

## Algunos aspectos a considerar en las políticas de endeudamiento.

### Perspectiva contable

Pérez, Jorge Orlando

**Abstract:** Analizar la estructura de capital, sólo a través de la lectura de un indicador como el de endeudamiento, puede conducir a importantes errores de interpretación. En este aspecto, en el artículo, se analiza cómo deberán tenerse en cuenta tanto aspectos financieros como económicos.

#### I. Introducción

Uno de los problemas que deben considerar tanto acreedores, como inversores y los directivos, es interpretar adecuadamente la estructura de financiamiento de la firma. No es indiferente desde dónde se realiza la observación, ya que cada uno de los usuarios mencionados tendrá información e intereses diversos para analizar esta cuestión. Dicho fenómeno, habitualmente se mide relacionando el pasivo respecto al capital propio, a través de la siguiente ratio: pasivo/patrimonio neto.

Años atrás, era común que distintos autores hicieran referencia a este tema estableciendo un límite máximo del indicador, inclusive actualmente calificadoras de riesgo y bancos utilizan parámetros al respecto. Por nuestra parte, no estamos de acuerdo con establecer de antemano un número insuperable, por las razones que veremos a continuación:

##### I.1. El tipo de empresa que se trate

No es lo mismo el análisis que se puede realizar para un Banco que para otro tipo de empresa, ya que en este caso su actividad consiste en la intermediación financiera, por lo que el pasivo tiene proporciones importantes y el mismo es "calzado" en activos de similar nivel de liquidez.

Por otra parte, hay ciertas empresas que no necesitan recursos demasiado importantes. Esto último, se produce en algunas actividades de servicios o en actividades profesionales, en donde cualquier aumento del pasivo reflejaría un indicador de endeudamiento elevado por un patrimonio que no suele ser importante, sin que necesariamente la situación se presente como desfavorable, ya que los servicios de la deuda están relacionados con los futuros ingresos.

##### I.2. El costo del pasivo y su exigibilidad

La mayor o menor preocupación, si la ratio presenta guarismos elevados, va a gravitar en torno a lo que cobren quienes proveen los fondos y a la exigibilidad de la deuda, lo cual tiene que ver con los plazos y si la misma es o no renovable a su vencimiento.

##### I.3. La posibilidad de generar resultados

Soportar los gastos que genere el pasivo y la eventual disminución de este último, va a estar asociado con la importancia de los resultados de la empresa. En definitiva, a largo plazo la variable que más impacta en la situación financiera es la capacidad de generación de ingresos.

A menudo, pretender realizar alguna afirmación sobre el simple resultado que arroje esta ratio puede resultar arriesgado, a no ser que el número sea tan elevado o tan bajo (p. ej.: 10%) que por sí sólo se pueda inferir la situación. Pero, al tomar una muestra significativa de empresas se podrá observar la curva de la distribución normal (la campana de Gauss), donde la gran mayoría se encuentra en valores que por sí sólo no podrá afirmarse si el endeudamiento es elevado o reducido, sólo la minoría que presenta valores extremos. ¿Cómo hacer entonces para encontrarle un significado a la situación mencionada?

Como en todo análisis de información financiera, opinamos que la mejor manera de realizar un estudio en profundidad es realizando los cuatro niveles de análisis a los que hace muchos años se refería Myer (1965), clasificándolos en los siguientes: de las relaciones estructurales, de tendencias, de las variables, de contexto. Estos niveles son grados de profundidad en la interpretación, resultando el primero la puerta de ingreso al problema y recién completado el cuarto se podría obtener una conclusión.

En la etapa de las relaciones estructurales, habrá que observar la ratio a través de distintos períodos. Si el mismo va reduciéndose (el caso que estamos considerando del endeudamiento), en principio sería un buen indicio, o una señal de alarma cuando se observa un aumento del mismo. Pero hasta ese momento, son sólo síntomas, que guiarán el análisis posterior en uno u otro sentido.

