

Herramientas para el análisis y la gestión del capital de trabajo

Gancedo, Manuel Ignacio

Cabrera, Guillermo

1. Definición de capital de trabajo

El concepto de **capital de trabajo** o working capital remite instantáneamente a un indicador que nos permite conocer la liquidez y salud financiera de una compañía en el corto plazo y se define conforme a la siguiente fórmula:

$$\text{Capital de trabajo} = \text{Activo corriente} - \text{pasivo corriente}$$

Se entiende por activo corriente aquellos activos que son o serán convertidos en dinero en un horizonte de tiempo de un año. Algunos ejemplos de componentes del activo corriente pueden ser: caja, bancos, inversiones transitorias, anticipo a proveedores, bienes de cambio, créditos por ventas, créditos fiscales, entre otros.

Por el contrario, el pasivo corriente refiere a todas aquellas obligaciones que la compañía debe afrontar en ese mismo horizonte de tiempo, como por ejemplo: proveedores, acreedores varios, adelanto de clientes, deudas sociales, deudas fiscales, la porción corriente de la deuda financiera, entre otros.

De esta manera si el cálculo del capital de trabajo arroja un número positivo indicará que la compañía puede afrontar todas las obligaciones de corto plazo, quedándole dinero suficiente para fondear su crecimiento o adquirir bienes de capital.

En contraste, si el número obtenido es negativo significará que la compañía no podrá afrontar sus pasivos de corto plazo utilizando los activos más líquidos con los que cuenta. Por lo tanto deberá fondearse de manera externa (accionistas, banco, mercado de capitales) o disponer de activos no corrientes (mayormente activo fijo) a los efectos de poder cubrir las obligaciones.

No obstante, el análisis no se agota tan sólo corroborando si el signo del capital de trabajo es positivo o negativo. Aún cuando una compañía tenga una posición de capital de trabajo positiva, la misma puede ser mayor a lo deseable. No debe dejarse de lado que el capital de trabajo requiere recursos monetarios para ser financiado, ya que representa el capital que la compañía mantiene invertido en el giro operativo del negocio. Por lo tanto, una posición de capital de trabajo demasiado elevada podría estar consumiendo recursos que la compañía necesita, por ejemplo, para expandir su capacidad productiva o comercial.

Para realizar un análisis más profundo del capital de trabajo es necesario comprender los activos y pasivos involucrados en la fórmula, la situación particular de la empresa, la estacionalidad del negocio y las condiciones y prácticas generales del mercado, entre otros factores.

Relacionado con este concepto primario de capital de trabajo se ha desarrollado la definición de **capital de trabajo operativo** u operating working capital, orientado a la medición de eficiencia operativa de la empresa. El mismo considera solamente aquellos elementos que pueden ser influenciados por la gerencia en la actividad diaria de la empresa y

elimina de la fórmula los no operativos como por ejemplo la porción corriente de deuda financiera.

De esta manera la fórmula se modifica levemente:

$$\text{Capital de trabajo operativo} = \text{Activo operativo} - \text{Pasivo operativo}$$

Dentro del activo operativo podemos encontrar créditos por ventas, anticipo a proveedores, inventarios, créditos fiscales; mientras que dentro del pasivo operativo encontraremos proveedores, deudas sociales, deudas fiscales y anticipo de clientes.

El objetivo de esta métrica no es entonces determinar si la compañía va a poder cumplir sus obligaciones en el corto plazo (liquidez) sino que en realidad apunta a determinar y entender de qué manera se financia la actividad diaria de la compañía. Es decir, cuánto del dinero invertido en la operatoria habitual y diaria de la empresa (activo operativo) es financiado con recursos de terceros (pasivo operativo) y cuánto debe ser financiado con recursos propios (capital de trabajo operativo).

2. Problemática

En nuestra experiencia profesional hemos podido observar que en muchos casos se subestima el importante papel que juega el capital de trabajo operativo a la hora de analizar la generación de caja para el giro diario del negocio, afrontar el crecimiento y realizar inversiones. No olvidemos que en compañías con dificultades para acceder al financiamiento bancario o al mercado de capitales, como es el caso de las Pymes de nuestro país, la gestión eficiente de los recursos generados por la compañía puede transformarse en una de las fuentes de financiamiento más importantes.

El centro de atención del control de gestión suele estar puesto en el crecimiento de ventas, márgenes y resultados, relegando al concepto del capital de trabajo operativo a una mera mención dentro del análisis, si es que la tiene.

En el único caso en que cobra importancia es en aquellas situaciones en donde la compañía ya se encuentra con problemas para financiar sus operaciones de corto plazo, y la gerencia se ve obligada a ajustar los períodos de cobros, elegir a qué proveedores pagar, a cuáles diferir y comenzar a analizar qué parte del activo corriente es prescindible para de esta manera realizarlo y zanjar la situación.

Para poder comprender la importancia del capital de trabajo operativo y su análisis veamos un ejemplo:

Partimos de una situación A donde tenemos una compañía que ha comprado stock que será abonado en 30 días.

