

1

LAS FINANZAS EN LA EMPRESA

“He tenido la enorme fortuna de conocer a cientos de CEO’s en todo el mundo, y de ellos he aprendido que es fundamental estar bien centrado, mientras que tener una visión estrecha es un grave error.”

Joseph Neubauer
CEO de ARAMARK

1.1. INTRODUCCIÓN

Puede ocurrir, quizás con frecuencia, que gestores no financieros consideren que los aspectos financieros de su área de responsabilidad son temas que no les conciernen: en la medida en que hagan bien las tareas operativas sobre las que tienen una responsabilidad directa, piensan, la calidad de sus decisiones está garantizada.

¿Hasta qué punto es esto cierto? ¿Por qué es relevante que cualquier gestor involucrado en un negocio esté familiarizado, al menos a nivel de usuario, con la información financiera? ¿Cómo debe usar esta información para mejorar la calidad de su gestión directiva? ¿Con qué criterios se debe evaluar una actuación, propia o ajena, bajo una perspectiva financiera? ¿Es esta perspectiva relevante?

En este capítulo inicial se aborda la importancia, para cualquier directivo con un cierto nivel de responsabilidad, de tener una visión financiera para entender lo que pasa en su unidad de negocio, y las implicaciones que tienen sus decisiones sobre el resto de la empresa.

1.2. ¿QUÉ APORTA LA VISIÓN FINANCIERA?

Analizar la realidad empresarial bajo una perspectiva financiera permite:

- Tener una visión global de la empresa.
- Entender las interrelaciones entre las diversas políticas empresariales que se están aplicando.
- Comprobar si la gestión está permitiendo conseguir los objetivos previstos.

Suele decirse que uno de los objetivos irrenunciables de una empresa es crear valor económico, entre otros motivos porque es una vía para asegurar la continuidad del negocio. Como es sabido, para medir y gestionar ese valor económico es preciso partir de la información que proporciona la contabilidad y analizarla empleando herramientas financieras y criterio de gestión.

En este sentido, una visión financiera permite distinguir entre rentabilidad y valor contable, y rentabilidad y valor económico.

1.2.1. LA RENTABILIDAD Y EL VALOR CONTABLE

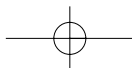
El resultado contable de un negocio se detalla en la Cuenta de Explotación, a través de comparar, para un período temporal, ingresos con costes y gastos asociados. El valor contable se recoge en el Balance de Situación, comparando los recursos invertidos hasta la fecha con las fuentes que financian esas inversiones.

Al relacionar resultado contable con recursos empleados se deriva la rentabilidad contable, en sus diversas presentaciones¹.

Consideremos el caso de la empresa Open, S.A. Supongamos que para el año 2006, la Cuenta de Resultados es la siguiente (en miles de euros):

Cuenta de Explotación. Año 2006	
Cifras en miles de €	
Ventas	10.000
Coste de Ventas	-6.000
Margen Bruto	4.000
Gastos Operativos:	
Personal	-2.000
Gastos Generales	-1.000
Admon y Ventas	-500
Total Gastos Operativos	-3.500
BAII	500
G. Financieros	-55
BAI	445
Impuestos	-134
Beneficio Neto (BN)	312

¹ Rentabilidad sobre ventas, sobre inversiones, sobre activos o sobre recursos propios, por citar algunas de las más frecuentes.



donde:

BAII = Beneficio antes de Intereses e Impuestos. Es un beneficio operativo.

BAI = Beneficio antes de Intereses

Si el Balance a 31 de diciembre de 2006 es:

Balance de Situación a 31-12-2006			
Cifras en miles de €			
Activo		Pasivo	
Tesorería	50	Cuentas a pagar	2.000
Inventarios	1.000	Otros Pasivos Circulantes	200
Cuentas a cobrar	1.250	Total Pasivo Circulante	2.200
Total Activo Circulante	2.300	Deudas Bancarias totales	1.100
Activos Fijos Brutos	5.000	Capital	1.000
Fondo Amortización Acumulada	-2.000	Reservas	1.000
Activos Fijos Netos	3.000	Total Recursos Propios	2.000
Total Activos	5.300	Total Pasivos	5.300

entonces:

- 1) el resultado neto contable del año 2006 es de 312.000 €
- 2) el valor contable de los Activos de la empresa es de 5.300.000 €
- 3) la rentabilidad contable sobre el total de activos es del 5,9%²
- 4) la rentabilidad contable sobre los recursos propios es del 15,6%³

Esta información contable es muy relevante, pero presenta limitaciones operativas y conceptuales que es preciso considerar cuando se trata de juzgar la actuación de un equipo directivo, o de tomar decisiones sobre el futuro.

