FINANZAS CORPORATIVAS: EL "EFECTO PORTAFOLIO" EN LA GESTIÓN FINANCIERA DE LA EMPRESA EN CONTEXTOS DE INFLACIÓN

José Pablo Dapena[*]
UNIVERSIDAD DEL CEMA
2013

Resumen

El enfoque tradicional de gestión de una empresa parte de la base que existe un conjunto de activos que son inmovilizados con el objetivo de obtener ingresos operativos, que netos de los gastos operativos proporcionan una renta, siendo evaluada la misma en relación al capital inmovilizado. A su vez, la inmovilización de capital conlleva costos financieros, tanto efectivos (intereses) como de oportunidad (expectativa de ganancia del accionista). En consecuencia para crear valor la renta operativa debe ser superior al costo financiero de inmovilización.

En contextos inflacionarios surgen fuentes adicionales de renta, en este caso financiera, que vienen dadas por la administración del portafolio de activos y pasivos de la empresa. Este manejo de portafolio puede generar renta financiera adicional proveniente del efecto de la inflación en los activos y pasivos monetarios, de intereses financieros por créditos a los clientes, y del efecto de la tenencia por apreciación o depreciación relativa del valor de inventarios y moneda extranjera respecto de la inflación. Esta fuente de renta financiera originada en la administración de activos y pasivos, que en contextos de estabilidad de precios puede no ser significativa, en contextos inflacionarios puede pasar a serlo, e inclusive transformarse en una fuente de renta de mayor relevancia que la operativa. Reconocer esta realidad le permite a la empresa gestionar su portafolio de activos y pasivos de una manera más eficiente para contribuir a la generación de renta total.

JEL: N2, O1, G00.
Palabras claves: Finanzas corporativas, Gestión financiera, Inflación, Costo del capital, Portafolio de inversión, Efectos de tenencia y devaluación.

---

[*] Las opiniones expresadas en este artículo son del autor y no necesariamente reflejan las de la Universidad del CEMA. Agradezco especialmente los comentarios del Dr. Rodolfo Apreda y de los profesores Oscar De Leo y Rodolfo Villalba. Todos los errores son de mi responsabilidad.

Introducción

En general las empresas las empresas obtienen renta de la aplicación de recursos dirigidos hacia la consecución de su objeto social de negocios, y esa renta es evaluada a la luz del capital invertido y del costo de oportunidad del mismo. El proceso de comparación es simple cuando las variables macroeconómicas de la economía, y en especial la evolución del índice de precios o inflación, se encuentran en niveles bajos y estables. Dicha comparación se hace más difícil cuando existen niveles de inflación significativos, que provocan que la moneda de comparación no sea homogénea dando lugar a la interpretación incorrecta de resultados o ganancias si se toman a valores históricos[1].

La práctica profesional contable ha dado cuenta de esta situación, y según menciona Deloitte (2006)[2] en el caso de Argentina, hasta 1995 (fecha en la cual se deja sin aplicación técnicas de presentación de estados contables en moneda homogénea), era de corriente aplicación los lineamientos de la Resolución Técnica ("RT") N° 6 de la Federación Argentina de Consejos Profesionales de Ciencias Económicas ("FACPCE") y sus posteriores, que fue adoptada originalmente en 1984. Durante el período 2002 y hasta marzo de 2003, se reinstala en la presentación de Estados Contables la necesidad de expresar los mismos comparados y en moneda homogénea, y a partir de Marzo de 2003 en adelante el Decreto 664/03 suspende la aplicación de la técnica de re-expresión de estados contables comparativos en moneda homogénea.

La técnica de re-expresión de estados contables en moneda homogénea persigue el objetivo de proporcionar información financiera histórica susceptible de ser comparada, aspecto que la misma práctica contable ya se ha referido en diferentes oportunidades, en contextos donde el componente inflacionario se hace significativo (supera el 8% anual según menciona Deloitte (2006) lo que indicaría que a partir de ese nivel, los efectos

[1] Inclusive genera distorsiones reales cuando los cálculos de impuestos, y en especial el impuesto a las ganancias, no se realiza sobre una base imponible de moneda homogénea. Si por ejemplo las amortizaciones se encuentran calculadas sobre valores históricos de los activos, el resultado corriente se encuentra sobreestimando el resultado en términos reales, y la tasa impositiva efectiva de impuesto a las ganancias termina siendo más alta que la tasa nominal. Sin embargo, tiene a favor que existe un diferimiento impositivo del impuesto a las ganancias sobre los resultados por tenencia, pero se hace difícil sostener que alcance a compensar el perjuicio descripto.

[2] http://www.deloitte.com/assets/Dcom-Argentina/Local%20Assets/Documents/arg_dba_ajustes_inflacion_20060717.pdf

planteados en el presente trabajo dejarían de ser triviales en la gestión de negocios para pasar a ser significativos) reflejando de manera histórica los efectos de la inflación en la gestión de la empresa.

El objetivo del presente trabajo es avanzar un paso adicional, y proponer que en entornos inflacionarios y de inestabilidad en los precios relativos, la gestión financiera y de administración de activos y pasivos de la empresa adquiere una importante dimensión adicional en la generación de renta que excede los aspectos operativos del negocio en función de su objeto social, proporcionando a todas las empresas independientemente de su objetivos empresariales, un componente financiero de negocios similar a la intermediación financiera y a las inversiones, que necesita ser evaluado, medido e incorporado.

Este efecto lo denominaremos "efecto portafolio" o renta financiera, es por ello que la propuesta del presente trabajo apunta a resaltar mas allá de la adecuada expresión de información en moneda constante y susceptible de comparación, la propuesta de administración activa concreta de los activos y pasivos de la empresa (de manera similar a la que procede un administrador de portafolio de instrumentos financieros y/o un intermediador financiero) con el objeto de generar una renta específica proveniente de los efectos de la inflación, la tenencia y los componentes de intereses financieros activos, donde el área de finanzas de una empresa pasa a tener un rol relevante en la generación de renta total que usualmente no posee en entornos de estabilidad.

I. Una descripción simple del enfoque estándar de generación de renta

En este apartado describiremos el enfoque clásico de generación de renta en entornos de estabilidad de precios. Todas las mediciones se encuentran expresadas en moneda local y corriente, siendo que en entornos inflacionarios el impacto queda reflejado cuando se expresa en moneda constante u homogénea[3].

[3] La comparación en moneda homogénea implica re-expresar las cifras financieras exhibidas a valores corriente, a moneda constante u homogénea, utilizando un índice de precios de referencia como puede ser el IPC (Índice de precios al consumidor) o IPIM (Índice de precios Mayoristas Industrial), o re-expresarlas en moneda dura, tal como el dólar estadounidense, tomando como referencia para ello la

El enfoque clásico de la evaluación de inversiones en finanzas corporativas toma como punto de partida la existencia de una oportunidad de negocios susceptible de generar ingresos,

Ingresos operativos por aprovechamiento de oportunidad de negocios = IO [1]

y que para su aprovechamiento se requiere de una inmovilización de recursos.

a. Inmovilización de recursos

Esta inmovilización de recursos se materializa en una necesidad de capital o inversión en la forma de activos líquidos e ilíquidos que son asignados a un proceso productivo con el objeto de explotar dicha oportunidad de negocios.

Recursos inmovilizados (RI) = Activos (A) [2]

Activos (A) = Activos corrientes, de trabajo o de corta realización (AC) + Activos de largo plazo o inmovilizados (ANC) [3]

Dichos activos necesitan ser financiados, y pueden serlo a través de contratos de deuda de corto plazo o corrientes (PC), contratos de deuda de largo plazo o no corriente (PNC) y aportes de los accionistas (contratos de participación en el capital) y reinversión de utilidades (PN).

$A = AC + ANC = PC + PNC + PN$ [4]

En la práctica, para definir la inversión inmovilizada se deduce del activo corriente el pasivo corriente, para obtener el capital de trabajo o de giro (CT).

---

variación del tipo de cambio nominal. En el presente trabajo tomaremos como referencia siempre la moneda local.

$$CT = AC - PC^{4} \quad [5]$$

Con este concepto, la inversión inmovilizada (I) o capital empleado y por la que se espera una ganancia queda expresada por:

$$I = CT + ANC = PNC + PN \quad [6]$$

que expone la hoja de balance de una inversión donde la empresa está con una posición "comprada) o *long* en CT y ANC, y "vendida" o *short* en PNC y PN.