Bienes de cambio \$100	Proveedores \$100
Capital de trabajo operativo \$0	

Hasta aquí no existiría problema, ya que nuestro stock está siendo financiado por el proveedor, por lo que no se está necesitando destinar fondos de la empresa.

Ahora bien, si esta compañía vende en el día 15 ese inventario en \$120 pero nuestro cliente nos pagará dicha factura en 30 días, la situación se modifica de la siguiente manera:

Bienes de cambio \$0 Créditos por ventas \$120	Proveedores \$100
Capital de trabajo operativo \$20	

En este caso intercambiamos nuestro stock por un documento a cobrar; si bien la fórmula de capital de trabajo nos dice que hemos comenzado a financiar parte de la operatoria, es algo esperable ya que se trata de nuestra propia ganancia (Venta \$120 - CMV \$100 = \$20).

El momento crucial no llegará hasta el día 30, en donde deberemos afrontar el pago al proveedor y nuestro capital de trabajo operativo ascienda a \$120, indicando claramente que desde esta fecha hasta el cobro del documento el negocio deberá no sólo financiar su propia ganancia (\$20) sino adicionalmente el costo del artículo vendido (\$100).

Bienes de cambio \$0 Créditos por ventas \$120	Proveedores \$0
Capital de trabajo operativo \$120	

Este ejemplo simple deja ver claramente que no sólo importa monitorear la venta y el margen del negocio sino que la gerencia también deberá entender y determinar de qué manera va a financiar esos \$20 por 30 días y los restantes \$100 en los últimos 15 días hasta poder realizar la cobranza de la factura.

Esta situación parece sencilla y hasta intuitiva. Sin embargo, cuando comenzamos a multiplicar las operaciones, proveedores, clientes, términos de pago, líneas de negocio, sucursales, entre otras variables, nos deja claramente ante una situación en la que la sola intuición no basta a la hora de gerenciar sino que son necesarias herramientas, métricas y análisis adicionales para poder comprender la situación y tomar las decisiones a tiempo.

Es necesario aclarar que nuestro objetivo no es menospreciar el análisis y el control de los resultados de la compañía que sin lugar a duda son conceptos más que importantes; sino por el contrario hacer notar que el control de gestión no debería sólo determinar y entender el resultado, sino que debería darle herramientas a la gerencia para poder entender de qué manera se van a materializar esos resultados en dinero que es en definitiva lo que nos va a permitir afrontar el nuevo giro, el crecimiento y el pago de dividendos.

De esta manera, entendemos que un buen tablero de control debe contener no sólo aspectos de resultados, ventas y márgenes; sino que también debe contener métricas relacionadas con el capital de trabajo operativo que le permitan a la gerencia determinar la salud financiera de la compañía, sus necesidades de capital de corto plazo o los excesos generados, para poder determinar de antemano de qué manera se fondea el faltante o por el contrario en qué proyectos

puede utilizarse el exceso de caja generado por la operatoria.

3. Herramientas para la medición y análisis del capital de trabajo operativo

A continuación, se presentarán las principales herramientas que pueden utilizarse para la medición, análisis y posterior gestión del capital de trabajo operativo. A su vez, se intentará dar un enfoque práctico a la utilización de estas herramientas, con aclaraciones y consejos basados en la experiencia profesional de los autores.

De aquí en adelante, cuando se utilice el término capital de trabajo, el mismo hará referencia exclusivamente al capital de trabajo operativo, tal como fue definido en la sección 1.

1. Medición en términos relativos versus medición en términos nominales

Por lo general, es más intuitivo analizar los ítems del capital de trabajo en términos relativos y no en términos absolutos. Esto se debe a que el capital de trabajo está íntimamente relacionado a la evolución del negocio en términos de ventas, costos, compras, etcétera.

De esta manera, preguntas como: "¿Es mucho X pesos de créditos por ventas?"; "¿Es alto un nivel de inventarios de Y pesos?"; "¿Tiene sentido Z pesos de proveedores?"; pueden tener una mejor respuesta si tenemos en cuenta de qué nivel de ventas se derivan los créditos, o cuántas ventas debemos afrontar con los stocks que poseemos, o qué nivel de compras generaron las cuentas por pagar.

En este marco, es común utilizar medidas relativas, expresando los ítems como porcentajes de alguna medida relacionada, como pueden ser las ventas, los costos de mercadería vendida, los gastos generales o las compras.

2. Ratios de días en la calle

Dentro de las mediciones en términos relativos, una técnica muy utilizada es la de ratios de días en la calle, que brinda una medida aún más intuitiva sobre el comportamiento del capital de trabajo. Estos ratios intentan expresar cada ítem de capital de trabajo en términos temporales.

El supuesto detrás de este tipo de cálculos es que las ventas o las compras se distribuyen homogéneamente a lo largo del período analizado.