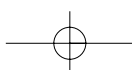
Entre las limitaciones conceptuales conviene recordar que la información contable:

- a) proporciona datos sobre el pasado, no sobre el futuro;
- b) no informa sobre flujos de fondos, sino sobre beneficios o pérdidas contables que pueden diferir sustancialmente de los primeros;
- c) no incluye ningún tipo de ajuste por los riesgos que existen.

Por otra parte, la información contable, en la práctica, presenta el problema de la diversidad de resultados que pueden obtenerse para reflejar una misma realidad empresarial, como consecuencia de la utilización de métodos contables diferentes y/o criterios de valoración no homogéneos. Si la creación de valor se midiese exclusivamente por el resultado contable, sería una realidad difícilmente comparable. A modo de ejemplo, el Cuadro 1 recoge resultados contables de Credit Suisse para 2003 empleando principios contables suizos y americanos (datos en miles de millones de francos suizos):

² Medida como el cociente entre BN y el total de Activos

³ Medida como el cociente entre BN y los Recursos Propios



Cuadro 1: Conciliación entre datos contables para Credit Suisse. Año 2003.

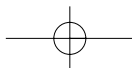
Resultado Neto	Recursos Propios	
Con base en principios contables (pc) suizos	4.999	31.736
Ajustes en deuda y RRPP	- 246	222
Provisiones	- 202	-30
Ajustes compras empresas	797	2.149
Planes de pensiones	298	-630
Impuestos	-404	50
Compra Winterthur	-3.913	1.783
Otros	-559	-1.289
Con base en pc americanos	770	33.991

Fuente: Estados contables de Credit Suisse

Los orígenes de estas diferencias pueden estar en los diversos criterios contables que se emplean en los países para reflejar realidades empresariales tan variopintas como:

- 1) las fusiones, escisiones y adquisiciones de negocios;
- 2) los impuestos diferidos;
- 3) los fondos de pensiones;
- 4) los cambios en monedas extranjeras;
- 5) las reservas contables;
- 6) la revalorización de activos;
- 7) los instrumentos financieros derivados;
- 8) los *leasings*;
- 9) los gastos de amortización;
- 10) los activos intangibles como el fondo de comercio.

Ante este hecho, la comunidad internacional está llevando a cabo un esfuerzo para homogeneizar criterios en la presentación y registro contable de realidades económicas empresariales. Todo parece indicar que en Europa esta homogeneización se llevará a cabo a través de las llamadas normas internacionales de contabilidad (NIC), mientras que en Estados Unidos prevalecerán los principios contables americanos (PCA). A pesar de estos intentos de homogeneización, no siempre los criterios de las NIC coinciden con los PCA. A modo de ejemplo, en un tema tan importante como la adquisición de empresas se producen diferencias tan relevantes como las que se resumen en el Cuadro 2.

**Cuadro 2: Principales diferencias entre las NIC y los PCA**

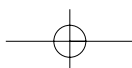
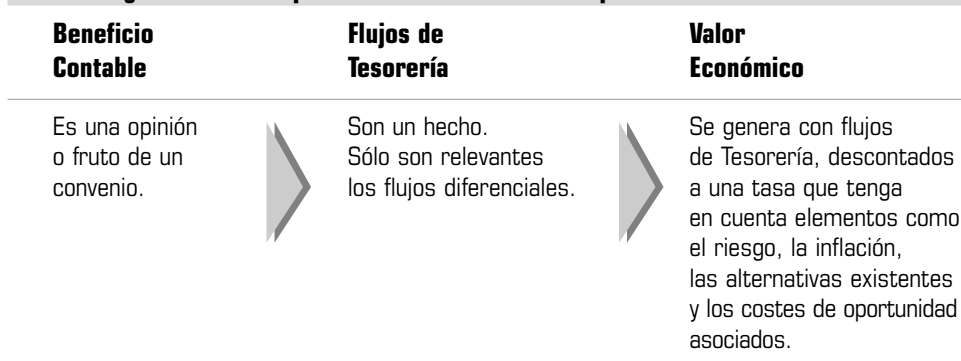
Hecho contable	Criterios CPA	Criterios NIC
I + D en proceso	Se considera gasto	Puede activarse
Contingencias en proceso de pre-compra	No se consideran	Se valoran a <i>fair value</i>
Hecho contable	Criterios CPA	Criterios NIC
Provisiones por gastos de reestructuración	Se permiten tuviese ya un plan previo	No se permiten, a no ser que la empresa objeto de compra
Fondo de comercio de intereses minoritarios	No se reconoce	Se reconoce

Finalmente, la información contable puede ser objeto de manipulación, por lo que es relevante analizar su calidad informativa.