Esta inversión puede ser definida y categorizada por la suma del capital de trabajo (activo de trabajo, corriente o de corto plazo, neto del pasivo de trabajo, corriente o de corto plazo) y el activo no corriente o de largo plazo. El activo de trabajo usualmente incluye activos líquidos, inventarios, cuentas por cobrar y otros activos realizables en el corto plazo. Al activo de trabajo se deduce el pasivo de trabajo (deudas exigibles en el corto plazo, usualmente a través de proveedores y bajo nuestro punto de vista gratuitas) para dar lugar al cálculo del capital de trabajo.

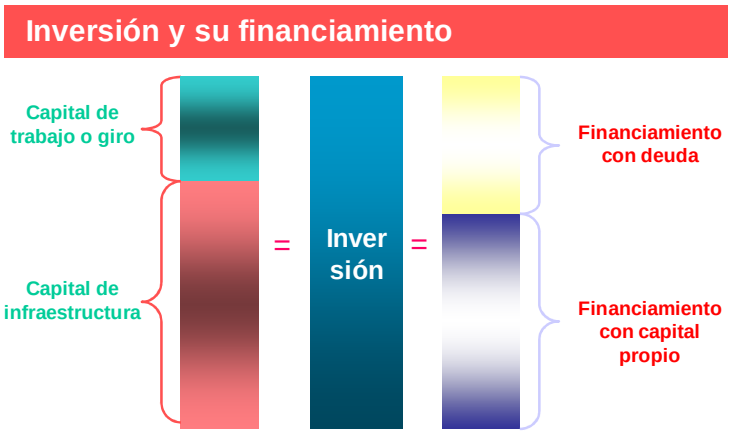
Por su lado el activo no corriente incluye equipamiento, maquinarias, rodados, inmuebles, intangibles y créditos cuya realizabilidad (su transformación en ventas o ingresos operativos y luego en dinero en efectivo) se produce en el corto y en el largo plazo, reflejándose su uso a través de las amortizaciones y depreciaciones.

La suma del capital de trabajo y el activo no corriente define en general la inversión inmovilizada o capital total empleado según [6]. Esta inversión necesita de recursos para su financiamiento, por ello existen dos fuentes de financiamiento representadas por contratos de deuda y por contratos de participación en el capital.

$$I = CT + ANC = PNC\ (deuda) + PN\ (capital\ propio) \quad [7]$$

[4] Usualmente la literatura en finanzas corporativas hace la distinción a los efectos del cálculo del costo del capital promedio ponderado, entre pasivos de corto plazo (que se asumen como gratuitos y por ende son deducidos del activo de trabajo y expresados como capital de trabajo) y de largo plazo, que se asumen onerosos. Nuestra propuesta es que en casos como el de Argentina, el cálculo del costo de capital promedio ponderado debe distinguir en el cálculo del capital de trabajo y a los efectos de la ponderación, entre pasivos gratuitos y pasivos onerosos (sean de corto o largo plazo). Si todos los pasivos son onerosos, explícitamente o implícitamente, entonces el activo de trabajo es igual al capital de trabajo.

Gráfico 1



El objetivo de negocios apunta a lograr eficiencia a través de inmovilizar la menor cantidad posible de recursos (que la inversión sea lo menos posible) de manera de explotar oportunidades de negocios a través de transformar en dinero o monetizar una propuesta de valor a través de un producto o servicio, que genera ingresos operativos por ventas.

b. Generación de renta operativa

Estos ingresos operativos requieren de gastos operativos para que la gestión de negocios pueda llevarse a cabo, que pueden ser erogables (tales como sueldos, energía eléctrica, alquileres, etc.) o no erogables (tales como amortizaciones y depreciaciones de equipamiento, inmuebles, intangibles, etc.)[5].

El flujo operativo identificado como ingresos operativos netos de gastos operativos erogables es conocido como *ebitda (earnings before interés,taxes, depreciations and amortizations)*, mientras que si se consideran gastos no erogables tales como

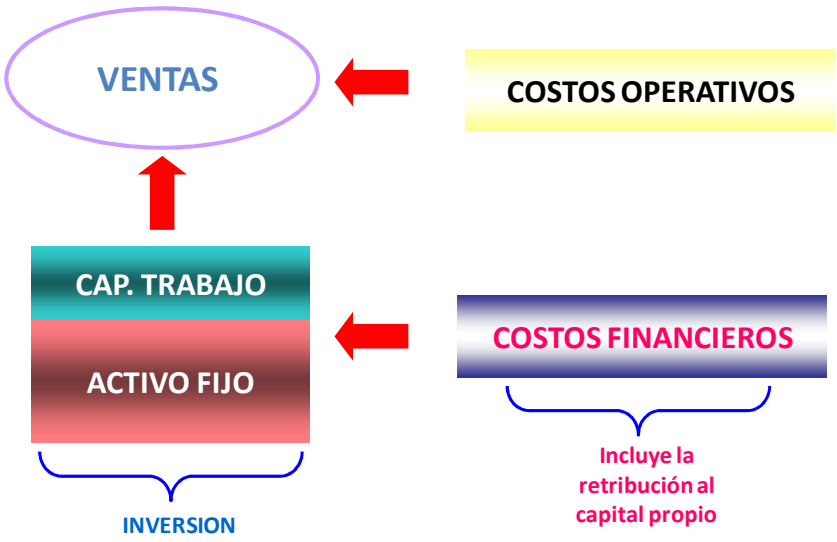
[5] Uno de los únicos objetivos de la incorporación de los gastos no erogables en el estado de resultados para las finanzas es para proceder a un apropiado cálculo del impuesto a las ganancias, ya que los mismos son deducibles de este impuesto.

amortizaciones y depreciaciones, posee el nombre de *ebit (earnings before interest and taxes).*

RENTA OPERATIVA (RO) = IO – GASTOS OPERATIVOS (GO) [8]

Del *ebit* se deduce el impuesto a las ganancias (lo que se conoce como *NOPAT o net operating profit after tax*), y lo que se obtiene puede ser reinvertido en el negocio (en incrementos del capital de trabajo o en gastos de capital o incremento del activo no corriente) o queda como de libre disponibilidad.

Gráfico 2



Ese flujo libre de fondos es el que en la práctica se compara con la inversión inicial para obtener la tasa interna de retorno, que luego es evaluado respecto a la tasa de costo de capital[6].

$$I_0 = \sum_1^T \frac{FFL_t}{(1+tir)^t} \qquad [9]$$

A los efectos de evaluar si una decisión de negocios, empresa o emprendimiento es atractivo desde el punto de vista financiero, se compara el costo financiero hacia proveedores de capital (accionistas y acreedores) de inmovilizar recursos con respecto a

[6] Haciendo mención que en entornos con baja inflación los valores corrientes pueden ser asimilados a valores constantes u homogéneos, susceptible de ser comparados.

la renta que proporciona los recursos inmovilizados en el proyecto o empresa. El costo financiero de inmovilizar capital se denomina tasa de costo de capital, que surge de evaluar las fuentes de financiamiento de la firma o el proyecto de inversión, sean de deuda o de capital de los accionistas.

c. Costo del Capital

El costo financiero que significa inmovilizar capital proviene de los intereses en el caso de los pasivos, y de la expectativa de ganancia en el caso de los accionistas.

El costo de capital[7] a través de deuda proviene de la tasa de interés anal promedio que pagar la firma por sus obligaciones, neta del *tax shield* (escudo impositivo) cuando corresponde, ya que los intereses son deducibles del impuesto a las ganancias.

Respecto al costo del capital propio[8], a los efectos de su cálculo usualmente se aplica un modelo CAPM (el más difundido en el mercado) donde la tasa de costo de capital propio para el accionista surge de considerar el retorno de un activo libre de riesgo, y adicionarle una prima de riesgo que proviene de un coeficiente denominado beta (que mide la contribución de riesgo de la inversión en cuestión al riesgo de la cartera de inversiones de un inversor diversificado) multiplicado por la prima de riesgo de mercado (*equity risk premium*) representada por la diferencia de retornos entre el portafolio de inversiones diversificado en el mercado (aproximado usualmente por un índice o canasta de acciones) y el retorno de un activo libre de riesgo (aproximado por el retorno de un bono del tesoro de Estados Unidos).