En el análisis de tendencias, se visualiza la evolución que se produce a lo largo de varios periodos en las variables que componen la ratio, en este caso el pasivo y el patrimonio neto. Si en el nivel anterior, se observa por ejemplo que la ratio hubiera aumentado, no es lo mismo que se compruebe que dicho incremento se debió a un aumento del pasivo, en lugar de una disminución del patrimonio neto.

Al ingresar al tercer nivel, habrá que investigar en caso de que hubiera un aumento del pasivo, si el mismo se debe al financiamiento de activos fijos, capital de trabajo o por mayores costos de la deuda. En cambio, si se produjo una caída del patrimonio, este puede deberse a las siguientes causas: a) distribución de resultados superior a la ganancia del ejercicio, b) porque hubo pérdidas con motivo que los costos financieros superaron a la ganancia operativa, c) porque se produjeron pérdidas operativas.

Si la causa fue originada en una distribución de resultados excesiva, seguramente será la consecuencia de una política inadecuada de ese momento, la cual no habrá que repetir. Si los costos financieros no logran cubrir el resultado operativo, de no de no ser posible un aumento de este, habrá que considerar una modificación en la estructura de financiamiento. En cambio, si el resultado operativo es negativo estaremos frente a un problema muy serio, ya que cualquier ingeniería financiera que pretenda realizarse sólo dilatará el problema y tal vez lo agrave, si no se generan ganancias en el futuro. También, en este nivel deberá analizarse la composición del pasivo, la cual se desarrolla en el punto siguiente.

En el cuarto nivel, el comportamiento del contexto macro y microeconómico tiene gran relevancia en el diagnóstico y pronóstico de la situación, ya que variables tales como tasas de interés, inflación, tipo de cambio o comportamiento del mercado, actuarán sobre ambas fuentes de financiamiento.

Se debe tener en cuenta que ante un escenario inflacionario con estados financieros no reexpresados para eliminar las distorsiones, se estaría comparando un pasivo a moneda de cierre con un patrimonio a valores rezagados, salvo el caso de haber optado por el modelo de revaluación en el último ejercicio o se hubiera efectuado una remediación del patrimonio. En caso de que la salvedad comentada no se produjera, deberá tenerse en cuenta el sesgo que se producirá en la información y complementarlo con el indicador del pasivo con relación a meses de venta que se comenta más adelante.

## **II. Composición del pasivo**

No solamente ante una variación del índice de endeudamiento merece estudiarse el mismo, inclusive ante una situación de estabilidad de la ratio, puede haberse producido un cambio en la mezcla del pasivo, que implique una variante de su posición, la cual no se traduce al observar el cociente y su evolución. Podemos investigar la composición del pasivo, a través de distintas clasificaciones:

### **II.1. Según la exigibilidad**

La clasificación de los pasivos en corrientes y no corrientes es útil para conocer el grado de urgencia en la cancelación de los mismos.

Tener la deuda concentrada en el largo plazo, podría estar mostrando problemas que se producirían en el futuro para la cancelación de las obligaciones. Ante ello, corresponderá analizar el negocio en el que está inmersa la empresa para observar con mayor claridad las perspectivas futuras.

### **II.2. Según la garantía**

Conocer cómo están garantizados —garantía real, personal, sin garantía— es una cuestión de importancia sobre todo para los acreedores, principalmente cuando hay que considerar el otorgamiento de nuevos préstamos. Si existe una alta proporción de pasivos prendarios o hipotecarios, estos desplazan al resto de acreedores en orden a su privilegio.

### **II.3. Según el origen**

Comercial, bancario, fiscal y social, dividendos, etc. El tipo de acreedor no debe ser indiferente para el análisis, ya que no es el mismo grado de fuerza o poder de negociación que ellos ejercen.

Tener un alto porcentaje de deuda fiscal en relación a los ingresos y las ganancias, puede resultar negativo —si la misma se debió a retrasos en el cumplimiento de las obligaciones—, ya que demostraría que la empresa ha tomado para la financiación de sus operaciones una fuente no natural —tal vez originada en la imposibilidad de conseguir recursos por otra vía—. No obstante, si se está en presencia de una moratoria fiscal el problema reduciría sensiblemente su gravedad.