1.2.2. LA RENTABILIDAD Y EL VALOR ECONÓMICO

La rentabilidad y el valor contable es la información básica sobre la que hay que medir la rentabilidad y el valor económico.

La figura 1 trata de resumir los principales componentes de lo que puede denominarse como la cadena conceptual de valor económico. Como vemos, para crear valor económico no es suficiente con generar beneficio contable, sino que se precisa tomar decisiones cuya implantación genere un beneficio económico que sea mayor que el coste de los recursos empleados. Para cuantificar este beneficio económico y el coste de los recursos asociados es preciso identificar los flujos de tesorería futuros diferenciales que aportará la decisión que se está considerando, y descontarlos a una tasa que incluya elementos como la inflación, el riesgo asociado a esa decisión, las alternativas existentes y los costes de oportunidad que se derivan de esas alternativas.

Figura 1: Los Componentes de la Cadena Conceptual de Valor Económico

En definitiva, la medida correcta del valor económico generado por una decisión empresarial se reduce a descontar los flujos de tesorería correctos, a la tasa de descuento apropiada. Con una visión financiera se trata de intervenir activamente en la manera en cómo se instrumenta esa medida de valor en el negocio, proporcionando soluciones que no sólo sean correctas desde el punto de vista conceptual, sino también operativas para los diversos gestores involucrados en esas decisiones. De esta afirmación se deducen, entre otras, las siguientes consecuencias:

- Un gestor con visión financiera debe trabajar activamente para que exista una coherencia entre la medida del valor para las decisiones operativas o a corto plazo, y las decisiones sobre asignación de recursos a medio y largo plazo. Es relativamente frecuente encontrar empresas donde la rentabilidad de las decisiones del día a día se mide, en el mejor de los casos, exclusivamente por el beneficio contable, mientras que los planes plurianuales se aceptan o rechazan con base en medidas de valor calculadas a través del descuento de flujos de tesorería.
- De igual forma, es responsabilidad de un directivo trabajar coordinadamente con el resto del equipo para identificar los principales generadores de valor en el negocio, ya que suele ser la manera más eficaz de establecer una relación entre rentabilidad de decisiones a corto y de decisiones a medio y largo plazo. Así mismo, permite que los gestores operativos conozcan el alcance de sus decisiones y su correcta implantación. Y que toda la organización sea consciente de cuáles son las ventajas competitivas sostenibles que la empresa tiene frente a sus competidores, que le permiten tomar decisiones en las que el beneficio económico es superior al coste de los recursos. O sus carencias en este sentido. El Cuadro 3 ofrece una metodología para analizar estas palancas de valor en una empresa.
- Para esta labor proactiva, es preciso que el responsable de un negocio esté familiarizado no sólo con los aspectos técnicos de la medida del valor económico, sino también con los relativos al tipo de negocio y de sector en el que opera la empresa.

Finalmente, cualquier organización empresarial que trate de incorporar estos elementos de gestión con base en el valor económico, debe ser consciente de la necesidad de identificar y resolver los problemas que se plantean en la implantación: desde conseguir una correcta comunicación interna de objetivos, hasta establecer un sistema de retribución que prime la generación de valor, sin olvidar los aspectos de comprensión y aceptación del sistema por parte de los gestores y empleados implicados, o los que se refieren a una correcta comunicación externa con los mercados. En la base de las principales experiencias negativas o fracasos al utilizar este enfoque de dirección, suele encontrarse un triple motivo:

Cuadro 3: Identificando Generadores de Valor en un Negocio

Políticas de la empresa			
Operativas	De Inversión	De Financiación	De Retribución al Capital
Rentabilidad contable:	Crecimiento Sostenible	Estructura de Financiación:	Política de dividendos
Ingresos	Inversiones necesarias para mantener ese crecimiento	nivel de apalancamiento financiero	Operaciones de recompra de acciones
Costes de Producción		Coste de Capital	Retribución total a los accionistas
Gastos Operativos		Coste de los Recursos Ajenos	
Gastos Generales		Coste de los Recursos Propios	Creación de valor para el accionista
Tipo impositivo		Riesgos Operativo y Financiero	
Gestión de Circulante:		Estructura futura de capital	
Días de cobro			
Días de existencias			
Días de pago			
Caja operativa mínima			

1. Inadecuada medida del valor económico del negocio.
2. Insuficiente comprensión interna del proceso y rechazo en su aplicación.
3. Ausencia de compromiso de la Alta Dirección en el proceso.

