



# **OPTIMIZACION DE LA GESTION DEL CAPITAL DE TRABAJO**

## **MANEJO FINANCIERO EN LAS SOCIEDADES**

2° CONGRESO METROPOLITANO DE CIENCIAS ECONOMICAS

“EL NUEVO ESCENARIO PROFESIONAL”

CIUDAD AUTÓNOMA DE BUENOS AIRES,  
14 AL 16 DE NOVIEMBRE DE 2007

AREA X: ACTUACIÓN ACTUARIAL Y FINANZAS DE LA EMPRESA

“EL FINANCIAMIENTO Y SU IMPORTANCIA  
PARA EL CRECIMIENTO EMPRESARIAL”

Autor: Miguel A. Di Ranni

Contador Público (UBA)  
Licenciado en Administración (UBA)

Director de Finanzas y Administración en empresa privada  
Profesor Titular Regular de Sistemas Contables  
en la FCE de la UBA  
Profesor Asociado Regular de Actuación Profesional del Contador en  
Sociedades en la FCE de la UBA  
Profesor Asociado en el Seminario de Integración y Aplicación (Carrera de  
Contador Público) en la FCE de la UBA

CPCE de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires T° 46 F° 3



## **OPTIMIZACION DE LA GESTION DEL CAPITAL DE TRABAJO**

### **MANEJO FINANCIERO EN LAS SOCIEDADES**

2° CONGRESO METROPOLITANO DE CIENCIAS ECONOMICAS

“EL NUEVO ESCENARIO PROFESIONAL”

CIUDAD AUTÓNOMA DE BUENOS AIRES,  
14 AL 16 DE NOVIEMBRE DE 2007

AREA X: ACTUACIÓN ACTUARIAL Y FINANZAS DE LA EMPRESA

“EL FINANCIAMIENTO Y SU IMPORTANCIA PARA  
EL CRECIMIENTO EMPRESARIAL”



## SUMARIO

Introducción

Plan de cobros y pagos

Presupuesto financiero mensual móvil de un año

Plan quinquenal financiero

Detalle de excedentes de fondos, sus colocaciones y tasas de Rendimiento

Detalle de deudas financieras. Relevamiento de datos

Otros elementos usuales en el análisis financiero recurrente

Conclusiones

Bibliografía



## **OPTIMIZACIÓN DE LA GESTION DEL CAPITAL DE TRABAJO**

### **Manejo financiero en las sociedades**

#### **INTRODUCCIÓN**

Uno de los aspectos más delicados en toda compañía es el manejo de los fondos a los fines de poder disponer de los recursos financieros necesarios para atender los distintos pagos que es menester concretar para asegurar el funcionamiento operativo de la misma. A diferencia de los aspectos específicamente administrativos o contables, los cuales son también muy importantes en la gestión de un ente, los aspectos financieros tienen la característica de la inexorabilidad con respecto al tiempo en que hay que efectuar un determinado hecho patrimonial, por ejemplo, un cobro o un pago. En otras palabras, no es posible, sin consecuencias serias, postergar una cobranza o un pago, respecto del momento en que se tenía previsto efectuarlas. Hay consecuencias de gestión, y consecuencias jurídicas. Una empresa puede ser muy rentable, pero la imposibilidad de atender un pago a favor de un proveedor comercial o acreedor financiero, en la fecha acordada, puede originar la declaración de incumplimiento de dicha deuda, y, en extremo, causar la quiebra de una compañía, no obstante la solidez económica o rentabilidad que la compañía pueda tener.

El manejo financiero de la compañía tiene que hacerse en el marco de los criterios organizativos con que se haya estructurado al ente, utilizando las distintas herramientas e instrumentos, para que, mediante un orden determinado se vayan efectuando los análisis financieros necesarios para conocer en qué momento debe iniciarse el proceso de captación de fondos, para disponerlos en una momento preciso, y atender, sin sobresaltos o contratiempos los pagos necesarios que también, en el mismo instrumento, se habían precisado con todo detalle y exactitud.

El personal afectado a las tareas financieras específicas tiene que poseer características determinadas en cuanto capacidad de análisis, detallismo y minuciosidad, que permitan anticipar los problemas y proponer cursos de acción correctivos, cuando dichos planes van experimentando cambios.

¿Qué instrumentos de análisis pueden usarse, a título de ejemplo, en una compañía, para efectuar un adecuado monitoreo de los aspectos financieros globales y detallados de la misma? Nos podemos referir a varios documentos:

- i. Plan de cobros y pagos, detallados, día por día, con sesenta días móviles, permanentemente.
- ii. Presupuesto financiero mensual móvil, de un año, permanentemente.
- iii. Presupuesto financiero de cinco años, o plan quinquenal financiero,



- iv. Detalle de excedentes de fondos, sus colocaciones, y tasas de rendimiento.
- v. Detalle de deudas financieras, banco por banco, con los parámetros esenciales referenciados en materia de comisiones, tasas de interés, vencimientos, posibilidades de pre-cancelación y otros detalles importantes para el análisis puntual de la gestión financiera.
- vi. Otros elementos usuales en el análisis financiero recurrente.

