

CAPITAL DE TRABAJO

Just in time es un genérico prescripto para optimizar su gestión

Aldo H. Alonso

*Universidad Nacional de La Plata
Universidad Nacional del Centro Provincia de Buenos Aires*

SUMARIO: 1. Introducción; 2. Una revalorización del análisis rubro por rubro; 3. Just in time, un paradigma genérico.

Para comentarios: aldohalonso@yahoo.com.ar

1. INTRODUCCIÓN

La participación en actividades de extensión y en programas PACE (programas de aumento de competitividad empresarial) en modalidad generalmente *'in company'*, suelen representar con frecuencia oportunidades de abordaje a temas más específicos u operativos que los habitualmente desarrollados en cátedras donde se pretenden abordajes más generales y robustos. El tema de la optimización de la gestión de cobranzas por ejemplo, no obstante su indudable pertenencia a la función financiera y a la gestión del área respectiva, es reconocida como función a optimizar sin comprometer empero procedimientos específicos. Precisamente, esta presentación reúne en una exposición conjunta a tres responsables de otros tantos documentos que se vieron puntualmente asociados por una de las aludidas circunstancias generando la intención de proponer en el ámbito familiar de nuestra reunión anual, algunas nociones que pueden ser de utilidad como marco general y como expresión de aspectos operativos (o de gestión) comunes a la generalidad de las organizaciones. También por lo común delegados al Tesorero sin el grado de involucramiento exigido por el más eficiente ejercicio de las responsabilidades de la gestión.

2. UNA REVALORIZACIÓN DEL ANÁLISIS RUBRO POR RUBRO

Probablemente, todos justificado alguna vez el empleo del análisis del Capital de Trabajo y de su financiamiento a través del enfoque que centra su atención en el CTN (capital de trabajo neto), una medida compacta de liquidez y al mismo tiempo una variable indicativa de la existencia de una inversión generada en operaciones operativas corrientes. En este caso, un término de la expresión con la que se calcula su rendimiento. Al hacerlo, se pudo justificar dicho recurso en la debilidad implícita en el tratamiento particular de cada uno de los rubros que lo componen, atento que una visión sistémica inhibe considerar que el óptimo de las partes sea necesariamente congruente con el óptimo para el conjunto.

Sin embargo, se daría en este caso la existencia de óptimos parciales cuya satisfacción implicaría la del conjunto. Más aún, dicho óptimo se puede expresar como una meta común a todos los rubros del activo corriente: lograr un mínimo saldo de inversión promedio en cada uno de ellos. Es esa la única forma de lograr un mínimo general y, en consecuencia, la maximización del rendimiento o rentabilidad.

La aclaración sirve también para subrayar otra noción reiteradamente expuesta y no tan frecuentemente fundamentada. Es la que establece para una instancia que podríamos denominar corriente u operativa (por estar referida a las distintas formas en que se usan estructuras ya definidas) que el paradigma de su gestión está dado por resolver de manera óptima la antinomia *liquidez Vs. rentabilidad*. Ello se verifica pues mayor liquidez implica menor rotación en un marco en el que el rendimiento reconoce como factor a la rotación, ya que

$$\text{Rendimiento} = \text{Margen} \times \text{Rotación}$$

Siendo a su vez, mayor liquidez \Rightarrow mayor inversión \Rightarrow menor rotación.

Se justifica así que la creación de valor en la gestión de los activos corrientes (con mayor significación llamados también circulantes o de giro) implique la resolución óptima los términos antinómicos *rendimiento - liquidez* apartándose, en apariencia, del paradigma que guía la definición de estructuras operativas y financieras, esto es, la optimización de la combinación *rendimiento - riesgo*. En rigor, se trataría de expresiones congruentes si se aprecia que el riesgo enfrentado en esta instancia operativa (de decisiones corrientes) es, precisamente el de no contar con liquidez suficiente, expresada ésta en términos de magnitud global de los saldos medios en inventarios, créditos por ventas y disponibilidades. De otra manera, liquidez es la cobertura, onerosa por cierto, en que se incurre para evitar la ocurrencia de la situación que define el riesgo operativo: no disponer de mercancía en caso del vendedor, no poder ofrecer condiciones de venta más flexibles, no tener disponibilidades suficientes para cubrir los compromisos.

Tratándose de inversiones en activos corrientes pues, se tendría que mínimos saldos medios en cada uno de dichos rubros se corresponderían con el mínimo para el conjunto, contradiciendo en este entendimiento la resolución del teorema que propuso hace tiempo Alberto Fernández Imaz¹.

Así pues, quedaría habilitado el análisis *rubro por rubro* o por partes para lograr, a través de una inversión mínima en cada uno, la optimización del rendimiento supuesta una magnitud determinada de ventas y, obviamente, las políticas que en cada caso posibilitan no sólo ese nivel de ventas sino la satisfacción de las demás condiciones que definen su contribución al mejor resultado.

La importancia y complejidad de esta incumbencia tradicional del administrador financiero se magnifica al considerar la existencia de inflación y las distintas actitudes frente al riesgo que promueven diferentes niveles deseables de liquidez.