Por otra parte, una gestión orientada al valor no está correctamente implantada y aceptada hasta que no se resuelve satisfactoriamente la relación entre retribución individual y contribución personal al valor.

1.3. UN EJEMPLO SIMPLE DE RENTABILIDAD

Volvamos a nuestra empresa Open, S.A ⁴, que para el año 2006 presenta un resultado contable neto de 312.000 €. Supongamos que este resultado y la rentabilidad asociada, aun siendo bueno, es insuficiente para las expectativas del mercado, el nivel de la competencia y los deseos de los accionistas.

Aplicando la visión financiera arriba reseñada, los gestores de Open tienen tres vías para generar rentabilidad en la empresa:

- a) la vía de la mejora del resultado contable
- b) la vía de la mejora en la gestión de activos
- c) la vía de la mejora en la gestión de pasivos

siempre que las medidas aplicadas tengan continuidad y produzcan un efecto sostenible.

⁴ Para un desarrollo detallado de este caso, consultar el fichero excel "open".

a) La vía de la mejora en el resultado contable

Partiendo de la Cuenta de Explotación de Open, si nos centramos en los componentes que son responsabilidad directa de los directivos operativos (hasta el nivel de Beneficio antes de Intereses e Impuestos), tenemos que:

Cuenta de Explotación. Año 2006	
Cifras en miles de euros	
Ventas	10.000
Coste de Ventas	-6.000
Margen Bruto	4.000
Gastos Operativos:	
Personal	-2.000
Gastos Generales	-1.000
Admón. y Ventas	-500
Total Gastos Operativos	-3.500
BAII	500

En términos de rentabilidad operativa contable:

$$\text{Rentabilidad Operativa sobre Activos} = \text{BAII} / \text{Total Activos} = 9,4\%$$

$$\text{Rentabilidad Operativa sobre RRPP} = \text{BAI} / \text{Total RRPP} = 22,3\%$$

Cualquier acción que incremente este BAII y tenga un carácter sostenible está creando rentabilidad en Open, tanto contable como económica. Nos referimos a acciones referentes a las políticas operativas de la empresa, como la política de precios, la eficiencia productiva, el control de gastos discrecionales, etc. Supongamos que implantar estas mejoras sostenibles en temas operativos referentes a la Cuenta de Explotación conducen a que:

En consecuencia, la Cuenta de Resultados pasa a ser:

Cuenta de Explotación año 2006	
Cifras en miles de euros	
Ventas	11.000
Coste de Ventas	-6.820
Margen Bruto	4.180
Gastos Operativos:	
Personal	-2.000
Gastos Generales	-950
Admón. y Ventas	-500
Total Gastos Operativos	-3.450
BAII	730
G. Financieros	-55
BAI	675
Impuestos	-203
Beneficio Neto (BN)	473

Como los gastos financieros se mantienen, es evidente que el BAI es de 675 y, en consecuencia, la rentabilidad operativa contable pasa a ser:

$$\text{Rentabilidad sobre Activos} = \text{BAII} / \text{Total Activos} = 13,8\%$$

$$\text{Rentabilidad sobre RRPP} = \text{BAI} / \text{Total RRPP} = 33,8\%$$

Este incremento de rentabilidad contable, al ser sostenible, genera también rentabilidad económica.

b) La vía de la gestión de activos

Supongamos que después de aplicar la primera vía, se agota la posibilidad de incrementar la rentabilidad a través de mejoras en la Cuenta de Explotación. ¿Se puede generar rentabilidad por otra vía?

Sí, manteniendo el resultado contable y empleando menos recursos. Es decir, siendo más eficiente en la gestión de activos, lo que equivale a necesitar menos activos para generar el mismo resultado contable.

Para disminuir la cantidad de activos circulantes se emplean técnicas como el *just in time* (en mejora de inversión en existencias), cash management (para minimizar la tesorería), política de cobros y pagos (para clientes y proveedores), entre otras.