Aunque parezca una obviedad, es claro que, en cualquier aspecto de la gestión de un ente, no podemos apelar a la memoria, y sacar conclusiones a través de hechos individuales, sin relacionarlos con el conjunto de operaciones que se llevan a cabo en un ente. No podemos pensar, si tenemos que comprar una maquinaria, que debemos obtener un financiamiento por igual monto al valor de la maquinaria, a menos que ello surja con toda claridad, si en el presupuesto financiero se constatare que los excedentes financieros operativos no resultan suficientes para atender un pago extraordinario como sería aquel necesario para adquirir una maquinaria. Pero podría ser que la empresa dispusiera de excelentes precios de venta de su producto, tal que podrían generarse excedentes importantes operativos, y por lo tanto, el superávit operativo logrado permitiría adquirir parcialmente dicha maquinaria con fondos propios, y recurrir al financiamiento de terceros sólo parcialmente. La conclusión, entonces, es que debemos monitorear las finanzas de la sociedad o compañía, a través de los documentos enunciados precedentemente, asegurándonos que a través de los mismos, son captables todos los hechos económicos que se producen en un ente, relevados exclusivamente en todo lo que atañe a movimientos financieros, es decir, cobros o pagos.

Antes de entrar a analizar un poco más en detalle cada uno de los instrumentos que hemos mencionado, es importante señalar un aspecto que si no se atiende puntiliosamente, puede originar variaciones importantes entre las cifras previstas y las reales que se vayan verificando. Ese aspecto se vincula con las llamadas premisas usadas para elaborar cifras presupuestadas de índole financiera. En efecto, los instrumentos financieros bajo análisis constan de dos clases de hechos: bs que se derivan de hechos ya consumados pero cuyos efectos financieros vienen a posteriori, pero son cuantitativamente y monetariamente reales, es decir, no han sido presupuestados en base a premisas de cálculo para efectuar la presupuestación. Y luego, los hechos que se estiman durante el período objeto de la presupuestación, tanto en cuanto a volumen, como en sus aspectos monetarios. Así habrá que presupuestar las ventas, las compras, los precios de venta, los precios de compra, las tasas de interés para ventas y compras financiadas, las tasas de interés para los excedentes de fondos por superávit, las tasas de interés para los déficits a financiar, los incrementos salariales, el pago de los impuestos, la evolución de la inflación, la evolución de la devaluación del peso respecto a las divisas extranjeras, los incrementos de tarifas de gas, electricidad y otros servicios económicos que no se han verificado todavía desde el punto de vista de la



realidad, pero que están contenidos en el período objeto de la presupuestación, deben ser estimados con un criterio objetivo pero con un pequeño sesgo restrictivo, más que optimista, dado que en materia financiera, las pautas que se pueden derivar de optimismo en la fijación de posibles precios de venta de los productos, para decir un ejemplo, pueden originar la presunción de un excedente o superávit, el cual, luego en la realidad podría no verificarse, y por tanto, tener que recurrir a financiamiento de terceros, en forma imprevista, con todas las dificultades que ello podría originar en toda tarea de búsqueda sorpresiva de fondos, en cuanto a la capacidad negociadora de la sociedad frente a terceros. En síntesis, en cuanto a este aspecto, hay que dedicar un poco de tiempo para el análisis de las premisas que se han de adoptar para la elaboración del presupuesto financiero. Ello es importante para cualquier tipo de presupuestación, pero, mucho más delicado, en cuanto a las consecuencias de una desacertada estimación de las mismas, en lo que se refiere a la presupuestación financiera propiamente dicha.