De esta manera podemos calcular el ratio de días de cobro o comúnmente conocido como DSO por sus siglas en inglés, days of sales outstanding con el fin de expresar cuántos días de ventas están en nuestra cartera de crédito.

Para ello debemos aplicar la fórmula que sigue:

$$\text{Días de Cobro} = \frac{\text{Créditos por Venta}}{\frac{\text{Ventas}}{30}} = \frac{\text{Créditos por Venta}}{\text{Ventas Diarias}} = \frac{\text{Créditos por Venta}}{\text{Ventas}} \times 30$$

De la misma manera se pueden calcular los ratios para otros ítems del capital de trabajo:

El ratio días de inventario es conocido como DIO por sus siglas en inglés, days inventory outstanding y nos da una idea de cuánto tiempo tardaremos en promedio en vender nuestro

inventario. El mismo se calcula utilizando la siguiente fórmula:

$$\text{Días de Inventarios} = \frac{\text{Inventarios}}{\text{Costo de Mercaderías Vendidas}} \times 30$$

Por último podemos mencionar el ratio de días de pago o DPO por sus siglas en inglés, days inventory outstanding, y representa el plazo promedio en el cual les pagamos a nuestros proveedores. Para calcularlo se debe aplicar la siguiente fórmula:

$$\text{Días de Pago} = \frac{\text{Proveedores}}{\text{Compras}} \times 30$$

Es común que al momento de calcular los DPO, el monto de proveedores se netee con la cuenta anticipos pagados a proveedores. Asimismo, la cuenta créditos por ventas puede ser neteada con los adelantos de clientes, para el cálculo de los DSO.

Estas métricas representan los plazos promedio de cada ítem, pudiendo haber una dispersión mayor o menor dentro de los mismos. Por ejemplo, pueden existir productos con rotación muy distinta dentro de la cartera de productos que ofrece la compañía, clientes con políticas de cobranzas diferentes o proveedores a los que se le paga en otros términos.

No obstante, las métricas presentadas son útiles para conocer la realidad de la compañía, ya que en muchos casos, los responsables financieros tienen una idea o visión que no se ve reflejada en la realidad. Por ejemplo, puede pasar que la compañía tenga una política estándar de pago a proveedores (por ejemplo, 30 días), pero existan excepciones para algunos proveedores. Si esas excepciones son muchas, o pesan sobre proveedores clave (de mayor volumen de compras), el ratio de DPO puede mostrar una realidad muy distinta a la política o al objetivo perseguido por la empresa. De esta manera, al omitir u olvidar las excepciones, el responsable financiero puede pensar erróneamente que su compañía paga a 30 días cuando la realidad marca que los pagos se realizan en un período mucho más corto. Por eso es importante contrastar siempre estos indicadores contra las políticas, si existieran, ya que nos darán una pauta rápida de dónde se está parado.

Siguiendo el criterio presentado, podrían calcularse ratios para el resto de los ítems de capital de trabajo como créditos fiscales, deudas sociales y otros activos y pasivos; aunque su aplicación es menos común y de menor utilidad.

3. Ciclo de flujo de efectivo (cash conversión cycle)

Otra medida ampliamente utilizada, y que resume a las presentadas en la sección anterior, es el ciclo de flujo de efectivo o ciclo de caja (1). Este es un indicador que nos permite conocer cuánto tiempo tarda la compañía en recuperar el efectivo que invierte en el ciclo comercial. El mismo se calcula como:

$$\text{CCC} = \text{Días de pago} + \text{Días de inventarios} - \text{Días de pago}$$

Por ejemplo, analicemos como sería el ciclo de caja de una compañía cuyas políticas son las siguientes:

$$\text{DSO} = 20$$

$$\text{DIO} = 15$$

$$\text{DPO} = 30$$

$$\text{CCC} = 20 + 15 - 30 = 5$$

Si la compañía tarda 15 días en concretar sus ventas, y luego 20 días en cobrarlas, recién obtendrá efectivo el día 35 del ciclo. A su vez, como su política de pago es de 30 días, deberá cancelar a sus proveedores justamente el día 30. Esto quiere decir que la compañía deberá financiar sus operaciones durante 5 días, que es lo que nos indica el CCC.

4. Carga financiera del capital de trabajo

Si, como se vio en el ejemplo anterior, la compañía debe financiar sus operaciones durante cierta cantidad de días, deberá disponer de dichos recursos. Esto implica que, o bien deberá utilizar recursos propios u obtenerlos en el banco. En ambos casos, la compañía está afrontando un costo financiero, ya sea real (si debe pagar un interés al banco) o implícito (si debe restringir otras actividades por aplicar sus recursos al financiamiento del capital de trabajo).

Un indicador que aproxima una idea sobre el costo financiero que implica el capital de trabajo puede obtenerse a partir del ciclo de flujo de efectivo presentado anteriormente, mediante la aplicación de la siguiente fórmula:

$$\text{Carga Financiera} = \text{Costo de Mercaderías Vendidas} \times \text{CCC} \times \frac{\text{Tasa de interés}}{365}$$

Cabe aclarar que éste no es exactamente el costo financiero asumido por la compañía, por lo tanto no debe ser utilizado como tal, pero sí es un buen indicador de la magnitud del mismo.

