

Capital de trabajo, gestión de tesorería y valuación de empresas

Gustavo Genoni

Universidad Adolfo Ibáñez

Salvador Zurita L.

Universidad Adolfo Ibáñez

Extracto

En la práctica profesional tiende a confundirse el concepto de capital de trabajo operacional, o necesidad operativa de fondos, con la definición contable de capital de trabajo; esta confusión lleva a errores importantes tanto en las áreas de tesorería de las firmas como en la valuación de empresas. En este artículo discutimos la importante diferencia entre estos conceptos, y argumentamos que el primero de ellos refleja características de la operación de un negocio, mientras que el segundo representa una decisión de financiamiento. Además, cuestionamos la visión popular que sugiere que las firmas financien su necesidad operativa de fondos con capital de trabajo, discutiendo los costos y riesgos implícitos de dicha decisión. Finalmente, mostramos que la confusión de conceptos mencionada puede llevar a errores importantes en la valuación de empresas, como la práctica demasiado difundida de restar sólo la deuda de largo plazo al valor presente de los flujos de caja libres para obtener el valor económico del patrimonio; ello con la consiguiente sobre estimación de su valor.

Abstract

In the professional practice, the concept of operational working capital is confused with the accounting definition of working capital, with consequent errors both in the treasury of companies, and in the valuation of companies. In this paper we discuss the important distinction between operational working capital (a characteristic of a business) and the accounting concept of working capital (a financial decision). Also, we challenge the popular view that suggests that firms should finance with long term debt the recurrent portion of their operative working capital, discussing both the implicit costs and risks of such a strategy. Finally, taking the accounting definition of working capital for the operational working capital can lead also to important mistakes in valuation of companies. One of such too frequent mistake is to subtract only the long term debt from the present value of free cash flows to obtain an estimate of the economic value of equity, with a consequent overestimation of its value.

Introducción

Nuestra motivación para el presente artículo es la existencia frecuente de errores en relación al capital del trabajo, en las áreas de tesorería y valuación de empresas. Argumentamos que el capital de trabajo es una decisión estratégica de la firma, y no simplemente un dato a tener en cuenta, lo que nos lleva a cuestionar la sabiduría convencional respecto al financiamiento de la necesidad operativa de fondos de las firmas. Asimismo, advertimos una sorprendente disparidad en la práctica profesional en lo que se refiere al tratamiento que se da al capital de trabajo para valorar el patrimonio, aun por métodos de uso generalizado, como el de flujos de caja libres; la disparidad de criterio, mostramos, proviene de confundir las necesidades operativas de fondos de las empresas con la decisión de cómo ellas se financian. La Sección que sigue discute las diferencias conceptuales entre necesidad operativa de fondos (un concepto económico de las operaciones) y capital de trabajo (un concepto contable, y que responde a una decisión financiera), la Sección 2 trata de la estructura de financiamiento de las operaciones corrientes, y los costos y riesgos de dicha decisión; finalmente, la Sección 3 se refiere a problemas de valoración de empresas asociados a la confusión de capital de trabajo con necesidad operativa de fondos.