## **PLAN DE COBROS Y PAGOS**

Pasando a los aspectos de detalle, en cuanto a los instrumentos enunciados al inicio de este trabajo, los primeros dos meses, del presupuesto anual, en forma móvil, mes por mes, son presentados a través de lo que se denomina “plan de cobros y pagos”, en el cual se explicitan, detalladamente, cobro por cobro, y pago por pago, con nombre y apellido, es decir, prácticamente a nivel de comprobante, los aspectos más relevantes de las cobranzas y de los pagos, que surgen de operaciones concretadas, a los fines de contrastarlas, en su momento, con los cobros y pagos realmente producidos. La razón de este nivel de detalles para los primeros dos meses del período presupuestario anual, es tomar el pulso de lo que efectivamente va ocurriendo operación por operación, de tal modo de facilitar, para los meses subsiguientes, la introducción de las correcciones necesarias. Como se comprenderá, pueden inferirse aspectos de cambios en las cobranzas que estaban predeterminadas, por un endurecimiento de las condiciones del mercado, y ello puede inducir a la sociedad a adoptar también un endurecimiento en los pagos respecto de lo que estaba previsto frente a los proveedores comerciales, sea de hecho, o negociando condiciones de pago diferentes respecto de las que se venían ejecutando. También puede recomendar adoptar un aceleramiento en la cobranza, descontando las facturas en una institución financiera, efectuando operaciones de *factoring* con o sin recurso de pago. En síntesis, este aspecto de detalle en los primeros dos meses del presupuesto financiero anual, permite tomar el pulso meticulosamente cómo se van desarrollando las cobranzas, una por una, y en función de lo que se vaya verificando, se implementarán cambios en los pagos en detalle que están presupuestados, sea renegociando las condiciones de pago, o, en muchos casos, cuando también las cobranzas no fueron negociadas en cuanto a su dilación en el proceso de cobro, adoptando similar criterio frente a los proveedores comerciales, es decir, dilatar el pago como una situación de hecho, ante situaciones excepcionales en el mercado financiero.

## **PRESUPUESTO FINANCIERO MENSUAL MÓVIL DE UN AÑO**



El presupuesto financiero móvil, mes por mes, durante un año, permite evaluar los ingresos financieros por todo concepto (cobranza de las ventas, cobranza de intereses por financiamiento a los clientes, cobros de préstamos a empleados, recupero de impuesto al valor agregado por exportaciones, etc.), confrontándolos con los egresos financieros por todo concepto (pago de compras de materias primas, de mano de obra, de costos de fabricación, impuestos diversos, impuesto a las ganancias por anticipos, etc.). En síntesis, se trata de incluir en la presupuestación, diversas líneas, claras por sí mismas, que constituyen la información operativa vinculada con la actividad de la compañía, es decir, pagos y cobros por compras y ventas, respectivamente, incluyendo las consecuencias de los hechos económicos exclusivamente en los desencadenantes financieros, o sea, de movimientos de dinero. Así ventas a crédito se ubicarán en los períodos en que los mismos, sean por capital o por intereses, son o se prevé que sean cobrados efectivamente. Compras de materias primas, en las fechas en que se prevé pagarles a los proveedores, tanto sus acreencias por capital como los intereses respectivos que se hubieran pactado con los mismos. Compras de servicios, sea la mano de obra fabril de la compañía, como la mano de obra mensualizada, se imputarán en los meses en los que los mismos estén previstos que han de ser cancelados. Otros servicios, exactamente lo mismo, es decir, teniendo en cuenta la fecha prevista de pago.

Es necesario que se consideren dentro de los egresos, aquellas financiaciones que se hubieran ingresado en algún momento anterior, así también como los intereses respectivos. Pero de ninguna manera debe computarse un financiamiento con nombre y apellido que no se hubiera desembolsado efectivamente. Es recomendable colocar una partida global que se pueda denominar “déficit a financiar”, abriendo los conceptos de capital y de intereses previstos, respectivamente, correspondiente a la línea mencionada.

La línea de “déficit a financiar” o “superávit financiero” es la consecuencia de acumular dichos excedentes o déficit, acumulativamente, mes a mes, luego de computar el dinero necesario para mantener disponibilidades operativas mínimas. En ese sentido es importante que se efectúe lo que se podría llamar “recirculación del déficit”, dos o tres veces como mínimo, por cuanto un déficit genera la necesidad de su financiamiento, pero a su vez, dicho financiamiento requiere atender el pago de los intereses, por lo cual dicho pago de intereses presupone la necesidad de ingresar un financiamiento mayor para cubrirlos. Pero este nuevo endeudamiento, a su vez, requiere atender al capital y a sus intereses respectivos, por lo cual el déficit a financiar debe ser incrementado en el correspondiente monto de los intereses respectivos, y así sucesivamente.

Exactamente, pero en sentido inverso es dable razonar para el caso de los superávit financieros, por cuanto la necesidad de prever dónde invertirlos no se limita tan sólo a los excedentes de fondos (lo que podríamos llamarlo “capital”), sino también reflexionar sobre los excedentes adicionales de fondos que se van a generar como consecuencia de dichas posibles colocaciones de fondos, en concepto de intereses o rentas, las cuales, al colocarlas, también se generarán nuevas rentas, y así sucesivamente.



