

**DECISIONES DE INVERSIÓN Y
FINANCIAMIENTO, ESTRUCTURA DE
CAPITAL Y RENTABILIDAD EMPRESARIA.
ALGUNAS BRÚJULAS PARA NO
PERDERNOS EN LAS FRASES HECHAS**

IVÁN G. DI CHIAZZA

RESUMEN

Afirmar que la sociedad infracapitalizada genera un traslado de riesgos, peligro para los terceros acreedores o la imposibilidad de cumplir con el objeto social es una simplificación teórico - jurídico que se contradice financiera y económicamente. Así, si bien es cierto que cierra (lógicamente) como fórmula jurídica, no refleja (en lo más mínimo) la dinámica empresarial. Ahora bien, observando la incidencia de la estructura de capital y del capital de trabajo necesario; como también así, la vinculación de estos dos conceptos con la idea de rentabilidad económica (condicionada por las decisiones de inversión y

financiamiento) se advertirá, sin mayores complicaciones, que aquella afirmación inicial carece de sustento en las incidencias financieras y económicas de la empresa.

1.- PREFACIO Y PONENCIA

En nuestro país se afirma que el capital social debe ser suficiente para evitar (de ese modo) el peligro para los acreedores o la traslación de riesgos empresarios (o incluso de fraude) hacia los acreedores sociales. Asimismo, se señala que dicha suficiencia sería necesaria para el cumplimiento del objeto social. Pues bien, a mi entender, lo expuesto (aunque bien intencionado) son meras frases hechas que tambalean tan pronto como se advierte las implicancias de algunas nociones extrajurídicas que haciendo las veces de 'brújulas' permitirán superarlas.

En tal sentido, parto a modo de ponencia, de la siguiente afirmación: *“Resulta irrelevante la suficiencia del capital social (al que alude la doctrina mayoritaria y tradicional de nuestro país) de una sociedad comercial para minimizar el riesgo de insolvencia de un acreedor, evitar la traslación de riesgos o cumplir con el objeto social, y en todo caso, será menester ocuparse de las decisiones de inversión y financiamiento, de la estructura de capital y de la rentabilidad empresarial (entre otras) en aras de no caer en el lugar común (e ineficiente) de la frase hecha.”*

2- LAS DECISIONES DE INVERSIÓN Y FINANCIAMIENTO

La decisión de inversión alude al lado izquierdo del balance, su activo y los clasifica atendiendo al criterio de su utilización, esto es, donde están empleados. La decisión de financiamiento, se refiere al bloque del lado derecho o pasivo y los clasifica atendiendo a su origen, vale decir, de donde provienen. Todo ello, decanta en el quid de la dirección financiera, que tiene como misión principal obtener los recursos apropiados en lo referente a cuantía, coste y plazo para finan-

ciar en todo momento las inversiones necesarias para cumplir los objetivos de la empresa...”¹

Conforme lo expuesto, claro es que, las decisiones de inversión condicionan el resultado económico de la empresa; ello así, dado que dichos resultados económicos pueden ser fruto de circunstancias coyunturales de mercado, de la suerte o de una gran idea comercial con fuerte impacto en el volumen de ventas; no obstante, esto no suele ser lo corriente, al contrario, entre otros factores, uno destacado es el de las decisiones de inversión ya sean que haya permitido acceder a un nuevo mercado o que se traduzca en una racionalización de la estructura de costes operativos, o se ha dado lugar a un nuevo concepto de producto o servicio, etc., etc.²

Por otra parte, con respecto a las decisiones de financiamiento, su importancia, podría vincularse (entre otras varias posibilidades) con la noción de estructura de capital de la empresa y capital de trabajo necesario. La *estructura de capital* refiere a las aportaciones de capital o financiaciones que pueden calificarse de permanentes; vale decir, a los capitales propios y a los ajenos a largo plazo. Con respecto al capital de trabajo (en cuanto formado por los activos circulantes menos los pasivos circulantes³), cabe señalar que la noción de capital de trabajo necesario, tiene relación ineludible con la administración de dicho capital (y sus decisiones de inversión), ya que será dicha administración la que deberá decidir la relación entre el nivel de activo fijo y circulante, tendiendo en cuenta que el circulante es el activo más líquido y cuanto más alto, menor será el riesgo de no cumplir con las obligaciones a corto plazo (insolventarse). Pero por otra parte, el efectivo (en cuanto activo circulante y líquido por excelencia) no genera ingresos sobre inversiones; vale decir, que los activos circulantes tienen (por regla) tasas más bajas de rendimiento que los activos fijos, de modo que, en la medida que una empresa invierta en activos líquidos, sin duda se resguarda de la insolvencia a corto plazo, pero no cabe

¹ Cfr. FAUS, JOSEP: “*Finanzas operativas*”, Barcelona, Edit. Folio, IESE, Univ. de Navarra, 1997, pág. 13.

