

## TOPICO 07 - ADMINISTRACIÓN DEL CAPITAL DE TRABAJO

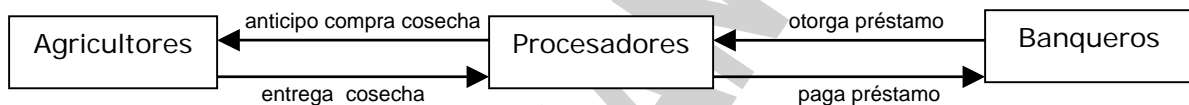
### INTRODUCCIÓN

En el TÓPICO anterior vimos la administración de activo a corto plazo. Ahora es necesario ver su contrapartida. El activo a corto plazo se asocia al pasivo a corto plazo para conformar el CAPITAL DE TRABAJO. Si profundizamos el estudio del pasivo a corto plazo, vemos que no es mas que el financiamiento de las necesidades a corto plazo. Estos dos temas: el capital de trabajo y el financiamiento a corto plazo son el objeto del presente TÓPICO.

### EL CAPITAL DE TRABAJO, SUS ORIGENES Y DEFINICIÓN.

Mucho se ha hablado y escrito sobre los orígenes del concepto de Capital de trabajo. Los ingleses, por ejemplo, señalan que el concepto lo originaron los "peddlers" vendedores de pequeñas cosas (no queremos llamarlas baratijas) de puerta en puerta, quienes recibían las mercancías por un pequeño pago inicial (*down payment*), la vendían y, con el dinero obtenido de las ventas, pagaban a su suplidor y compraban mas mercancía; es decir, el suplidor les suministraba, mediante la mercancía parcialmente pagada, capital para trabajar.

Otra teoría es la de los norteamericanos que proclama que el concepto se debe al tipo de negocio que existe entre los agricultores y los procesadores de sus productos. Los agricultores, en la búsqueda de los fondos para sembrar sus tierras; o sea, para obtener capital para trabajar, "venden" su cosecha a los procesadores; éstos a su vez obtienen el dinero de los bancos, lo entregan a los agricultores bajo la condición de que le entreguen la cosecha, al ser recolectada. Una vez que la cosecha está lista, los procesadores la reciben, pagan la diferencia al agricultor, la procesan, la venden y pagan a los bancos. Esta modalidad es muy utilizada, aun hoy, en Venezuela. Gráficamente, es algo como esto:



De cualquier manera, el capital de trabajo representa los recursos necesarios para financiar el ciclo del efectivo de un negocio y se expresa numéricamente como la diferencia entre el activo circulante y el pasivo circulante. Sin embargo, como vemos en la demostración siguiente es algo mas que eso.

$$\text{CAPITAL DE TRBAJO} = \text{ACTIVO CIRCULANTE} - \text{PASIVO CIRCULANTE}$$
$$\text{CT} = \text{AC} - \text{PC}$$

Pero,

$$\text{ACTIVO TOTAL} = \text{PASIVO TOTAL} + \text{PATRIMONIO}$$
$$(\text{AC} + \text{AF}) = (\text{PC} + \text{PLP}) + \text{P}$$

Restando AF y PC a ambos lados de la ecuación, tenemos:

$$(\text{AC} - \text{PC}) = \text{PLP} + \text{P} - \text{AF}$$

$$\text{CAPITAL DE TRBAJO} = \text{PLP} + \text{P} - \text{AF}$$

Podemos ver entonces que cualquier variación en el pasivo a largo plazo, en el patrimonio o en el activo fijo afecta directamente al capital de trabajo; lo cual reafirma el concepto de que el capital de trabajo es el financiamiento del ciclo del efectivo.

Por cierto que algunos autores establecen dos acepciones para el capital de trabajo: el capital de trabajo bruto que comprende solamente el activo circulante y el capital de trabajo neto que es la diferencia entre el activo circulante y el pasivo circulante. A los efectos de este TOPICO, agradecemos desestimar este criterio, ya que siempre al hablar de Capital de Trabajo nos estamos refiriendo a la diferencia entre el Activo Circulante y Pasivo Circulante.

### IMPORTANCIA DE LA ADMINISTRACIÓN DEL CAPITAL DE TRABAJO

1. El capital de trabajo involucra todas las operaciones diarias de la empresa, a las cuales el administrador financiero dedica gran parte de su tiempo.
2. El activo circulante tiende a conformar entre un 40% y un 50% de los activos totales de la empresa y, por su característica de ser dinero o bienes fácilmente convertibles en dinero, tienden a ser "muy volátiles", en el sentido amplio de la palabra.