Por ejemplo, siguiendo el caso anterior donde la compañía debe financiar sus operaciones durante 5 días y suponiendo una tasa de interés del 15% nominal anual, el costo financiero estimado será de:

$$\text{Carga Financiero} = \text{Costo de Mercaderías Vendidas} \times 5 \times \frac{15\%}{365}$$

5. Evolución histórica

Analizar los datos del último período nos va a permitir saber cuán lejos o cerca estamos en promedio de la pauta que la gerencia ha impartido respecto a días de cobranzas y pago así como también la idea de CCC que tienen en la cabeza los accionistas.

Sin embargo, no sería del todo correcto tomar una decisión o analizar la situación considerando un solo dato calculado el día de cierre anual de operaciones. Al igual que con cualquier ratio, los relacionados con el capital de trabajo deben ser estudiados y analizados teniendo en cuenta su evolución a lo largo del tiempo en períodos más cortos que el año.

En esta línea, a efectos de realizar un análisis completo, lo ideal sería contar con una evolución, de preferencia mensual, con la mayor cantidad de períodos posibles a los efectos de poder estudiar la tendencia y comportamiento de los ratios ante las diferentes situaciones que se presentan a lo largo del período analizado.

Claro que a la hora de estudiar la serie se deben considerar en cada caso los cambios impositivos, de gestión y de la industria antes de sacar conclusiones.

Por último, si bien es interesante la comparación con uno mismo, también es necesario estudiar y comprender la situación en la que se encuentran nuestros competidores y clientes para conocer ventajas o desventajas competitivas respecto de ellos.

6. Problemas comunes en la utilización de ratios de días en la calle

En las secciones precedentes se presentaron las herramientas más comunes para el análisis del capital de trabajo. Las mismas fueron expuestas de una manera general, pero es importante notar que pueden requerir modificaciones en su formulación, de acuerdo a la naturaleza de cada tipo de negocio y/o empresa. Para esto es necesario entender la industria donde se desenvuelve la compañía; su situación respecto a la competencia, proveedores y clientes; los procesos internos de operación; y los relacionados a la generación de información. De este análisis pueden surgir nuevos ratios que brinden indicadores detallados sobre aspectos que se desean gestionar con mayor profundidad. Por ejemplo, es común calcular no sólo un ratio de DSO, sino indicadores particulares para cada canal de venta. Lo mismo puede aplicarse a los ratios de DPO y DIO, para analizar distintas categorías de proveedores y productos.

Si bien no es factible explicitar todas las variaciones que pueden obtenerse de estos ratios, existen algunas consideraciones generales que deben tenerse en cuenta a la hora de su aplicación práctica. A continuación se intentarán abarcar dichas cuestiones.

A. Efecto impositivo sobre las cuentas patrimoniales

En general, las cuentas por cobrar o por pagar registradas en la contabilidad de una empresa incluyen el monto exigible por el total de la factura. No obstante, en la facturación se incluye no sólo el valor del producto vendido o comprado, sino los impuestos correspondientes, siendo el más representativo el IVA. Esto hace que las cuentas por cobrar y las cuentas por pagar estén sobreestimadas respecto a las ventas o al costo de mercadería, ya que en estos últimos ítems se registra el valor del producto solamente.

Por eso, es recomendable al momento de aplicar los ratios, detraer el efecto del impuesto

sobre las cuentas por cobrar o cuentas por pagar, para evitar sobreestimar el plazo de cobro y el plazo de pago:

$$\text{Días de Cobro} = \frac{\frac{\text{Créditos por Ventas}}{(1 + \text{IVA})}}{\text{Ventas}} \times 30$$

$$\text{Días de Pago} = \frac{\frac{\text{Proveedores}}{(1 + \text{IVA})}}{\text{Compras}} \times 30$$

La aplicación de este ajuste es sumamente importante si se desea contrastar los ratios con la política de cobro o pago de la empresa para corroborar su cumplimiento.

B. Pagos o cobranzas concentradas en una fecha determinada

Los cálculos de ratios de días tienen como supuesto subyacente que las compras y ventas de la empresa se realizan de manera homogénea a lo largo del período analizado. Esto, se sabe, no es necesariamente cierto, pero en general es un supuesto razonable dado que los negocios operan de manera continuada.

El hecho de vender y comprar de manera continuada, hace que las empresas reciban cobranzas o efectúen pagos prácticamente todos los días. No obstante, existen pagos o cobranzas que por su naturaleza contractual, legal u operativa se concentran en un día particular. En este grupo se encuentran por ejemplo el pago de impuestos, pago de salarios, pago o cobranza de alquileres.