### **II.4. Según la moneda**

Esta cuestión se torna importante cuando existen indicios de riesgo respecto a una variación en el tipo de cambio o la fluctuación de alguna divisa en particular.

Ante una eventual devaluación del signo monetario local, evidentemente que no es lo mismo tener la deuda concentrada en pesos que si lo está en moneda extranjera. Y frente a esta

última alternativa, habrá que considerar si la misma está respaldada con activos que experimenten la misma fluctuación, si realiza habitualmente operaciones de comercio exterior que le permitirían compensar el eventual desfase o si ha realizado operaciones con derivados para cubrir el riesgo de devaluación.

#### II.5. Según el costo

El pasivo puede ser el mismo, pero al variar los costos —de un período respecto a otro, o en la comparación inter-empresas—, la situación será distinta.

### III. Movimiento de los flujos de efectivo

El análisis del estado de flujos de efectivo, en todos los casos constituye una herramienta importante para evaluar la capacidad financiera, ya que responderá a las preguntas que mencionamos a continuación ¿Si bien la empresa hoy no tiene problemas financieros, podemos considerar que su situación es sana?

En algunos casos, puede que se estén cancelando las obligaciones normalmente y no se presenten sobresaltos, pero de observarse que se está generando escaso flujo operativo y a la vez tomando deudas de largo plazo, aquí estamos ante un problema de fondo. De no existir posibilidades de revertir dicha situación en el futuro, el escenario sin duda se complicará, porque cuando se llegue al límite de su capacidad de endeudamiento no se podrá seguir requiriendo financiamiento externo y además habrá que cancelar los compromisos contraídos, con un flujo operativo que seguramente será insuficiente.

Aclaremos que estamos refiriéndonos a la persistencia de esta situación ya que, de producirse transitoriamente, por ejemplo, para captar nuevos mercados, podría ser tolerable, ya que dicho caso se trataría de una situación que espera revertirse.

¿Los trastornos financieros que actualmente se están produciendo, responden a cuestiones estructurales? Puede suceder que se esté generando un flujo operativo adecuado, suficiente para generar un crecimiento ordenado. Sin embargo, tal vez el estado respectivo muestre que se han realizado inversiones desmedidas, distribuciones de resultados excesivas o se hubieran cancelado deudas en forma anticipada. En este caso, se podrá afirmar que los contratiempos se originan por errores en la administración financiera, los cuales habrá que asegurarse que se corrijan para ordenar las buenas condiciones que en principio tendría la empresa.

### IV. Otra medida del endeudamiento

Otra medida, prácticamente ignorada por la literatura de análisis de estados financieros, pero creemos que aporta interesantes elementos al estudio del endeudamiento, es la referida a los meses de pasivo que se adeudan. Puede establecerse de la siguiente manera: Pasivo / Venta promedio mensual = Meses de venta del pasivo.

Esta ratio, reviste importancia para observar algunas de las siguientes situaciones: a) aumento de la deuda, permaneciendo las operaciones constantes, o bien que estas últimas suban en menor proporción que la anterior; b) caída en el nivel de actividad y que el monto de los compromisos no se alteren o desciendan en menor proporción que aquel. Al producirse algunas de las situaciones descriptas, el peso de las obligaciones pasará a ser distinto.

Ante un crecimiento de la deuda en términos relativos frente al nivel de operaciones,

seguramente será más difícil absorber los costos financieros y las eventuales amortizaciones de capital, a pesar de que la ratio que vimos de pasivo/patrimonio, por el momento no esté indicando ningún inconveniente.

Por lo tanto, el indicador de meses de venta del pasivo tiene un efecto dinámico y anticipatorio de problemas que podrían llegar a comprobarse mucho tiempo después. Por otra parte, en economías inflacionarias al calcular la ratio pasivo/patrimonio, donde el importe del patrimonio suele estar rezagado, salvo cuando hubiera generado recientemente una actualización de su patrimonio, puede inducir a errores de interpretación. En ese caso, los meses de venta están referidos a una situación más reciente, por lo tanto, se puede medir mejor.