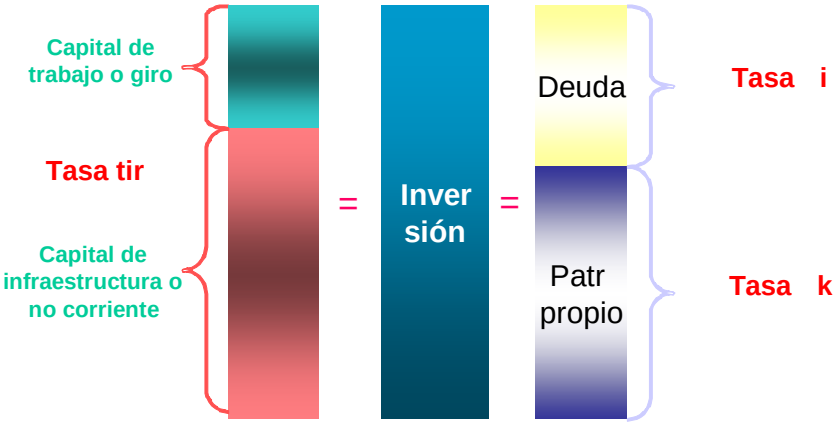
En mercados emergentes se le puede sumar a este concepto una prima de riesgo país o se realiza algún ajuste para incrementar el mismo.

Contando con el retorno para los acreedores financieros neto del beneficio impositivo, y con el retorno para el capital de los accionistas, se procede a ponderar estos dos retornos por la participación de cada fuente de financiamiento (deuda o capital) en el

[7] El cálculo del costo del capital proviene de Solomon (1955). El proceso de cálculo puede ser revisado en libros de textos de finanzas corporativas tales como Brealy y Myers (1996) o Damodaran (2012).
[8] Ver Anexo I para más detalles.

financiamiento del total de la inversión (capital de trabajo y activos no corrientes o de largo plazo).

Gráfico 3



De la ponderación surge lo que se denomina el costo promedio ponderado del capital[9] (*wacc* por sus siglas en inglés) y que representa el costo financiero total de financiar la inversión.

$$\text{Costo Capital} = \text{Costo del accionista (k)} * PN/(\text{deuda}+PN) + \text{costo deuda (i)} * (1-t) * \text{deuda}/(\text{deuda}+PN) \quad [10]$$

El análisis de creación de valor conlleva comparar la tasa interna de retorno (tir) entre la inversión y la generación de flujos de fondos libres según [9], con esta tasa de costo del capital o tasa mínima de ganancia requerida. En la medida que la tir sea mayor a la tasa de costo de capital, la inversión está creando valor. Asimismo, los flujos de fondos pueden ser descontados a la tasa de costo de capital promedio ponderado para obtener el

[9] Debemos tener presente que a los efectos de homogeneidad y consistencia, el costo del capital debe estar expresado en los mismos términos que la base de capital y proyección de fondos sobre la que se aplica, es decir si la base de capital es medida a moneda corriente, entonces el costo del capital será nominal, si es en moneda constante, será costo real de capital y si es en moneda extranjera, por ejemplo dólares estadounidenses, entonces el costo del capital deberá ser expresado en dólares nominales.

valor presente del negocio, y este valor es comparado con la inversión inicial para nuevamente identificar si se está creando valor en el proceso de negocios (en el caso de la técnica de valor actual o presente neto VAN/VPN).

En este esquema simple descripto, el rol del *management* es el de maximizar los márgenes de ganancias entre ingresos y gastos operativos, y minimizar la inmovilización de recursos por inversiones, haciendo más eficiente el proceso productivo. Por otro lado el rol del gerente financiero es asegurar el financiamiento de las operaciones, identificar el costo del capital para evaluar inversiones y minimizar el mismo.

II. El enfoque de portafolio en la gestión de finanzas corporativas

a. Fuentes de renta en la gestión de empresas

En el enfoque estándar, la renta que genera un proyecto de negocios o una empresa se divide en su origen en renta operativa y renta financiera.

$$RENTA\ TOTAL\ (RT) = RENTA\ OPERATIVA\ (RO) + RENTA\ FINANCIERA\ (RF) \quad [11]$$

La renta operativa RO es la renta que obtiene la firma como consecuencia de realizar actividades de negocios vinculadas a su objeto social, y surge de la diferencia entre los ingresos operativos (IO), los gastos operativos (GO) y el impuesto a las ganancias (IG).

$$RO = IO - GO - IG \quad [12]$$

Esta fuente de renta operativa surge de la diferencia entre ingresos y gastos operativos (margen de ganancias) que neto de necesidades de reinversión (en capital de trabajo o gastos de capital) es comparado con la inmovilización de recursos (inversión) para evaluar la creación de valor.

En este esquema, el proceso de negocios para lograr eficiencia implica que para crear valor adicional se debe incrementan el volumen de ventas y/o los márgenes operativos,

y/o reducir las necesidades de inversión o reinversión. Esto representa el desafío de negocios para el *management* en particular en economías estables, predecibles y con niveles bajos de inflación.

Por su parte la generación de renta financiera RF no se encuentra relacionada directamente con el objeto social y de negocios de la firma, y proviene de:

- el efecto de la inflación en el valor real de activos y pasivos monetarios (efecto inflación = EINF);
- el resultado de la tenencia de activos y pasivos con procesos propios de actualización a través de sus precios (efecto tenencia = ET por efectos del tipo de cambio en activos y pasivos en moneda extranjera, y por efectos del cambio de precios de inventarios en activos y pasivos, y de tenencias de ciertos instrumentos financieros con procesos de precios propios tales como acciones.
- de los intereses obtenidos por créditos a clientes y colocaciones financieras (efecto intereses = EINT)

$$RF = EINF + ET + EINT \qquad [13]$$

De donde se obtiene el siguiente esquema de generación y reparto de renta:

Tabla 1

+ Ventas o Ingresos operativos	Renta operativa
- Gastos operativos erogables	
- Gastos operativos no erogables	
= Renta operativa	
- Impuesto a las ganancias[10]	
± Renta por exposición a la inflación	Renta financiera o "efecto portafolio"
± Renta por tenencia	
± Renta por intereses activos	
- Intereses pasivos hacia acreedores	Costos financieros
= Renta hacia los accionistas	

[10] El impuesto a las ganancias se calcula directamente sobre las ganancias operativas ya que el beneficio o escudo fiscal (*tax shield*) esta incorporado en el cálculo del costo del capital en [10].

En entornos económicos estables, la renta surge principalmente de los aspectos operativos, mientras que la renta proveniente de los aspectos financieros por exposición a la inflación, tenencia o intereses financieros activos es casi nula[11].

Sin embargo cuando la economía donde se llevan adelante los negocios es inestable y con fluctuaciones de precios e inflación[12], el desafío de gestión de negocios cambia para darle una mayor relevancia a los aspectos de inversiones financieras e intermediación financiera dentro de la ecuación total. Estos elementos son los dan lugar a lo que denominamos "efecto portafolio" (que en entornos con estabilidad de precios es casi nulo), y que se originan en la administración del portafolio de activos y pasivos de la empresa por parte del *management,* de manera análoga a un administrador de portafolio de instrumentos financieros.

La estabilidad económica lleva a que la principal fuente de renta sea la capacidad de la gestión de transformar en renta operativa las oportunidades de negocios, mientras que la inestabilidad e inflación provoca el "efecto portafolio" donde la administración financiera deja de ser trivial y puede pasar a ser un componente fundamental de la renta total.