3. La inversión en activo fijo puede ser diferida y hasta sustituida por medidas alternas como arrendamientos, outsourcing, etc. Las partidas del activo circulante, por el contrario, no son susceptibles de sustitución, representando por tanto, inversiones directas del negocio.
4. Mantiene una relación de crecimiento directamente proporcional a las ventas.

### POLÍTICAS DE MANEJO DEL CAPITAL DE TRABAJO

Como ya lo definimos en el TOPICO anterior, una política es un patrón o norma de conducta que adopta una empresa u organización, para el tratamiento de un aspecto o situación específica. En el caso del Capital de Trabajo, la norma debería establecer los niveles máximos y mínimos en la empresa o la gerencia quisiera, o debiera, mantener los renglones de activo y pasivo circulante. Obviamente que la política que la empresa determine depende de elementos como su actitud hacia el riesgo, sus productos, sus competidores, etc., ya que, por ejemplo, un mantenimiento de inventarios por encima del nivel óptimo o adecuado, proporcionará una mayor seguridad en la obtención de negocios, pero no necesariamente aporta un incremento en la rentabilidad sobre la inversión.

En este orden de ideas, podemos identificar los dos extremos de la eventual política de manejo del Capital de Trabajo:

#### POLÍTICA CONSERVADORA

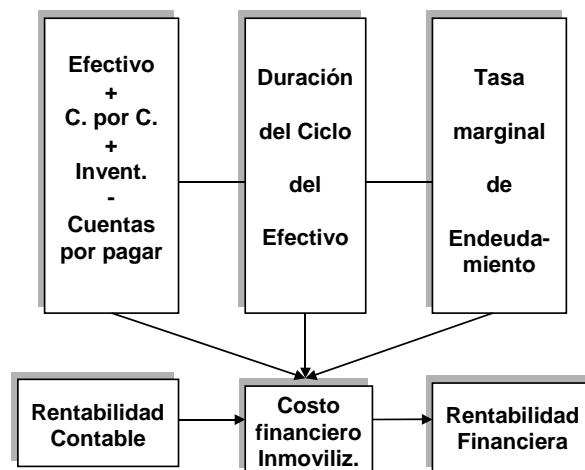
Una política conservadora pretendería tener altos niveles de activo circulante, lo cual le brindaría cierto nivel de seguridad. De igual forma, mantendría bajos niveles de pasivo circulante para no comprometer sus flujos de efectivo; situación esta que llevaría a que el negocio o empresa preferiría financiar sus operaciones a corto plazo con pasivo a largo plazo. Por supuesto que esta mayor seguridad disminuiría considerablemente el riesgo, pero igualmente disminuiría la rentabilidad financiera.

#### POLÍTICA AGRESIVA

Una política agresiva buscaría tener bajos niveles de activo circulante, con lo cual tendría posibilidad de mayores utilidades. De igual forma, mantendría altos niveles de pasivo circulante cuyo costo tiende a ser mas bajo; de forma tal que el negocio o empresa preferiría financiar con pasivo a largo plazo activos permanentes. Esto condiciona a un capital de trabajo mínimo y hasta negativo y, por supuesto que la mayor rentabilidad buscada aumentaría considerablemente el riesgo y, seguramente, también disminuiría la rentabilidad financiera por la pérdida de negocios.

Lo ideal sería entonces mantener suficiente efectivo para cubrir aquellos desembolsos requeridos, invirtiendo cualquier excedente que se produzca; suficiente inventario para satisfacer los requerimientos de producción y/o ventas, con políticas de justo a tiempo; unas cuentas por cobrar basadas en una óptima política de crédito y cobranza y un pasivo circulante acorde con la generación de efectivo de la organización. Sin embargo, sabemos que esta situación solo es posible si pudiésemos hacer pronósticos perfectos de la actividad de la empresa, lo cual no es posible, por cuanto el elemento incertidumbre siempre está presente. Cada empresa, por lo tanto, tendrá que definir el nivel de activo y pasivo circulante que considere apropiados según las circunstancias, para lo cual debería tener presente (1) la rentabilidad que espera obtener, (2) las facilidades y costo de financiamiento de que disponga y (3) los elementos de riesgo e incertidumbre asociados a su operación particular. En cualquier caso, tiene que tener presente que, de acuerdo a la duración del ciclo del efectivo y al costo marginal de endeudamiento, hay un costo de inmovilización presente, que puede afectar significativamente los resultados de la empresa. Esta situación se entiende mejor si estamos conscientes que todos los recursos tienen un costo financiero y parte de esos recursos son destinados a financiar el Capital de Trabajo inmovilizado.