Este tipo de operaciones distorsionará el resultado de los ratios. Veamos por qué: supongamos una compañía cuya única actividad es el alquiler de locales comerciales. Los alquileres se cobran el día 5 de cada mes vencido. Al cierre del mes, la compañía tendrá a cobrar el total de los alquileres devengados durante dicho mes, con lo cual el ratio calculado nos indicaría que el plazo de cobro de los alquileres es de 30 días, y no de 5 días como en realidad es.

La recomendación es evaluar si existen en la operatoria de la compañía este tipo de situaciones que distorsionan el análisis y su significancia. En caso de llegarse a la conclusión de que existen pagos o cobranzas concentradas relevantes, se recomienda excluir dichas

operaciones antes de aplicar los ratios. En este punto es necesario aclarar que estas operaciones deben ser excluidas tanto de los rubros del estado de resultados (ventas, costo de mercaderías vendidas, gastos, etcétera) como de los rubros del balance (créditos por ventas, inventarios, proveedores, etcétera).

Por otro lado, en general el objetivo del análisis de ratios es evaluar y mejorar la eficiencia en la gestión del capital del trabajo de la compañía. Sin embargo, este tipo de pagos o cobranzas suelen tener una naturaleza contractual o legal que no puede ser influenciada o modificada por la gerencia, lo que constituye otra razón para excluir este tipo de operaciones del análisis.

C. Distorsiones generadas por la estacionalidad del negocio

Cuando estamos estimando y analizando el capital de trabajo de una compañía, uno de los factores que se deben tener en cuenta es la estacionalidad del negocio.

Si calculamos los días de capital de trabajo en un negocio cíclico es probable que veamos una gran dispersión de resultados, especialmente si los términos de pago o cobro de la compañía son superiores a la periodicidad con la que se realiza el análisis (por ejemplo, si tenemos términos de pago de 60 días y analizamos los ratios mensualmente).

Esto se debe a que la forma de calcular los ratios relaciona el saldo a cobrar a fin del período sólo con la venta de dicho período. Por lo que si el negocio es cíclico, el resultado de un período puede ser muy dispar respecto del anterior, y de esta manera estaríamos sobrestimando o subestimando los términos de cobro.

Veamos un ejemplo:

	Ago	Sept
Ventas	100	60
Créditos por Ventas		160
DSO		80

Siguiendo la fórmula descripta anteriormente para calcular los días de capital de trabajo de septiembre, relacionamos el saldo de créditos por ventas (\$160) con las ventas del mes (\$60), obteniendo como resultado 80 días ($\$160 \times 30 \text{ días} / \60).

Sin embargo, si se analiza más detenidamente la situación, en realidad los días a cobrar son 60, ya que el saldo a fin de septiembre se compone exactamente de la suma de las ventas de septiembre (\$60) y agosto (\$100).

En la próxima tabla podemos ver el ciclo anual de la venta del ejemplo anterior, y el cálculo de los días de créditos por ventas conforme a la metodología enunciada en la sección 2:

	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic
Ventas	10	20	30	60	100	150	150	100	60	30	20	10
Créditos por Ventas	20	30	50	90	160	250	300	250	160	90	50	30
DSO	60	45	50	45	48	50	60	75	80	90	75	90

Ahora se puede apreciar de manera completa el efecto que produce una venta cíclica en el resultado de los días de créditos por ventas si se calculan de la manera tradicional. Nótese que en todos los casos esta compañía está dándoles a sus clientes 60 días de crédito pero los resultados obtenidos utilizando la fórmula indicarían que la política de crédito oscila entre 45 y 90 días.

Para contrarrestar este efecto, lo aconsejable es recurrir a un método de cálculo más artesanal que el explicado en la sección 2, de manera de considerar en la fórmula no sólo la venta del período, sino también la de los períodos anteriores.

Bajo esta nueva metodología, para calcular los días de créditos por ventas se debe proceder como sigue. Imaginemos la siguiente situación:

	Venta	Créditos por ventas
Sep	50	200
Ago	100	
Jul	200	

En primer lugar, se debe restar del saldo de créditos por ventas la venta del mes bajo análisis. De esta manera se obtiene el saldo remanente que proviene de ventas de períodos anteriores. Luego se repite este proceso mes a mes hacia atrás restando la venta de cada mes, obteniendo nuevos saldos remanentes. El proceso se detiene cuando obtenemos un saldo negativo.

Considerando los números de la tabla de arriba, el cálculo a realizar sería el siguiente:

	Venta	Créditos por Ventas	Saldo Remanente	
Sep	50	200	150	(200-50)
Ago	100		50	(150-100)
Jul	200		-150	(50-200)

Luego se debe tomar el saldo remanente negativo y realizar el cálculo de días de capital de trabajo con la fórmula mencionada en la sección 2, considerando la venta del mes en donde el saldo cambió de signo. Este cálculo arrojará un monto de días de capital de trabajo negativo. En el ejemplo debemos tomar los -\$150 y calcular los días de capital de trabajo considerando la venta de \$200 del mes de julio para obtener como resultado -22,5 días.