La optimización de activos fijos supone una revisión en profundidad de la política de inversiones y desinversiones de la empresa.

Supongamos que después de trabajar en esta vía, los gestores de Open reducen su Activo en los siguientes términos:

Las Cuentas a cobrar bajan a 40 días s/Ventas

Los Inventarios se reducen en 8 días s/CMV

y se mantienen constantes las demás cifras.

El nuevo Balance de Open tras las mejoras de la vía b) sería:

Balance de Situación a 31-12-2006			
Cifras en miles de euros			
Activo		Pasivo	
Tesorería	50	Cuentas a pagar	2.000
Inventarios	985	Otros Pasivos Circulantes	200
Cuentas a cobrar	1.222	Total Pasivo Circulante	2.200
Total Activo Circulante	2.257	Deudas Bancarias totales	1.100
Activos Fijos Brutos	5.000	Capital	1.000
Fondo Amortización Acumulada	-2.000	Reservas	975
Activos Fijos Netos	3.000	Total Recursos Propios	1.957
Total Activos	5.275	Total Pasivos	5.257

Suponiendo que los 43.000 euros generados por la reducción de saldos en Inventarios y Cuentas a Cobrar se han repartido a los accionistas en un dividendo especial.

Como consecuencia de estas mejoras, se produciría un triple efecto:

- 1) La Rentabilidad Operativa sobre los Activos pasaría a ser un 13,9%.
- 2) Se generan 43.000 € de liquidez (5.300-5.257), que se emplean en retribuir a los accionistas, incrementando su rentabilidad.
- 3) La Rentabilidad Operativa sobre los Recursos Propios pasa a ser de 34,5%.

c) La vía de la gestión de Pasivos

Finalmente, la gestión del Pasivo puede ser una tercera vía para generar rentabilidad sostenible, a través de un mayor uso del apalancamiento financiero.

¿Qué ocurriría si decidimos incrementar el apalancamiento financiero de la empresa, cambiando la estructura de capital? La relación actual entre Deuda (D) y RRPP (E) a valor contable es de 1.100/1.957. Si incrementamos la cantidad de deuda a 1.400 y empleamos los 300 mil euros en retribuir de nuevo al capital, la relación contable entre D y E pasaría a ser 1.400/1.657.

Si el coste de la nueva deuda es inferior a la rentabilidad operativa de los activos, la rentabilidad operativa sobre los RRPP se incrementa.

En efecto, como el coste de la deuda es del 5%, los gastos financieros se incrementarían en unos 15 mil €, con lo que el nuevo BAI pasaría a ser de 660.000 € (=675.000 – 15.000). La rentabilidad de los RRPP sería:

$$\text{Rentabilidad RRPP} = \text{BAI} / \text{RRPP} = 660.000 / 1.657.000 = 39,8\%.$$

La liquidez que se genera en este ejemplo (43.000 € en la vía b) y 300.000 € en la vía c), podría haberse invertido en la empresa, en proyectos que generasen una rentabilidad sostenible, al menos igual a la existente. Nótese que si esta liquidez se hubiese destinado permanentemente a incrementar la posición de tesorería, o a ser invertida en la compra de activos financieros públicos con baja rentabilidad, la empresa estaría perdiendo valor económico. En efecto, el mensaje que se estaría dando es que la empresa no dispone de proyectos con rentabilidad permanente, lo que influiría negativamente en las expectativas del mercado sobre el futuro del negocio y en su valor económico. Por otra parte, los gestores de una empresa no son remunerados para tomar decisiones que generen una rentabilidad al alcance de cualquiera. En ausencia de proyectos rentables, la mejor decisión sería devolver el dinero a los accionistas.

El Cuadro 4 resume la evolución de las rentabilidades operativas contables como consecuencia de aplicar las mejoras señaladas.

Cuadro 4: Evolución de las Rentabilidades Contables Operativas en Open

	Inicial	Vía 1	Vía 2	Vía 3
Rentabilidad Operativa sobre Activos 9,4%	13,8%	13,9%	13,9%	
Rentabilidad Operativa sobre RRPP	22,3%	33,8%	34,5%	39,8%

1.4. RESUMEN Y CONCLUSIONES

1. Todo directivo con un cierto nivel de responsabilidad debe estar familiarizado con la información que proporcionan los estados contables de su unidad de negocio.
2. Dirigir un negocio exclusivamente con la información que proporciona la Cuenta de Explotación (resultado contable) puede conducir a situaciones no deseadas.
3. Es preciso distinguir entre rentabilidad y valor contable, y rentabilidad y valor económico.
4. Analizar la realidad empresarial bajo la perspectiva que proporciona la rentabilidad económica permite:
 - a) Tener una visión global de la empresa.
 - b) Entender la interrelación entre las diversas políticas empresariales que se aplican.
 - c) Comprobar si la gestión permite conseguir los objetivos previstos.
5. Enfocar la acción directiva considerando la rentabilidad económica de las decisiones implantadas, facilita compaginar la visión a corto plazo con las implicaciones a medio y largo plazo.