## **V. El apalancamiento financiero leverage**

Determinado nivel de endeudamiento podrá ser soportado en la medida que se produzca lo siguiente: a) se cuente con los recursos en el momento de hacer frente a las obligaciones, b) los fondos tomados tengan un costo inferior al rendimiento ofrecido por la empresa. Esta última cuestión se analiza a través del "efecto palanca", "apalancamiento financiero" o leverage a través de la siguiente relación: ROE/ROA.

En la medida que el indicador resulte superior a la unidad, implica que la utilización de capitales de terceros ha contribuido a mejorar la rentabilidad del patrimonio, pues el costo del pasivo resultó inferior a la rentabilidad del activo. Lo anterior es válido, siempre que ambos términos sean positivos. Si alguno o ambos son negativos, habrá leverage favorable siempre que  $ROE > ROA$ .

No obstante lo anterior, hay que tener en cuenta la incidencia financiera del endeudamiento, ya que al margen de lo que muestre el efecto palanca, podría resultar inviable asumir los compromisos, en caso que la amortización del pasivo se produzca en un período de tiempo demasiado corto para las posibilidades de la empresa.

Por el efecto de lo que se denomina "escudo fiscal", la incidencia de los intereses es menor al que surge a primera vista, debido a que los mismos son descontados para el cálculo del impuesto a las ganancias. Al introducir el efecto impositivo, cambian tanto el ROE como el ROA. No obstante, la relación entre ambos sigue siendo exactamente como en el caso sin impuestos (esto ocurre cuando el cálculo del ROA se realiza deduciéndole al EBIT el efecto del impuesto a las ganancias). Por ello, el leverage no cambia.

Es decir, cuando necesitamos conocer cuál es la máxima tasa de interés promedio que se puede soportar para que el efecto palanca sea neutro, debería compararse dicha tasa con la relación EBIT/Activo. Por ejemplo, si EBIT: 100.000, activo: 1.000.000, un pasivo de una tasa de interés promedio por debajo del 10% producirá un efecto palanca favorable.

A continuación, destacamos algunas cuestiones a tener en cuenta al momento de interpretar el apalancamiento financiero:

1. A pesar de que una deuda tenga un costo superior al ROA, puede que el leverage indique que el financiamiento de terceros ha sido favorable, ya que el efecto de dicho pasivo quede diluido con otros que tengan un costo muy inferior. Por lo tanto, en este caso habrá que tomar en cuenta el apalancamiento financiero marginal, que compare el incremento de la rentabilidad con el costo financiero de la nueva operación.

2. El efecto palanca expresa la conveniencia de utilizar capital ajeno, pero no muestra si resulta más beneficioso financiarse con el mismo o con recursos propios. Es decir, la fórmula parte del supuesto de la restricción de mayor aporte de capital propio.

No podemos responder de dónde deben provenir los fondos, a través del efecto palanca, pues habrá que considerar el costo de oportunidad del capital propio. Es decir, lo que se deja de ganar como consecuencia de no invertir en una actividad alternativa.

Por lo tanto, ante la posibilidad de incrementar el activo y con una expectativa de tasa de rentabilidad del activo positiva, partiremos de la base que cualquiera de las dos fuentes de financiamiento—capital propio o ajeno— deben tener un costo inferior a la tasa de rentabilidad económica y tomaremos —si podemos escoger— la fuente más barata. Por supuesto, que la decisión acerca de cómo financiarse no es unilateral, ya que quienes prestan el dinero estarán dispuestos a arriesgarse sólo hasta cierto límite.

3. Un leverage favorable no significa que se pueda pagar el pasivo, sólo indica la conveniencia económica. Para conocer si la deuda se puede pagar habrá que confrontar los compromisos con la posibilidad de generación de fondos.

4. El cociente que arroje el "efecto palanca" estará no sólo en función a la tasa de rentabilidad del activo y al costo del pasivo, sino también, en función al tamaño del pasivo.