Para entender el enfoque y el "efecto portafolio" a aplicar procederemos a realizar la analogía con la tarea que lleva adelante un administrador de portafolio de inversiones financieras.

b. La administración de inversiones financieras

Un profesional de manejo de portafolio de inversiones financieras es un especialista en finanzas que escoge entre una variedad de contratos financieros tales como acciones,

[11] Ya que los intereses de deuda se ven reflejados en el costo del capital, como así también el costo de oportunidad o expectativa de ganancia para el accionista.
[12] En Deloitte (2006) se cita se menciona que no es necesaria la re expresión a moneda homogénea siempre que el índice de medición no supere el 8% anual. De ello se sigue que cuando lo supera, el "efecto portafolio" pasaría a ser relevante dentro de la gestión de negocios de la empresa.

bonos, etc., y los combina con el objetivo de lograr un perfil de renta esperada bajo una restricción de exposición al riesgo pre-determinada[13]. Estas colocaciones de dinero en activos financieros (tales como depósitos bancarios, acciones, bonos, ETF´s, y otros instrumentos) representan la asignación de recursos, mientras que el origen viene dado por los fuentes de financiamiento: inversores que confían sus fondos, endeudamiento para apalancar las posiciones y fondos propios que incluye reinversión de ganancias.

PORTAFOLIO DE INVERSIÓN (PI) = ACTIVOS = PASIVOS + APORTES [14]

La asignación de recursos proporciona como resultado una renta que proviene de: incrementos o disminuciones en el valor de los instrumentos financieros (ganancias o pérdidas de capital o tenencia), y dinero en efectivo proveniente de dividendos (en el caso de acciones) o de pago de intereses (en el caso de bonos y deuda).

Renta del Portafolio = Renta en efectivo + incremento/disminución en el valor de los instrumentos financieros (efecto tenencia ET) [15]

Esta renta total es el resultado del proceso de administración del portafolio, que neto de costos de transacción e impuestos y comparado con el costo financiero de obtener los fondos (intereses en el caso de endeudarse o expectativa de ganancias dado el riesgo en el caso de inversores y de fondos propios) determina el grado de eficiencia con el que se maneja la cartera de inversiones.

c. Analogía con las finanzas corporativas

La tarea de administración y combinación de activos del portafolio que realiza el especialista en mercado de capitales se puede trasladar al caso de las finanzas corporativas, siguiendo la analogía expuesta en el punto anterior donde la hoja de balance de la empresa puede ser vista como un portafolio de activos y pasivos que genera renta financiera. Parte de la actividad del *management* puede entonces asociada a la de un administrador del portafolio de activos y pasivos de la firma que está

[13] La propuesta original procede de Markowitz (1952 y 1959). Ver también por ejemplo textos estándares tales como Maggin *et al* (2007)

inmovilizado en activos corrientes y no corrientes, y que se encuentran financiados con aportes de accionistas o endeudamiento, cuyo objetivo es generar una renta que surge del margen operativo y del volumen de ventas netos de las necesidades de reinversión.

En situaciones de estabilidad de precios, la renta proviene principalmente de los aspectos operativos en función del objeto social. Sin embargo frente a contextos de inestabilidad y de inflación, el manejo y asignación del portafolio de inversiones en activos y pasivos deja de ser trivial para proponerse como un componente relevante en la generación de renta total.

El enfoque es similar al de renta de un portafolio de inversiones financieras. El *ebitda* en la empresa o proyecto de negocios sería similar al flujo de efectivos por dividendos e intereses en el portafolio de inversión, que puede ser reinvertido (en el negocio a través del incremento de capital de trabajo o de activos no corrientes; en el portafolio a través del incremento en la tenencia de acciones o bonos por compras adicionales con el dinero en efectivo) o dejado en libre disponibilidad.

En el portafolio de inversión financiera, las ganancias también pueden provenir del incremento en el valor de las tenencias. A modo de ejemplo, una acción con cotización pública puede no pagar dividendos, pero puede incrementar su valor lo que representa una ganancia de capital por efecto de tenencia. Este sería un resultado por apreciación del valor que surge de la tenencia. No representa un valor en efectivo hasta que el mismo no se realiza vía una venta, pero en sí representa una ganancia. Lo mismo puede suceder con un bono con cotización pública, que más allá de los intereses que paga, puede tener fluctuaciones en su precio de mercado dando lugar a ganancias o pérdidas de capital. Un efecto similar puede verificarse en la hoja de balance de la empresa.

La empresa, vista como un portafolio de inversiones en activos de distinta índole, puede generar también renta por efectos de la inflación, de la tenencia y de los intereses activos, que se acentúan en procesos inflacionarios y que surgen del portafolio de activos y pasivos. Sucede por ejemplo cuando fluctúa el precio del petróleo, y las petroleras se ven beneficiadas o perjudicadas por la valoración de sus reservas e inventarios (renta financiera por efecto tenencia). Este efecto, no obstante existe, se encuentra más acotado cuando las economías son estables y en entornos de bajo nivel de

inflación, en el sentido que la principal fuente de renta proviene de la parte operativa (márgenes y volúmenes) siendo ese el objetivo de negocios.

Haciendo la distinción en renta total entre renta operativa y renta financiera (en este caso englobando los tres efectos ya descriptos), en entornos de baja inflación y estables las ganancias por operaciones de negocios conforman la mayor parte de las ganancias totales. Sin embargo, cuando el entorno donde se mueven las empresas y los proyectos es un entorno inflacionario, inestable y de cambios en los precios relativos, el efecto de las ganancias financieras y por tenencia puede pasar a ser significativo y comprender una parte mayor de las ganancias totales.

A modo de ejemplo, supongamos una empresa que solo tiene ar$ 100 en efectivo, que no realiza ninguna operación en el año, y que la inflación general asciende al 25%. Al finalizar el año, tendrá cero de resultados por aspectos operativos, pero tendrá alrededor de ar$ -25 (negativos) de resultado por tenencia. El estado de resultados a moneda corriente no muestra movimiento, pero al hacerlo a moneda constante queda en evidencia la pérdida. Esta situación es reconocida en la práctica contable para dar lugar a la necesidad de generar estados contables en moneda homogénea susceptible de ser comparada[14].

Por ello entendemos que en entornos inflacionarios, los aspectos financieros vinculados a intereses y resultados por tenencias pueden pasar a ser significativos e inclusive ser más relevantes que los resultados operativos, por lo que el efecto de “manejo de portafolio” en la administración de una empresa o proyecto debe ser tenida en cuenta, sobre todo cuando los períodos previos han sido de estabilidad de precios y el proceso de negocios requiere de un cambio de paradigma.

III. Los activos y pasivos de la empresa como un portafolio de inversión

[14] Muchas empresas realizan confección de estados contables de gestión tomando como referencia monedas duras tales como el dólar estadounidense, lo que en la práctica es similar a expresar los estados contables en moneda homogénea ya que los niveles de pérdida de poder adquisitivo de dicha moneda son muy bajos (inflación en Estados Unidos).

Atento al planteo efectuado, entendemos que parte de la tarea del gerente o director financiero pasa a ser la de manejar apropiadamente el portafolio de activos y de pasivos de una firma, empresa o proyecto con el objetivo de maximizar los resultados positivos por "efecto portafolio" provenientes de exposición a la inflación, tenencia e intereses colocaciones de créditos, y siguiendo lineamientos similares a los que utiliza un administrador de portafolio de inversiones financieras. De no ser así, en entornos inflacionarios se corre el riesgo que las ganancias operativas se vean licuadas por los efectos financieros, como podría suceder en el caso de una venta a crédito, que determina un margen operativo de ganancias, pero que dicho margen se pueden ver erosionado por el efecto financiero de la venta a plazo.

Por ello detallaremos el "enfoque de portafolio" de la firma, donde la misma es vista como un portafolio de diferentes inversiones inmovilizadas, financiadas con capital de los accionistas (financiamiento propio) y apalancamiento de deuda. Esta asignación de portafolio en activos puede estar dirigida a activos monetarios (activos cuyo valor intrínseco no se modifica y se encuentra expresado en valores nominales), activos reales o no monetarios (activos cuyo valor se ajusta automáticamente a través de algún índice de precios o posee precio de cotización propia) y activos en moneda extranjera (tales como tenencias de moneda extranjera en efectivo o instrumentos financieros denominados en dichas monedas).