La importancia de optimizar la gestión del capital de trabajo, finalmente, se evidencia con nitidez al comprobar que los activos corrientes representan en muchas empresas la mayor proporción de sus inversiones totales (activos totales) y que a su respecto se verifica para todas la vigencia de una aseveración que se propone en calidad de principio:

la gestión corriente no convierte en exitoso un plan de negocios mal concebido, pero puede hacer fracasar un plan correctamente diseñado.

La apreciación del costo-beneficio de un programa tendiente a mejorar la competitividad a través de una gestión corriente más exitosa se ve facilitada al diferenciar categorías de operaciones o de artículos de alto impacto en la determinación del monto total de la inversión corriente (Disponibilidades + Cuentas a Cobrar + Inventarios de materias primas o mercaderías). Se suele

¹. Fernández Imaz, Alberto, Unificación de renglones de inventario: su significado e importancia, *Revista Administración de Empresas*, t. VIII, págs. 831-40

aludir a estas prácticas como enfoque ABC o regla de Pareto que en términos menos académicos se expresa como el 20 % relevante frente al 80% poco significativo).

Una rápida enunciación de temas fundamentales referidos a cada rubro de la inversión en activos corrientes, en muchos casos asociados a fuentes de financiamientos estrechamente vinculados, comprenderá seguramente los siguientes:

1. La programación de pagos.
2. El financiamiento de corto plazo.
3. Transacciones en valores negociables
4. Instrumentación de operaciones de movilización de cuentas a cobrar (factorin o financiamiento estructurado-fideicomisos).
5. Acuerdos para mantenimiento de inventarios comunes y otras alternativas de logística.

3. JUST IN TIME, UN PARADIGMA GENÉRICO

Aceptado, entonces, que la administración de cada rubro del activo corriente debiera apuntar a trabajar con un saldo mínimo, congruente eso sí, con la satisfacción de objetivos de venta y resultados, algo que le confiere la calidad de mínimo relativo y no de un mínimo absoluto. Así por ejemplo, el óptimo del rubro Cuentas por Cobrar no es el de vender al contado, una forma segura de minimizar su saldo...Se trata, debe entenderse, del mínimo capaz de satisfacer los requerimientos definidos por la política que la empresa haya adoptado.

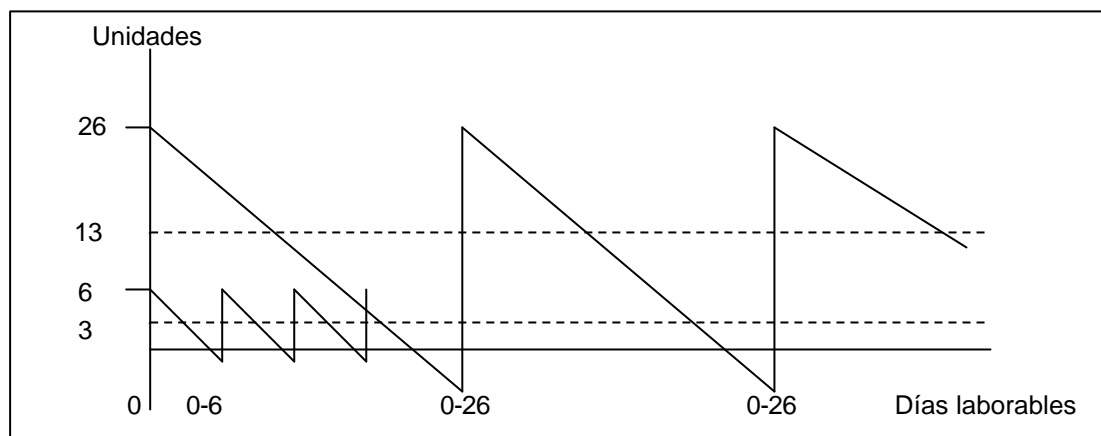
Nos preguntamos entonces qué y cómo hacer para lograr ese mínimo. Para responder a ese interrogante se propone una respuesta que destaque que eso se logra con la generalización de un paradigma referido desde hace tiempo al rubro Inventarios o Mercaderías de reventa, pero que proponemos generalizar a todos los rubros corrientes: el conocido *just in time*. Lo explicamos a continuación.

a) Bienes de cambio. Tratándose de Bienes de Cambio (Mercaderías), ese objetivo se logra a través del análisis y justa ponderación del *trade off* implícito entre ventajas en rendimiento posibilitadas por menores coberturas del riesgo de desabastecimiento (menor liquidez) y el impacto negativo que tendría la ocurrencia de tal contingencia. Entre los aspectos necesariamente implicados en tal balance se cuentan:

Gestión de inventarios	Punto de pedido
	Tamaño de lotes
	Unitarización de carga
	<i>Outsourcing</i>
	<i>Layout</i> y logística en general

De más está decir, la empresa es un escenario de decisiones multidisciplinarias, en este caso con marcada preponderancia de la ingeniería industrial, pero de todas formas, la resultante en términos de valor se materializa en una apreciación, medición y exposición de naturaleza financiera.