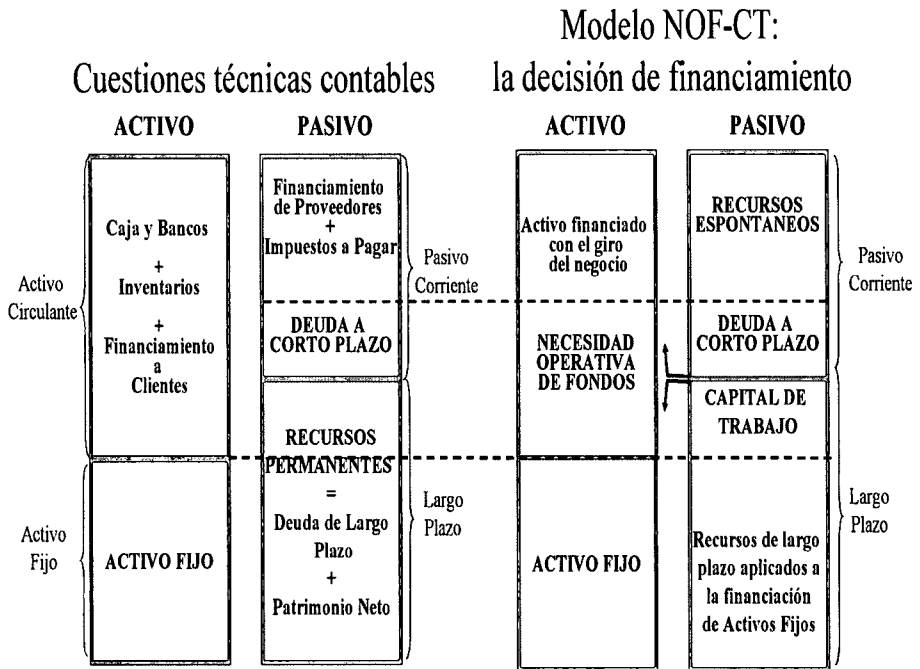
1. Necesidad operativa de fondos y capital de trabajo

Para entender mejor el rol del capital de trabajo en la financiación y funcionamiento de la empresa debemos primero entender para qué sirve. El capital de trabajo representa una decisión sobre cómo financiar la Necesidad Operativa de Fondos.

Como bien lo plantea J. Faus (2001), la Necesidad Operativa de Fondos (NOF) está dada por la parte del activo circulante operacional que no se financia en forma espontánea por el giro del negocio¹. La NOF se define entonces como Activos Circulantes Operativos (ACO) netos de los Pasivos Circulantes Operativos (PCO). Los ACO representan los activos circulantes necesarios para la operación e incluyen, por ejemplo, financiamiento a clientes en cuentas por cobrar, inventarios, caja, etc. estos suelen coincidir con los Activos Circulantes que aparecen en el balance, salvo partidas en niveles en exceso de lo necesario para la operación (caja, valores negociables, etc.); representando estos últimos Otros Activos No Operativos. Los PCO, por su parte, corresponden en general a los Pasivos Circulantes contables pero excluyendo deuda bancaria a corto plazo; también se llaman pasivos espontáneos y representan los recursos que le llegan a la empresa por el solo giro del negocio (por ejemplo, el financiamiento obtenido de los proveedores en cuentas por pagar, el plazo otorgado por el fisco para pagar los impuestos, etc). además, también pudiera haber partidas en niveles no sostenibles (por ejemplo, atraso en pagos a proveedores no son un pasivo espontáneo sostenible), en cuyo caso el exceso de tales partidas no puede considerarse parte del financiamiento espontáneo de largo plazo (ver gráfico 1).

¹ NOF corresponde al concepto de capital de trabajo operacional en Copeland, Koller y Murrin (2000).

Gráfico 1



Las variaciones en la Necesidad Operativa de Fondos representan inversiones netas que la empresa decide, a veces inconscientemente, hacer cuando decide crecer en su nivel de actividad². Mientras que el crecimiento trae aparejado un mayor uso de recursos en financiación de clientes, inventarios, caja y otros rubros del activo circulante, también trae consigo un mayor financiamiento espontáneo de proveedores, el fisco y otros agentes no financieros que cobran en forma diferida un creciente volumen de operaciones. Por lo tanto, la NOF es la inversión en activo circulante cuyo financiamiento hay que planear, evaluar y decidir.

² Para una mejor ilustración sobre decisiones de inversión inconscientes ver Lorenzo Preve (1999).

