras cosas, buscando un **EQUILIBRIO ENTRE LIQUIDEZ Y RENTABILIDAD**, dado que dichas funciones son contrapuestas entre sí. O sea, a mayor tenencia de fondos líquidos la rentabilidad será menor dado que se pierden oportunidades de colocar dichos fondos en inversiones rentables o en el mismo ciclo económico de la empresa; y viceversa, si se sacrifica liquidez para conseguir mayor rentabilidad, puede ocurrir que en determinados momentos se necesite cubrir desfases transitorios del ciclo económico teniendo que recurrir al endeudamiento cuyo resultado terminará afectando la rentabilidad.

Dado que para conservar el equilibrio anteriormente mencionado entre liquidez y rentabilidad, se debe verificar la tenencia de activos, tanto en su **VOLUMEN** como la **PERMANENCIA** de los mismos.

También deberá profundizarse la **GESTIÓN DE LAS COBRANZAS**, buscando que el ciclo operativo pueda ser cumplido sin tener que recurrir a endeudamientos adicionales a los previstos. Esto también es válido para el pasivo, en donde se deberá buscar un apareamiento de los vencimientos con los términos normales de cobranza.

Con referencia a los **INVENTARIOS**, el control de los mismos deberá hacerse en forma periódica, intentando optimizar el uso de los mismos, dado que afectan en forma directa al resultado operativo. A su vez, un buen control de inventarios permitirá también tener un control del equilibrio entre la liquidez y la rentabilidad.

Si se focaliza la atención en los puntos descriptos buscando minimizar las inmovilizaciones de fondos, optimizando las rotaciones de cuentas a cobrar e inventarios y buscar un enfoque de cobertura financiera que permita mantener fondos durante los períodos en que no son necesarios, seguramente se conseguirá que la empresa no pase sobresaltos ante restricciones del contexto.

## **Bibliografía:**

Brealey / Myers - Fundamentos de Financiación Empresarial - Mc Graw Hill

Brealey / Myers - Principios de Finanzas Corporativas - Mc Graw Hill

Jae K. Shim / Joel G. Siegel- Administración Financiera — Schaum-Mc Graw Hill

Semyraz — Decisiones Financieras en la Empresa — Osmar D. Buyatti

Van Horne / Wachowicz - Fundamentos de Administración Financiera - Ed. Prentice Hall