

DIAGNOSTICO DE DIFICULTADES FINANCIERAS

SE ESTUDIAN ESTOS TEMAS

¿Qué significa que una empresa enfrente dificultades financieras?
Los coeficientes de solvencia, endeudamiento total y cobertura de intereses
Pautas que se utilizan para calificar el riesgo de insolvencia de las empresas

§ 9.1 Diagnóstico de posibles dificultades financieras de la empresa

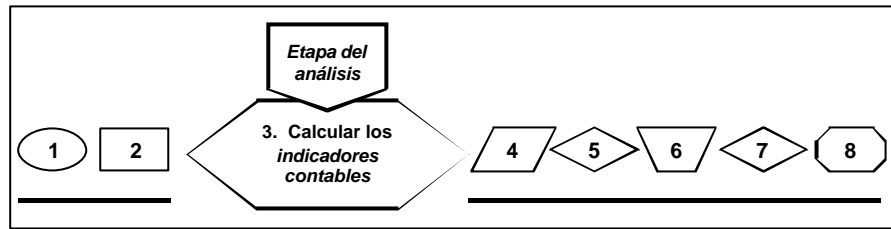
Se considera que una empresa enfrenta dificultades financieras cuando no puede atender la totalidad de los compromisos de pago de un modo regular. Los compromisos de pago pueden tener origen operativo (proveedores, personal, impuestos) o bien origen financiero (servicios de los préstamos).

Una vez que se han manifestado las dificultades financieras, es decir, que se hacen evidentes para todos los interesados, puede existir solución o no. La solución implica algún acuerdo de pago que modifica la secuencia de compromisos. Cuando no existe solución la empresa desaparece: se liquidan los activos y este dinero se distribuye entre los acreedores. (Acerca del origen y las características de las dificultades financieras puede verse Fornero, 1984)

Desde la perspectiva de los acreedores lo más importante es anticipar la posibilidad de que una empresa enfrente dificultades financieras. Este diagnóstico se realiza mediante los indicadores contables y el análisis del flujo de fondos esperado.

El rendimiento patrimonial y sus componentes es el indicador básico para el diagnóstico: una empresa con rendimiento bajo tiene más posibilidades de enfrentar dificultades, sea para mantenerse en funcionamiento, sea para financiar su crecimiento. Como se explicó en § 4.2 los componentes del rendimiento muestran el impacto financiero del crecimiento y la mayor o menor posibilidad de ahogos financieros temporarios o crónicos.

Para una observación rápida de la situación financiera estructural de la empresa se utilizan dos indicadores: los coeficientes de solvencia y de cobertura de intereses.



§ 9.2 Coeficientes de solvencia y endeudamiento

La medida de solvencia es un indicador del “respaldo” que tienen los acreedores. Pensemos que, en algún momento, el total de los activos se transformará en dinero.

Entonces, una pregunta importante es qué proporción de ese dinero es necesaria para cancelar todos los compromisos de la empresa (su pasivo).

La medida de solvencia viene dada por la relación $\left[\frac{\text{Activo total}}{\text{Pasivo total}} \right]$. Un coeficiente bajo significa que la empresa, desde el punto de vista de sus acreedores, es más riesgosa: están más expuestos si se deteriora la conversión de los activos en dinero. Este deterioro se puede originar, por ejemplo, en una rápida obsolescencia de los activos fijos, que reduce su valor económico y, por ende, el flujo de dinero que representarán en el futuro.

La composición del activo tiene efectos en la solvencia. El coeficiente debe complementarse con un indicador de inmovilización; por ejemplo, $\left[\frac{\text{Activo no corriente}}{\text{Activo total}} \right]$.

Este indicador simplemente es la participación del activo fijo en el total, o porcentaje vertical, que se estudió en § 2.7. Ahora le hemos puesto un nombre: *coeficiente de inmovilización*.

