

TÍTULO:	FINANCIAMIENTO
AUTOR/ES:	Méndez, Matías
PUBLICACIÓN:	Consultor Agropecuario
TOMO/BOLETÍN:	-
PÁGINA:	-
MES:	Abril
AÑO:	2022
OTROS DATOS:	-

MATÍAS MÉNDEZ

FINANCIAMIENTO

TOMA DEUDA, SOLAMENTE POR AQUELLO CUYA PÉRDIDA PUEDAS SOPORTAR. "LA SECA"

INTRODUCCIÓN

Entre todas las inquietudes frecuentes que tienen los empresarios agropecuarios, se encuentra la de su relación deuda/capital, y si les conviene endeudarse.

En principio, este artículo iba a tratar sobre la búsqueda del endeudamiento óptimo, en una actividad de alto riesgo como la agricultura. Se empezó a redactar hace 4 meses, cuando las lluvias eran adecuadas y la siembra se daba en situaciones normales. Si bien veníamos de cosechar en mayo del 2021 cultivos de una campaña niña, las lluvias erráticas habían logrado rindes poco menos de los promedios, que se compensaban con buenos precios de venta de los granos, y esto acompañado de que los costos de implantación al comienzo de la campaña en agosto/octubre del 2020 eran bajos, debido a que los precios de los granos estaban por el piso, hizo que no se tuvieran pérdidas generalizadas.

Así, hace 4 meses atrás, los ánimos eran buenos, de esperanza en aprovechar buenos precios y tener buenos resultados. En ese momento comenzaban a calentarse los precios de los insumos, y por eso, el foco podía llegar a estar en optimizar la estructura de financiamiento.

Hoy la preocupación es otra, la seca nos jugó una mala pasada, las lluvias de enero llegan tarde, con pérdidas de rendimiento importantes para maíz, y si bien todavía falta para definiciones de soja, el estrés hídrico no será gratis. Así que los escenarios pueden llegar a ser que quede algún insumo pendiente para pagar la campaña que viene, alguna refinanciación de deudas; y volver a financiar los insumos para la campaña que viene. O sea, tendremos deuda *ex post* y *ex antes*. Con el condimento de que el capital requerido para afrontar la nueva campaña es mayor, debido al importante aumento del precio de los insumos.

En estos escenarios tenemos que entender que el uso de la deuda en la estructura de capital se conoce como apalancamiento financiero. Y que cuanto más deuda tenga la Pyme (como porcentaje de los activos), mayor es su grado de apalancamiento financiero. La deuda actúa como una palanca en el sentido de que al usarla se pueden incrementar considerablemente tanto las ganancias, como las pérdidas. Por lo tanto, el apalancamiento financiero **incrementa la posible recompensa** para los dueños de la pyme, pero también **incrementa la posibilidad de problemas** financieros y fracaso del negocio.

Muchos productores son optimistas por naturaleza, y mientras el alquiler de campos sea cosecha, y le financien maquinarias e insumos, toman todo el endeudamiento que se le presente, sin magnificar sus costos, hasta el año en que una seca disminuye drásticamente los ingresos y el efecto del apalancamiento esfuma el capital, o parte del mismo.

Pero se verá más adelante un alto grado de apalancamiento financiero, en una cosecha con bajos rindes puede ocasionar la quiebra, o perder el capital de trabajo, y en campañas con márgenes aceptables genera mayor rentabilidad sobre capital invertido; por otro lado, las empresas conservadoras pierden oportunidades al no utilizar apalancamiento, en años buenos.

EFFECTO DEL APALANCAMIENTO FINANCIERO, EN UNA ACTIVIDAD DE MUCHO RIESGO

El impacto del apalancamiento se describe en término de sus efectos sobre las utilidades, el rendimiento sobre el capital y el flujo de efectivo al final de la campaña. Al considerar estas cifras, es recomendable que no sean las contables, ya que, como tales, en estas circunstancias no constituyen la principal preocupación. La utilización de flujos de efectivo en lugar de estas cifras contables, conducirán a mejores conclusiones y se enfocan mejor en la toma de decisiones.