5. Algunos autores, entre ellos Fowler Newton (2011:251), proponen como una alternativa de cálculo la siguiente, que le llama diferencial por apalancamiento:

Diferencial: rentabilidad ordinaria del activo - costo de financiación.

Entendemos que no resulta conveniente el uso de este indicador en forma aislada, por las razones que enumeramos a continuación: a) ¿Cómo tomamos el costo del pasivo? No podemos relacionar el costo financiero del período con el pasivo al cierre del ejercicio, ya que ello no refleja lo que pasó en el transcurso del mismo. Realizar un promedio del período, puede resultar una tarea no del todo sencilla y justificable. b) El cociente no expresa la magnitud en que el pasivo "hizo palanca", por ejemplo si la rentabilidad del activo es del 0,2 y el costo del pasivo 0,1. En este caso la relación siempre será 2 independientemente de la cantidad de pasivo utilizado. Si se ha financiado con una pequeña porción de pasivo, evidentemente la presión que ello hace para elevar los resultados no es igual que si se hubiera financiado con una proporción elevada de los mismos.

## **VI. Información prospectiva**

Se puede realizar el análisis del endeudamiento para saber si el mismo ha sido conveniente, pero generalmente lo que más interesa estudiar es el impacto futuro. Para ello, es necesario contar con información prospectiva.

La prospectiva no consiste en analizar una tendencia, se trata de una mirada desde el futuro hacia el presente, implica exploración. En un mundo tan cambiante en lo económico, sería infructuoso considerar el porvenir como una prolongación del pasado. Para ello, deben aplicarse algunas de las herramientas conocidas para esta técnica como talleres de prospectiva, el método MICMAC o el MACTOR, entre otros.

Una vez que se han determinado los futuribles, deben plasmarse las variables en un modelo.

Al tratarse de una versión simplificada de la realidad, presenta la ventaja que puede observarse el efecto de las variables que tienen más peso con mayor precisión.

La proyección debe realizarse previendo una segmentación de los distintos tramos de la inversión, ya que esta no tendrá el mismo rendimiento en cada etapa y el costo financiero se irá incrementando por el mayor riesgo al que estarían expuestos los financiadores y además, porque internamente se genera una prima por riesgo de insolvencia.

Para este tipo de información, suelen utilizarse modelos estocásticos y determinísticos. Nuestra posición, es que acudir a estos últimos suele resultar más productivo que el uso de probabilidades. El planteamiento adecuado de los escenarios posibles y la aplicación de análisis de sensibilidad, observando los efectos económicos y financieros ante cada situación resulta muy útil, sobre todo cuando participan en la construcción los distintos actores de la empresa. Además de poder construir el futuro, genera una sinergia muy importante, que suele estar reprimida por los acontecimientos rutinarios y predispone a la gestión a enfrentar de mejor manera los sucesos negativos que podrían suscitarse.

## VII. El riesgo

El riesgo de la estructura de capital está asociado fundamentalmente a la posibilidad que los servicios de la deuda queden desbalanceados frente a los fondos que ingresarían como consecuencia de la actividad.

Por lo tanto, habrá que estudiar el peligro que conllevan a que el pasivo se incremente en una proporción no deseable, por ejemplo como consecuencia de la suba de los costos financieros o la elevación del tipo de cambio (en caso de deuda en moneda extranjera) y si existe algún tipo de cobertura de los mismos. En cuanto a los fondos que provengan del EBITDA, deberá estudiarse la volatilidad de los mismos y las consecuencias que acarrearía una retracción del mercado.