² Cfr. CANALS, JORDI: “*Las decisiones de inversión*”, Barcelona, Edit. Folio, IESE, Univ. de Navarra, 1997, pág. 14.

³ Ver: ROSS, STEPHEN A.; WESTERFIELD, RANDOLPH & JAFFE, JEFFREY: “*Finanzas corporativas*”, Mexico, Irwin Mc Graw - Hill, 5ta. Ed., 2000, pág. 31

duda, también, que sacrificará oportunidades de invertir en instrumentos de inversión más rentables.

3.- LA ESTRUCTURA DE CAPITAL

La cuestión elemental en torno a la *estructura de capital* se podría reducir con un interrogante sencillo de formular, pero en extremo difícil de responder: ¿Qué proporción relativa de deuda y capital emplear en la financiación de la empresa? Claro resulta, que a una cuestión semejante no se le puede dar una respuesta precisa, general e indubitable, cuanto más se podrán intentar aproximaciones con criterios razonables. En este aspecto, particular atención merecen la consideración del coste del capital⁴ y de la deuda (y sus distintos métodos) en orden a diseñar la estructura óptima de capital de la empresa desde una estricta perspectiva financiera, pero lo cierto es que aún pueden presentarse en cada caso concreto una gran variedad de razones no financieras en aras de adoptar una solución que se estime como óptima financieramente y en particular es dable citar, a la imagen de una

⁴ La idea de coste de los recursos, ya sea capital propio o deuda, merece un tratamiento especial y detenido que en el debate jurídico sobre el capital social, aún esta pendiente en la Argentina. El costo de capital es el precio pagado a los proveedores de fondos por la utilización de los mismos y como compensación del riesgo al que se enfrentan, es por ello que el administrador de las finanzas empresariales debe proveerse de las herramientas necesarias para tomar las decisiones sobre las inversiones a realizar y por ende las que más le convengan a la organización. En el estudio del costo de capital se tiene como base las fuentes específicas de capital para buscar los insumos fundamentales para determinar el costo total de capital de la empresa. Las fuentes principales de fondos son el endeudamiento, las acciones preferentes, las acciones comunes y las utilidades retenidas, cada una asociada con un costo específico y que lleva a la consolidación del costo total de capital. Obviamente que existen una serie de factores fundamentales en la determinación del costo del capital, en particular se trata del grado de riesgo comercial y financiero, de las imposiciones tributarias e impuestos y de la oferta y demanda por recursos de financiamiento. Cfr. MALLO, CARLOS; KAPLAN, ROBERT y otros: "*Contabilidad de costos y estratégica de gestión*", Madrid, Prentice Hall, 2000, pág. 415. La excepción acerca del tratamiento doctrinario del costo del capital, es un excelente artículo de Pablo Van Thienen, titulado: *Creación de valor para el accionista, el riesgo empresario y el régimen de remuneración del director en la S.A.*, quien al respecto, y en relación a la creación de valor para el accionista, señala: "...desde un punto de vista estrictamente financiero el capital social como recurso propio destinado a financiar parte de los activos sociales forma parte del costo de capital de la sociedad que, sumado a los recursos exigibles (v.gr., acreedores financieros, proveedores, etc.) integran el Costo Promedio Ponderado del Capital (CPPC) que dará como resultado el ratio = Deuda/Capital, o sea, la estructura de financiamiento social. Para que la administración pueda crear valor; o sea, obrar conforme al interés social, es vital que dicho CPPC sea inferior a la renta generada por el conjunto de los activos sociales." VAN THIENEN, PABLO A., "*Creación de valor para el accionista, el riesgo empresario y el régimen de remuneración del director en la S.A.*", E.D., 201-931.

empresa, la mayor o menor reserva de capacidad de endeudamiento, pérdidas de oportunidades de inversión o financiamiento, repercusiones del mercados y posiciones en el mercado, innovaciones de productos, etc.⁵

Los objetivos que se persiguen al optimizar la estructura financiera de la empresa suelen alcanzar a: 1) maximizar la rentabilidad económica, 2) minimizar el costo del capital, 3) lograr una productividad óptima de materiales, trabajo o bienes de capital, 4) equilibrio entre las fuentes de financiamiento (propias y ajenas), 5) máxima recuperación de gastos fijos, 6) máxima utilización o aprovechamiento de la capacidad de producción, etc., etc. Asimismo, supone evitar: 1) rentabilidad económica excesivamente baja, 2) inversión excesiva en capital inmovilizado, 3) desproporcionado nivel de endeudamiento en detrimento del nivel de solvencia, 4) infrautilización de la capacidad y por tanto bajo rendimiento del capital invertido, 5) nivel de costes excesivos, etc.