Una vez obtenido el ratio de días de capital de trabajo con signo negativo, se le deberá adicionar una cantidad de días igual al período considerado en el cálculo. En este caso, como hemos considerado en el cálculo 3 meses (julio, agosto y septiembre), se le sumarán 90 días. Considerando el resultado obtenido anteriormente de -22,5 días, el resultado final sería de 67,5 días de DSO, que es mucho más aproximado a la política real de la empresa.

Esta solución también es aplicable en el caso en que nos encontremos con situaciones en donde la actividad de la empresa es muy variable y no siga un ciclo definido (por ejemplo picos de ventas en distintos períodos del año).

Por último es necesario aclarar que si bien los ejemplos desarrollados anteriormente se realizaron tomando en cuenta los días de créditos por ventas y períodos mensuales las situaciones y soluciones descritas aplican a todos los ratios de capital de trabajo descriptos en la sección 2 y a todos los períodos con los que se trabaje (mensual, trimestral, quincenal, etc.), sólo se deberán ajustar las fórmulas utilizadas conformemente.

4. Gestión del capital de trabajo operativo

A diferencia de otras decisiones financieras como tomar deuda, invertir o pagar dividendos, cuya gestión suele estar muy concentrada en los responsables financieros de las compañías, la gestión del capital de trabajo operativo se dispersa a lo largo de toda la organización. Esto se debe a que prácticamente todos los actores de la organización están constantemente tomando decisiones relacionadas con el capital de trabajo. Por ejemplo: los vendedores cuando pactan plazos de pago con los clientes o realizan el análisis crediticio de los mismos; el área de producción cuando decide las cantidades a producir; el área de compras cuando emite una orden de compra y cuando establece plazos de pago con los proveedores; el área de administración y finanzas cuando ejecuta pagos de facturas o cuando gestiona las cobranzas, etcétera. Esto hace que el control de la correcta gestión esté muchas veces lejos del alcance del responsable financiero.

Es por esto que la gestión del capital de trabajo debe valerse de procesos, políticas y normas internas, cuyo impacto luego será verificado y analizado por el responsable financiero a través

del monitoreo de los indicadores presentados en la sección anterior.

Tal como se comentó al comienzo, es común observar cómo la atención al capital de trabajo sólo cobra importancia cuando la compañía ya se encuentra con problemas para financiar sus operaciones de corto plazo. De esta manera, la gerencia se ve obligada a responder con acciones no planeadas sobre el capital de trabajo, intentando cobrar agresivamente los créditos por ventas, retrasando pagos intempestivamente y recortando inventarios de manera no programada. A efectos de evitar atravesar por esta situación que puede dañar la reputación de la empresa y su relación con clientes y proveedores, es necesario implementar políticas y procesos ordenados y constantes que aseguren una correcta gestión del capital de trabajo de manera sostenida. A continuación se describen algunas pautas para la gestión de las cuentas de capital de trabajo más importantes.

Créditos por Ventas

* Acelerar procesos de facturación. Si bien hemos pactado los términos de pago con nuestro cliente, éstos sólo comenzarán a correr desde que se emite la factura. Es por esto que cualquier retraso en la facturación aumentará las necesidades de financiamiento de la empresa. Por esto que se deben tomar todas las precauciones necesarias para emitir la factura lo antes posible.

* Revisar performance histórica de los clientes. En muchos casos los análisis de crédito se realizan cuando se le hace la primera venta al cliente y luego su perfil crediticio no es actualizado. En muchos casos, clientes que en su momento fueron buenos pagadores comienzan a tener problemas para afrontar sus pagos; por lo que ante esa situación la compañía deberá revisar y analizar la nueva situación del cliente.

Si el problema es meramente estacional, puede que la empresa decida acompañar a su cliente en esa etapa otorgándole más crédito o más plazo que el de costumbre confiando en su recuperación. Sin embargo, si del análisis surge que en realidad el problema es crónico se deberá analizar si las condiciones de pago que nuestro cliente nos ofrece conjugan correctamente con nuestras necesidades de financiamiento.

En otras palabras: cuando un cliente recurrentemente extiende los períodos de pago debemos analizar la situación para no mentirnos al considerar un período de cobro que en realidad nunca se cumple y para determinar si podemos soportar financieramente esta nueva situación planteada por nuestro cliente.

* Mejorar el control de recaudación. Las cuentas a cobrar deben tener un seguimiento estricto para detectar rápidamente atrasos en los pagos de los clientes y tomar las medidas correspondientes. Todo el tiempo que la compañía tarde en detectar el atraso y reclamar el pago al cliente, se traduce directamente en un aumento del capital de trabajo.

* Implementar sistema de recordatorio de vencimientos. Una manera proactiva de gestionar las cuentas por cobrar consiste en enviar a los clientes un recordatorio amistoso del próximo vencimiento a los efectos de asegurarnos que al llegar el día recibamos el dinero en lugar de una disculpa.