Por ejemplo, se podría tratar del establecimiento de pertinentes puntos de pedido referidos a reposiciones de *stock* dados parámetros de lotes o de unitarización de cargas (aspectos que por lo general prevalecen), lo mismo que frecuencia de visitas de agentes de ventas o de proveedores. Así por caso tendría un impacto positivo lograr que un proveedor visite la empresa cuatro veces al mes en lugar de una ya que, como lo expone la difundida figura expuesta a continuación, ello permitiría reducir el saldo medio del rubro de 12 a 3 unidades cuando se debe satisfacer la venta diaria de una unidad durante los 26 días que en promedio el negocio abre al público.



b) Cuentas por cobrar. Si se trata de Cuentas a Cobrar (clientes o deudores) el objetivo se satisface mediante la más eficiente gestión del rubro, algo se traduce en lograr que el crédito implicado se convierta en disponibilidades en el menor tiempo posible una vez cumplido el plazo otorgado (la aclaración no es ociosa dado que no se trata de lograr un saldo mínimo a través de la venta al contado ...). Obviamente, esto no quiere decir que una venta efectuada con plazo de 30 días se traduzca en un ingreso a los 30 días: cualquier observador en cualquier empresa comprueba que el pago se efectúa por lo general con cheques que deben ser depositados y recién luego del proceso de *clearing* se tornará disponible para la empresa. En tal caso, puede que la venta del ejemplo tenga un ciclo de conversión en efectivo de 33 días, En tal caso se entenderá cobrado *just in time* toda vez que ello se verifique en el plazo previsto, sin desvíos.

Para que esto ocurra, no es suficiente fijar ese plazo sino cumplir con eficiencia los dos procesos que determinan la factibilidad de ese cumplimiento óptimo: el otorgamiento del crédito y la gestión de cobranza. Estos procedimientos, sus pautas y el contexto siempre influyente son temas que han merecido otras presentaciones en la exposición que también incluye a la presente.

Los temas involucrados en dicha optimización son también variados y como los anteriores (junto con ellos) representan la actividad que con mayor continuidad refleja la incumbencia de la gestión financiera de la empresa. Entre los propios de este rubro en particular son aspectos salientes los siguientes:

Gestión de cuentas por cobrar	<i>Factoring</i>
	Financiación estructurada
	Concesión de Crédito - Gestión de cobranza
	<i>Outsourcing</i>
	Revisión de políticas

Factoring y financiación estructurada. El *factoring* es un tema ya corriente, actualizado por innovaciones en su normativa o en aspectos operativos, como aconteciera no hace mucho con la *factura conformada*. Otra innovación, de mayor trascendencia, que ha ganado gran difusión desde hace algún tiempo es la de la financiación estructurada, que suma a la modalidad anteriormente citada potencialidad y ventajas adicionales.

El *factoring* promueve una mejora en liquidez a través de la movilización de activos en cartera sin que el monto de la inversión se modifique, como ocurriría en caso de requerirse un préstamo, por ejemplo, que incidiría sobre el rendimiento. Implica por lo general el traspaso de activos a otro patrimonio, su administración por especialistas, etc. Explicado el mecanismo por el

cual se instrumenta el *factoring*, se dispone de una buena plataforma para introducir el tratamiento de una financiación instrumentada, por lo general, a través de un *fideicomiso*.

Con la complejidad adicional implicada por requerir de un vehículo (el fideicomiso) que haga posible la transmisión de los activos, la disponibilidad de créditos en magnitud y diversidad que facilite la re-estructuración de los mismos, sus plazos y su riesgo, la modalidad está en condiciones de aportar ventajas para la *empresa originante* también adicionales, por caso las siguientes según las comenta Fabián Pirrone en nuestra cátedra de la UNLP²:

- Incremento de capacidad crediticia
- Mejora en la calificación de riesgo
- Facilita el acceso al mercado de capitales y financiero en general.
- Beneficios en materia fiscal en base a un tratamiento impositivo específico y diferencial (ver anexo I)
- Eventuales mejoras por separación patrimonial, exposición en balance, sincronización ingresos-egresos, etc.

Son estas posibles ventajas las que explican que hoy puedan darse casos en que un pago en efectivo implique una suma mayor que la que habría que desembolsar en caso de aceptarse el financiamiento ofrecido.

La concesión de créditos a clientes. El abordaje más tradicional al tratamiento de este factor determinante del de la inversión en cuentas a cobrar ha enfatizado el análisis de los aspectos que determinan la calificación del crédito concedido a un cliente. Se entiende al respecto que la efectividad de la cobranza depende en muy alto grado de la instancia que necesariamente le precede, esto es el otorgamiento del crédito. A las rutinas que debieran tenerse en cuenta por parte del responsable o supervisor de cobranza le dedicamos el tramo final de esta presentación por razones de ordenamiento.