En el enfoque de portafolio la hoja de balance describe la conformación del portafolio de inversiones totales de la firma, siendo sus componentes *long* o "comprados":

A = Activos monetarios (disponibilidades, depósitos bancarios, créditos a clientes, etc.) + activos con precios propios (moneda extranjera, acciones e inventarios, inmuebles) + activos que ajustan precios por inflación general o por cotización de mercado (inmuebles, rodados, etc.)[15].

[15] Hacemos la mención que tanto los inmuebles como otro tipo de bienes tales como rodados pueden dar lugar a resultados por tenencia cuando su precio de mercado sube o baja de manera relativa al índice inflacionario tomado como referencia.

Donde se expone que los activos también pueden generar intereses financieros en la forma de créditos a clientes, depósitos bancarios a plazo, tenencia de bonos, etc. O ganancias por renta (tales como alquileres en el caso de inmuebles).

Los componentes *short* o "vendidos" de la hoja de balance de la empresa o firma serían:

P = Pasivos o apalancamiento (P) por deudas fiscales, previsionales, laborales, comerciales, financieras, etc.[16],

PN = Patrimonio de los accionistas pueden ser clasificados también con la misma categorización.

Tal como mencionamos en el punto anterior, al activo de trabajo o corriente se le deduce el pasivo de trabajo o corriente, y de acuerdo a lo que expresamos previamente en nota al pié #4, donde entendemos el pasivo corriente como pasivo gratuito, para obtener el capital de trabajo.

El "efecto portafolio" proviene de la renta financiera que genera la combinación del portafolio de activos y pasivos dentro de la firma (la renta que proviene entre lo "comprado" y lo "vendido").

a. Fuentes de renta financiera en la firma o "efecto portafolio"

En contextos de estabilidad de precios la renta de la firma proviene de la renta operativa que surge de las ventas netas de los gastos operativos. Cuando el entorno es inflacionario y con cambios en precios relativos, esta renta se complementa con renta financiera que proviene de la exposición a la inflación, de la tenencia y de los intereses que se obtienen de colocaciones de dinero en instrumentos financieros, y de intereses por créditos otorgados por la firma a sus clientes. Por ello pueden darse situaciones donde la renta operativa no sea significativa, lo cual en contextos de inflación normal es

[16] Recordemos que los intereses por deudas se encuentran incorporados dentro del costo del capital y no forman parte del "efecto intereses" dentro de los resultados del portafolio de inversiones.

ineficiente, pero que sin embargo con inflación[17] a través del manejo de la cartera de activos y pasivos que hacer el responsable de finanzas, esa renta operativa sea complementada con renta que proviene de los intereses activos y pasivos, con renta que proviene del calce entre activos y pasivos monetarios, y con renta que proviene del calce entre activos y pasivos en moneda extranjera en contextos de devaluación. Hemos descripto que la renta financiera puede ser caracterizada por efecto inflación, efecto devaluación y efecto intereses. A continuación trataremos en detalle la manera de cálculo de cada uno de ellos[18].

1. Efecto Inflación: Activos y Pasivos Monetarios

Como describimos, en el caso de economías con contexto inflacionario, el entorno le otorga más visibilidad al manejo de activos y pasivos que puede hacer el gerente o director financiero, de manera análoga al que haría un administrador de portafolio de instrumentos financieros. A este efecto hacemos la distinción entre activos monetarios y activos no monetarios (o reales), y pasivos monetarios y no monetarios (o reales). En contextos de inflación alta, los activos reales tales como equipamiento, inventarios u otros tienden a mantener su valor real (neto de amortizaciones y depreciaciones por uso), mientras que los activos monetarios (tales como dinero en efectivo, depósitos bancarios o créditos por ventas) ven erosionados su valor por efectos de la inflación lo cual genera una pérdida por tenencia. El efecto inverso procede en el caso de los pasivos monetarios, donde la inflación provoca una erosión en su valor real y por ende beneficia al deudor.

Los activos y pasivos monetarios expresan su valor en términos nominales y no poseen mecanismos de ajustes de precios en contextos inflacionarios. La protección proviene de la posibilidad de incluir cláusulas de ajuste (que en general son imperfecta, tales como que el valor de un crédito se ajuste por el valor de los bienes que se venden o el índice de inflación, lo cual no es posible con el dinero en efectivo) o de cobrar intereses en el

[17] Ya mencionamos que en Deloitte (2006) se cita una variación anual de 8% de los índices de referencia (precios al consumidor o precios mayoristas en el caso de moneda local, o variación del tipo de cambio en el caso de re-expresión en dólares estadounidenses) a partir de la cual sería necesario re-expresar los estados contables para hacerlos homogéneos.

[18] En este punto trataremos el cálculo del "efecto portafolio" de manera aproximada, siendo que el cálculo exacto requiere de la aplicación de los lineamientos técnicos contables expuestos en la Resolución Técnica FACPCE Nro. 6) y posteriores (ver Lazzati 1992-1998) para su adecuada re-expresión y determinación de resultados.

caso de los activos. En el caso de los pasivos el acreedor puede buscar protegerse de la misma manera. Sin embargo a los efectos de nuestros postulados, los intereses serán considerados como parte del "efecto intereses (EINT)".

El cálculo de la incidencia del "efecto inflación (EINF)" dentro del "efecto portafolio" provendrá del calce o tenencia relativa entre los activos monetarios y pasivos monetarios durante el período de análisis. Si la tenencia promedio de activos monetarios es mayor a la tenencia promedio de pasivos monetarios, el efecto portafolio es negativo para el tenedor, ya que lo que gana en promedio por la licuación de los pasivos monetarios por efecto de la inflación, lo pierde más que en exceso por la tenencia de activos monetarios. Distinto es el caso si sucede lo contrario, donde la tenencia promedio de pasivos monetarios supera la de activos monetarios. Una aproximación de cálculo puede darse a través del siguiente proceso. Primero definimos los activos monetarios (AM) y los pasivos monetarios (PM) dentro de la hoja de balance. En segundo lugar calculamos el calce (CM) para cada mes t en el último ejercicio anual entre el activo monetario y el pasivo monetario:

$$CM_t = AM_t - PM_t \qquad [16]$$

En tercer lugar promediamos la tenencia en los últimos doce meses, incluyendo la tenencia al inicio del período:

$$\overline{CM} = \frac{\sum_0^{12} CM_t}{13} \qquad [17]$$

Finalmente estimamos el resultado por efectos de la inflación a través de la fórmula:

$$-EINF = \overline{CM} * \frac{\pi}{1+\pi} \qquad [18]$$

Donde π representa la tasa de inflación relevante del período bajo consideración. El efecto inflación será negativo (pérdida) en la medida que el activo monetario promedio sea mayor al pasivo monetario promedio.

El denominado “efecto portafolio” surge como se conforma la cartera de activos y de pasivos entre monetarios y no monetarios, y como podemos observar, esta asignación excede los aspectos operativos de negocios para transformarse en una colocación concreta de recursos, al igual que en un portafolio de instrumentos financieros. Obviamente que la asignación puede estar limitada por las posibilidades de negociación y por las necesidades operativas, pero no queda duda que pasivos monetarios que financian activos no monetarios terminan beneficiando de manera financiera al negocio, y viceversa.

2. Efecto Tenencia: Activos y Pasivos con Ajuste Propio de Precios

El segundo componente que integra la renta financiera en lo que denominamos el “efecto portafolio” viene dado por el efecto de la tenencia de activos y pasivos que poseen mecanismos de ajuste de precios propios (tales como activos y pasivos denominados en moneda extranjera, acciones y otros instrumentos financieros, e inventarios). De manera similar a la diferencia entre activos y pasivos monetarios y no monetarios donde la inflación provoca un cambio en los precios relativos entre bienes monetarios y no monetarios, y por ende genera efectos de ganancias o pérdidas (que se encuentra incluido en el “efecto portafolio” que estamos describiendo) entre los activos y pasivos que poseen precios propios (porque tienen variable de ajuste de precios tales como el tipo de cambios en activos y pasivos denominados en moneda extranjera, o precio de ventas en el caso de inventarios), en este tipo de activos o pasivos la ganancia o pérdida proviene de la diferencia en el cambio de su precio con respecto a la evolución del índice general de precios (inflación).