Así entonces, estas consideraciones son relevantes para destacar una nueva faceta, cual es, que aquellas decisiones de financiamiento y estructura de capital no sólo repercuten en el plano financiero, sino también, en el económico de la empresa, con lo cual ingresa un nuevo actor a escena, la rentabilidad y el riesgo económico, que tornan más compleja aún el estado de situación en derredor del repetida suficiencia del capital social.

De modo que, aquí aparece en juego el concepto de rentabilidad y por lo tanto me pregunto: ¿Cómo influye la noción de rentabilidad de la empresa en lo referente a la (*in*) suficiencia del capital social...?

4.- EL ENFOQUE DESDE LA PERSPECTIVA ECONÓMICA Y LA RENTABILIDAD

Desde el punto de vista económico, el objetivo fundamental de

⁵ "La elección de la estructura de capital es básicamente un problema comercial. La empresa puede emitir docenas de títulos distintos en innumerables combinaciones, pero intenta encontrar la combinación particular que maximice su valor total de mercado". BREALEY, RICHARD A. & MYERS, STEWART C.: "*Fundamentos de financiación empresarial*", Madrid, Mc. Graw - Hill, 1993, pág. 479.

la actividad de toda empresa es, realizar la producción de bienes o servicios, generando a través de ello un valor agregado que implicará (se supone) un beneficio para la empresa. Teniendo en cuenta que dicho valor agregado se obtiene por la diferencia entre el valor del producto (bien o servicio) obtenido y los costos de producción para la obtención de dicho producto, es que resultan de la mayor importancia los costes, las inversiones que implica dicha producción y su rentabilidad, optimizar la duración de los equipamientos que confieren una cierta capacidad de producción determinada a la empresa, obtener unos ingresos procedentes de la venta del producto obtenido que asegure y optimice los beneficios y a su vez procurar que tales ingresos no sean de una magnitud que impidan realizar las ventas al nivel optimo atento a la estructura de la empresa, son las cuestiones centrales que giran en derredor de la gestión económica de la empresa.

En virtud de aquel beneficio esperado por la empresa, es que aparece implicada la cuestión del resultado de la empresa en términos económicos en relación con el tema del riesgo de insolvencia y del fracaso empresarial, por la muy sencilla razón de que en una empresa que resulte rentable económicamente, en general no hay conflictos de intereses entre los distintos actores involucrados⁶ y por el contrario, dichos problemas comenzarán a surgir si la empresa carece de dicha rentabilidad económica ya que, o bien acumulará pérdidas hasta verse obligada a recurrir a un proceso de liquidación concursal, o bien, destruirá valor porque su rentabilidad no alcanzará a cubrir las aspiraciones de los accionistas y una empresa que destruye valor⁷ (para sus socios) tal vez no desaparece (en el corto plazo), pero seguramente se ha de debilitar y probablemente se comprometa gravemente su perdu-

⁶ "...En las empresas económicamente rentables, en general están satisfechos los accionistas, los clientes, los proveedores, los directivos y el resto de los empleados. Cuando las cosas van muy bien, normalmente van bien para todos. Incluso si surgen problemas de tipo medioambiental o que puedan afectar a las comunidades de residentes próximas a la empresa, frecuentemente se encuentran formas de compensación a fin de llegar a soluciones satisfactorias para todo el mundo. En estos casos, pueden que 'el dinero no proporcione la felicidad', pero al menos contribuye a la paz". FAUS, JOSEP: "*Finanzas estructurales y estrategias financieras*", Barcelona, Edit. Folio, 1997, IESE, Univ. Navarra, pág. 34.

⁷ Aquí aparece en escena, la noción de creación de valor, que al decir de Pablo Van Tienen, se trata de un "...trillado concepto, ajeno a nuestro vocabulario común...". VAN THIENEN, PABLO A., "*Creación de valor para el accionista, el riesgo empresarial y el régimen de remuneración del director en la S.A.*", E.D., 201-930.

rabilidad a largo plazo. Por lo tanto, amén de la consideración financiera antes formulada, lo cierto es que la idea de rentabilidad económica también ha de incidir (decididamente) sobre el riesgo de insolvencia y por ende, en el peligro correspondiente que asumen los acreedores. En particular la noción que aquí se hace presente es el de rentabilidad económica.

Con cierta frecuencia se cree que obtener utilidades es lo más importante para la empresa; obviamente nadie espera crear una empresa y generar, *ad eternum*, pérdidas. No obstante, la utilidad entendida como la diferencia entre las ventas y los costos y gastos no resulta mayormente relevante en aras del futuro de la empresa. En rigor de verdad, la utilidad adquiere significado cuando se la compara con la inversión que ayudó a generarla, este concepto es usualmente denominado *rentabilidad*.