El Capital de Trabajo (CT)³, en cambio, es una decisión totalmente distinta. Se le suele llamar Capital de Trabajo a los recursos de largo plazo (patrimonio o deuda de largo plazo) excedentes por sobre la financiación del activo fijo o inmovilizado. Como puede verse en el gráfico 1, esto es equivalente a Activo Circulante menos Pasivo Corriente. El capital de trabajo son los recursos de largo plazo que la firma usa para financiar al menos una parte de su NOF. Como el CT involucra recursos de largo plazo y por lo tanto es una decisión estructural sobre cómo financiar el negocio, podría esperarse que el mismo no varíe abruptamente de un día para el otro más que por la retención de beneficios⁴.

De esta manera se hace claro que el Capital de Trabajo es un concepto fundamentalmente distinto de la NOF. Esta diferencia tiene múltiples implicancias para las firmas.

2. La estructura de financiamiento de las operaciones corrientes

La necesidad operativa de fondos se incrementa por decisiones operativas, por ejemplo, el aumento del financiamiento a clientes a través de aumentar la venta a crédito (o aumentar los plazos de cobro), los aumentos de inventarios, o la reducción en el plazo de pago a proveedores, las cuales no están en su totalidad controladas por la gerencia financiera. Por lo tanto, la NOF no es una decisión de la gerencia financiera sino, a menudo, un hecho que resulta de la política comercial y operativa de la empresa. Dado que la NOF se origina fuera de la gerencia financiera, pero es esta última la que debe buscar los medios para financiarla, la gestión de tesorería requiere de un elevadísimo grado de coordinación entre las distintas áreas de la empresa.

Por otro lado, el capital de trabajo es una decisión netamente financiera. Suponiendo que la NOF fuese positiva⁵ puede financiarse tanto a corto como largo plazo. Nótese que el capital de trabajo sólo aumenta si la firma decide

3 En la literatura en España se le llama Fondo de Maniobra (FM).

4 Por supuesto, en una reestructuración de pasivos, en que la empresa pasa deuda de corto plazo al largo, el CT varía de un día para otro (específicamente, aumenta).

5 Hay negocios en que tanto el capital de trabajo como la NOF son negativos (conceptos de pasivo), por ejemplo, el negocio de la distribución de alimentos y en general todos aquellos negocios en que una de las maneras de obtener rentabilidad es poseer una muy baja inversión en circulante, y generar una financiación a corto plazo operativa alta.

financiar la NOF con recursos de largo plazo, ya sea con un aporte de capital accionario, retención de beneficios o mediante el endeudamiento a largo plazo. Alternativamente, si se decide financiar un incremento de NOF con deuda a corto plazo, entonces el capital de trabajo no se modifica. Una empresa que decidiera financiar el total de su NOF con deuda de corto plazo no tendría capital de trabajo. Esta diferenciación entre Capital de Trabajo y NOF nos permite entender que existe un grado de libertad en la elección de la fuente de financiamiento. Dicha diferenciación es importante por diversas razones.

Si bien la NOF es una necesidad de corto plazo, frecuentemente una parte importante de ella es de carácter recurrente. El activo corriente, si bien puede convertirse en recursos líquidos en el corto plazo, se irá renovando en la medida que la empresa reponga los inventarios vendidos, financie nuevas compras de clientes a medida que los mismos vayan pagando las compras anteriores, etc. y eso determinará que parte de la NOF sea de carácter recurrente.

Hay negocios, sin embargo, en los que la NOF permanente, que se deduce de la comparación de balances anuales, es muy distinta a la NOF estacional, que se deduce de comparar balances mensuales o trimestrales. Este sería el caso de negocios con alta estacionalidad, donde las NOF permanentes pueden ser positivas y de montos pequeños, y las NOF estacionales elevadas y de signo positivo o negativo, dependiendo de su estructura de financiación operativa a corto plazo.