Sin embargo, el indicador más directo para interpretar el coeficiente de solvencia es el *financiamiento del activo fijo*: $\left[\frac{\text{Patrimonio Neto}}{\text{Activo no corriente}} \right]$. La relación entre el valor contable y el valor de realización (conversión en dinero) es más incierta en el activo fijo que en el activo corriente. Entonces, considerando dos empresas con igual coeficiente de solvencia, un indicador de financiamiento del activo fijo más bajo señala un riesgo mayor para los acreedores.

Los indicadores de solvencia de ALFA se muestran en el cuadro 9.1.

Coeficientes	Año 1	Año 2	Año 3
Solvencia	2.34	2.69	2.90
Inmovilización	0.59	0.57	0.60
Financiamiento activo fijo	0.97	1.09	1.10

Cuadro 9.1
ALFA. Indicadores de solvencia

Se observa que la solvencia ha aumentado de año en año, y se aproxima a 3, lo cual puede considerarse satisfactorio desde la perspectiva de un acreedor. El financiamiento del activo fijo se mantiene en torno a 1. Es decir, el patrimonio es un poco mayor que el activo fijo.

Para completar el análisis de la solvencia también puede considerarse otro aspecto del activo: su poder cancelatorio. Los pasivos pueden estar contratados en una moneda distinta a la nacional de la empresa. La calidad del activo, desde el punto de vista de su poder cancelatorio, depende no sólo de que se transforme en dinero, sino que sea el tipo de dinero que se requiere para pagar los compromisos. Para esto se utiliza un indicador de la *solvencia en moneda extranjera*:

$$\left[\frac{\text{Activos en divisas}}{\text{Pasivos en divisas}} \right]$$

Sin embargo, la complejidad actual de las transacciones financieras requiere, para comparar la cobertura cambiaria de varias empresas, tener en cuenta si tiene posición en coberturas estrictamente financieras, tales como contratos de futuros y swaps de divisas. A su vez, las características de las operaciones de la empresa pueden implicar un flujo operativo de divisas (por exportaciones). En el indicador de cobertura cambiaria se está considerando que ese flujo está adecuadamente representado en el activo correspondiente.

El coeficiente de endeudamiento total. En § 3.7 se explicó una medida de endeudamiento de la empresa: el endeudamiento financiero. Este coeficiente permite analizar el rendimiento patrimonial de un modo congruente con el rendimiento de los recursos operativos que utiliza la empresa.

Sin embargo, desde la perspectiva de un acreedor es importante considerar también el endeudamiento total $\left[\frac{\text{Pasivo total}}{\text{Patrimonio Neto}} \right]$.

El pasivo total es una medida de los compromisos de pago de la empresa: las dificultades financieras pueden anticiparse en función de cómo evoluciona el pasivo total, y no sólo el pasivo financiero.

El coeficiente de endeudamiento total mide la *proporción relativa* del activo que está financiada con pasivo y capital propio. Si el indicador es 1 significa que los acreedores (operativos y financieros) y los propietarios financian en igual proporción el activo.

Existe una relación inversa entre solvencia y endeudamiento. Un coeficiente de endeudamiento más alto implica menor solvencia. Esto resulta de la propia medición de los indicadores. A partir de la identidad contable se establece que

$$\text{Solvencia} = 1 + \frac{1}{\text{Endeudamiento}}.$$

El cuadro 9.2 muestra los coeficientes de endeudamiento de ALFA. El endeudamiento está medido con los *saldos al final de cada año* de activo, pasivo y patrimonio, no con los saldos promedio. Los coeficientes representan, entonces, la situación financiera final del año; es la que existirá como inicio en el año siguiente. En el análisis para la concesión de crédito ésta es la estructura de financiamiento con más significado: es la que la empresa tendrá como punto de partida para el futuro, los compromisos que deberá afrontar.