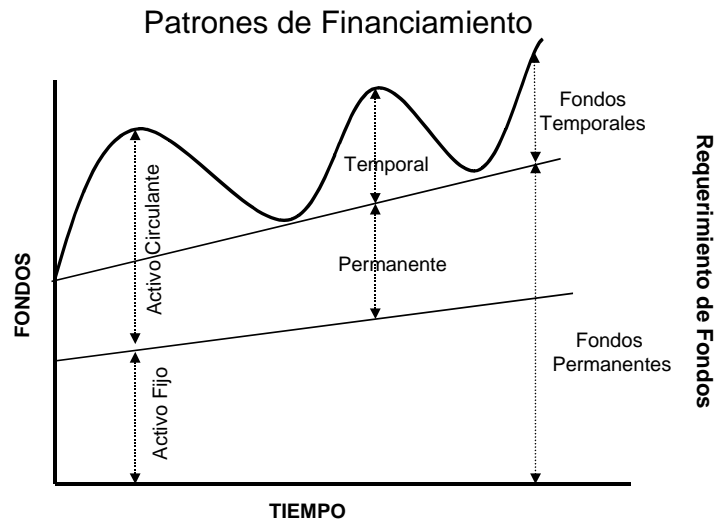
### Costo de Inmovilización



## FINANCIAMIENTO DEL ACTIVO CIRCULANTE

Financiar el activo circulante debería ser una cosa fácil, por cuanto solo debería ser financiado con pasivo circulante o corriente; sin embargo, no es tan sencillo ya que se debe analizar la duración del ciclo del efectivo para ver por cuanto tiempo hay que financiar la operación. Adicionalmente, cuando se establecen los niveles mínimos de cada uno de los renglones (efectivo, cuentas por cobrar e inventarios) se les está asignando un carácter de permanente a estos renglones. Veamos el gráfico que se acompaña, donde se diagrama la composición del Activo y su duración.

El crecimiento de las ventas a lo largo del tiempo hace necesario el incremento de la inversión, tanto en activo fijo como en circulante; pero es notorio que, aun cuando los niveles mínimos de circulante se mantengan fijos, en cuanto a tiempo se refiere, sus valores monetarios están continuamente en crecimiento. Adicionalmente, habrá épocas pico o “de temporada” que crearán la necesidad de elevar los volúmenes de inventarios con un incremento posterior en las cuentas por cobrar. Todo este panorama nos lleva a evaluar lo que denominamos “la regla de oro del financiamiento”:



*Los activos deben financiarse mediante pasivos con vencimiento similar; es decir, los incrementos temporales en activo se financian con pasivo a corto plazo, los incrementos “permanentes” en activo circulante se financian con pasivo circulante “permanente” y el activo fijo se financia con pasivo a largo plazo o con patrimonio de los accionistas.*

Es sumamente riesgoso financiar a corto plazo las necesidades a largo plazo, por cuanto la empresa podría volverse incapaz de generar efectivo suficiente para satisfacer sus obligaciones; pero financiar necesidades a corto plazo con pasivo a largo plazo es generar ineficiencia por cuanto los recursos se harán disponibles antes de que se necesiten, generando excedentes indeseables.

## MODALIDADES DE FINANCIAMIENTO A CORTO PLAZO

Siendo esta primera parte del texto dirigida hacia la planeación y el corto plazo, solo esbozaremos el financiamiento a corto plazo; en futuros TOPICOS hablaremos del financiamiento a largo plazo.

Podemos definir el financiamiento a corto plazo como aquellas deudas contraídas programadas para ser reembolsadas o repagadas en un plazo no mayor de un año, aun cuando hoy día se acepta el corto plazo hasta dos años, ya que la Ley de Bancos y otras Instituciones Financieras así lo consagra. Dentro de este concepto encajan el crédito comercial, el crédito bancario, los papeles comerciales, los títulos de participación, el factoring, la pignoración y la mesa de dinero. Analicemos brevemente cada uno de ellos.