Supongamos dos pymes agrícolas que van a realizar agricultura, una no tiene deudas y la otra financia el 70% del capital requerido (alquiler, 70% de los insumos, alguna maquinaria y el seguro). El presupuesto de capital requerido por unidad en U\$S con IVA incluido es de U\$S 658 por ha para sembrar, en promedio para la rotación de los cultivos tradicionales (trigo, maíz, soja, sorgo). La pyme sin deuda cuenta con ese capital y no se financia, y la pyme con deuda, se financia un 70%, en U\$S 493 por ha, e invierte U\$S 164 por ha de capital propio.

En el siguiente cuadro se compara la estructura de capital con deuda y sin deuda, y dos escenarios, uno con rindes promedios y resultados positivos; y otro con rindes bajos y resultados negativos.

AGRICULTURA	ESCENARIO POSITIVO		ESCENARIO NEGATIVO	
	SIN DEUDA	CON DEUDA	SIN DEUDA	CON DEUDA
Estructura de financiamiento				
Capital Propio x ha. c/ IVA	658	164	658	164
Financiación x ha. c/ IVA	0	493	0	493
Capital requerido x ha.	658	658	658	658
Resultados S/ IVA				
Rinde por escenario	2,8	2,8	1,0	1,0
Cotización promedio	287	287	287	287
Ingresos Brutos x ha	811	811	284	284
Gastos Cosecha, Comerc. Postc.	110	110	38	38
Ingresos Netos x ha	702	702	246	246
Egresos operativos x ha	614	614	614	614
Margen Operativo x ha. UAI	87	87	-369	-369
Intereses	0	30	0	30
UAI (Utilidad antes de impuestos)	87	58	-369	-398
Flujo al final de la campaña	745	222	289	-234
Rentabilidad sobre capital propio antes de impuestos	13%	35%	-56%	-242%

Fuente: [elaboración](#) propia.

Los escenarios reflejan resultados diferentes sobre la utilidad antes de intereses e impuestos; margen operativo de U\$S 87 por ha escenario optimista con resultados positivos, y margen operativo negativo de U\$S 369 por ha, escenario pesimista con resultados negativos.

Cuando se le agrega deuda, también hay que tener en cuenta a los intereses y ahí disminuye la utilidad neta antes de impuestos. Dado que el rendimiento sobre el capital propio es la utilidad neta dividida el capital propio, el rendimiento en un escenario optimista con resultados positivos es mayor con deuda. Aunque la utilidad antes de impuestos es menor, U\$S 58 por ha contra U\$S 87 por ha, como el capital propio invertido es mucho menor, el porcentaje de rentabilidad es mayor, en este ejemplo un más del doble, eso es gracias al efecto del apalancamiento financiero, potencia las rentabilidades.

Pero, a su vez, en un escenario pesimista, la rentabilidad sobre capital propio también se potencia, cuando se tiene deuda arroja una tasa negativa mayor, en el ejemplo -242% contra -56% sin deuda. Y el saldo del flujo de efectivo en este escenario para el productor endeudado, luego de pagar las deudas es negativo, en el ejemplo U\$S 234 por ha. O sea que no solo se perdió todo el capital propio que se invirtió en agricultura, sino que este saldo es el queda debiendo para la próxima campaña agrícola, o el que se debe cancelar con algún otro activo. Y a todo esto, hay que pensar cómo afrontar la nueva campaña, que, en esta oportunidad, requiere mayor importe al del año pasado, por el aumento de los insumos.

Se pueden observar muchísimas situaciones de estas en la agricultura, y es una por las que muchos agricultores dejaron la actividad o se transformaron. El impacto del apalancamiento financiero se hace evidente cuando se examina el efecto de la decisión de obtener deuda para el negocio agricultura, como se ve en el ejemplo. La variación en la rentabilidad es mucho mayor para el caso de la estructura de financiamiento apalancada. Esto muestra cómo actúa el apalancamiento financiero para magnificar las ganancias y, a su vez, las pérdidas.