Dado este carácter recurrente de la NOF los libros de texto sugieren que la parte recurrente de la NOF sea financiada a largo plazo, es decir, con capital de trabajo ⁶. La razón, a riesgo de ser redundante, consiste en que si la empresa financiara su NOF de carácter recurrente con deuda de corto plazo estaría confiando en poder renovar sus créditos de la misma forma en que se renueva su inventario y su financiamiento a clientes. En caso de que la empresa enfrentara una restricción crediticia y no pudiera refinanciar su deuda de corto plazo se vería obligada a interrumpir su financiamiento a clientes, disminuir su inventario y/o disminuir su caja a fin de afrontar el vencimiento de la deuda. En este sentido, la recomendación típica de los libros de texto parece apropiada:

6 Ver, por ejemplo, J. F. Weston y T.E. Copeland (1988) o Faus y J. Tapies (1999).

“Financie con CT la porción recurrente de su NOF”. Es importante notar que esta recomendación no es una regla válida en todas las circunstancias y que, por lo tanto, se le debe dar al menos un momento de análisis.

Un caso típico en donde la recomendación no es automáticamente válida es en un escenario de curvas de rendimiento crecientes en donde las tasas de interés de largo plazo son más altas que las de corto plazo. En semejante escenario hay un costo a pagar por no tomar el riesgo de refinanciación y el *trade-off* entre costo y riesgo debiera ser una decisión evaluada en términos de costo y beneficio.

Por otro lado, si la empresa se decide a financiar su NOF (activos netos de corto plazo) con CT (pasivos de largo plazo), está automáticamente introduciendo una exposición a cambios en la tasa de interés, en lo que a valor económico de su patrimonio se refiere.

Por ejemplo, asumiendo que la duración ⁷ del activo corriente a financiar es menor que la de los recursos de largo plazo que integran el CT, si las tasas de interés bajan el valor de mercado de sus activos de corto plazo (NOF) podría subir menos que el valor de mercado de los pasivos de largo plazo ocasionando una pérdida de valor para el accionista. Más aún, si cambia la pendiente de la curva de rendimientos y la tasa de corto sube mientras que las tasas de largo bajan, el valor de mercado de los pasivos de largo (CT) estaría subiendo al mismo tiempo que el valor de los activos de corto (NOF) estaría bajando. De esta forma, una empresa que no se dedica a especular en el mercado de tasas de interés, podría inadvertidamente tomar una posición especulativa en tasas de interés. Claramente parte de la pérdida o ganancia la asume en ese caso el accionista.

En cambio, financiar la NOF a corto plazo (i.e. con deuda de corto plazo y no con CT), está más cerca de una estrategia financieramente neutra conocida como calce de duraciones (*matching duration*). Si las tasas de interés de corto bajan (sube) el aumento (caída) en el valor de mercado de su pasivo de corto

7 Se entiende la duración como la primera derivada del valor de un activo o pasivo respecto de la tasa de interés definida como la tasa de descuento relevante. Nótese que aquí se considera el valor económico y no el contable de los activos y pasivos mencionados, por lo tanto, el concepto de valor es el de valor presente de los flujos de fondos asociados.

será compensado por un aumento (caída) similar en el valor de su activo de corto. Si seguimos una estrategia de gestión de riesgo basada en tomar sólo los riesgos que las empresas tienen ventajas comparativas en manejar, ver Tufano (2001), deberíamos encontrar que la mayoría de las empresas que no tienen habilidades superiores en predecir el comportamiento de las tasas de interés deberían financiar su NOF con deuda de corto plazo.

Claramente, si la duración de la NOF recurrente es inferior a la duración del CT, existe un trade off entre los riesgos que se asumen. Financiar la NOF con CT reduce el riesgo de refinanciación, pero aumenta el riesgo de tasa de interés.

Otro caso interesante y generalmente ignorado consiste en la posibilidad de financiar la NOF con el descuento de las facturas de clientes. No es eficiente que una firma con baja calificación crediticia tome una deuda a largo plazo (CT) para financiar a corto plazo a un cliente que tiene una alta calificación crediticia, sobre todo cuando los márgenes por riesgo crediticio tienden a aumentar con el plazo de las deudas. El factoring con recurso, es decir, aquel en el que la empresa se endeuda utilizando como garantía las facturas de sus clientes, introduce una herramienta de financiamiento muy eficiente, que se desaprovecharía si la firma sigue ciegamente las recomendaciones de los libros de texto respecto de financiar su NOF con CT.