## PLAN QUINQUENAL FINANCIERO

El presupuesto quinquenal financiero es fundamental para hacer un análisis de mediano plazo en materia de evolución del cash flow, y determinación de los momentos, dentro del mencionado lapso, en el cual habrá que pensar en allegar fondos, sea para cubrir necesidades meramente operativas, o, en función de inversiones en bienes de uso, u otras inversiones no recurrentes previstas en dicho horizonte. Allí es donde comenzará a pensarse más detenidamente cómo procurar dichos fondos, haciendo un análisis de los financiamientos vigentes en la sociedad, como préstamos tomados, las líneas de préstamos todavía vigentes, no desembolsados, la relación actual de endeudamiento y patrimonio neto. También se empezará a analizar, dentro de las responsabilidades que tiene el Director Financiero de la compañía, si los préstamos posibles pueden provenir del mercado de capitales o a través de financiamiento bancario único o sindicado con otras instituciones financieras. En su defecto también podrá pensarse en un IPO (inicial *public offer*), es decir, recurrir al mercado de capitales emitiendo acciones de la propia compañía, y captando recursos de personas físicas o inversores institucionales.

Si el presupuesto quinquenal manifestara en determinados períodos excedentes de fondos, deberá ir pensándose la relación riesgo y tasas de interés a obtener, como la necesidad de liquidez frente a la posibilidad de inmovilización de fondos por períodos más prolongados. Dichas decisiones podrán tomarse obteniendo dicha información directamente del presupuesto financiero a cinco años, dependiendo de lo cuidadoso en detalles con los cuales se hubiera preparado el mismo, y respecto de las premisas ajustadas macroeconómicas con las cuales se basó dicho presupuesto, para saber si los déficit o superávit que pudiera arrojar el presupuesto podrían tener o no sorpresas por el lado de dichas estimaciones básicas que lo soportan.

## DETALLE DE EXCEDENTES DE FONDOS, SUS COLOCACIONES Y TASAS DE RENDIMIENTOS

Muchas veces, aun existiendo una liquidez pronunciada y prolongada en el tiempo, puesta en evidencia en el presupuesto quinquenal, sin embargo se adopta la decisión de mantener el endeudamiento, sin precancelarlo. Ello puede estar motivado por el objetivo de mantener las líneas de financiamiento operativas, o para no renunciar a un financiamiento que haya podido ser muy ventajoso en el *pricing*, o para obtener una ventaja en la eficientización en materia de *tax planning*, al evaluar la deducibilidad de los intereses en materia de impuesto a las ganancias. Sin embargo dicha decisión no debiera estar originando una ineficiencia en el costo neto de los egresos financieros, es decir, que el costo financiero por la existencia de la deuda al menos debiera ser coincidente con el ingreso financiero originado en la rentabilidad obtenida en las colocaciones de los excedentes financieros. En otros términos que los intereses favorables por los excedentes de fondos debieran coincidir con los





intereses negativos del financiamiento más caro que se podría haber cancelado con dicho exceso de liquidez. En este sentido es importante tener presente que es muy importante la búsqueda de lugares donde efectuar la colocación de fondos, en los cuales se asegure que la tasa se compadezca con un riesgo aceptable de la institución financiera en la cual se colocan los fondos. Adicionalmente, es importante analizar los convenios que se hayan firmado entre el país en el cual la empresa superavitaria se encuentre radicada y el país en el cual se encuentre la entidad bancaria o financiera que receptorá los fondos producto del superávit mencionado. Así podría existir la no gravabilidad de dichos intereses, o de efectuarse dichas colocaciones a través de alguna subsidiaria podría esta última hacer inversiones en países en los cuales existe un convenio que si los intereses son gravados en el país de destino (obviamente a una tasa de impuesto a las ganancias menor que la vigente en el país en el cual se originó el superávit), y por lo tanto optimizar total o parcialmente el aspecto fiscal en materia de impuesto a las ganancias. Si se llegara a obtener rentabilidad en el excedente de fondos del 4,60 por ciento anual, y dicha rentabilidad no estuviera alcanzada por el impuesto a las ganancias, por existir un convenio de país a país que hubiera acordado ello, cuando se compare si es posible sostener dicha liquidez, sabiendo que el endeudamiento más caro, a título de ejemplo es por ejemplo, el 7,00% anual, el cálculo que debiera hacerse para comparar en Argentina la conveniencia de mantener la liquidez sería el siguiente:

4,60: .65 (35% es la tasa de impuesto a la ganancia en Argentina) = 7,08% (tasa de rendimiento llevada para comparar a tasa antes de impuesto a las ganancias).

O lo que hubiera sido lo mismo, la tasa del préstamo llevada a tasa de interés después de impuesto a las ganancias:

7,00% x 0,65 = 4,55% (tasa de interés después de impuesto a las ganancias).

Queda claro que si la intención de mantener la liquidez es asegurar la inmediata aplicación de los fondos en el caso que fuere posible detectar una inversión estratégica de negocio, hasta se podría mantener dicha liquidez pagando un costo razonable, equivalente a un “commitment fee”, es decir, el equivalente al costo de un seguro de liquidez.