Desagregando la ratio de endeudamiento en sus componentes puede verificarse el impacto que se originará ante un cambio y cómo se puede neutralizar el efecto. Por ejemplo, un aumento de los intereses podría ser compensado con aumento de la utilidad operativa, una disminución en la distribución de resultados o un aporte de capital.

$$E = \frac{(pc+pf+op)}{(pni+c+(u-i-z.t)(1-m)-d)}$$

Simbología utilizada:

E: endeudamiento.

pc: pasivo comercial.

pf: pasivo financiero.

op: otros pasivos.

pni: patrimonio inicial.

c: aportes de capital.

u: utilidad antes de intereses e impuesto a las ganancias.

i: intereses de la financiación existente.

z: tasa de interés estimada de los préstamos proyectados.

t: aumento de las obligaciones financieras.

m: alícuota del impuesto a las ganancias.

d: distribución de resultados.

Un elevado porcentaje del costo financiero en el flujo de efectivo operativo puede colocar a la organización en una situación de riesgo elevado, el que se potenciará ante el aumento de los intereses o ante una caída del nivel de actividad.

$$PI = \frac{i}{feo}$$

Simbología utilizada:

PI: participación de los intereses.

i: intereses.

feo: flujo de efectivo operativo.

Una suba de esta relación, más allá que pueda provocar un incumplimiento de los compromisos, generará tensión en las necesidades de financiamiento de capital de trabajo y para el crecimiento.

De manera similar a la ratio anterior, según sea la proporción que ocupen los intereses en el resultado del ejercicio, se pretende medir la sensibilidad que tendrá en los resultados un cambio en los costos financieros.

Para chequear si podrán ser atendidos los servicios de la deuda, Palepu, Healy y Bernard (2002:14-8) señalan el siguiente indicador (la simbología es nuestra):

Donde:

$$cfe = \frac{EBITDA}{\frac{i + (pd + dp)}{(1 - ti)}}$$

Simbología utilizada:

cfe: cobertura del flujo de efectivo.

EBITDA: utilidad antes de intereses e impuesto a las ganancias.

i: intereses del pasivo.



pd: pago de la deuda.

ti: tasa de impuesto.

dp: dividendos preferentes.

Se excluyen los dividendos comunes, porque los mismos son evitables. La justificación de dividir tanto los pagos de deuda como los dividendos preferentes por uno menos la tasa de impuesto reside en que, al no ser dichos pagos deducibles fiscalmente, se les exige un valor mayor que al pago de intereses (ya que estos se descuentan para el cálculo del impuesto). En el caso de sociedades familiares, como dp en lugar de dividendos preferentes, debería incluirse los retiros mínimos que efectuarían los socios.

Si la relación anterior arrojará un número por debajo de la unidad, resultaría totalmente desaconsejable otorgar el préstamo, porque está mostrando la insuficiencia de los resultados y por ende del flujo de fondos que se generaría para hacer frente a compromisos ineludibles.

Para sobrevivir a largo plazo se requiere de una ratio muy por encima de 1, sobre todo cuando el vencimiento de la obligación es prolongado, ya que en este caso también requerirá la reposición de activos.

Wild, Subramanyam y Halsey (2007:531) a partir de una fórmula que es utilizada por la Comisión de Valores y Bolsa de Estados Unidos (SEC), que le llaman "Razón de utilidades a gastos fijos" arriban a un indicador" similar al mencionado por los autores anteriores, pero con mayor cantidad de ajustes. Indicando que se debe tener precaución en aquellas actividades que tienen una importante volatilidad de los resultados, debiéndose exigir en ese caso un cociente mayor que ante la alternativa de un nivel de actividad que resulte estable.

La cuestión referida al riesgo distinta relevancia en las pyme, por las características particulares de este tipo de empresas, donde generalmente la familia y los aspectos emocionales juegan un rol muy importante. Al respecto señala Leach (2010, p. 39):

"En al ámbito familiar, que se fundamenta en aspectos emocionales, prevalecen la protección y la lealtad, mientras que en la esfera empresarial, sustentada en la tarea, rigen el rendimiento y los resultados. La empresa familiar es una fusión de estas dos poderosas instituciones y si bien proporcional el potencial para lograr un rendimiento superior, no es raro que eso también lleve a enfrentar serias dificultades. Esto puede significar que los patrones de conducta —emocionales— que surgen dentro de la empresa, en un contexto comercial, son profundamente irracionales e inapropiados".