* Implementar cargos por pagos atrasados. Un atraso en los cobros conlleva siempre un costo financiero, que no siempre es transferido al cliente. Esta situación puede ser una

excepción pero no puede convertirse en regla ya que no hará otra cosa que alentar a nuestros clientes a estirar los períodos de cobranza obligándonos implícitamente a financiar su operación. La implementación de cargos por pagos tardíos debe ser correcta y anticipadamente comunicada al cliente a fin de no dañar la relación.

* Servicios de descuento de facturas o factoring. Cuando la empresa necesita obtener fondos de manera rápida, es común que los bancos u otras entidades financieras ofrezcan adelantar el dinero de nuestras cuentas a cobrar a cambio de un descuento en el monto nominal. De esta manera, el banco cobra las facturas al vencimiento y obtiene una ganancia por la diferencia entre el monto cobrado y lo que nos pagó por las facturas. Claramente para evaluar la conveniencia de utilizar este mecanismo se deben comparar la tasa que el banco nos cobra por este servicio (conocido como "factoring") y la tasa de interés de otras fuentes de financiamiento de corto plazo que tenga disponibles la empresa [\(2\)](#).

El aspecto importante a tener en cuenta en esta operatoria es que el banco está en realidad financiando a nuestro cliente (es él quién debe pagar la factura al banco al vencimiento) y no a nosotros. Esto quiere decir que el riesgo que el banco considera a la hora de determinar la tasa para descontar la factura será el repago por parte de nuestro cliente y no por parte de nuestra. De esta manera si la compañía es proveedora de una empresa de mayor envergadura y con una mejor posición crediticia, seguramente el banco estará dispuesto a descontarnos esa factura a una tasa sensiblemente inferior a la que conseguiríamos si tratáramos de endeudarnos por nuestra cuenta. Entonces, si nuestro cliente ofrece mejores condiciones de crédito que nosotros, podemos sacar provecho de esta situación descontando las facturas por cobrar de dicho cliente y, de esa manera, obtener financiamiento a una tasa mucho menor de la que lograríamos por nuestra cuenta.

* Incluir el costo financiero de las cobranzas no realizadas como medida de performance. En muchos casos las medidas de performance de los comerciales están orientadas a las ventas realizadas. Sin embargo, esta medida nunca se ajusta por aquellas ventas que el comercial realizó y el cliente nunca pagó.

Una buena iniciativa puede ser ajustar la medida de performance y hacer partícipe a la rama comercial del cuidado del capital de trabajo de tal manera que no se le esté otorgando al cliente financiamiento que la compañía necesita. Para esto es necesario convencer a los comerciales que no sólo se debe considerar el estado de resultados y el margen, sino que también es importante tener en cuenta la inversión en capital de trabajo que debe realizarse para poder materializar dicho margen.

Inventarios

* Nivel de Inventario óptimo. Es necesario encontrar un equilibrio en el nivel de inventarios que permita responder adecuadamente a la demanda, pero que no represente una excesiva inversión en capital de trabajo. Para esto, los responsables de las áreas de compras deben realizar un análisis pormenorizado de la rotación de los distintos productos y las reales necesidades de stock. Una metodología útil es la de calcular DIO de manera particular para cada producto o línea de producto, lo que puede mostrar rápidamente en dónde se encuentra el sobre-stock.

* Revisar los inventarios en busca de productos obsoletos. Reducir los inventarios de productos de baja rotación o de productos no fundamentales, realizándolos con algún tipo de descuento a efectos de reducir el capital de trabajo y obtener caja que podrá ser utilizada en los diferentes proyectos de la compañía.

* Incluir el costo financiero del stock inmovilizado como medida de performance. Siempre es conveniente concientizar a las áreas de compras respecto del costo financiero que implica el inventario inmovilizado, ya que de esta manera asumirán la responsabilidad de evitar los excesos de stock. En este sentido, es útil el indicador de carga financiera del capital de trabajo presentado en la sección 4, que permite graficar claramente dicho costo. Incluso este indicador puede ser incluido como medida de performance de los responsables de compras para alinear los incentivos adecuadamente.

* Implementar mejoras en los procesos de proyección de demanda. Cuando la demanda es poco previsible, es normal que los responsables de compras mantengan sistemáticamente stocks elevados para evitar una posible escasez de productos.

* Implementar acuerdos de entrega "just in time" con proveedores. Esto eliminaría la necesidad de mantener inventarios de ciertos productos. No obstante, puede generar que el proveedor cargue un sobrepago por este servicio que elimine las mejoras obtenidas en términos de capital de trabajo, por lo que los beneficios y costos de deben ser cuidadosamente evaluados.

Proveedores

* Eliminar pagos antes del vencimiento. En muchos casos los sectores de pago se miden en función a la cantidad de facturas pagadas, por lo que es esperable que cuando la tesorería cuenta con dinero, el sector adelante el pago de las facturas de manera tal de aumentar su eficiencia de acuerdo a su propia medida de performance.