De esta forma por ejemplo en el caso de activos y pasivos en moneda extranjera, si el tipo de cambio se deprecia a una tasa mayor que la tasa de inflación, se produce una ganancia por tenencia en los activos en moneda extranjera, y una pérdida en los pasivos; de similar manera si el precio de costo de los bienes de inventario que se comercializan sube a una tasa mayor que la tasa de inflación, la empresa genera una ganancia financiera por tenencia por los inventarios promedios; y procede de igual manera en el caso de instrumentos financieros como acciones con cotización pública o bienes de largo plazo con precios propios de mercado.

En este caso el “efecto portafolio” que da lugar a la tenencia proviene:

- del calce promedio entre los activos y pasivos denominados en moneda extranjera y de la evolución relativa del tipo de cambio respecto de la inflación;
- del calce promedio de inventarios (ajustado por pasivos cuyo valor se ajusta por el precio de costo de inventarios) y de la evolución relativa del precio de costo de los bienes de cambio respecto de la inflación;
- de las tenencias promedios de instrumentos financieros con cotización pública y de la evolución relativa en el período bajo análisis del precio de estos instrumentos y de la tasa de inflación;
- del calce promedio de activos y pasivos de largo plazo con cotización propia de precios (tales como inmuebles, rodados, étc,)[19]

En contextos de estabilidad, los precios del tipo de cambio y de los bienes de cambios no fluctúan de manera drástica o periódica; sin embargo en contexto de incertidumbre si lo hace, y si la tenencia promedio de activos en moneda extranjera es mayor a la tenencia promedio de pasivos en moneda extranjera, el efecto portafolio que surge de una depreciación del tipo de cambio nominal es positivo para los activos, y negativo para los pasivos; de modo inverso sucede si la tenencia promedio de pasivos en moneda extranjera es mayor a la de activos, en consecuencia frente a una devaluación o depreciación del tipo de cambio relevante el efecto es negativo, e inclusive puede afectar y destruir cualquier tipo de ganancia o renta que surja como consecuencia de los aspectos operativos. En el caso de los inventarios el efecto se verifica de manera similar.

El "efecto portafolio" surge entonces de la manera en que se conforma la cartera de activos y de pasivos en moneda local y extranjera, en la tenencia de inventarios y su calce frente a pasivos que ajustan por el precio de dichos bienes, en la tenencia de instrumentos financieros, y en el portafolio de bienes de largo plazo con ajuste propio de precios. Como ya vimos al analizar en el caso de la inflación, esta asignación o conformación de cartera puede exceder los aspectos operativos de negocios y del objeto social de la firma para transformarse en una colocación concreta de recursos, al igual que en un portafolio de instrumentos financieros. También en este caso la asignación de portafolio podrá estar limitada por las posibilidades de negociación y por las

[19] No se debe perder de vista que de acuerdo a los lineamientos técnicos de exposición contable el valor ajustado de estos bienes nunca debe exceder el valor líquido de recupero del bien, de manera de evitar contabilizar ganancias por tenencia que resultan artificiales y que al momento de hacer efectiva esas ganancias no se logran los precios de referencia considerados.

necesidades operativas, pero no queda duda que frente a una devaluación o depreciación del tipo de cambio, el calce entre activos y pasivos denominados en moneda extranjera o las existencias de inventarios pueden proveer de ganancias o pérdidas adicionales a la gestión operativa del negocio.

A modo de ejemplo, el *hedging* o cobertura que maximiza ganancias por renta financiera en contextos inflacionarios y con devaluación provendría de estar *long* o "comprado" en moneda extranjera (por ejemplo dólares estadounidenses) y *short* o "vendido" en moneda local (en la forma de crédito de proveedores sin cláusula de ajuste).

El procedimiento de cálculo del "efecto tenencia (ET)" es similar a la descripta para el efecto inflación en el punto anterior, salvo que en lugar de considerar activos y pasivos monetarios y tasa de inflación, se utiliza activos y pasivos que poseen ajuste de precios propios que denominaremos AE y PE respectivamente. La variable de ajuste de precios propia (modificaciones en el tipo de cambio para activos y pasivos en moneda extranjera, variaciones de precios de costo para inventarios y pasivos asociados, y variaciones de precio de cotización para instrumentos de cotización pública como acciones) la denominaremos *e*.

Utilizando lo descripto anteriormente obtenemos:

$$CE_t = AE_t - PE_t \qquad [19]$$

Calculamos el saldo promedio de los últimos doce meses, incluyendo la tenencia al inicio del período:

$$\overline{CE} = \frac{\sum_0^{12} CE_t}{13} \qquad [20]$$

Finalmente estimamos el resultado por efectos del cambio de precios a través de la fórmula:

$$ET = \overline{CE} * \frac{(e-\pi)}{1+\pi} \qquad [21]$$

Donde *e* representa la tasa de cambio en el precio del activo y pasivos con ajuste propio de precios, y π representa la tasa de inflación, ambas medidas para el período bajo análisis. El efecto tenencia será positivo (ganancia) en la medida que el e > π y CE promedio sea mayor que cero.

En este caso el denominado "efecto portafolio" surge como se conforma la cartera de activos y de pasivos en moneda extranjera, en inventarios, en colocaciones financieras con cotización pública y en bienes de largo plazo con precios propios. También en este caso la asignación puede estar limitada por las posibilidades de negociación y por las necesidades operativas

3. Efecto Intereses : Activos que generan intereses financieros

Finalmente dentro de los elementos que consideramos a los efectos de la medición de renta financiera por "efecto portafolio" en la gestión de la empresa, incluimos los intereses financieros que se cobran principalmente en los créditos a clientes. Antes de entrar en detalle en su desarrollo, realizamos nuevamente una descripción del proceso de negocios.

El objetivo empresarial al explotar cualquier oportunidad de negocio es la de generar ingresos monetizando las necesidades de los clientes dada la propuesta de valor. Estos ingresos operativos, netos de los gastos operativos y de los impuestos proporcionan una renta que es la retribución financiera a la inmovilización de recursos. La inmovilización de recursos en la forma de activos procede con el objetivo de proveer a las necesidades operativas del negocio (se inmoviliza disponibilidades y depósitos bancarios para facilitar transacciones y por ende facilitar ventas; se inmovilizan recursos en la forma de inventarios para contar con una variedad que les permita a los clientes escoger en tiempo y forma lo que desean comprar; se inmovilizan recursos en la forma de créditos a los clientes para estimular las ventas dadas las prácticas de negocios; se inmoviliza en equipamientos, rodados, inmuebles. etc. para cumplir el mismo objetivo, facilitar las ventas). El resultado de negocios de dicha inmovilización (inmovilización que si pudiese evitarse se haría ya que reduciría las necesidades financieras) viene dado por la renta operativa que representa la retribución financiera al capital inmovilizado en

función del objeto social. Esta retribución financiera que surge de la gestión operativa del negocio es luego comparada con el costo de capital para evaluar si el negocio genera valor a la luz de oportunidades de inversión alternativas. Las necesidades de financiamiento de la inversión pueden ser satisfechas a través del endeudamiento y de los aportes de capital de los accionistas (que incluye la reinversión de ganancias). En el caso del endeudamiento, habrá pasivos o deudas gratuitos (es decir que no devengan intereses[20]) y onerosos (que devengan intereses, sea explícitos o implícitos[21]); pueden ser deudas fiscales, laborales, financieras, comerciales, etc. Ya hemos visto que el costo de capital incluye los intereses de los pasivos o deudas, donde el pasivo de corto plazo[22] es neteado del activo de corto plazo para dar lugar al cálculo del capital de trabajo que constituye uno de los elementos integrantes de la inversión inmovilizada. Los pasivos onerosos requieren de una contraprestación en términos de intereses, y por otro lado los accionistas tienen una expectativa de ganancia por su aporte de capital.