En las empresas de este tipo, el proyecto empresario está ligado al familiar, por lo que el riesgo de perder la empresa o el control de la misma presenta connotaciones emocionales y afectivas especiales.

La capacidad de endeudamiento según Pascale (2009:336):

"...Viene dada, en definitiva, por aquel nivel de deuda que la empresa debe tener, conforme a los objetivos que los propietarios asignan a sus inversiones. En este caso, el riesgo de colapso financiero, así como la inflexibilidad financiera, juegan un rol decisivo para una estrategia operativa".

Respecto a la necesidad de incorporar el riesgo por insolvencia financiera, López-Dumrauf

(2003, ps. 435-436) señala:

"El efecto de palanca financiero y el ahorro fiscal se complementarían, actuando en el mismo sentido, y tanto el rendimiento del capital propio como el valor de la compañía aumentarían. Esto es lo que ocurría aun cuando ajustábamos los rendimientos esperados por el mayor riesgo financiero con el CAPM. Pero, en relación con lo que ocurre en la vida real, en este cálculo hay dos problemas evidentes:

- Las compañías no exhiben ganancias toda la vida, de modo que el ahorro fiscal no puede ser aprovechado plenamente.

- Un endeudamiento elevado puede causar dificultades financieras. Estas se manifiestan cuando la firma no puede cumplir sus compromisos. En ese caso pueden ocurrir dos cosas: en primer término cuando los inversores perciben que la compañía puede tener dificultades financieras, demandan rendimientos mayores, lo que hace disminuir el valor de mercado de sus títulos. En segundo término, las dificultades financieras pueden generar una situación que no es contemplada en la teoría de la estructura de capital: la reducción del resultado operativo.

Una propuesta, respecto a cómo obtener la prima de riesgo en una pyme, puede consultarse en Pérez y Bertoni (2016), donde se presentan dos modos de consideración diferentes, uno para el riesgo objetivo y otro para el subjetivo.

### **VIII. Minimización de los costos financieros**

Para la gestión, la composición de la estructura de financiamiento no debe observarse sólo como una cuestión referida a la posibilidad de hacer frente a los compromisos, sino también como la maximización del aprovechamiento de las fuentes de fondos.

El valor económico agregado (EVA) es una medición económica, la cual considera que la empresa genera valor para sus accionistas cuando sus resultados operativos superan al costo del capital, tanto ajeno como propio. A través del cálculo del EVA se podrá verificar si es factible asumir el riesgo, mediante la siguiente fórmula:

$$EVA = A \left\{ k_a - \left[ k_e \frac{N}{A} + k_d (1-t) \frac{D}{A} + k_r \right] \right\}$$

Simbología utilizada:

Eva: valor económico agregado.

A: activo.

ka: tasa de rentabilidad sobre la inversión.

ke: tasa de costo de oportunidad.

N: patrimonio (activos netos).

kd: tasa promedio de costo del pasivo.

t: tasa de impuesto a las ganancias.

D: pasivo.

kr: prima de riesgo.

En el desarrollo algebraico anterior quedan claro los factores que inciden en el costo del capital. Cuando este último supera a la rentabilidad sobre la inversión se estará destruyendo valor, lo cual generará una alerta a la organización sobre la importancia de esta situación, para poder tomar acciones en consecuencia.

El siguiente ejemplo puede resultar ilustrativo respecto a su aplicación: se prevé que la inversión en activos sea financiada en parte con una deuda comercial de \$150.000 a un costo promedio anual del 15%, préstamos financieros de \$1.200.000 a una tasa efectiva anual del 24%, el financiamiento promedio de otras fuentes transitorias sin costo (como cargas fiscales y sociales) por \$300.000, una alícuota de impuesto a las ganancias del 35% (lo cual genera un ahorro fiscal por la deducibilidad de los intereses en el impuesto), con un patrimonio neto (a valores razonables) de \$1.800.000 y con un costo de oportunidad para el capital propio del 20%. Teniendo en cuenta que el nivel de endeudamiento previsto generaría una prima de riesgo para la empresa del 2%.