Así pues, el concepto de rentabilidad (en términos generales) alude a la relación entre el beneficio obtenido en un período de tiempo dado (usualmente anual) y el capital invertido en la actividad económica que ha dado lugar a tal beneficio, la formula sería: [Rentabilidad = Beneficio Período / Capital invertido]. Asimismo, es común desglosar la rentabilidad en cuatro *ratios*, a los efectos de revelar el rendimiento de los cuatro elementos básico para la optimización del resultado económico de la empresa, a saber: 1) Ingresos / Producción: permite conocer la rentabilidad parcial del área ventas, cuanto mayor sea el resultado, mejor será la rentabilidad del área; 2) Costes / Producción: relaciona la producción con el coste empleado a tal efecto, cuanto menor sea el resultado, mejor será la productividad; 3) Producción / Capacidad Productiva: vincula el rendimiento obtenido de la planificación efectuada de la producción a corto plazo y el proyecto de ventas, ya que dicha planificación debe tratar de que no se deje capacidad productiva instalada inutilizada, en este caso, este *ratio* será mejor cuanto más se acerque a uno que es el valor optimo; 4) Capacidad Productiva / Capital Invertido: revela la corrección de la planificación a largo plazo, cuanto mayor sea la capacidad de producción que la empresa sea capaz de desarrollar con un mismo capital, mejor será su proyección a largo plazo y por lo tanto, esta *ratio* deberá ser lo más elevada posible.

En definitiva, la rentabilidad de la empresa dependerá fundamentalmente del nivel de producción, de los precios de compra y venta, del grado de ocupación de sus recursos, así como del nivel alcanzado por estos con relación al capital invertido.

Así entonces, una empresa que no es rentable económicamente carece de perspectivas (serias) de subsistencia futura y supone un riesgo (cuanto menos latente) para los terceros acreedores. Ya no se trata de que a mayor capital social, menor riesgo para los terceros y se puede hablar, en todo caso, de otra ecuación algo más precisa (económica y financieramente) por la cual señalo: a menor rentabilidad, mayor riesgo para terceros ($[+\text{rentabilidad}] = [-\text{riesgo}]$). Pero, dicha rentabilidad no depende del capital social (únicamente) sino de los ingresos, producción y costes, entre otros datos. Todo lo cual, pone en evidencia que aquella ecuación repetida como muletilla: 'a mayor capital social, menor riesgo', es (desde el punto de vista de la rentabilidad económica), total y absolutamente indiferente e incompleta.⁸

Conforme lo he señalado anteriormente, uno de los objetivos de la optimización de la estructura de capital es precisamente el de maximizar la rentabilidad económica de la empresa, esto pone en evidencia la intrínseca vinculación entre éstas nociones. La política financiera equilibrada tratará de alcanzar la máxima rentabilidad económica compatible con la estructura financiera adecuada, conforme lo visto, la estructura financiera de la empresa será *adecuada*, cuando genere un capital de trabajo *necesario* dentro de una *estructura de capital* equilibrada en volúmenes y tipos de fondos.

5.- PALABRAS FINALES.

Afirmar que la sociedad infracapitalizada (esto es, con capital social insuficiente en relación al objeto social y al nivel de riesgos

⁸ Más aún y con relación en relación con el capital cabe realizar un distinguo que permitirá avanzar en la disquisición acerca de la (real y efectiva) influencia del capital social; así, cabe distinguir: 1) Rentabilidad total = Beneficio / Capital Nominal (el capital nominal o total de la empresa es el total de su pasivo o recursos totales de la empresa); 2) Rentabilidad del Capital Propio = Beneficio / Capital Propio (el capital propio es la parte del pasivo que representan recursos propios de la empresa); 3) Rentabilidad del inversor = Beneficio / Capital Social (el capital social es el invertido por los socios de la empresa que esperan un rendimiento de su inversión).

empresarios) implica una traslación de riesgos, un peligro para los terceros acreedores o la imposibilidad de cumplir con el objeto social es una simplificación teórico jurídico que se contradice financiera y económicamente. Así, si bien es cierto que cierra (lógicamente) como fórmula jurídica, no refleja (en lo más mínimo) la dinámica empresarial.

Ahora bien, si nos detenemos a observar la incidencia de la estructura de capital y del capital de trabajo necesario, la vinculación de estos dos conceptos con la idea de rentabilidad económica (condicionada por las decisiones de inversión y financiamiento) se advertirá, sin mayores complicaciones, que aquella fórmula inicial carece de sustento en las incidencias financieras y económicas de la empresa.