Una alternativa conceptualmente muy similar es la de securitizar las facturas de sus clientes con alta calificación crediticia⁸, aunque esta última podría requerir volúmenes mayores para cubrir los costos fijos de una emisión de bonos securitizados. Pero ambas alternativas permiten que proveedores de baja calificación crediticia puedan tomar, a bajo costo, financiamiento de corto plazo, el cual pueden renovar de la misma forma en la que renuevan sus créditos a clientes. Si financiara la NOF con CT, un proveedor de menor calificación crediticia debería: 1) tomar recursos asumiendo el costo de su propia calificación

8 En esta alternativa, la firma vende las facturas a un Vehículo de Propósito Especial (SPV), alejado de la quiebra de la firma misma (en el sentido que, si la firma quiebra, sus acreedores no pueden perseguir el pago de sus acreencias tomando posesión de las facturas, las que han sido transferidas y por tanto no más propiedad de la firma). El SPV emite posteriormente bonos securitizados que tienen como respaldo las facturas mencionadas. Para más detalles, ver, por ejemplo, Gregoire y Zurita (2003).

crediticia el cual sería mucho mayor, y 2) tomar recursos a plazos largos, lo cual potencia el costo del financiamiento dada su condición de riesgo crediticio⁹.

Obviamente la recomendación de los libros de texto resulta mucho más apropiada cuando se trabaja en mercados sometidos periódicamente a racionamiento crediticio de tipo sistémico, como suele ser el caso de algunos países emergentes. Sin embargo, aún en estos casos, la decisión sobre cómo financiar la NOF merece una breve consideración. En el caso de las empresas trasnacionales que compiten con empresas puramente locales, financiar la NOF a corto plazo puede resultar en una ingeniosa estrategia competitiva¹⁰. Si la empresa trasnacional puede acceder a mercados internacionales de crédito en momentos en que el mercado local enfrenta un severo racionamiento crediticio, entonces podrá refinanciar sus deudas de corto plazo, aun cuando sus competidores locales no puedan. Por otro lado, la empresa con acceso a los mercados internacionales que se financia a corto plazo puede otorgar a sus clientes condiciones de financiamientos más baratas que las que ofrezcan proveedores locales que financian su NOF con CT (a largo plazo). Si la empresa trasnacional hace esto durante un término prolongado puede forzar a la competencia a financiarse localmente a corto plazo para poder competir. Llegada la circunstancia de racionamiento crediticio la empresa trasnacional podrá renovar su financiamiento de corto plazo y las locales no, absorbiendo la primera el mercado abandonado por las segundas. Por supuesto, esto también exigiría sopesar los riesgos asociados con financiar clientes en épocas de racionamiento crediticio.

Como se puede ver, los grados de libertad que existen en las decisiones de financiamiento pueden resultar muy valiosos si se emplean apropiadamente y hasta en cuestiones simples, como la gestión de tesorería de corto plazo, hay cuestiones estratégicas a considerar. El no diferenciar apropiadamente entre la NOF y el CT lleva a perder grados de flexibilidad en la gestión que son esenciales para la empresa.

9 Nótese que, si bien la calificación crediticia de una firma depende del riesgo crediticio que representan sus créditos a clientes, existen innumerables circunstancias en las que la calificación crediticia de un proveedor puede ser muy inferior a la del cliente. El caso de los proveedores pequeños de grandes cadenas de supermercados es un claro ejemplo de ello.

10 Para una ilustración (en otro contexto) sobre las posibilidades de competir en el mercado de productos utilizando la estructura de capital como herramienta competitiva, ver el trabajo pionero de J. Brander y T. R. Lewis (1986).