EJERCICIO PRÁCTICO

La empresa Corporate, Inc. presenta la siguiente Cuenta de Explotación para el año 2007:

Cuenta de Explotación. Año 2007	
Cifras en miles de €	
Ventas	5.000
Coste de Ventas	-3.000
Margen Bruto	2.000
Gastos Operativos:	
Personal	-900
Gastos Generales	-200
Admón. y Ventas	-500
Total Gastos Operativos	-1.600
BAII	400
G. Financieros	-38
BAI	362
Impuestos	-109
Beneficio Neto (BN)	254

Si el Balance de Situación a 31 de diciembre de 2007 es el siguiente:

Balance de Situación a 31-12-2007

Cifras en miles de €

Activo		Pasivo	
Tesorería	50	Cuentas a pagar	1.000
Inventarios	500	Otros Pasivos Circulantes	200
Cuentas a cobrar	625	Total Pasivo Circulante	1.200
Total Activo Circulante	1.155	Deudas Bancarias totales	755
Activos Fijos Brutos	5.000	Capital	500
Fondo Amortización Acumulada	-2.500	Reservas	1.200
Activos Fijos Netos	2.500	Total Recursos Propios	1.700
Total Activos	3.655	Total Pasivos	3.655

Entonces, se puede afirmar de la empresa Corporate que:

A 31-12-07, el valor contable de los Activos de la empresa es de

En 2007:

El resultado neto contable es de

La rentabilidad contable sobre el total de activos es del

La rentabilidad contable sobre los recursos propios es del

La rentabilidad operativa sobre Activos es del

La rentabilidad operativa sobre RRPP es del

La vía de la mejora sostenible en el margen contable

Si se produce una mejora en la gestión operativa, de tal forma que:

Incremento en ventas 10%

Coste de ventas pasa a ser el 62%

Gastos Generales se reducen en 5%

se produciría una mejora en la rentabilidad, de tal forma que

La rentabilidad operativa sobre Activos sería del

La rentabilidad operativa sobre RRPP sería del

La vía de la mejora en la gestión de los activos

Si adicionalmente se mejorase la gestión del circulante, a través de la gestión de cobros y del inventario, de tal forma que:

Entonces, el nuevo Activo Circulante de Corporate sería:

Tesorería

Inventarios

Cuentas a cobrar

y, a través de esta vía, se generarían

Si esta cantidad se reparte en dividendos, la rentabilidad de Corporate pasaría a ser:

Nueva rentabilidad operativa sobre Activos sería del

Nueva rentabilidad operativa sobre RRPP sería del

La vía del apalancamiento financiero

Después de implantar las acciones descritas en las vías anteriores, la estructura de capital de Corporate a valor contable es la siguiente:

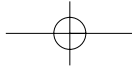
Deudas bancarias totales

Total Recursos Propios

Incrementemos ahora el apalancamiento financiero a través de incorporar 300.000 euros en nueva deuda, y repartir un dividendo extraordinario por esa nueva deuda. Si esta deuda tiene un coste del 5% anual, la rentabilidad operativa sobre los Recursos Propios se y pasa a ser del%.

En resumen, la evolución de las rentabilidades en Corporate como consecuencia de las acciones descritas, se puede resumir en el siguiente Cuadro 1:

Cuadro 1				
Rentabilidad Operativa sobre Activos	Inicial	Via 1	Via 2	Via 3
	9,4%	13,8%	13,9%	13,9%
Rentabilidad Operativa sobre RRPP	22,3%	33,8%	34,5%	39,8%



BIBLIOGRAFÍA

BREALEY & MYERS. *Principios de finanzas corporativas.* McGraw-Hill. 7ª Edición. Capítulos 1 y 35.

FRANCISCO J. LÓPEZ LUBIÁN y WALTER DE LUNA. *Finanzas corporativas en la práctica.* McGraw-Hill, 2002. Capítulo 1.