	Año 1	Año 2	Año 3
Pasivo total	183	159	155
Patrimonio neto	246	268	294
Endeudamiento total	0.74	0.59	0.53
Endeudamiento financiero	0.46	0.33	0.30

Cuadro 9.2
ALFA. Endeudamiento total y endeudamiento financiero
(con saldo final)

El endeudamiento total y el endeudamiento financiero son coeficientes que miden aspectos distintos de la empresa. Por lo tanto hay que ser muy preciso al referirse al grado en que una empresa “está endeudada”.

A veces se expresa el endeudamiento con el cociente: $\left[\frac{\text{Pasivo total}}{\text{Activo total}} \right]$. Este coeficiente es la participación porcentual del pasivo con respecto al activo total (que se estudió en § 1.20). Ahora también tenemos un nombre para este “porcentaje vertical”: es una expresión de *endeudamiento total*.

Esto no implica que existan dos indicadores de endeudamiento total. Ambas son expresiones alternativas. Cada una se transforma algebraicamente en la otra con las siguientes equivalencias:

$$\frac{\text{Pasivo}}{\text{Patrimonio}} = \frac{\frac{\text{Pasivo}}{\text{Activo}}}{1 - \frac{\text{Pasivo}}{\text{Activo}}}$$

$$\frac{\text{Pasivo}}{\text{Activo}} = \frac{\frac{\text{Pasivo}}{\text{Patrimonio}}}{1 + \frac{\text{Pasivo}}{\text{Patrimonio}}}$$

En el cuadro 9.3 se indican los coeficientes promedio de endeudamiento total y financiero de algunos sectores de la economía argentina. Cabe destacar el amplio rango que tienen los coeficientes de endeudamiento.

Sector	Endeudamiento	
	Total	Financiero
Comunicaciones	1.29	0.95
Petróleo y energía	0.98	0.67
Tabaco	0.63	0.06
Siderurgia y metalurgia	0.66	0.39
Construcción	1.61	0.88
Bienes de capital	0.89	0.67
Insumos industriales	0.73	0.41
Bienes consumo durable	0.56	0.22
Comercio minorista	2.89	1.45
Alimentos y bebidas	0.88	0.59

Cuadro 9.3
Endeudamiento en empresas de la Argentina (1998)
(Fornero, 2000)

Tamaño: Ventas anuales	Endeudamiento	
	Total	Financiero
Mayores a \$ 170 millones	1.16	0.75
Entre \$ 50 y 170 millones	0.88	0.64
Menores a \$ 50 millones	0.75	0.36

La intensidad del pasivo operativo en el pasivo total se advierte en la diferencia entre los dos coeficientes. Observando el endeudamiento total tabaco y siderurgia están casi iguales. Pero el endeudamiento financiero es muy distinto. En esto influye el hecho de que buena parte del pasivo del sector tabaco es pasivo operativo (impuestos a pagar, influidos por la carga impositiva del producto).

Por su parte, el comercio minorista (supermercados y otros), que es el más “endeudado” tanto en términos totales como financieros, se financia con pasivo operativo y financiero en partes iguales. No así los sectores intensivos en activo fijo (comunicaciones, petróleo y energía, siderurgia): el pasivo financiero predomina sobre el operativo.

El endeudamiento también varía según el tamaño de la empresa. En el panel inferior del cuadro 9.3 se muestran los coeficientes de endeudamiento según estratos de ventas. El endeudamiento total y financiero es mayor en las empresas más grandes. Estas empresas, en comparación con las de menor tamaño, tienen una mayor proporción de pasivo financiero en el pasivo total. Por tanto, si se observa el endeudamiento financiero las empresas de menor tamaño parecen “poco endeudadas” (0,36). Pero su endeudamiento total es el doble (0,75).



PREGUNTAS DE COMPRENSION

Pregunta 9.A Usted sabe que el aumento del coeficiente de solvencia puede considerarse una señal positiva desde la perspectiva de un prestamista. Considere una situación en que el coeficiente de solvencia aumenta de 2 a 2.2 en los últimos tres años, pero el coeficiente de inmovilización aumenta de 0.4 a 0.6. ¿qué indicadores observaría para evaluar si el aumento de la solvencia es un signo realmente favorable de la empresa?