3. El valor de la NOF como parte del activo neto de la empresa

Los errores a que conduce el asociar equívocamente cualquier incremento en la NOF a un incremento en el CT se extienden también al campo de la valuación de empresas.

A menudo, cuando se valúa el capital accionario de una empresa, se recurre a uno de los dos enfoques tradicionales que pasan por valorar el activo neto de la empresa y luego restar el valor de la deuda para llegar así al valor del capital accionario. Las dos metodologías más comúnmente usadas, “valor presente ajustado” (APV) y “flujos de caja libres descontados al costo promedio ponderado del capital” deberían, en la mayoría de las circunstancias, llevar al mismo valor del activo de la empresa. Dos fuentes de problemas suelen aparecer en la aplicación de estas metodologías. La primera guarda relación con la tasa de descuento apropiada cuando se usa el costo promedio ponderado del capital ¹¹; la segunda se refiere a la determinación del valor apropiado de la deuda a sustraer del valor del activo para llegar al valor del capital accionario.

Debido a que este último está relacionado al tema que nos ocupa, centraremos nuestros comentarios en abordar la pregunta sobre qué deuda es pertinente restar del valor de activos para obtener el valor económico del patrimonio.

No revisaremos aquí íntegramente las dos metodologías, ya que las mismas se pueden encontrar en casi cualquier libro de texto de finanzas corporativas modernas, pero sí revisaremos los aspectos relevantes para poner el problema en contexto ¹². En ambos enfoques se trata de establecer el valor de la compañía en marcha. Para ello se proyectan los flujos de caja libres esperados que se generarían con los activos netos de la compañía (activo total neto de los recursos espontáneos), sin importar cómo ésta se financie, es en este sentido que se dice estar valuando el activo. El flujo de fondos libre está dado por:

11 Una práctica profesional extendida y equivocada consiste en calcular el WACC considerando sólo la deuda de largo plazo, sin incluir el costo de la deuda de corto plazo. Lo mismo ocurre al limpiar el efecto del financiamiento del beta accionario para obtener el beta de activos, si no se considera la deuda de corto plazo en la razón de endeudamiento.

12 Ver, por ejemplo, Grinblatt y Titman (2002), Damodaran (2002), o Copeland, Koller y Murrin, “Valuation” (2000).

Beneficios antes de impuestos e intereses - Impuestos (los que resultarían si no hubieran intereses a pagar) + Amortizaciones y Depreciaciones - Variación de la NOF – Inversión en Activo Fijo.

Nótese una vez más que usamos aquí el término “variación de la NOF” y no el de “variación del Capital de Trabajo” típicamente usado en los libros de texto ¹³. Usar el término Capital de Trabajo llevaría a pensar que la empresa financia el crecimiento de su activo corriente neto con deuda de largo plazo o con capital accionario, lo cual, a su vez, puede llevar a múltiples confusiones. Además, como notáramos en la discusión anterior, si la empresa presenta NOF estacional, para efectos de valuación corresponde utilizar como aproximación al verdadero flujo de fondos la NOF promedio (incluyendo la estacionalidad).

El flujo de fondos que se estima de esta forma es el que está disponible para ser distribuido entre acreedores de la deuda financiera de corto y de largo plazo y los accionistas. El pago a los proveedores de recursos espontáneos ya está descontado de este flujo de fondos; por ejemplo, el precio de los insumos refleja el costo del crédito de proveedores (el precio refleja las condiciones de compra). Nótese que las variaciones de NOF representan los aportes de fondos requeridos, netos de los aportes realizados (recibidos) por los proveedores de recursos espontáneos. De esta forma queda claro que lo que se está valuando es el activo neto de la firma.

Tanto si se calcula el valor del activo por el método de flujo de caja libre descontado al costo promedio ponderado del capital como si lo calcula por el método del valor presente ajustado, el flujo de fondos del cual se parte es el mismo.