El apalancamiento financiero depende de la UAI (utilidad antes de intereses e impuestos) de la pyme; cuando esta es alta, el apalancamiento es beneficioso, siempre dependiendo del riesgo de la inversión. De acuerdo al escenario esperado, si es positivo el

apalancamiento incrementa el rendimiento del capital propio, pero -a su vez- están expuestos a un mayor nivel de riesgo en la estructura de capital con endeudamiento, ya que la rentabilidad es mucho más sensible a cambios en la UAII.

Debido al impacto que tiene el apalancamiento financiero sobre el rendimiento esperado y el nivel de riesgo, la estructura de financiamiento es un aspecto muy importante, y hay que medirla y conocer el importe de capital que estamos dispuestos a comprometer.

Y ENTONCES, ¿CUÁL ES EL APALANCAMIENTO ÓPTIMO?

Aquí volvemos a la pregunta de hace 4 meses, independientemente de que ahora el endeudamiento puede dejar de ser una opción, para convertirse en la única alternativa para seguir adelante. Volvemos a esta pregunta porque es importante entender dos conceptos claves, que son características distintivas de las deudas. En primer lugar, los intereses pagados sobre la deuda son deducibles del impuesto a las ganancias. Esto es bueno para la pyme y quizá sea un beneficio adicional del financiamiento vía deuda. En segundo lugar, el fracaso en el cumplimiento de las obligaciones de deuda puede dar lugar a la quiebra. Esto no es bueno para la pyme y se puede convertir en un costo adicional del financiamiento.

Cabe mencionar que responder es casi imposible en Argentina para una pyme, pero no por eso hay que dejar de hacer el esfuerzo y tratar de entender los conceptos para ayudar a la intuición.

Nuevamente se examinarán dos pymes, la pyme U (no apalancada) y la pyme L (apalancada). Los activos y las operaciones son iguales.

Se supone que se espera que la UAII de las dos pymes sea de \$ 1.500 por ha. La diferencia entre ambas es que la Pyme L tomó deuda, sobre los que pagan intereses financieros por \$ 120, y se supone que la tasa de impuesto a las ganancias que los afecta es del 30%.

	Pyme U	Pyme L
Margen Operativo / ha. UAII	1.500	1.500
Intereses	0	120
Utilidad neta antes de imp. UAI grabable	1.500	1.380
Impuestos	450	414
Utilidad Neta	1050	966

Fuente: [elaboración](#) propia.

EL SUBSIDIO FISCAL DE LOS INTERESES

Para simplificar el ejemplo, se supondrá que la depreciación es igual a cero, así como los gastos de capital son de cero. En este caso, el flujo de efectivo derivado de activos es simplemente igual a UAI - Impuestos (utilidad antes de intereses menos impuestos). Por tanto, en el caso de las pymes U y L se tiene:

Flujo de activos derivados de activos	Pyme U	Pyme L
Margen Operativo / ha. UAII	1.500	1.500
Impuestos	450	414
Total	1050	1086

Fuente: [elaboración](#) propia.

Se observa ahora que la estructura de capital tiene ahora algún efecto, porque los flujos de efectivo provenientes de U y L no son los mismos, a pesar de que las dos pymes tienen activos idénticos.

Para identificar lo que sucede, se puede calcular el flujo de efectivo para propietarios y para los tenedores de deuda (proveedores y bancos):

Flujo de efectivo	Pyme U	Pyme L
Para los propietarios	1050	966
Para los tenedores de deuda		120
Utilidad Neta	1050	1086

Fuente: [elaboración](#) propia.

Se observa que el flujo de efectivo total para L es de \$ 36 adicionales. Esto ocurre porque los impuestos a pagar de L son de \$ 36 menos. El hecho de que los intereses sean deducibles de impuesto a las ganancias ha generado un ahorro en impuestos igual al pago de los intereses (\$ 120) multiplicados por la tasa del impuesto (30%): $\$ 120 \times 30\% = \$ 36$. A este ahorro en impuesto se lo denomina subsidio fiscal por intereses.

Se ha observado que el valor de la pyme L excede al valor de la pyme U por el monto del valor presente de la protección fiscal por intereses.