Está disponible una solución comentada

§ 9.3 Coeficientes de cobertura de intereses

En § 3.14 se explicó el coeficiente de cobertura de intereses $\left[\frac{\text{Ganancia operativa}}{\text{Intereses financieros}} \right]$ al estudiar los componentes del rendimiento en el modelo DuPont.

Este coeficiente es un complemento importante del análisis de endeudamiento y solvencia. Las conclusiones a partir sólo del endeudamiento son parciales, ya que la situación financiera de la empresa también depende del rendimiento operativo. El coeficiente de cobertura de intereses refleja ambas dimensiones: el rendimiento operativo y el endeudamiento.

La cobertura de intereses también se puede calcular con los subtotales de resultados de la ganancia operativa: ganancia antes de intereses e impuestos (GAI, o EBIT) y ganancia antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones (GAIDA, o EBITDA).

La cobertura de intereses medida con EBIT, $\left[\frac{\text{EBIT}}{\text{Intereses financieros}} \right]$, es similar a la cobertura calculada con la ganancia operativa (NOPAT). Tan sólo puede manifestar diferencias por el impuesto a las ganancias operativo y sobre intereses.

Cuando se utiliza la ganancia operativa (después de impuestos) la cobertura debe calcularse con los intereses después de impuesto (el costo del pasivo financiero de la empresa). Por el contrario, en la cobertura con EBIT ambas magnitudes están expresadas antes de impuesto. Esta es una medida más directa, ya que utiliza directamente el importe de intereses del estado de resultados.

La cobertura de intereses con EBITDA, $\left[\frac{\text{EBITDA}}{\text{Intereses financieros}} \right]$, tiene una interpretación distinta. En § 8.5 se estudió que esta medida aproxima mejor el excedente económico en los procesos de inversión. Esto es válido cuando se han realizado inversiones en activo fijo y los cargos por depreciaciones en el resultado de cada año tienen poca relación con las inversiones de reposición o ampliación. Estas son las que influyen en el flujo de fondos disponible del negocio, con el cual se afrontará la carga financiera de las deudas.

En el cuadro 9.4 se reproducen los totales significativos del ejemplo planteado en el capítulo 8 (cuadro 8.5): la empresa A tiene una evolución suave de las ventas y ganancias, y va disminuyendo el endeudamiento; y la empresa B ha realizado inversiones (en parte financiadas con deuda) que comienzan a operar en el año 2 pero cuyo efecto en la ganancia se manifiesta plenamente en el año 3.

El coeficiente de cobertura de intereses de la empresa A aumenta de año en año. Para la situación de esta empresa parece más adecuado utilizar el coeficiente calculado con NOPAT o EBIT.

En la empresa B el coeficiente disminuye en el año 2, al contratar el pasivo para financiar la inversión, cuyo efecto en la ganancia se comienza a observar en el año 3. En este período aumenta el coeficiente de cobertura de intereses.

Cuadro 9.4
Expresiones de la cobertura de intereses

	EMPRESA A			EMPRESA B		
	Año 1	Año 2	Año 3	Año 1	Año 2	Año 3
(1) Ganancia antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones (EBITDA)	270	295	300	450	500	650
(2) Ganancia antes de intereses e impuestos (EBIT)	190	210	215	250	250	400
(3) Ganancia operativa (NOPAT)	130	140	146	184	176	252
(4) Intereses financieros	30	28	25	60	70	80
(5) Costo de pasivo financiero	20	18	16	39	46	52

Coefficiente de cobertura de intereses con NOPAT (3) / (5)	6,5	7,8	9,1	4,7	3,8	4,8
con EBIT (2) / (4)	6,3	7,5	8,6	4,2	3,6	5,0
con EBITDA (1) / (4)	9,0	10,5	12,0	7,5	7,1	8,1

El coeficiente calculado con NOPAT o EBIT disminuye significativamente en el año 2, por el efecto de las depreciaciones. Por esto, parece más adecuada la medición de la cobertura de intereses con EBITDA, ya que muestra mejor la incidencia del aumento de ventas y ganancia.