## **DETALLE DE DEUDAS FINANCIERAS. RELEVAMIENTO DE DATOS**

Otro aspecto importante, en el monitoreo de aspectos esenciales de las técnicas financieras para un manejo adecuado de las finanzas, es mantener una recopilación de los highlights fundamentales de cada financiamiento que se posea, de las líneas que se han logrado y todavía no desembolsado, de las colocaciones de fondos que se hayan practicado, y de las que estuvieran vigente. En otras palabras, información que puede ser útil para los responsables máximos de las finanzas de una empresa, toda vez que se



practiquen reuniones con sus pares en entidades financieras, y para conocer la llamada “reciprocidad bancaria”, es decir, qué ingresos obtiene el banco por todo concepto, es decir, más allá de los más formales o tradicionales (tasa de interés, comisiones, etc.). Por ejemplo, qué apoyo en cuenta se está practicando con dicha entidad bancaria (saldo promedio de los depósitos que se mantienen en la entidad); se trabaja con listas de proveedores para que se pague en la entidad bancaria directamente (en términos de tasa de interés, cuánto interés significa el saldo promedio que se mantiene en el banco cuando se haya ordenado la cancelación de saldos a distintos proveedores); los salarios pagados mediante una institución bancaria (cuánto es el rendimiento que obtiene el banco con los saldos promedios de dichos salarios mantenidos en las respectivas cuentas corrientes bancarias); las cobranzas de clientes, que se depositen directamente en una institución bancaria (cuál es el lapso promedio en el cual se mantienen dichas cobranzas en la institución bancaria antes que sean aplicados los fondos a otro destino). La posibilidad de precancelación de una deuda es importante tenerla presente en cada momento, como asimismo los costos que debieran ser computados si se quisiera ejercitar dicho derecho. Es sabido que es posible negociar en la obtención de un financiamiento bancario que exista la posibilidad de poder precancelarlo sin costos o penalidades por dicha precancelación. La penalidad pretende desalentar dicha precancelación, y normalmente puede ser una comisión *step down*, en el sentido de ir disminuyendo dicho costo a medida que se va cubriendo el lapso de la total duración del financiamiento. En muchos casos se puede negociar que no haya costos de precancelación. Ello es más fácil lograrlo en un préstamo bancario que en la emisión de un bono, por cuanto los inversores de estos últimos, en general, no desean verse enfrentados a la sorpresa de tener que disponer y decidir realocar los fondos en forma anticipada a la fecha en que originariamente se había previsto que ello aconteciera.

No debe confundirse el costo de precancelación con el costo originado por costo de ruptura del financiamiento en razón de la cancelación. Se suele indicar en un financiamiento que la precancelación debe coincidir con la fecha de culminación del lapso correspondiente a la liquidación de los intereses, en un período determinado. Por ejemplo, si el servicio por intereses es semestral, la fecha correspondiente al pago de los intereses semestralmente, debería coincidir con la fecha en que se podría ejecutar la precancelación parcial o total de un préstamo, a los fines que no origine un costo de ruptura del financiamiento. Sería algo así como la obligación de compensar el diferencial de renta que el acreedor no ha podido tener, ante el hecho imprevisto de tener cancelado su financiamiento antes del período previsto para el cobro de la respectiva renta semestral, en el caso comentado. Hay que imaginarse que la entidad bancaria o financiera, puede estar tomando un fondeo de corto plazo, tal que mediante el *revolving* del mismo, pueda llevar adelante el otorgamiento de un financiamiento de largo plazo. En el supuesto de que dicho financiamiento de largo plazo fuera cancelado anticipadamente por el tomador del mismo, el hecho es que se dispone de fondos con antelación a lo previsto, por lo cual, el ingreso por reinversión de esos fondos inesperados podría diferir respecto de la tasa que se ha comprometido con los inversores de corto plazo, en las entidades financieras o bancarias.



Adicionalmente la posibilidad de precancelar un préstamo, permite conversar con la entidad financiera, sobre la posibilidad de acordar un “repricing” del financiamiento existente. El razonamiento es bastante simple para la entidad financiera y para el tomador del préstamo. El tomador debe, permanentemente, velar por un adecuado costo financiero en función de parámetros del mercado. Por tanto existiendo, precancelación, el planteo es la necesidad de revisar la tasa de interés vigente, por cuanto en su defecto se podrá lograr la precancelación con fondos ingresados, desde otro acreedor, con un pricing más representativo del costo en el mercado. La entidad financiera, por otra parte, se ve compelida, a acceder a bajar el costo financiero periódico (interés) por cuanto, en su defecto se verá enfrentada a una solicitud de precancelación. Generar un nuevo tomador de préstamo puede ser más oneroso que atender, razonablemente, a llevar adelante un *repricing* del préstamo ya existente. Ello se instrumenta mediante el mecanismo de un *amendment* al préstamo ya vigente, sin hacer otros cambios más que el señalado, excepto que se intente, también, producir una serie de cambios en la documentación lo cual puede provocar costos incrementales por las dos partes, al tener que dar participación a los abogados especializados en la materia.