## CREDITO COMERCIAL

El crédito comercial es una fuente espontánea de financiamiento, que aumenta proporcionalmente con las ventas, por la necesidad de mayores inventarios. El crédito comercial es normalmente muy fácil de obtener ya que se trata de una negociación sencilla con el proveedor, quien, en muchos casos lo utiliza como un instrumento de promoción para aumentar sus ventas. Es normalmente informal porque no requiere documentación especial y, sobre todo, es más barato, por no acarrear pagos de comisiones ni intereses y algunas veces hasta se pueden obtener arreglos o descuentos por pronto pago. Sin embargo, hay que ser cuidadoso en su manejo y se recomienda emplear una política para el manejo de las cuentas por pagar, que incluya conceptos tales como:

- Maximizar los saldos de cuentas por pagar solo si su costo es menor que la rentabilidad esperada del negocio.
- Negociar siempre mejores condiciones y plazos de pago.
- Programar diferimientos de pagos controlados, sin entrar en mora.
- Mantener siempre a su acreedor bien informado de todo lo que pase, en especial cuando haya retardos en el

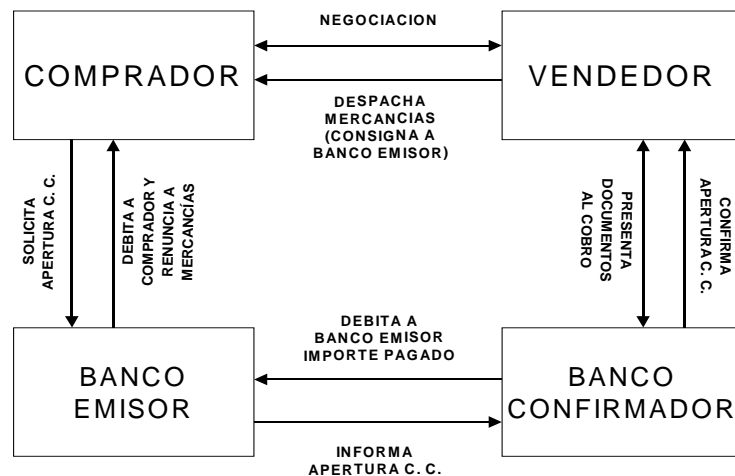
cumplimiento.

## CREDITO BANCARIO

El crédito bancario es una forma no espontánea de financiamiento, que requiere la formalidad de perfeccionarse mediante contratos. Dependiendo del monto de la operación y de la experiencia que la institución financiera tenga del solicitante, involucra engorrosos procesos de negociación. Podemos distinguir las siguientes modalidades:

- **Pagaré:** es un contrato mediante el cual una institución financiera entrega, al cliente que lo solicite, dinero, adquiriendo éste el compromiso de devolverlo en un plazo o a una fecha determinada y al interés convenido. Por definición, el interés debería pagarse conjuntamente con el capital; sin embargo, en Venezuela lo normal es que el interés se descuenta al momento de otorgar el pagaré, lo cual hace que la tasa efectivamente pagada sea mas alta que la tasa pactada o tasa nominal.
- **Descuento:** es un anticipo de dinero a cuenta de documentos a favor y en poder del solicitante. En la práctica, el titular o tenedor del documento donde consta que cobrará una suma de dinero al vencimiento de un plazo determinado o a una fecha dada, lo cede a una institución financiera, recibiendo el equivalente al valor nominal del documento, menos los intereses y comisiones que pacte con la institución financiera. Pueden ser descontados giros o letras de cambio, aceptaciones bancarias por cartas de crédito, warrants o recibos por depósitos en prenda y cupones de valores negociables, entre otros.
- **Línea de Crédito:** es un cupo establecido por la institución financiera para ser utilizado en los diferentes instrumentos de crédito bancario. Este es un mecanismo que flexibiliza las operaciones de crédito bancario, pues una vez que la línea de crédito ha sido establecida, el cliente no necesita recurrir a nuevas solicitudes para obtener un pagaré o un descuento, si está dentro de la línea establecida. En algunos casos, las instituciones financieras cargan una comisión de compromiso por los montos del cupo no utilizados.
- **Carta de crédito:** es un mecanismo de comercio nacional o internacional, en donde participan el comprador, el vendedor y por lo menos un banco o institución financiera por cada uno de ellos. La carta de crédito es un documento que emite el banco del comprador (banco emisor) a favor del vendedor, a través de otro banco (banco confirmador) y mediante el cual se obliga a pagar el beneficiario de la carta de crédito la suma de