Sin embargo, actuar de esta manera va en realidad contra los intereses de la propia compañía, que como vimos es financiada por sus proveedores para realizar su giro. Adelantando los pagos se está literalmente restringiéndole el crédito a la compañía.

Es necesario aclarar que no se puede hacer responsable al sector de pagos por actuar conforme a su medida de performance; en realidad se deben reelaborar los esquemas de medición de manera tal de incorporar en estos sectores el concepto de capital de trabajo y el valor que tiene el mismo para la compañía.

* Involucrar al área de finanzas en la negociación de las condiciones con proveedores. Por su naturaleza, es el área financiera la que conoce la disponibilidad y el costo de los fondos de la compañía. Sin embargo, suele suceder que los términos de pago son negociados exclusivamente por el área de compras, cuya decisión tiende a estar concentrada en bajar los costos. De esta manera suelen estar más dispuestos a negociar un descuento por pronto pago que los ayude a bajar el precio de los ítems adquiridos, que a intentar conseguir un término de pago más amplio que se ajuste a las necesidades de capital de trabajo de la empresa.

Como en el factoring, en este caso se debe evaluar la conveniencia de obtener dicho descuento por pago contado y financiar la compra de stock o si por el contrario conviene que dicho stock sea financiado por el proveedor, resignando el descuento pero prorrogando el pago

de la mercadería unas semanas. En otras palabras, debemos comparar la tasa de descuento ofrecida por el proveedor con la tasa de interés de corto plazo que tenga la compañía para financiar el capital de trabajo. En este punto, queda claro que el área de compras no contará con los elementos para realizar este tipo de análisis y necesitará involucrar al área de finanzas a la hora de negociar los términos de pago con los proveedores [\(3\)](#).

* Acelerar el proceso de recepción de mercadería. Generalmente, los pagos se realizan contra la fecha de factura y no contra la fecha de entrega, por lo que toda demora en la entrega del producto quedará comprendida dentro del período de financiamiento que nos otorga el proveedor. Es importante que el producto esté disponible para ingresar en el circuito productivo/comercial de la compañía lo antes posible.

* Implementar política de día de pago semanal. Muchas compañías pagan todas sus cuentas semanales en algún día particular de la semana. Esto, además de hacer más prolija y eficiente la administración de pagos, puede lograr obtener algunos días extra de financiamiento. Con este tipo de políticas las facturas se pagan el día de pago siguiente luego de vencida. Los proveedores suelen aceptar sin reclamos estas pequeñas demoras porque conocen de antemano la política de pago de la compañía.

Créditos fiscales

* Presentar las solicitudes de devoluciones fiscales de manera sistemática, prolija y ordenada. De esta manera se podrá tener un mejor seguimiento de las diferentes presentaciones a la vez que será más fácil que la autoridad fiscal verifique y otorgue los créditos a la compañía.

5. Conclusión

Tradicionalmente, el capital de trabajo se ha utilizado sólo como una medida de liquidez, debido a que las empresas por lo general sólo centran su atención en gestionar resultados. A lo largo de este artículo hemos querido resaltar la necesidad de no sólo gestionar resultados sino también conocer y administrar de qué manera estos resultados se traducen en caja, que en definitiva es el objetivo de todo negocio. Esta situación cobra más importancia ante el escenario de escasez de financiamiento que sufren muchas empresas de nuestro país, en especial pequeñas y medianas.

Con ese propósito, hemos presentado las principales herramientas de medición del capital de trabajo operativo cuya aplicación constituye la primera parte de la tarea. Adicionalmente, se deberá analizar e interpretar los ratios e indicadores calculados, a fin de obtener un diagnóstico y poder plantear una estrategia para optimizar los recursos volcados al capital de trabajo.

Finalmente, presentamos al lector algunas acciones concretas que pueden ser aplicadas en cada uno de los sectores de la organización en pos del cumplimiento del objetivo planteado. No obstante lo que no debe perderse de vista es la necesidad de concientizar a todas las áreas de la organización sobre la importancia de una gestión orientada a la generación de caja y no sólo de resultados.

(1) Conocido como CCC o C2C por sus siglas en inglés, Cash Conversion Cycle o Cash to Cash.

(2) El banco puede cotizar el descuento en términos de tasa de interés o en términos de tasa

de descuento. En el segundo caso, esta tasa no será equivalente con la tasa de interés de financiamiento, y por lo tanto no pueden compararse una con otra de manera lineal sino que se deben utilizar las fórmulas de tasas equivalentes. De esta manera para obtener la tasa de interés equivalente de una tasa de descuento se debe utilizar la siguiente fórmula:

$$\frac{1}{1 - \text{Tasa de Descuento}} - 1 = \text{Tasa de Interés}$$

Por ejemplo, si el banco nos ofrece descontar la factura a una tasa de descuento del 10% es lo mismo que nos esté ofreciendo un préstamo a una tasa de interés del 11,1%.

(3) Recordar que la tasa de descuento no es directamente comparable con una tasa de interés, sino que debe ser transformada para obtener su equivalencia, tal como se comentó en la nota 2.