Otro aspecto relevante es contar con la información que obra en el *loan agreement* sobre el derecho que tiene la institución bancaria de poder ceder el crédito (o sea la deuda tomada por una Sociedad). En muchos préstamos se acuerda que la ejercitación de ese derecho debe ser acordada fehacientemente con el tomador del financiamiento, aunque muchas veces se aclara que dicha autorización no puede irrazonablemente ser denegada. Podría existir negativa de la asignación parcial o total del financiamiento, por parte de la entidad financiera, si esta última se lo quiere ceder a un competidor del tomador del préstamo, siendo una entidad no bancaria (aunque ello podría no ser muy usual). O también que ello origine la necesidad de tener que afrontar “costos incrementales” que deban ser abonados por el tomador del préstamo, en razón de normativas diferentes, a nivel país, por parte de la entidad regulatoria del nuevo banco que ha tomado a su cargo el financiamiento existente.

Como se ve es muy importante disponer de dicha información en el momento en que se tiene que usar la misma, bajo la premisa que no solamente hay que tener razón sobre un tema determinado, sino poder disponer de la información necesaria, en el momento indicado, para poder probar que se la tiene.

## **OTROS ELEMENTOS USUALES EN EL ANÁLISIS FINANCIERO RECURRENTE**

Otros elementos usuales en el análisis financiero recurrente que parece adecuado mencionar son los siguientes:

- a) Emisiones recientes de bonos, dentro del mercado al cual se dedica la empresa, por montos similares y duración del financiamiento dentro del mismo rango: relevamiento del *pricing* con el cual se salió al mercado.
- b) Cierre de financiamientos corporativos, bajo la forma de préstamo directo de un banco, o bajo un esquema de sindicación: relevamiento del



pricing con el cual se concretaron los financiamientos por montos y plazos similares.

- c) Costos vigentes para emisión de pólizas de seguro de caución, para cubrir riesgos por anticipos a proveedores según las condiciones pactadas.
- d) Costos vigentes para emisión de seguros por créditos comerciales.
- e) Evolución de tasas en el mercado argentino, y en el exterior.
- f) Exposición a la devaluación, en especial en momentos en que se aceleran los procesos inflacionarios, a los fines de evaluar el grado de exposición y la forma de cobertura para neutralizar una eventual pérdida por devaluación del peso frente a la moneda extranjera en la cual se mide la necesidad de mantenimiento de la integridad del capital propio.
- g) Seguimiento de los saldos de la caja operativa para decidir toma de fondos de corto plazo o inversiones de los excedentes a tasas apropiadas.
- h) Líneas disponibles de financiamiento por Banco, y saldos de líneas remanentes.

## CONCLUSIONES

Como se ha visto en las páginas anteriores, el tema de la gestión de la optimización del capital de trabajo, lo hemos centrado, dentro de este último, en lo que se refiere a los aspectos de organización y previsión de reportes para el adecuado manejo financiero en las sociedades. Es claro que hablar de manejo financiero de las sociedades, en lo que se refiere a la procuración de la liquidez necesaria para afrontar distintos compromisos de atención de los costos o de inversiones, lo podemos uniformar, en cuanto a la mentada organización y reportes, tanto para el financiamiento de los activos de corto plazo, como de activos de largo plazo. No hemos entrado, dentro del capital de trabajo, a realizar un análisis de estrategia en materia de establecimiento de niveles de créditos por ventas, inventarios y otros activos de corto plazo. Nos hemos centrado a determinar la organización a establecer en un ente para efectuar un adecuado monitoreo que permita la detección de momentos en que se manifiestan excedentes de fondos, y momentos en que se manifiestan faltantes de fondos, la magnitud de los mismos desde el punto de vista monetario, y el lapso por el cual es posible mantener la inversión de dichos fondos excedentes o por el cual es necesario procurar un financiamiento que permita cubrir los faltantes, en su caso.

Este monitoreo, a través de documentos como los que se han referido en las páginas precedentes, permite determinar el momento óptimo para gestionar, sea la búsqueda de fondos a través de un financiamiento, o para evaluar las



colocaciones más seguras y rentables en función del riesgo que estemos dispuestos a asumir, en caso de inversiones de los excedentes. Es aquí donde se puede poner en evidencia la optimización en la gestión de fondos, sea dentro del capital de trabajo, o fondos para ser aplicados para la incorporación de activos no corrientes. Cuando ha quedado perfectamente individualizado el monto y el lapso del déficit a financiar, siguiendo un ejemplo que nos habilite a una adecuada explicación, debemos examinar, dentro de las líneas de financiamiento aprobadas previamente por cada entidad bancaria o financiera, en qué momento iniciar el contacto con la entidad, esto es, con cuánta anticipación nos conviene generar una reunión la entidad de préstamo a los fines de conversar qué se está buscando, por qué monto, durante qué lapso y en qué condiciones aspiramos a producir, eventualmente, el desembolso.