### Esquema de Carta de Crédito



dinero pactada, sujeto a que le presente al banco confirmador documentos que evidencien que ha embarcado las mercancías determinadas por el comprador, bajo las condiciones establecidas. Estas condiciones normalmente se refieren a fecha máxima para el embarque, condiciones del embarque (CIF, FOB, FAS, etc.), número de embarques permitidos, etc. En caso de que el vendedor no pueda cumplir con alguna de estas condiciones, deberá solicitar previamente una excepción sobre la carta de crédito; de no hacerlo, el banco confirmador no está autorizado a pagar. El comprador puede, a su mejor conveniencia autorizar o no la excepción solicitada.

Este mecanismo da cierta garantía a las partes: al comprador de que le enviarán, al menos documentariamente, lo que ha solicitado; al vendedor de que le pagarán.

Contrariamente a lo que se piensa este no es un mecanismo exclusivo del comercio internacional, ya que puede ser utilizado, como en efecto se usa, en comercio nacional.

Debemos mencionar que existen varios tipos especiales de carta de crédito, de entre los cuales sobresalen la Red Clause (cláusula roja) y la Stand by.

En la Red Clause el mecanismo es similar al ya explicado, pero se permite entregar pagos anticipados

(anticipos) al vendedor hasta por un monto determinado. En todo lo demás funciona igual. Se usa normalmente cuando el proveedor debe "fabricar" algo; un equipo, por ejemplo, y requiere capital de trabajo. Este anticipo es equivalente al que damos a un proveedor local, cuando mandamos a hacer algún trabajo o reparación.

En la Stand by, el mecanismo cambia, ya que el vendedor no ejecuta la carta de crédito, sino que funciona como una garantía a la relación de crédito normal, donde el comprador paga directamente. El vendedor solo ejecutará la carta de crédito en caso de que el comprador incumpla, por alguna razón, con el pago. Otra utilización del mecanismo stand by en el caso venezolano, es cuando existen convenios especiales, cuyo pago se hace mediante compensaciones entre Bancos Centrales. En este caso, la carta de crédito cumple una función de garantía temporal para el vendedor, que se libera una vez que los Bancos Centrales emiten las notas de débito y crédito respectivas.

## FACTORING

Es una modalidad de crédito mediante la cual la empresa cede a una institución financiera total o parcialmente su cartera de cuentas por cobrar (facturas por ventas a crédito de bienes o servicios) recibiendo a cambio el equivalente al valor de la factura, menos los intereses y comisiones que pacte con la institución financiera. Existen dos tipos de factoring:

- Factoring con recurso: la cesión se hace condicionada a que si el deudor no paga, la institución financiera recupera el monto de la factura del cedente; es decir, lo carga en cuenta del cliente que hizo la cesión.
- Factoring sin recurso: en este caso la cesión constituye una venta final de los derechos sobre la factura. Por lo tanto, la institución financiera asume el riesgo de la cobranza.

En Venezuela es muy poco utilizado el factoring sin recurso; de hecho, tal como se maneja el factoring constituye realmente un "préstamo a cuenta de facturas", ya que a priori el cedente acepta que al vencimiento de la factura, ésta será debitada a su cuenta, "sin aviso ni protesto". Esta situación permite que el factoring se vaya renovando casi automáticamente al enviar nuevas facturas para reemplazar las que se vayan venciendo, aun cuando la operación no reúna completamente las condiciones del verdadero factoring.

## PIGNORACIÓN

La pignoración es una modalidad de crédito con garantía de inventarios. Bajo este esquema, el solicitante del crédito deposita las mercaderías en un Almacén General de Depósito (AGD). El AGD emite un Certificado de Depósito y un Bono de Prenda, los cuales son títulos representativos de la propiedad de las mercancías depositadas. Mediante la entrega del Certificado de Depósito y el endoso del Bono de Prenda a una institución financiera, ésta entrega el dinero que le haya sido solicitado.