En el análisis del otorgamiento de un crédito se tienen en cuenta factores como los aludidos a continuación:

a) Las ‘cinco C’: Es generalizado el recurso a las ya clásicas ‘cinco c’ que se proponen para definir el análisis respectivo:

Capacidad: posibilidad de cumplimiento por parte del cliente. Es un análisis fundamentalmente cuantitativo de la situación y su proyección
Capital: se funda en la solvencia del cliente en función del valor de realización de activos disponibles libres
Condiciones: Características particulares de la operación en relación con la evolución esperable del contexto
Caución: garantías que pueda ofrecer el cliente, sean activos propios o de terceros
Calidad: se centra en aspectos cualitativos que traduzcan la voluntad de pago por parte del cliente

b) Las ‘cinco P’: También han sido sugeridas las ‘cinco P’, para aludir a

Persona (honestidad, integridad, capacidad como hombre de negocios)
Propósito (necesidad atendida, adecuación de la fuente, condiciones)
Pago (determinación de su viabilidad a través del <i>cash flow</i> anticipado)
Protección (respaldo, garantías adicionales)
Perspectivas (condiciones futuras del contexto y de la empresa que puedan afectar futuros resultados y condiciones de liquidez)

² Fabián Pirrone, Mercado de Capitales, Banco Patagonia

c) *Análisis FODA*: Otra evidencia de transversalidad entre disciplinas respecto de este tema es la aplicación del análisis FODA que ayuda a los analistas a identificar Fuerzas - Debilidades (factores internos) y Oportunidades - Amenazas (factores externos) a través de las cuatro combinaciones de estrategias diferentes que se exhiben en el gráfico y que se emplean a menudo para calificar a clientes-empresas.

- *La estrategia AD*: Consiste en minimizar tanto las debilidades como las amenazas. Podría darse que la empresa requiera re-estructurarse achicándose, asociarse con otra o liquidarse.
- *La estrategia OD*: Superar las debilidades para aprovechar las oportunidades. Las debilidades puede superarlas dentro de la empresa o adquirir las capacidades necesarias afuera (tecnología, personas claves).
- *La estrategia AF*: Maximizar las fortalezas y minimizar las amenazas. Las fuerzas internas permiten afrontar o evitar, por ejemplo, las amenazas de un producto nuevo por parte de un competidor.
- *La estrategia OF*: Es la posición más deseable. Utilizar sus fortalezas para aprovechar las oportunidades. El objetivo de las empresas es transitar desde las restantes posiciones de la matriz hacia este cuadrante superior izquierdo.

Factores internos	Fortalezas	Debilidades
Factores externos		
Oportunidades	OF	OD
Amenazas	AF	AD

Las variables que habitualmente se consideran como factores internos de la empresa en este tipo de análisis son:

- | | |
|-------------------------------|----------------------------------|
| • Participación en el mercado | • Canales |
| • Flexibilidad | • Red de ventas |
| • Precio | • Promoción y publicidad |
| • Amplitud línea de productos | • Productividad |
| • Efecto experiencia | • Costo materia prima Calidad |
| • Calidad | • I&D |
| • Cash flow | • Personal |
| • Cultura | • Imagen |

Las variables que habitualmente se consideran como Factores externos para medir la ATRACCION DEL SECTOR o atractivo del sector son:

- | | |
|-----------------------------|---------------------------------|
| • Tamaño | • Crecimiento |
| • Competencia | • Elasticidad precio |
| • Rentabilidad | • Vulnerabilidad a la inflación |
| • Ciclo de vida | • Exportación |
| • Concentración compradores | • Demanda estacional |
| • Segmentabilidad | • Sustitutos |
| • Tecnología | • Gobierno |

Cuando al análisis de puntos fuertes y débiles (factores internos) se le incorporan los factores externos, bajo la forma de oportunidades y amenazas, se conforma el análisis FODA.. En un segundo paso se determina si su aparición se verificará en el corto o mediano/largo plazo.

Una vez determinadas las variables del contexto y ubicadas en el plazo de su aparición, se analiza el grado de incidencia del impacto de dicha variable en la empresa. El rango varía entre ‘alto’, ‘medio’ y ‘bajo’

Posteriormente, al impacto establecido se le asigna una probabilidad de ocurrencia asociada al grado de incidencia (estimada según el método escogido como pertinente). De ese modo se establecen los siguientes pares ‘impacto-probabilidad’ que se consideran relevantes para el análisis:

IMPACTO	PROBABILIDAD
Alto	¿Alta , media?
Medio	¿Alta,media, baja?
Bajo	¿Alta , media?

Con estos elementos se puede elaborar un cuadro de síntesis como el siguiente:

Impacto	Probabilidad	Corto plazo		Mediano/Largo plazo	
		Oportunidades	Amenazas	Oportunidades	Amenazas
ALTO	Alta				
	Media				
MEDIO	Alta/Media				
	Baja				
BAJO	Alta/Media				

Allí pueden ser ubicados en las celdas correspondientes eventualidades tales como

- Nuevas participaciones u otros cambios en el mercado doméstico
- Exportaciones en la región o en el mercado global
- Dificultades sindicales
- Caída o mejora en salario real
- Cambios en tipo de cambio o en el sistema fiscal
- Instrumentación de planes de mejora (procesos, producto, capacitación, etc.)

Cientes vistos como acciones de una cartera (de clientes). Últimamente, los vínculos entre aspectos comerciales y de *marketing* con los de naturaleza financiera se han visto promovidos por aplicaciones conjuntas, por ejemplo, referidas al análisis costo-beneficio implicado en la política de crédito a clientes.