La anticipación en que se inicie la búsqueda de fondos es esencial a los fines de lograr una óptima eficiencia en la captación de fondos. Es importante que dicha búsqueda de financiamiento se haga al menos frente a tres entidades financieras a los fines de lograr una adecuada comparación. Se trata de solicitar a dichas entidades que dentro de un lapso razonable nos interesaría recibir una propuesta de financiamiento (*term sheet*), por un monto que haremos conocer y con una duración del lapso de vigencia del financiamiento compatible con el período que indique el presupuesto financiero respecto de la necesidad de cubrir el déficit a financiar.

Es importante que se mencione determinadas preferencias como “esenciales” respecto de ciertas cláusulas que ha de contener la propuesta de financiamiento, y más tarde, el contrato de financiamiento. Por ejemplo se puede indicar que es importante que en materia de *default* o incumplimiento, se prevea la cláusula sobre *cross acceleration* en lugar de *cross default*, que no se está dispuesto a aceptar la cláusula de *set off* entre la deuda financiera y eventuales depósitos de fondos en las cuentas de la Sociedad en la Institución financiera convocada a la entrega de la propuesta de financiamiento. También que se aspira que haya posibilidades de “precancelar” el financiamiento, total o parcialmente, sin que existan “penalizaciones por dicha precancelación”, en la medida que los pagos de dicha cancelación anticipada, se hagan en fecha coincidente con los vencimientos de los lapsos en los que se cancelan los intereses.

También es necesario, recomendablemente, precisar que en el “term sheet” deben expresarse fehacientemente todas las cláusulas que integrarán el futuro contrato de financiamiento, y no hacer una mención muy general como “toda otra cláusula que de acuerdo a los usos y costumbres en materia de financiamiento sea usual”, dado que en la instancia posterior de la discusión de los detalles del contrato de financiamiento, dichas obviedades luego tienen una gran cantidad de zonas grises que pueden comprometer, incluso, la finalización de la negociación del préstamo financiero.

Un aspecto que origina algunas dificultades, es la necesidad que se explicita en la propuesta de financiamiento, el monto que ha de originar la asistencia letrada en el país y en el exterior, o sea en el país que se corresponda con la ley aplicable para interpretar o dirimir situaciones litigiosas entre el tomador de



los fondos y la institución bancaria o financiera que ha provisto los mismos. Esto se refiere a los *legal fees* y los *out of pocket expenses*. Si hubiera dificultades de poder precisar una estimación razonablemente exacta, al menos, debiera poder explicitarse que dichos costos no podrán ser superiores a tantos dólares. El tema de los costos legales es un ítem muy importante en cuanto a la pretensión a definirlos, al menos, un máximo el cual no puede sobrepasarse, por cuanto, en infinidad de financiamientos, se transforma una línea de costos largamente superior a las previsiones.

El tema propio de las negociaciones en detalle, de cada una de las cláusulas a regir en un contrato de financiamiento, excede el propósito de este trabajo, el cual apunta a la optimización en la gestión de un ente, de cada uno de los elementos que integran el capital de trabajo, en nuestro caso, los fondos y la forma en que se determina la necesidad de disponer de ellos, y los aspectos instrumentales, desde el punto de vista legal, para desembolsarlos en el caso que provengan de capital ajeno. Sin embargo, es importante concluir este trabajo, señalando que el Contador Público, como profesional en la negociación de un préstamo, contribuye a la par del abogado en la optimización de esta gestión. Todo el esfuerzo que se dedique, adicional a la necesidad de obtener un adecuado costo financiero, a los temas de cláusulas del contrato de financiamiento, contribuirá a hacer eficiente el desembolso de futuros préstamos, dado que siempre cada nuevo acreedor deseará incorporar, al menos, las cláusulas de un préstamo igual al que la empresa requirente ha tomado en momentos previos a la gestión puntual.

La necesidad de entender bien el funcionamiento legal y económico de cada una de las cláusulas de financiamiento, para el Contador Público, es insoslayable, y el profesional debe conocer perfectamente esos aspectos, sea como consultor independiente, o profesional en el ejercicio de la actividad en relación de dependencia en diferentes tipos de entes.

## **BIBLIOGRAFÍA**

“Manual para Operaciones Bancarias y Financieras” de B. Shaw y B. Villegas, Editorial Abeledo Perrot, 1981

“Operaciones Financieras Internacionales” de M. E. Paolantonio. Editorial Rubinzal / Culzoni Editores, 2002

“Organización y Control de Empresas” de Perel, Krasuk, Cascante y Magdalena, Ediciones Macchi, 1968

“Actuación Profesional. Gestión e Información de Estados Contables de Publicación” de Miguel Angel Di Ranni, Editorial La Ley, Agosto 2005.