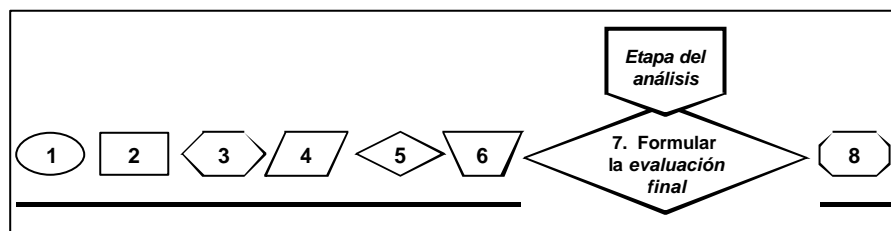


PREGUNTAS DE COMPRENSION

Pregunta 9.B Considere la afirmación: *Mientras mayor sea el coeficiente de cobertura de intereses (con la ganancia operativa) también es más grande la diferencia entre el rendimiento operativo y el costo porcentual del pasivo financiero, y por tanto es más grande el efecto del endeudamiento en el rendimiento patrimonial.*
¿Verdadero o falso? ¿Por qué?



Está disponible una solución comentada



§ 9.4
Calificación de las empresas en el sistema financiero

Los coeficientes de rendimiento, solvencia y cobertura de intereses proporcionan indicios acerca de la capacidad de la empresa para hacer frente a sus compromisos. En el análisis también debe considerarse el flujo de fondos esperado y diversos aspectos cualitativos.

En el sistema financiero argentino las entidades financieras califican a las empresas en cinco categorías: en situación normal, con riesgo de insolvencia, con problemas, con alto riesgo de insolvencia, e irrecuperable

El esquema 9.1 resume las características de cada categoría. Para realizar la calificación se consideran aspectos tales como:

- ✓ La situación financiera de la empresa
- ✓ El cumplimiento observado de las obligaciones

- ✓ La situación del sector de negocios
- ✓ La posición del cliente en su sector
- ✓ Las cualidades de la dirección
- ✓ La adecuación y confiabilidad del sistema de información

Esquema 9.1
Definición de las categorías de calificación en el sistema financiero

<i>Situación normal</i>	<i>Con riesgo de insolvencia</i>	<i>Con problemas</i>	<i>Alto riesgo de insolvencia</i>	<i>Irrecuperable</i>
El análisis del flujo de fondos de la empresa demuestra que es capaz de atender holgadamente todos sus compromisos financieros	El análisis del flujo de fondos de la empresa muestra que, al momento de realizarse, puede atender la totalidad de sus compromisos financieros Sin embargo, existen situaciones posibles que, de no ser controladas o corregidas oportunamente, podrían comprometer la capacidad de pago futura de la empresa	El análisis del flujo de fondos de la empresa demuestra que tiene problemas para atender normalmente la totalidad de sus compromisos financieros y que, en caso de no ser corregidos, esos problemas pueden resultar en una pérdida para la entidad financiera	El análisis del flujo de fondos de la empresa demuestra que es altamente improbable que pueda atender la totalidad de sus compromisos financieros	Las deudas de las empresas incluidas en esta categoría se consideran incobrables Si bien estos activos podrían tener algún valor de recupero bajo algunas circunstancias futuras, su incobrabilidad es evidente al momento en que se realiza el análisis

Cabe destacar que los indicadores financieros son sólo una parte de la información utilizada en la calificación. La calificación no es un resultado mecánico de los indicadores observados, sino que surge al enmarcar estos indicadores con los factores externos e internos que pueden afectar el desempeño.

El esquema 9.2 resume los aspectos que se consideran para asociar los elementos del desempeño con las categorías de calificación.