En contextos de estabilidad, los créditos a los clientes no conllevan intereses financieros. Sin embargo en entornos inflacionarios con restricción de acceso al crédito, el financiamiento a clientes puede incluir un cargo por intereses, que denominamos intereses activos (frente a intereses pasivos, que paga la empresa por su endeudamiento, y que están incluidos en el costo del capital). En este caso, la renta que obtiene la empresa no será solo operativa por el margen de ganancias, sino también financiera por los intereses que se cobran por el crédito otorgado, lo que denominamos "efecto intereses (EINT)" e incluimos en el "efecto portafolio". Los intereses financieros que provienen de colocaciones en depósitos bancarios e instrumentos financieras serán parte integrante también del efecto descripto. Obviamente que en condiciones de estabilidad,

[20] Debemos resaltar que a los efectos de este trabajo, las provisiones, que técnicamente figuran en el pasivo como deuda y que podrían malinterpretarse como pasivos gratuitos, son a los efectos prácticos capital de los accionistas, ya que se trata en realidad de ganancias reservadas por contingencias, como un "autoseguro" para eventualidades y su costo financiero es entonces el retorno esperado por los accionistas de manera similar a lo que sucede con el capital propio.

[21] Los pasivos o deudas gratuitos serán aquellos en los que el monto a pagar de contado o a plazo es el mismo. Si por ejemplo tenemos una deuda con proveedores de ar$ 100 a 90 días, y por pago contado nos hacen un descuento del 5%, en ese caso el pasivo o deuda no es gratuito, sino que el costo financiero es del 20% nominal anual aproximadamente. Equivale a una deuda que paga intereses a esa tasa, aunque los mismos están implícitos.

[22] Ya hemos mencionado que la literatura en finanzas corporativas hace la distinción a los efectos del cálculo del costo del capital promedio ponderado, entre pasivos de corto plazo (que se asumen como gratuitos y por ende son deducidos del activo de trabajo y expresados como capital de trabajo) y de largo plazo, que se asumen onerosos, siendo nuestra propuesta que para Argentina se distinga entre pasivos gratuitos y por ende deducibles del activo de trabajo, y pasivos onerosos e integrantes del costo del capital invertido, independientemente de su vencimiento.

a la empresa le conviene inmovilizar recursos con fines de obtener renta operativa de las actividades de negocios que mejor desarrolla; sin embargo en contextos inflacionarios, con inestabilidad y con restricciones de acceso a los mercados de créditos, la renta de colocaciones alternativas puede ser significativa[23], donde cada empresa puede adoptar la actividad de intermediación e inversión financiera como una actividad de negocios adicional generadora de recursos, de manera similar a un banco, que recibe renta justamente de otorgar créditos a sus clientes.

En estos casos las decisiones de negocios conllevan un *trade off* entre los aspectos operativos y los aspectos financieros. A modo de ejemplo, la empresa puede tener inventarios, y desea liquidar los mismos. Para venderlos con mayor rapidez, baja el precio, lo que significa sacrificar margen operativo de ganancias; sin embargo gracias a esa baja de precios se saca parte del inventario que no rota de encima, y le ingresa dinero en efectivo, que reemplaza a un crédito que podría haber tomado (con sus respectivos intereses) o a aportes de los accionistas (con su expectativa de ganancia). Este *trade off* entre los aspectos operativos y financieros adquiere más relevancia cuando hay inflación, inestabilidad y restricciones de los mercados de crédito.

La distinción entre aspectos operativos y financieros debe quedar reflejada siempre en los registros contables, para que los intereses activos queden dentro del "efecto portafolio". Esta aclaración viene al caso por una situación como la siguiente: puede darse el caso que una empresa tiene un precio de lista de sus productos y con ese precio vende a plazo; sin embargo, en el caso que el cliente le pague de contado, la empresa le hace un descuento; en los registros la transacción quedará reflejada como una venta con un margen de ganancias operativo menor; esta interpretación sería incorrecta, ya que en realidad el precio de contado es el verdadero precio por el cual se debieran medir márgenes de ganancia operativas, mientras que el precio de lista incluye intereses por financiamiento[24]. A los efectos prácticos, todo es ganancia, pero a los efectos de la fuente de generación de renta, en el caso del precio de lista por ventas a plazo, una parte de la ganancia proviene del margen operativo y la otra parte proviene del EINT quees un componente del "efecto portafolio".

[23] De hecho existen empresas de electrodomésticos que gran parte de su renta proviene de los intereses que obtienen por los créditos que otorgan a los clientes, más allá de los márgenes operativos de ganancia.
[24] En el caso de la práctica de exposición contable son denominados "intereses implícitos".

Este tipo de distinciones debiera ayudara lograr una mayor gestión en contexto de inestabilidad e inflación.

IV. Síntesis

La renta que genera un negocio por su inversión inmovilizada puede provenir de los aspectos operativos y financieros. La ecuación que expone las fuentes de renta es la siguiente:

$$RT = RO + RF \quad [22]$$

que luego es evaluada respecto del costo del capital que refleja el costo por intereses de los pasivos onerosos de la firma, y el cálculo del costo de oportunidad que refleja el mínimo rendimiento que los accionistas esperan recibir como consecuencia del riesgo que corren, del tiempo de inmovilización de los recursos y de sus oportunidades de inversión alternativas.

La renta adicional RF por “efecto portafolio”

$$RF = EINF + ET + EINT \quad [23]$$

en contextos de estabilidad de precios que proviene del efecto inflacionario y tenencia en los activos y pasivos, y de los intereses financieros generados por activos no es significativa, o al menos no lo suficiente como para generar una atención particular en la gestión, por lo que la generación de renta total se puede resumir a los aspectos operativos únicamente

$$RT = RO \quad [20]$$

En contextos de inestabilidad de precios, de inflación y de restricciones de acceso a los mercados de capitales y crédito, la renta financiera RF que surge del “efecto portafolio”

como consecuencia del manejo o administración que hace la firma de la asignación de activos y pasivos (de manera similar a un administrador de portafolios de inversiones financieras) puede llegar a ser significativa y eventualmente complementar y hasta compensar la generación de renta operativa:

$$RT = RO + RF \qquad [24]$$

En este contexto el Director y el Gerente Financiero pueden adoptar una estrategia similar a la que sigue un administrador de portafolio de inversiones, que obtiene e inmoviliza recursos no solo con el objetivo de generar renta productiva, sino también de generar renta por tenencia, en lo que hemos denominado "efecto portafolio". Dada la inflación, los resultados por tenencia y los intereses generados por activos, la conformación de portafolio de activos y pasivos puede dejar de ser trivial y pasar a ser significativa y objeto profesional de negocios dentro de la firma contribuyendo a la generación de renta total[25].

Decisiones típicas de portafolio de activos y pasivos en la empresa que involucran los aspectos financieros vienen dadas por:

- Liquidar inventarios (sacrificar margen operativo) para hacerse de efectivo y evitarse costos financieros por endeudamiento o aporte de capital
- Cobrar intereses sobre créditos a los clientes.
- Realizar inversiones financieras que pueden rendir más respecto de colocaciones en activos productivos.
- Colocar el excedente financiero en efectivo en colocaciones que rinden interés.
- Obtener crédito de los clientes (por ejemplo ante devoluciones en lugar de devolver el efectivo se le deja abierto un crédito que eventualmente puede licuarse con la inflación; o pagos anticipados de clientes como en el caso de cargar tarjetas de teléfono o transporte).
- Adquirir inventarios como forma de protección contra la inflación y de obtener mejores precios por volumen), que requiere como contraparte de financiamiento.

[25] Los aspectos que reflejamos pueden indicar que en contextos inflacionarios las actividades de intermediación financiera ganan espacio por sobre las actividades de producción y prestación de servicios.

- Financiarse con proveedores gratuitamente.

Esta lista representa solo un parcial de ejemplo de lo que potencialmente puede hacerse con el manejo de portafolio. No es trivial entonces el manejo de portafolio que se hace de los activos y pasivos de la firma, que en otro contexto quizá no tendría demasiada significancia.

La adecuada medición e incorporación de la renta por “efecto portafolio” dentro del análisis de negocio le permite al quienes se ocupan de finanzas corporativas contar con un elemento adicional de contribución en la gestión de negocios y le otorga mayor relevancia a su gestión.