## **OPTIMIZACION DE LA GESTION DEL CAPITAL DE TRABAJO**

### **MANEJO FINANCIERO EN LAS SOCIEDADES**

#### **RESUMEN**

Lograr la optimización de uno de los elementos claves del capital de trabajo, esto es, los fondos o las disponibilidades, tienen, entre otras, dos vertientes claves que deben ser tenidas en cuenta por parte de las personas involucradas en la administración de dicho recurso: el instrumental de información necesario para monitorear cómo va funcionando en la realidad las previsiones que se han hecho, tanto de los diversos ingresos financieros que en un ente se pueden producir, como de los egresos de fondos del mismo, estableciéndose las variaciones que se han producido, y encontrando las explicaciones para retroalimentar el proceso de análisis para introducir los ajustes correspondientes.

El instrumental de análisis (plan de cobros y pagos; presupuesto financiero anual; presupuesto financiero quinquenal; relevamiento de los aspectos esenciales de cada préstamo o de cada colocación de fondos, etc.) permite determinar acumulativamente los lapsos en los cuales se verifican excedentes de fondos, y lapsos en los cuales se determinan faltantes de fondos. Los primeros exigen ver de qué manera dichos excedentes de fondos son, transitoriamente, alocados a inversiones que permiten mantener la liquidez, optimizando, a su vez, la rentabilidad después de impuesto a las ganancias, a los fines de compararla con el costo financiero del capital ajeno, también después de impuesto a la renta. Si se trata de faltante de fondos, el déficit a financiar permite determinar un monto y un lapso, por el cual dicha faltante de fondos debe ser subsanado, a través de la búsqueda de un financiamiento acorde a la posibilidad que permite la estructura de financiamiento del ente en el momento en que hay que tomar la decisión de búsqueda de fondos y de origen de los mismos: capital ajeno o propio.

La anticipación temporal, respecto del momento en que el presupuesto financiero determina la existencia del déficit a financiar, con la cual el experto financiero inicia el proceso efectivo de búsqueda de los recursos líquidos para solucionar dicho faltante, es clave para la optimización de la gestión. Dicha anticipación implica determinar los bancos más adecuados que tienen líneas disponibles, contactarlos, establecer reuniones con cada uno de ellos, hacer notar los aspectos de la documentación que interesan en especial defender por parte de la empresa (cláusulas del futuro contrato de financiamiento), fijando una fecha en la cual cada uno de los bancos debe hacer llegar la oferta de financiamiento. Los bancos tomarán conocimiento en que es importante cotizar un precio adecuado del financiamiento (tasa de interés y otros costos vinculados con el financiamiento), como asimismo examinar las cláusulas del contrato de financiamiento que el banco pueda tener como deseable, acorde



con las sugerencias que los abogados que representan al banco, han establecido oportunamente, y confrontarlas con los cambios que implican algunas de dichas cláusulas de acuerdo con el requerimiento hecho por el representante de la empresa que está procurando el financiamiento. El representante del banco, tiene que interpretar el requerimiento de la empresa que busca el financiamiento, y negociará hacia dentro del banco la posible flexibilización de dichas cláusulas a los fines de poder hacer una oferta competitiva, tanto en el *pricing* como en la documentación del préstamo.

Las cláusulas deben ser puntillosamente examinadas en la instancia previa a la obtención de la propuesta de financiamiento, a los fines que queden lo suficientemente explicitadas, sin que puedan prestarse a dudas, en la futura emisión del documento representativo del contrato de financiamiento.

El Contador Público tiene que conducir el proceso de obtención del financiamiento, tanto en los aspectos técnico financieros como legales, en estos últimos a la par de los abogados que intervengan, tanto en el país en el cual se encuentre el ente que debe procurar el financiamiento, como en el exterior, en el país en el cual se define la ley aplicable al mencionado contrato de financiamiento.

El experto financiero sabe que la oportunidad en que estén ingresados los fondos asegura una administración eficiente del ente. En este sentido, es importante diferenciar que todo lo vinculado con lo financiero no admite demoras ni postergaciones. El dinero necesario para pagar a un proveedor o para atender el vencimiento de una obligación tiene que estar el día prefijado.

Independientemente de cuán rentable una empresa puede ser, el día de un vencimiento de una obligación, si no se tienen los recursos líquidos para proceder a su cancelación, ello puede originar consecuencias graves en cascada, muchas veces difíciles de enmendar (determinación de incumplimiento; aceleración de vencimientos; etc.).

El orden y la existencia de documentos que permitan el monitoreo financiero de un ente, y la profundidad en el conocimiento de aspectos técnicos y legales por parte del Contador Público, involucrado en la gestión financiera son esenciales para la optimización de la misma.