En el esquema 9.3 se detallan las pautas a observar en cada tipo de aspectos. Estas pautas permiten observar cómo es posible utilizar los aspectos cuantitativos y cualitativos para formar una opinión acerca del desempeño. (Comentarios adicionales acerca de la evaluación del riesgo crediticio pueden verse en Fornero, 1997, págs. 13/28).



PREGUNTAS DE COMPRENSION

Pregunta 9.C Considere los enunciados de los paneles “Dirección” y “Sistema de información” en el esquema 9.3. Explique con sus palabras la relación que existe entre las categorías de calificación y estas características de la empresa que se analiza.

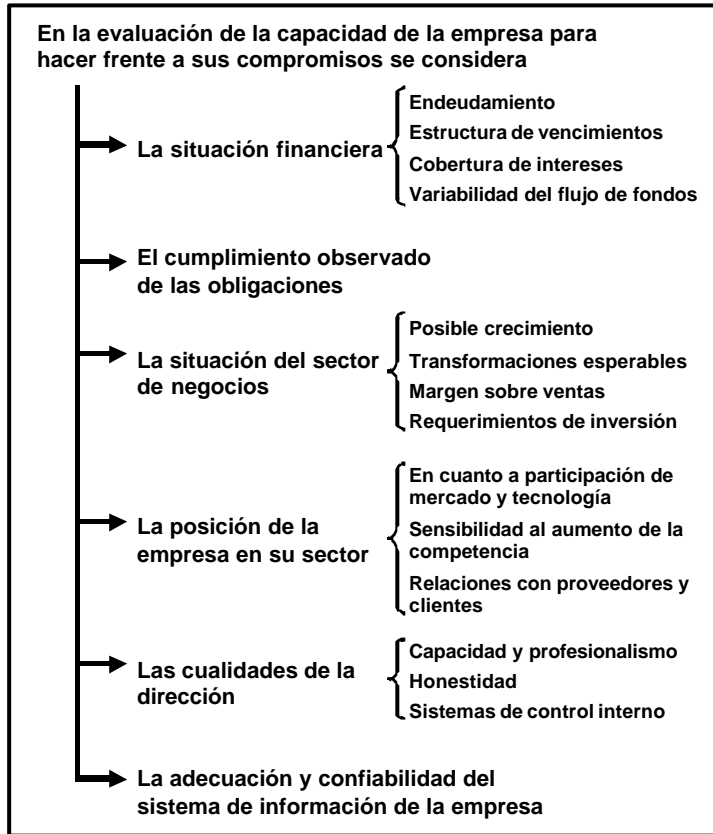


EJERCICIO DE APLICACION

Resolver el Ejercicio de Aplicación 4, Ferrum S.A.

Libro Excel para desarrollar la solución





Esquema 9.2
Elementos para la evaluación del riesgo crediticio

Esquema 9.3
Evaluación del riesgo crediticio

<i>Situación normal</i>	<i>Con riesgo de insolvencia</i>	<i>Con problemas</i>	<i>Alto riesgo de insolvencia</i>	<i>Irrecuperable</i>
-------------------------	----------------------------------	----------------------	-----------------------------------	----------------------

SITUACION FINANCIERA DE LA EMPRESA

Líquida	Buena	Ilíquida	Ilíquida	Mala
Bajo nivel y adecuada estructura de deuda en relación a la capacidad de ganancia	Moderado endeudamiento	Nivel del flujo de fondos que no le permite atender el pago de la totalidad del capital e intereses de las deudas	Muy alto nivel de endeudamiento	Con suspensión de pagos; quiebra decretada
Alta capacidad de pago de deuda	Adecuado flujo de fondos para el pago de deudas	Escasa capacidad de ganancia	Resultados operativos negativos	Las ventas no cubren el costo de producción
El flujo de fondos no es susceptible de variaciones significativas ante modificaciones de variables internas o externas	El flujo de fondos tiende a debilitarse para hacer frente a los pagos, ya que es sensible al cambio en variables respecto a las cuales existe un significativo grado de incertidumbre	La proyección del flujo de fondos muestra un progresivo deterioro, y alta sensibilidad a modificaciones menores de las variables, debilitando la capacidad de pago	Obligada a vender activos de importancia para la actividad desarrollada. El flujo de fondos es insuficiente; no alcanza para cubrir el pago de intereses, y se pueden prever problemas en el pago de refinanciaciones	Obligada a vender a pérdida activos de importancia para su actividad
<i>Paga capital e intereses</i>	<i>Paga capital e intereses</i>	<i>Paga sólo intereses</i>	<i>No paga intereses</i>	