Cálculo del costo promedio del pasivo:

Tipo de deuda	Importe deuda (A)	Tasa de interés (B)	Costo Ax Bx (1-0,35)
Deuda comercial	150.000	0,15	14.625
Préstamos	1.200.000	0,24	187.200
Otros	300.000		
Total	1.650.000		201.825

Habiendo obtenido el costo de cada tipo de deuda, deduciendo el efecto del impuesto a las ganancias, la sumatoria de todos los costos se divide por la deuda total y así se determina la tasa promedio ponderada del costo de financiamiento de terceros.

Tasa promedio ponderada del financiamiento de terceros:  $201.825/1.650.000 = 0,1223$ .

Luego, se establecen los valores para los distintos componentes de la fórmula arriba señalada.

$$k_e \frac{N}{A} = 0,2 (1.800.000/3.450.000) = 0,1043$$

$$k_d (1-t) \frac{D}{A} = 0,1223 (1.650.000/3.450.000) = 0,0585$$

$$EVA = 3.450.000[0,22-(0,1043+0,0585+0,02)] = 128.340$$

En el ejemplo desarrollado, el Valor Económico Agregado para los accionistas es de \$128.340. Es decir, obtendría ese resultado por encima del costo del capital y la prima de riesgo.

En caso de que el EVA resultara negativo, estaría indicando que el rédito de la inversión está por debajo del costo de financiamiento. En ese caso, habría que cambiar la mezcla en la estructura de capital, para observar si los nuevos costos son compatibles. De no ser posible esto último habrá que tomar en cuenta otra inversión, que si bien podría tener una rentabilidad más baja, posibilite un menor costo de financiamiento.

## **IX. Conclusiones**

Analizar la estructura de capital, sólo a través de la lectura de un indicador como el de endeudamiento puede conducir a importantes errores de interpretación. En este aspecto, deberán tenerse en cuenta tantos aspectos financieros como económicos. En el primer caso, si el pasivo es manejable y por otra parte, la conveniencia económica de la mezcla financiera.

Es necesario ampliar el espectro de la interpretación a través de distintos niveles, además de la capacidad de generación de resultados, el leverage, el nivel de actividad con relación al pasivo, la información prospectiva para evaluar adecuadamente los impactos futuros y el análisis de riesgo.

El enfoque del Valor Económico Agregado, tomando en cuenta una prima ante el riesgo de insolvencia, permite a la gestión confrontar la conveniencia sobre determinada composición del financiamiento en función a la capacidad de rentabilidad de sus recursos. De esta manera, se puede optimizar la mezcla entre capital ajeno y propio, frente a determinados rendimientos de la inversión, la cual no es la misma en todos los tramos, sino que debe tomarse en cuenta la eficiencia marginal del capital y el costo adicional que genera el mayor endeudamiento.

## **X. Bibliografía**

FOWLER NEWTON, E., "Análisis de estados contables", Ed. La Ley, Buenos Aires, 2011.

LEACH, P., "La empresa familiar", Ed. Granica, Buenos Aires, 2010.

LÓPEZ-DUMRAUF, "Finanzas corporativas", Ed. Grupo Guía, Buenos Aires, 2003.

MYER, J., "Análisis de estados financieros", Ed. Mundi, Buenos Aires, 1965.

PALEPU, K. G. - HEALY, P. M. - BERNARD, V. L., "Análisis y valuación de negocios mediante estados financieros", Ed. Thomson, México, 2002.

PASCALE, R., "Decisiones financieras", Ed. Pearson, Buenos Aires, 2009.

PÉREZ, J. O. - BERTONI, M., "Una propuesta de consideración del riesgo en el cálculo del costo del capital en las PYMES para determinar la estructura de financiamiento más conveniente", en Revista Análisis financiero, Ed. Instituto Español de Analistas Financieros, Madrid, 2016.

WILD, J. J. - SUBRAMANYAM, K. R. - HALSEY, R. F., "Análisis de estados financieros". Ed. McGraw Hill, México, 2007.