El resultado del análisis, en esta sección, es que, una vez que se incorporan los impuestos, la estructura del capital es definitivamente relevante. Sin embargo, de inmediato se llega a la conclusión ilógica de que la estructura de capital óptima es 100% deuda.

Un límite a la cantidad de deuda que podría utilizar una pyme, lo constituyen los costos de quiebra (directos e indirectos). Conforme aumenta la razón deuda/capital, también aumenta la probabilidad de que la Pyme sea incapaz de pagar a sus proveedores o bancos, lo que prometió. Cuando así sucede, la propiedad de los activos de la Pyme se traspasa en última instancia de los propietarios a los tenedores de deuda.

En principio, una pyme se encuentra en quiebra cuando el valor de sus activos es igual al valor de su deuda (sus pasivos). En un mundo perfecto, no existen costos asociados con la transferencia de propiedad, y los tenedores de deuda no tienen pérdida alguna. Por supuesto esto es una visión idealizada de quiebra, no es lo que ocurre en el mundo. Los costos que se asocian a la quiebra pueden llegar a ser superiores a las ganancias fiscales derivadas del apalancamiento.

A causa de gastos asociados con una quiebra, los tenedores de deudas no recibirán todo lo que se le adeuda. Una parte de los activos de la pyme "desaparecerán" en el proceso jurídico a la quiebra. Estos son los gastos legales y administrativos asociados con los procedimientos de quiebra, además de los costos intangibles de pérdida de valor y confianza en la pyme.

Estos costos de deuda desalientan el financiamiento mediante deuda. Si una pyme incurre en quiebra, inmediatamente desaparece una parte de la misma. Por lo tanto, la pyme enfrenta una relación de intercambio: obtener préstamos ahorra dinero a la pyme a través de los impuestos, pero conforme se incrementa el monto captado, vía deuda, mayor es la probabilidad de que la pyme incurra en quiebra.

Esta teoría afirma que las pymes obtienen préstamos hasta un punto en el que el beneficio fiscal derivado de una unidad monetaria adicional de deuda es exactamente igual al costo adicional que se genera por la mayor probabilidad de enfrentar una situación financiera crítica.

Suponiendo que las pymes mantienen constante el nivel de sus activos y de sus operaciones y únicamente considera los posibles cambios en la razón deuda/capital. El valor de la pyme aumenta hasta un máximo, y a partir de ese punto el valor va disminuyendo. El valor máximo de la pyme se alcanza en la cantidad de deuda óptima.

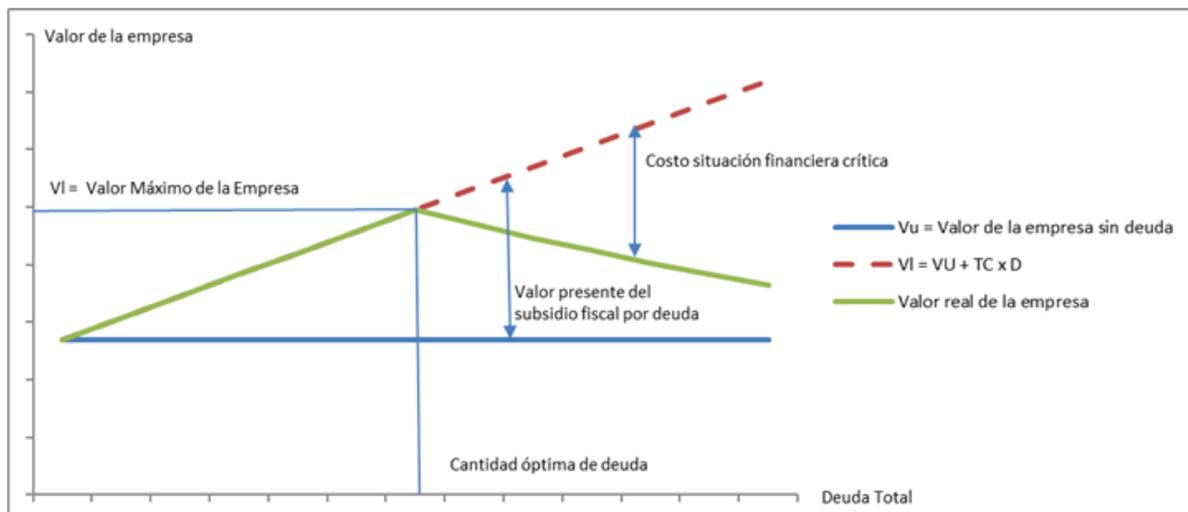


Gráfico: [elaboración](#) propia.