Esquema 9.3 (continuación)
Evaluación del riesgo crediticio

<i>Situación normal</i>	<i>Con riesgo de insolvencia</i>	<i>Con problemas</i>	<i>Alto riesgo de insolvencia</i>	<i>Irrecuperable</i>
-------------------------	----------------------------------	----------------------	-----------------------------------	----------------------

PAGO DE OBLIGACIONES

Cumple puntualmente sin recurrir a nueva financiación directa o indirecta	Incurrir en atrasos reducidos y ocasionales en los pagos	Incurrir en atrasos entre 90 y 180 días	Incurrir en atrasos entre 180 días y 1 año	Incurrir en atrasos superior a 1 año
	Existe alguna posibilidad de incumplimiento en relación con las condiciones contractuales	Para esta medida el plazo no se interrumpe por el otorgamiento de renovaciones		

SECTOR DE ACTIVIDAD

Existe una tendencia futura aceptable Se observa una adecuada relación <i>ganancia/ventas</i>	La tendencia futura es dudosa en algunos aspectos	La tendencia futura no es firme	La tendencia futura es pobre	El sector está en extinción, o con necesidad de grandes reestructuraciones
--	---	---------------------------------	------------------------------	--

POSICION DE LA EMPRESA EN SU SECTOR

Ubicado por encima del promedio	Ubicado en el promedio	Ubicado por debajo del promedio	Ubicado muy por debajo del promedio	Ubicado en la parte más baja del sector
La empresa es altamente competitiva	Posibilidad de un aumento de la competencia relevante	Con dificultad para enfrentar la competencia	Con serias dificultades para enfrentar la competencia	No está en condiciones de competir
	Posibilidad de una disminución en las ventas	Posibilidad de reducción de la demanda de sus productos	Perspectivas de resultados negativos	
		Con problemas leves de adecuación tecnológica	La tecnología requiere una actualización urgente	La tecnología es obsoleta
		Tiene algunos problemas con proveedores y clientes	Dificultades graves con proveedores y clientes	

DIRECCION

Buena capacidad general	Poca capacidad	Incompetente		
Honesta	Honestidad poco clara	Deshonesta		
Muy profesional y técnica	Poca experiencia		Capaz de realizar actos fraudulentos	
Adecuados sistemas de control interno	Sistemas de control interno objetables	Descontrol en los sistemas internos	Nulo control interno	

Esquema 9.3 (final)
Evaluación del riesgo crediticio

<i>Situación normal</i>	<i>Con riesgo de insolvencia</i>	<i>Con problemas</i>	<i>Alto riesgo de insolvencia</i>	<i>Irrecuperable</i>
-------------------------	----------------------------------	----------------------	-----------------------------------	----------------------

SISTEMA DE INFORMACION

Adecuado; permite conocer en forma permanente la situación económica y financiera de la empresa		No del todo adecuado; es difícil conocer la situación económica y financiera	Inadecuado; no permite conocer de modo preciso la situación económica y financiera de la empresa
Información consistente y actualizada	Puede haber algún atraso en la información	La información no es consistente, y no está disponible en forma oportuna	La información que se presenta no es confiable La información no es consistente y no está actualizada

§ 9.5
Calificación del riesgo de bonos

Las empresas (y los gobiernos) suelen emitir títulos de deuda, habitualmente denominados bonos (en la Argentina los bonos de las empresas se denominan obligaciones negociables).