En ese sentido, el valor que adquiere la adquisición de un nuevo cliente o su mantenimiento no depende sólo de los ingresos que la empresa le atribuya a lo largo de su vida (cuán deseables son individualmente) sino si lo son colectivamente en función de su contribución a la combinación rendimiento – riesgo de la cartera de clientes. Al efecto, se ha entendido que clientes y acciones pueden ser consideradas como activos riesgosos: en ambos casos resultan ser fuentes generadoras de flujos de caja, y también en común, implican costos de adquisición y de mantenimiento. Pueden reconocerse casos en unos y en otros que generan expectativas de ingresos más o menos constantes, más o menos importantes, y pueden apreciarse favorablemente unos u otros en tanto la contribución al rendimiento-riesgo del conjunto o de la cartera exhiba signo positivo.

En consecuencia se ha sugerido que el valor de un cliente sea determinado en función de impactos causados por su incorporación al rendimiento del conjunto de que se trate y de su volatilidad (previsibilidad)³, es decir:

$$\text{Valor cliente} = f(R_{cc}, \sigma_{cc})$$

donde

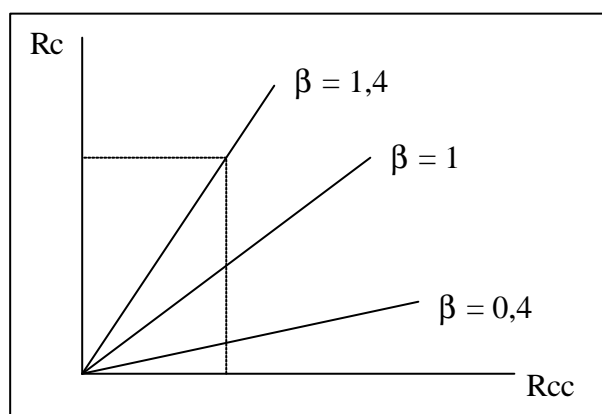
R_{cc} : Rendimiento de la cartera de clientes

σ_{cc} : Riesgo de la cartera de clientes

La medida de tal valor sería el Vvar (valor vitalicio ajustado por riesgo) a cuya cuantificación se refiere el Anexo 2. Tomado individualmente, por cliente, el Vvar expone el rendimiento esperado de cada cliente por período y su riesgo, medido éste por la magnitud de los desvíos que tal estimación registre respecto de su rendimiento medio. Pero como componente de una cartera de clientes, el riesgo atribuible a un cliente debiera estar referido a su impacto a la volatilidad de toda la cartera, algo que en una cartera diversificada es expresado por la Beta de una acción (según el CAPM).

En ambos casos ‘un activo’ que se comporte de manera muy diferente al de aquellos que componen el conjunto al que se integra (correlación perfecta negativa en el extremo) más contribuye a su estabilidad (a la disminución de su volatilidad), y viceversa.

De ello depende pues que la incorporación de un cliente a una cartera dada pueda representar rendimientos (y valores relativos) diferentes según la Beta respectiva, como se intenta exhibir en la representación expuesta en la representación siguiente:



Revisión de políticas. Cambios en el contexto o la necesidad de modificar las condiciones ofrecidas plantean la necesidad de revisar políticas vigentes. En esta instancia la ponderación de méritos de diferentes opciones puede tomar en cuenta el cálculo del VAN referido a cada una de ellas. Una discusión de procedimientos propuestos al efecto ha sido presentada en estas Jornadas por Juan C. Alonso⁴.

Nos limitamos aquí a señalar que la decisión de cambios en políticas de crédito implica replantear el análisis requerido por una instancia donde se definen políticas y estructuras en un horizonte de largo plazo en el cual se le reconoce un carácter de menor flexibilidad que las atribuidas a las decisiones operativas o de evolución corriente.

³ Puede verse R. Dhar y R. Glazer, *Cómo manejar el riesgo de su cartera de clientes*, Harvard Business Review, Mayo 2003.

⁴ Alonso, Juan Carlos, Cambios en la política de crédito, XXV Jornadas Nacionales de Administración Financiera, SADAF, 2005.

c) Disponibilidades. Tratándose de Disponibilidades se tiene que lograr objetivo de ver satisfechas las necesidades que fundan la necesidad de contar con dinero o cuasi-dinero (motivos transacción, seguridad, previsión, especulación) con un stock medio mínimo.

Esto se logra también con *just in time*, en este caso calzando ingresos con egresos, o sea que los ingresos ocurran cuando los importes sean necesarios y viceversa. Se logra a través de la elaboración del cuadro proyectado de ingresos y egresos (*cash flow*) con el método simultáneo (en contraposición al secuencial).

En este caso, se podrán programar fechas de egresos en oportunidades que no impliquen un descalce significativo con ingresos que permitan su cobertura sin necesidad de recurrir a otra/s fuente/s.

En la medida que se cumpla con la mayor efectividad este requisito de simultaneidad o *matching*, se mejorará el indicador de rendimiento.

Por otra parte y en cierto sentido paradójicamente, toda vez que se logre esta optimización, se generará un incremento de liquidez (perjudicando la rotación y por ende rendimiento). Más precisamente, se registrará un incremento de disponibilidades, porque el margen de ganancia que engrosa su nivel medio no debería visualizarse sino en este rubro, ya que no sería necesario un mayor nivel de inventarios o de cuentas a cobrar, destinos que de darse también perjudicarían al rendimiento. De allí entonces la necesidad de ‘achicar’ (en sentido de sacar líquido de donde está en exceso o indebidamente).