La estructura de financiamiento que maximiza el valor de la pyme también es la que minimiza el costo del capital.

Se puede resumir que son tres los casos esenciales, prestando atención a la conexión entre la estructura de capital, el valor de la pyme y el costo de capital:

1. Cuando no existen impuestos, costos de quiebra u otras imperfecciones del mundo real, se sabe que el valor total de la pyme no resulta afectado por su política de deuda, por lo que su valor es simplemente constante.
2. Una vez que se incorporan los impuestos, se observa que el valor de la pyme depende fundamentalmente de su política de deuda. Cuanta más deuda obtiene la pyme, mayor es su valor. Esto sucede porque los pagos de intereses son deducibles de impuestos y la ganancia en el valor de la pyme es exactamente igual al valor de la protección fiscal por intereses. En la medida en que la pyme incrementa su nivel de apalancamiento financiero, incrementa así mismo el costo de capital, pero este incremento queda más que compensado por el beneficio fiscal asociado con el financiamiento vía deuda. El resultado es que disminuye el costo global de capital de la pyme.
3. Luego es necesario considerar el impacto de los costos de quiebra o de la situación financiera crítica. El valor de la pyme disminuye por el valor actual de los posibles futuros costos de situaciones financieras críticas o la quiebra. Estos costos crecen conforme la pyme obtiene más y más deuda, y eventualmente superan el beneficio fiscal que se deriva del financiamiento mediante deuda.

La estructura óptima de capital se presenta en el punto en el que los ahorros fiscales, derivados de un peso más de financiamiento vía deuda, quedan exactamente compensados por los mayores costos de quiebra que se asocian con la deuda adicional.

Cuando se da la razón óptima de deuda/capital, a este nivel de financiamiento vía deuda, se produce el costo promedio ponderado de capital mínimo posible (costo de capital por parte de los propietarios, y el costo de la deuda por parte de los proveedores y bancos), y aquí es donde agregamos valor a la empresa. Que con las variables y restricciones financieras de nuestro país es muy difícil estimarlo, hay que tener mucho en cuenta a la intuición, pero lo que sí es importante es que entendamos el beneficio fiscal de los intereses, y los inconvenientes que se pueden tener por obtener mucha financiación.

CONCLUSIÓN

El apalancamiento financiero es beneficioso o perjudicial, dependiendo de la utilidad antes de intereses e impuestos (UAI), y el riesgo de la inversión. Si la UAI es positiva el apalancamiento incrementa la rentabilidad del capital propio, si es negativa nos puede llevar a situaciones financieras críticas; y como estamos hablando de inversiones de alto riesgo, que desde el momento que se decide sembrar hasta que se cosecha puede pasar de aumentos de precios, cosechas record, a sequías, inundaciones, depresión de precios.

Debido a este impacto que tiene el apalancamiento financiero sobre el rendimiento esperado de los propietarios y el nivel de riesgo, la estructura de financiamiento es un aspecto muy importante para el productor agrícola, en donde, lamentablemente en nuestro país, la intuición juega un rol elemental y principal. El olfato intuitivo del empresario pyme, es mucho más importante que cualquier enfoque teórico que se trate de implementar, debido a las restricciones crediticias, económicas, políticas y jurídicas. Entendiéndose aquí, a la intuición como un proceso psicológico no considerado por la lógica formal, sin que esto signifique que sea antilógico. Y este puede ser uno de los desafíos como contadores y asesores, tratar de ofrecer un poco de lógica, a la intuición de productor agropecuario, para mejorar sus decisiones financieras.

Y cambiando un poco un viejo refrán, creo que esta seca nos vuelve a enseñar: ***"toma deuda, solamente por aquello cuya pérdida puedas soportar"***.