Si utilizamos método del valor presente ajustado, el valor del activo neto se calcula como el valor presente de los flujos de caja libres (definidos en la forma descrita anteriormente) descontados al costo del activo (el costo del capital de una empresa sin deuda), más el valor presente del escudo fiscal de la deuda (donde se utiliza como tasa de descuento la tasa de interés de mercado de la deuda, que puede no coincidir con la tasa a la que originalmente se contrató la

13 Un libro que adopta la idea (correcta en nuestra opinión) de medir variaciones en la NOF en vez de la confusa noción de cambios en el capital de trabajo es el de F. J. López y W. De la Luna (2001).

misma), menos los posibles efectos directos e indirectos de dificultades financieras llegamos al valor del activo neto; y más activos prescindibles (no necesarios para la generación del flujo de caja proyectado), si los hubiere ¹⁴. Es obvio entonces que para llegar al valor del capital accionario debemos restar al valor del activo neto el valor de mercado de la deuda de corto plazo y de la deuda de largo plazo. Sin embargo, se ha transformado en una práctica extendida el considerar que para encontrar el valor del capital accionario sólo se debe restar la deuda de largo plazo. Ello con la evidente sobrevaloración del patrimonio de la empresa así valorada.

Una vez más el error proviene de confundir el Capital de Trabajo con la NOF. En aquellos casos en que se calculan los flujos de caja libres sustrayendo los incrementos de Capital de Trabajo en lugar de los incrementos de NOF, la metodología de cálculo típicamente empleada hace que el monto sustraído corresponda a la variación de NOF. El hecho de llamarlo CT refleja una vez más el supuesto implícito de que todo aumento de NOF se financia con Capital de Trabajo (deuda de largo plazo y recursos patrimoniales).

Sin embargo, esto no exceptúa el hecho de que puede existir, y en general existe, una deuda financiera de corto plazo, preexistente a la fecha de valuación, la cual, en general, se asume que seguirá existiendo y que financia al menos parte del activo corriente preexistente. El flujo de fondos proyectado corresponde, como notáramos antes, al activo neto, parte del cual se financia con deuda de corto plazo y es por ello que a la hora de examinar cómo se reparte el valor del activo neto entre los proveedores de capital debe considerarse que parte del mismo corresponde a los acreedores de corto plazo preexistentes. Esto es aún más obvio si consideramos que, para llegar al flujo de caja libre, no estamos deduciendo los intereses por la deuda de corto plazo y en consecuencia parte del flujo de fondos proyectado o de su valor presente deberá ser destinado a los acreedores de dicha deuda.

Queda entonces claro que parte del flujo de libre proyectado corresponde a los acreedores de deuda financiera de corto plazo preexistentes. Esto aclara cómo es la distribución del valor del activo desde el punto de vista de los flujos; veamos ahora el problema desde el punto de vista de los stocks.

14 Los activos prescindibles pueden incluir partidas del activo circulante (caja y valores negociables en exceso) como de activo fijo (terreno, oficinas, etc.).

A menudo se justifica el no restar la deuda financiera de corto plazo preexistente del valor de los activos, con el argumento que la misma está calzada contra una porción del activo circulante y, por lo tanto, la deuda de corto se cancelará con la liquidación de la parte correspondiente de ese activo. El argumento se basa en el concepto contable de CT, el que corresponde a la diferencia entre el Activo Corriente y el Pasivo Corriente. De modo que, dice el argumento, si para llegar al valor del capital accionario se hubiera de restar del valor de la deuda de corto, entonces, por consistencia, correspondería sumar el del activo corriente.