Es ésta la mejor opción, pues atento la gestación y la naturaleza del mismo, se debería aceptar que se trata de un activo financiado por capital propio, esto es, la fuente de mayor costo relativo, mucho mayor que la retribución que ganaría con su colocación como inversión transitoria, por ejemplo. Esta alternativa sólo posibilitaría perder menos...

En efecto, ese inversor ingresó a la empresa por una expectativa (esperanza) de rendimiento del 30 % por ejemplo, algo que le fue anticipado por los comunicadores del plan de negocios (o plan empresario). Cuando el éxito permite concretar el resultado esperado, no debiera demorarse más de lo necesario su puesta a disposición lo que puede incluir adelantos de su distribución, aprobaciones anticipadas para proceder a asignar los resultados a fines determinados, etc.

Desde un punto de vista normativo pues, debe agilizarse en todo lo posible la puesta a disposición de dicha ganancia a quienes adquirieron el derecho a su percepción so pena de perjudicar sus intereses. Una posible retención de las mismas procedería sólo en caso de así preferirlo el inversor, algo que una asamblea debería homologar, lo mismo que emplearlas para pago extraordinario de deudas, por ejemplo.

No extraña que desde la teoría y prácticas contables no se haya difundido este enfoque de la cuestión: la determinación de la ganancia no prevé la consideración de costo alguno para el costo del capital propio, precisamente el costo que corresponde atribuir a la inversión implicada por la acumulación de márgenes de contribución en el rubro Disponibilidades si suponemos una gestión eficiente.

En términos más generales, digamos por último que este énfasis en minimizar el saldo de Disponibilidades integra los saldos en efectivo más inversiones transitorias. En efecto, las inversiones transitorias debieran constituir exclusivamente una buena alternativa para mantener liquidez (efectivo) en los casos en que sea estrictamente necesaria según lo anticipe el estado de ingresos y egresos proyectados y que en su programación no se logre evitar el asincronismo entre las magnitudes de los ingresos y egresos).

Destacado así el hecho de que el saldo de Disponibilidades resulta de múltiples factores que finalmente se traducen en incrementos o disminuciones del mismo, debe asimismo apreciarse que también es resultante de aspectos operativos específicos de su gestión, como por ejemplo los que se mencionan a continuación:

Gestión de disponibilidades	Sincronización ingresos-egresos Cheques diferidos (mercado de dinero) Reconsideración del descubierto Ponderación <i>Rit</i> Vs. <i>Ke</i> (*) Puesta a disposición de los márgenes netos (ganancia)
-----------------------------	--

(*) *Rit*: Rendimiento de inversiones transitorias. *ke*: Costo del capital propio (dueños)

Financiamiento de clientes vs. financiamiento de proveedores. Ubicamos en este lugar, dedicado a la optimización de la gestión de Disponibilidades, una resultante de políticas y gestiones referidas a distintos rubros, un breve comentario sobre dos alternativas de financiamiento que en la práctica se consideran marginales no obstante recurrirse a ellas con frecuencia. Constituyen, en ese sentido, variantes de prácticas vigentes en respuesta a situaciones también circunstanciales. De ambas explicitamos un aspecto clave del análisis referido a su eventual conveniencia: el costo implicado.

Costo del financiamiento de clientes. Un ocasional desequilibrio financiero puede alentar la posibilidad de promover el pago anticipado de deudores por ventas (saldos de cuentas a cobrar). A ello se alienta con el ofrecimiento de un descuento por tal anticipo. El eventual beneficio de este recibo anticipado debe tomar en cuenta el costo del incentivo ofrecido, digamos un 10 % por pagos efectivizados en los primeros 10 días de ventas efectuados por plazo de 90 días y el costo del financiamiento de corto plazo al que alternativamente podría recurrir la empresa, por ejemplo 20 %. Si se trata del importe de una factura de \$ 50.000, el cálculo del eventual beneficio surgiría de una comparación como la ejemplificada a continuación:

Cobro a 90 días según condiciones vigentes:

$$50.000 / [1 + (90/360 \times 0,20)] = 50.000 / (1,05) = 47.619,04$$

Cobro a 10 días según se pretende:

$$50.000 (1 - 0,10) / [1 + (10/360 \times 0,20)] = 45.000 / [1 + (0,027 \times 0,20)] = 44.758,30$$

En consecuencia, la empresa se perjudicaría en caso que el ofrecimiento del descuento se concretara y promoviera el pago anticipado por parte del cliente. Le convendría recurrir al mercado financiero en caso de un desequilibrio transitorio.

Costo del financiamiento de proveedores. Como se sabe, el eventual costo implícito del financiamiento de proveedores debe ser conocido para que desde el punto de vista financiero pueda ser aceptado. En caso que el pago en efectivo en lugar de las condiciones corrientes genere un descuento del 10 %, siendo que el financiamiento de corto plazo al que accede la firma tiene un costo del 20 %, se tendría que rehusar al descuento ofrecido representaría un costo calculado como sigue:

$$0,10 / (1 - 0,10) \times 360 / 80 = 0,11 \times 4,5 = 0,495$$

En este caso, resultaría conveniente ignorar el crédito del proveedor por cuanto se estaría despreciando un descuento del 49,5 % , muy superior al costo del pasivo financiero (0,495 > 0,20).