V. Anexos

a. El costo del capital propio

Ya hemos descripto que el costo del capital requerido por el accionista usualmente se calcula en la práctica a través del modelo CAPM, con algunos ajustes para mercados emergentes tales como la prima de riesgo país, ajuste por volatilidades de índices, etc.
El modelo se refleja en la siguiente ecuación de determinación de retorno de equilibrio:

Costo del capital hacia accionistas E(k) = Rf + ß * (E (Rm) – Rf) + riesgo soberano [25]

En esta fórmula rf es el retorno promedio de un activo libre de riesgo, ß (beta) es una medida de la contribución al riesgo de un portafolio de inversión de un inversor diversificado, (E (Rm) – Rf) es una medida del exceso de retorno por sobre una inversión libre de riesgo que un inversor diversificado espera de un portafolio de inversiones, y el riesgo soberano es una aproximación al retorno extra que se demanda de inversiones en economías emergentes.

Un aspecto característico de este modelo es que supone que los inversores se encuentran o pueden diversificarse sin inconvenientes, es decir operan en mercados de capitales desarrollados. Por ello evalúan el rendimiento mínimo que le exigen a una inversión a la luz de inversiones alternativas, y comparando contra un portafolio de acciones diversificado. La fórmula de cálculo responde a la pregunta

¿Cuánto es el mínimo retorno que el accionista está dispuesto a recibir dado el riesgo que incorpora a su portafolio diversificado y dadas las alternativas de inversión con las que cuenta?

El modelo de aplicación sin embargo consideramos cambia en el caso de una economía en desarrollo, con mercado de capitales poco desarrollados. En este caso, supuestamente la prima que se cobra debiera ser mayor, pero puede darse el caso que la falta de alternativas de inversión y eventuales restricciones a los movimientos de capital hacia y desde el exterior provoque que no obstante un inversor del exterior exigiría un retorno mayor para realizar inversiones en dicha economía, un inversor dentro de dicha

economía quizá se contentaría con un retorno menor al que predice el modelo CAPM, dada la falta de alternativas de inversión que se le presentan.

No obstante la inversión debe premiar al inversor con una expectativa de retorno, y por ende un valor presente que compense el riesgo que está corriendo y el tiempo de inmovilización de los recursos, este cálculo, que en mercados de capitales desarrollados no encuentra ningún tipo de restricción, en mercado de capitales en desarrollo puede encontrarse restringido por la existencia de inversiones alternativas.
Por ello reiteramos que el costo de capital del accionista debiera responder no solo por el riesgo y el tiempo, sino también evaluando las opciones de inversión alternativas.

En Setiembre de 2012 en las XXXII Jornadas Nacionales de Administración Financiera realizamos la siguiente pregunta a los asistentes:

¡En cuanto la estima aproximadamente el mínimo retorno que espera obtener un accionista para una empresa mediana de capitales nacionales en Argentina?

Para una muestra de 40 respuestas, la estimación promedio mínima de tasa de rendimiento que debiera recibir un accionista en Argentina ascendía **a 31,8% nominal anual en pesos**.

Un año antes, en el programa de Formación para Pymes que realiza anualmente la Universidad del CEMA con la Fundación Empresa Global, realizamos la misma encuenta entre los asistentes, en gran mayoría dueños de empresas pequeñas y medianas.

El resultado en una muestra de 24 respuestas daba una tasa promedio de **34,3% nominal anual en pesos**. Sin embargo el caso curioso es que formulando la misma pregunta, pero agregando a la misma que el encuestado pensase por unos minutos y tuviese en cuenta las alternativas de inversión existentes, la tasa promedio de retorno mínima esperada por los accionistas **descendía a 30,7%!**. Es decir que no es trivial la inexistencia de un mercado de capitales poco desarrollado que brinda pocas alternativas de inversión.

Por otro lado debemos tener en cuenta que en muchas empresas de estas características los dueños o accionistas no solo tienen inmovilizado capital financiero por el cual esperan una renta, sino también capital humano ya que trabajan para la misma. A diferencia de un inversor que compra por ejemplo acciones de Tenaris únicamente, y solo invierte capital financiero a la espera de dividendos y apreciación en el valor, en el caso de estas empresas también se invierte capital humano por el cual el accionista recibe una renta en la forma de sueldo y honorarios. Por ello se debe tener en cuenta que quizá en estos casos la renta financiera mínima esperada por el accionista puede estar influenciada por el hecho que esa misma empresa le brinda empleo, lo que puede hacer que esté dispuesto a recibir por el capital financiero inmovilizado una renta inferior a la que predicen los modelos, porque esa renta es complementada con renta por el capital humano.

b. El costo de deuda y el efecto de la asimetría de información en el financiamiento de la firma

En las finanzas corporativas tradicionales, el costo de la deuda es inferior al costo del capital para el accionista. Esto proviene del hecho que los acreedores tienen prioridad de cobro frente a los accionistas, siendo estos últimos los tenedores residuales del riesgo. Asi por ejemplo, puede darse que la tasa de interés para empresas saludables sea del 12% por ejemplo, mientras que la tasa de interés para empresas mas riesgosas sea 20%.
La situación cambia cuando existe asimetría de información en mercados financieros, y esto es así ya que puede darse que la entidad financiera no le sea fácil diferencias apropiadamente las empresas buenas de las mas riesgosas. De ser así, para prevenir pérdidas la entidad financiera puede cobrar un promedio entre las dos tasas, suponiendo que las empresas buenas y mas riesgosas se distribuyen de manera similar en la economía, lo cual daría una tasa promedio de interés del 16%. Supongamos que existe una empresa buena que en condiciones normales debiera tener una tasa de interés del 12%, y el costo del capital hacia el accionista es mayor, del 15%. S in embargo, si esta empresa acude a buscar financiamiento en entidades financieras, las mismas frente a la asimetría de información le demandan una tasa del 16% que termina siendo mayor que la tasa de costo de capital demandada por el accionista. Siendo así, la empresa puede elegir descartar el financiamiento a través de entidades financieras porque dada la

imperfección de mercado termina siendo más costoso que el capital de los accionistas, por lo que puede preferir financiarse con capital propio y reinversión de resultados. Esta paradoja, que el costo de deuda es mayor al costo del capital del accionista, se produce a partir de la imperfección de mercado expuesta, otorgando un sesgo hacia el financiamiento con capital propio.

VI. Bibliografía

Artículos y Libros

Brealey R. y Myers S. (1996). Principles of Corporate Finance. Mc Graw Hill.

Damodaran A., (2012). Investment Valuation, Tools and Techniques for Valuing any Asset. Wiley.

Fisher I. (1930), The Theory of Interest. Reimpreso en 1956 por Augustus M. Kelley Publishers Nueva York.

Fowler Newton E. (2011), Cuestiones Contables Fundamentales. Ediciones La Ley

Fowler Newton E. (2010), Contabilidad Superior. Ediciones La Ley

Lazzati S. (1992-1998), Contabilidad e Inflación. Ediciones Macchi

Maggin J., Tuttle D., McLeavey D., y Pinto J. (2007). Managing Investment Portfolios. Wiley.

Markowitz, H. (1959) Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments. Wiley,New York.

Markowitz, H. (1952) Portfolio Selection. Journal of Finance, volume 7, number 1, pp. 77-91.

Modigliani, F. and Miller, M. (1958) The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. The American Economic Review, volume 48, number 3, pp. 261-297.

Myers S. (1977), "Determinants of Corporate Borrowing". Journal of Financial Economics 5 147-176.

Myres S. (2001), "Capital Structure". Journal of Economic Perspectives Spring Vol 15, Num 2 81-102.

Solomon, E. (1955) Measuring a Company's Cost of Capital. The Journal of Business,v olume 48, number 4, pp. 240-252.

Stiglitz J. (1969), "A Re-examination of the Modigliani Miller Theorem". American Economic Review Dec, 784-793.

Artículos

Deloitte (2006) Nota de síntesis para ejecutivos sobre Ajuste por Inflación, del 30 de Abril de 2006.

Normativa

Decreto N° 664/03 PEN
Decreto N° 1269/02 PEN
Decreto N° 316/95 PEN
Resolución técnica Nro 6 FACPCE
Resolución técnica Nro 10 FACPCE
Resolución técnica Nro 17 FACPCE
Resolución N° 241/02 FACPCE

Copyright of Documentos de Trabajo is the property of Documentos de Trabajo-Universidad del CEMA and its content may not be copied or emailed to multiple sites or posted to a listserv without the copyright holder's express written permission. However, users may print, download, or email articles for individual use.