¿Es correcto este argumento? Sí, si el objetivo fuese obtener el valor de liquidación de la empresa, puesto que en el evento de liquidación la empresa recupera la NOF (a su valor de liquidación). No, si el propósito es obtener el valor de una empresa en marcha, ya que el activo corriente no se puede liquidar para pagar la deuda de corto plazo (a menos que se trate de activos prescindibles, es necesario para la operación del negocio). El valor de la empresa en marcha está dado por el valor presente de su flujo de fondos descontados. Para generar tal flujo de fondos es necesario mantener la inversión en el activo corriente de la misma forma que es necesario mantener la inversión en activos fijos de la empresa. El valor de ese activo corriente ya está computado dentro del valor presente del flujo de fondos y es el valor que le corresponde a los proveedores de fondos que financian esos activos, uno de los cuales son los deudores financieros de corto plazo.

El valor del activo corriente financiado por la deuda de corto plazo preexistente está incluido en el valor presente de los flujos de fondos estimados y dado que los acreedores financieros de corto plazo son quienes los financian, ellos tienen derechos sobre una porción del valor del flujo de fondos generado por el activo neto. Por lo tanto, para llegar al valor del capital accionario se hace necesario deducir, no sólo el valor de la deuda de largo plazo, sino también, el valor de la deuda de corto plazo.

El argumento esgrimido respecto a que la deuda financiera de corto plazo no debe considerarse porque se cancela con una parte del activo corriente es equivalente a decir que la deuda de largo plazo no debe considerarse porque se puede cancelar con la liquidación de activos (fijos o circulantes); pero ambos activos son vitales para la generación del flujo de fondos parte de cuyo valor se le debe a acreedores.

Para un ejemplo ilustrativo, supóngase que el valor del flujo de fondos del activo neto de una compañía es de \$ 100, el valor de liquidación de su activo fijo es de \$ 90. La empresa no tiene deuda de largo plazo pero el valor de mercado de la deuda de corto plazo es de \$ 90, es decir, que la empresa financia buena parte de su activo fijo con deuda financiera de corto plazo. ¿Podemos decir en este caso que el valor del patrimonio es de \$ 100 porque la deuda de corto plazo se cancela con parte del activo corriente? Claramente no. El valor del patrimonio de esta firma es \$ 10 y la deuda de corto plazo debe ser sustraída del valor del activo neto para llegar al valor del patrimonio.

Errores conceptuales como éste, tan peligrosa como ampliamente aceptados, vician las prácticas profesionales, la operaciones fusión y adquisición y la estrategia financiera de la firma.

REFERENCIAS

- BRANDER, J. Y T. R. LEWIS (1986), "Oligopoly and financial structure: The limited liability effect", *American Economic Review* 76, N° 5.
- COPELAND, T., T. KOLLER Y J. MURRIN (2000), "Valuation", John Wiley & Sons, Third Edition, 2000.
- DAMODARAN, A. (2002) "Investment valuation", John Wiley & Sons, Inc.
- FAUS, J (2001), Políticas y Decisiones Financieras para la Gestión del Valor en las Empresas, Estudios y Ediciones IESE, Segunda edición.
- FAUS Y J. TAPIES (1999), "Finanzas Operativas: Gestión Financiera de las Operaciones del Día a Día", Cuarta edición.
- GREGOIRE, J. Y S. ZURITA (2003), "Desarrollo y perspectivas de la securitización en Chile", *Estudios Públicos*, número 92, primavera.
- GRINBLATT Y TITMAN (2002) "Financial Markets and Corporate Strategy", McGraw-Hill, segunda edición.

LÓPEZ, F.J. Y W. DE LA LUNA (2001) “Valoración de empresas en la práctica”, McGraw-Hill.

PREVE, LORENZO (1999), “La inversión sin querer”, *Fronteras del Management*, noviembre.

TUFANO, PETER Y JONATHAN HEADLEY (2001), “Why manage risk”, Note 9-294-107, HBS.

WESTON, J. F. Y T.E. COPELAND (1988), “Finanzas en Administración”, Octava Edición (Tercera edición en español), McGraw-Hill.

Copyright of *Estudios de Administración* is the property of Estudios de Administracion and its content may not be copied or emailed to multiple sites or posted to a listserv without the copyright holder's express written permission. However, users may print, download, or email articles for individual use.