En términos de los valores actuales de ambos importes alternativos, se tendría:

a) Pago según condiciones de compra vigentes (pago a 90 días):

$$50.000 / (1 + (90 / 360 \times 0,20)) = 50.000 / 1,05 = 47.619,04$$

b) Pago anticipado:

$$50.000 (1 - 0,10) / [1 + (10/ 360 \times 0,20)] = 45.000 / 1,0055) = 44.753,85$$

En este caso se aprecia la ventaja para la empresa de un pago que permita obtener el descuento, toda vez que el valor presente del pago anticipado es menor al valor presente del pago diferido ($44.753,85 < 47.619,04$)

La gestión de cobranza. También a este respecto apreciamos un mayor vínculo entre disciplinas diferentes que participan en la búsqueda de la mayor eficacia y eficiencia en la gestión financiera. Para ejemplificar el resultado de tal cooperación en la instrumentación de procesos típicos de la gestión financiera, en este caso la gestión de cobro, se presentan contenidos que con detalle y fundamentos expone Adrián Gómez⁵, a la que sugerimos remitirse. Por otra parte, un panorama de la actividad de cobranza por parte de bancos nacionales en el marco del contexto vigente es presentado en esta exposición conjunta por Gregorio Feldman con el apoyo de material estadístico que se pone a disposición de los asistentes.

Formas de la gestión. En primer término debería quedar definido en procedimientos claramente expuestos la forma adoptada para su instrumentación, que puede resultar de la elección de una en particular o de la secuencia dispuesta para etapas de un proceso secuencial.

Dichas formas pueden ser:

Gestión de cobranza	Telefónica	
	Epistolar	
	Personal	A domicilio o In company

Formatos positivos y negativos de la gestión telefónica. Tomando en cuenta la generalización de la gestión telefónica, ya sea a cargo de agentes de la propia organización o tercerizada a través de un call center que aporta ventajas en términos de especialización y profesionalización, se mencionan algunos aspectos curiosos que reflejan hasta dónde llega la búsqueda de una mayor efectividad en esta gestión. Tómense en cuenta al respecto los formatos que son sugeridos y rechazados en la obra ya citada como fuente en este tema:

Formatos positivos	Despersonalizar: Nosotros, Estudio, Empresa
	Expresiones determinantes: Aquí y ahora, ya mismo, ¿Espero?, ¿Para el...?
	En tiempo presente: el tema es de hoy y su definición no debe diferirse
Formatos negativos	Palabras negativas: Deuda, problema, riesgo, deudor
	Palabras en diminutivo: tenemos un problemita, lo llamaré en un ratito
	Palabras familiares o coloquiales: OK, Cómo va eso? Chau!

Cuidado de las formas. La efectividad de la gestión de cobro se ve influida de manera significativa por ciertos aspectos que deben ser cuidadosamente observados por los responsables de la dicha gestión. Así por ejemplo:

⁵ Adrián Gómez, Hacia una Cobranza Profesional, Novel Editores, 2000.

Factores de efectividad	Atender rápidamente (3 o 4 tonos máximo) Saludar con nombre y apellido, Empresa, Agencia Desde donde se llama No devolver insultos ni descortesías No demorar ni hacer esperar por datos u otras precisiones (estar preparado) Tratar de usted, por apellido No parecer cansado Escuchar atenta y respetuosamente Pocas palabras, claras, precisas
-------------------------	--

Las ‘tres C’ de la gestión de cobro. Toda gestión de cobro debe tener como meta esencial la definición de aspectos referidos a través de las ‘tres C’ que inician las palabras clave: cuánto, cuándo y cómo:

Las ‘tres C’	Cuánto... va a pagar Cuándo... va a pagar Cómo.... va a pagar
--------------	--

Las ‘2 C’ sustitutivas. Para el caso de no poder satisfacer lo pretendido a través de las ‘tres C’, el autor que seguimos en este punto sugiere tener bien a mano otras ‘dos C’ que sirven de reemplazo circunstancial. Ellas son:

Cuándo llama (el ausente) Compromiso (del contacto)
--

Estadísticas diarias de gestión. Es imprescindible disponer de precisas estadísticas de esfuerzo o actividad y de efectividad o resultados. Entre ellas:

- Llamadas telefónicas entrantes y salientes
- Filtros o selecciones especiales
- Cantidad de promesas nuevas de cada día
- Cantidad de promesas caídas
- Cobranza diaria
- Planes de pago concretados (firmados) por día.
- Porcentaje de avance en el logro de las metas
- Efectividad en el cumplimiento de las promesas