En vista de que las mercancías depositadas en el AGD no pueden ser retiradas sin antes cumplir con una serie de requisitos, la Ley de Almacenes Generales de Depósito permite la figura de Bodega Habilitada, como una extensión del AGD. Esta flexibilidad permite que las mercancías puedan permanecer en las instalaciones del prestatario, quien puede utilizarlas con el compromiso de siempre mantener, por lo menos, el monto fijado por la institución financiera como garantía.

En el caso de la Bodega Habilitada, la empresa da en alquiler, a un canon simbólico, a la Institución Financiera, total o parcialmente, sus almacenes. La Ley obliga a suscribir un contrato de alquiler y a designar un "depositario". Una vez que este paso ha sido cumplido, se depositan en el área objeto de alquiler, las mercancías o productos a ser dados en garantía, mediante el levantamiento de un inventario, que es suscrito por las partes (empresa, institución financiera, y depositario); y entonces la Institución Financiera entrega el dinero a cuenta del la mercancía depositada. Periódicamente, la institución financiera levanta un inventario de los productos depositados y, si el valor de éstos supera al monto original, no procede pago alguno; caso contrario, la empresa debe hacer el pago correspondiente, por la parte no cubierta.

## PAPELES COMERCIALES

Los papeles comerciales son valores al portador, denominados en bolívares o su contravalor en otra moneda, emitidos en masa por sociedades anónimas y destinados a la oferta pública. Aun cuando pueden ser ofrecidos a la par, con descuento o con prima, son generalmente vendidos y negociados a descuento a inversionistas profesionales, individuales o corporativos (personas naturales o jurídicas). Tienen un plazo de vencimiento que puede fijarse entre 15 y 360 días continuos, el cual no podrá ser prorrogado ni anticipado sin autorización de los tenedores (inversionistas). Una vez aprobada, por la Comisión Nacional de Valores (Ver TOPICO 10), la autorización tiene un plazo de un año para la colocación. Son una fuente flexible de financiamiento a corto plazo para las empresas que requieran capital de trabajo, pero que el préstamo bancario les resulte costoso por las altas tasas de interés. Representan una alternativa de financiamiento más económica y eficiente para la empresa y una interesante opción de inversión a corto plazo para los inversionistas. Esta situación es debido a que la tasa que se establece para los papeles comerciales es normalmente una media entre la tasa activa y la

pasiva de las instituciones financieras (normalmente es el 85% de la tasa activa promedio de los principales bancos). De esta forma la empresa paga menos intereses y el inversionista gana más, sin necesidad de grandes inversiones. Por otro lado, permite la atomización de la deuda, en vez de una concentración con una entidad financiera. Existen varios costos asociados con una emisión de papeles comerciales, entre los cuales podemos señalar: costo del estudio de la emisión, costo de dos calificaciones de riesgo de crédito, costo de publicidad y distribución a través de los diferentes canales, costo del prospecto de emisión, etc. Este mecanismo es muy utilizado en Venezuela para la obtención de capital de trabajo

#### TITULOS DE PARTICIPACIÓN

Los títulos de participación son valores negociables al portador, denominados en bolívares o su contravalor en otra moneda, emitidos en masa por sociedades anónimas y destinados a la oferta pública. La emisión de títulos de participación debe estar garantizada por un activo subyacente, libre de gravámenes, depositado en Fideicomiso en una institución financiera, u otra empresa debidamente autorizada por la Comisión Nacional de Valores. Las normas al respecto establecen que se debe constituir el fideicomiso por el activo subyacente libre de gravámenes, sobre el cual el Fiduciario (institución financiera o empresa) emite títulos de participación al portador que evidencian la totalidad de los derechos respecto del citado activo. El plazo máximo para los títulos de participación es de dos (2) años. Se aplican los mismos beneficios explicados en los papeles comerciales. En Venezuela este mecanismo casi no se usa; pensamos que las empresas consideran que la constitución del fideicomiso es una traba.

#### MESA DE DINERO

Mecanismo provisto por las instituciones financieras para tomar excedentes de liquidez de ahorristas o empresas, por plazos muy cortos, que van desde una noche (overnight) o un fin de semana, hasta varios días. Estos fondos son luego utilizados por la institución financiera para el otorgamiento de préstamos, también a plazos muy cortos, a objeto de poder resolver situaciones momentáneas de iliquidez de una empresa. Estos recursos son usualmente muy costosos y solo deben ser utilizados para cubrir emergencias.