Anexo I

Tratamiento impositivo de fideicomisos financieros

Impuesto a las Ganancias	Deducción de las utilidades atribuibles a los tenedores de certificados de participación	Requisitos	1) El fin de la constitución tiene que ser la titulización de los activos fideicomitidos.
			2) Los títulos fiduciarios deben ser ofrecidos mediante oferta pública de acuerdo con las normas de la CNV.
			3) Los activos fideicomitidos deben ser homóneos (a).
			4) Los activos originalmente fideicomitidos no deben ser sustituidos por otros tras su realización o colocación (b).
			5) El plazo de duración del fideicomiso debe guardar relación con el de cancelación definitiva de los activos fideicomitidos (c).
			6) El beneficio bruto total del fideicomiso se debe integrar únicamente con las rentas generadas por los activos fideicomitidos o por las provenientes de su realización y de las colocaciones financieras transitorias efectuadas por el fiduciario con el fin de administrar los importes a distribuir o aplicar al pago de las obligaciones del fideicomiso (d).
IVA	No alcanzado	Cuando los bienes fideicomitidos son créditos, las transmisiones a favor del fideicomiso no constituyen prestaciones o colocaciones gravadas (e).	
Ganancia Mínima Presunta	No alcanzado	Los fideicomisos financieros se hallan expresamente excluidos como sujetos pasivos del gravamen. (El impuesto recae sobre los tenedores de los títulos fiduciarios)	
Bienes Personales	No alcanzado	Los fideicomisos financieros no son sujetos del impuesto. (El impuesto recae sobre las personas físicas o sucesiones indivisas tenedores de los títulos fiduciarios)	
Impuesto a los créditos y débitos bancarios	Exento	Requisitos	Las cuentas deben utilizarse en forma exclusiva en el desarrollo específico de la actividad y el fideicomiso debe reunir la totalidad de los requisitos previstos para la desgravación del Impuesto a las Ganancias.
		Los débitos y créditos correspondientes a operaciones realizadas entre el BCRA y las entidades financieras, y las efectuadas entre sí por tales entidades.	
Ingresos Brutos	Exento	Los ingresos devengados por los fideicomisos generados por la tenencia o disposición de obligaciones negociables emitidas conforme lo dispuesto por la ley 23.576, en Capital Federal y Provincia de Buenos Aires .	
	Gravado	Fideicomisos de créditos originados en entidades financieras (f). Igual interpretación corresponde cuando los bienes fideicomitidos son créditos no originados en entidades financieras.	
	Convenio Multilateral	Corresponde la aplicación del Régimen Especial para entidades financieras, por el cual el Fisco de cada jurisdicción donde la entidad financiera posea filiales habilitadas grava la parte de ingresos que le corresponda en proporción a la sumatoria de los ingresos, intereses pasivos y actualizaciones pasivas (g).	
Impuesto de Sellos	Ciudad de Bs. As.	Los actos, contratos y operaciones derivadas de la instrumentación del Fideicomiso NO se encuentran alcanzados con el impuesto, salvo la transferencia de inmuebles.	
	Pcia. Bs. As.	Las cesiones fiduciarias de créditos a un fideicomiso financiero que emita sus títulos mediante el procedimiento de oferta pública, se encuentran exentas del impuesto en la provincia.(h)	

(a) La inclusión en el patrimonio fideicomitado de fondos entregados por el fiduciario u obtenidos de terceros para el cumplimiento de sus obligaciones, no desvirtúa el requisito.

(b) La única posibilidad de sustitución admitida es la producida como consecuencia de la mora o el incumplimiento de los créditos. En Los fideicomisos con revolving de créditos no se verifica el cumplimiento del requisito.

(c) Se aplica para el caso de instrumentos representativos de créditos.

(d) Se admite que una porción no superior al 10% de los ingresos provenga de otras operaciones realizadas para mantener el valor de dic

(e) Los cheques de pago diferido se consideran créditos. La cesión de derechos de cobro futuros al fideicomiso, la sustitución de un crédito originario moroso por otro y la restitución

(f) La Base Imponible se constituye por el spread: diferencia entre los intereses devengados por los créditos fideicomitados y los pagados por los títulos de deuda.

La alícuota a aplicar es la que corresponde a intereses o descuentos.

(g) La alícuota a aplicar es la que corresponde a las entidades financieras.

(h) Las siguientes provincias poseen disposiciones similares: Córdoba, Mendoza, Entre Ríos, La Pampa y Santa Fe.

Anexo II

Cuantificación del Valor vitalicio ajustado por riesgo (Vvar)

El cálculo del valor vitalicio ajustado por riesgo (Vvar) puede ser estimado con aplicación de la siguiente expresión según la referencia ya citada:

$$V_{var} = \sum \frac{CF_t}{(1 + rrr \beta_c)^t}$$

donde

Vvar: Valor vitalicio ajustado por riesgo

CFt : Flujo de caja generado por período por el cliente

rrr: tasa de rendimiento requerida

t: cantidad de períodos en el horizonte considerado

En el marco propuesto para el análisis del riesgo de un cliente individual, el mismo depende de la relación entre el rendimiento atribuido a la inversión implicada por la incorporación de un

cliente y el calculado para la cartera en general una vez incorporado el cliente. Ello equivale a la *Beta* del cliente, esto es:

$$\beta_c = \frac{\text{Cov}(R_c, R_{cc})}{\text{Var } R_{cc}}$$

y β_c podría ser $\beta_c = 1,4$, $\beta_c = 1$, ó $\beta_c = 0,4$.

De manera similar al análisis instrumentado a través de CAPM con referencia al mercado accionario, la tasa de rendimiento ajustada por riesgo para cada cliente sería en consecuencia:

$$R_{car} = \beta_c * R_{cc}$$

donde

R_{car} : Rendimiento del cliente ajustado por riesgo

R_{cc} : Rendimiento de la cartera de clientes