Los bonos pueden transarse en el mercado de valores. Otras empresas, instituciones e individuos, como inversores, adquieren esos títulos.

«Los potenciales compradores no necesariamente conocen en detalle la situación de la empresa ni sus perspectivas. Esto origina muchas fricciones en los mercados financieros: cada interesado debería analizar por sí mismo a la empresa que ha emitido las obligaciones, lo cual aumenta tanto los costos de inversión como el efecto de las asimetrías de información. Prácticamente desde principios de siglo se advirtió la utilidad de proporcionar a los inversores una calificación del riesgo de las empresas. En Estados Unidos desde 1909 existen especialistas en el negocio de realizar calificaciones de riesgo. Los más conocidos son Moody's y Standard and Poor's, que realizan de modo sistemático la calificación de obligaciones emitidas por empresas y gobiernos. Ellos han formado los estándares de calificación, tanto en los procedimientos como en las categorías.» (Fornero, 1997, pág. 4)

La calificación del riesgo de bonos se realiza con la perspectiva del *prestamista*; riesgo, en este caso, significa posibilidad de incumplimiento de los pagos de intereses y capital. En el esquema 9.4 se definen las categorías de calificación.

Es claro que la estandarización de la opinión y su confiabilidad permite una mayor fluidez en las inversiones financieras. Un bono emitido por el municipio de Munich puede ser comprado por inversores de Estados Unidos, Japón o Argentina a partir de la calificación que se ha realizado, aunque estos inversores no sepan mucho acerca de la situación financiera de ese emisor. La calificación resume lo relevante de esa situación.

La calificación del riesgo supuestamente influye en la tasa de interés requerida para el título: una calificación que muestra mayor riesgo implicará una tasa de interés más alta. La relación entre la categoría de riesgo y la opinión acerca de la seguridad de la inversión se muestra en el esquema 9.5. Las consecuencias financieras de una calificación de riesgo son importantes, y de ahí que los calificadores son muy celosos de su independencia de criterio. Esta es el fundamento de la confiabilidad de su opinión.

Las calificaciones se expresan en el contexto de un país, una economía nacional. Un bono de Telecom de Argentina puede recibir la máxima calificación *argentina* (triple A).

Esquema 9.4 Categorías de calificación del riesgo de bonos

Calidad	Categoría	Capacidad de pago actual		
Muy alta	AAA	Máxima	La capacidad de pago futura puede verse afectada	<i>En forma insignificante</i> , aún ante cambios relativamente importantes en variables económicas generales, en su mercado específico y/o en los mercados financieros
	AA	Muy alta		<i>Muy poco</i> , ante cambios tales como los descritos en la categoría anterior. No obstante, puede verse algo afectada ante cambios en variables muy específicas, aunque relativamente secundarias
Alta	A	Alta		<i>Poco</i> , ante cambios relativamente importantes como los descritos en las categorías anteriores
	BBB	Alta		Relativamente más que la categoría anterior, ante cambios importantes en las variables mencionadas
Media	BB	Adecuada		<i>Algo</i> , ante cambios no excesivamente significativos en las variables mencionadas
	B	Adecuada		<i>Bastante</i> , ante cambios no excesivamente importantes en variables generales y, eventualmente, mucho, ante cambios en variables muy específicas
Regular	CCC	Regular		Puede mejorar rápidamente ante cambios positivos, no excesivamente importantes, en variables generales y/o pequeños en variables muy específicas
Baja	CC	Baja		Para mejorar requiere cambios bastante importantes en variables generales o muy significativos en variables muy específicas
	C	Baja		No resultan esperables cambios favorables en su capacidad de pago, aún ante notables mejorías en las condiciones económicas generales y/o del sector
	D	En situación de incumplimiento en sus pagos		

Esquema 9.5 Categorías de calificación y seguridad de la inversión

La deuda es	Calificación	Standard & Poor's	Moody's
APTA PARA INVERSION	Máxima seguridad Muy alta calificación	AAA	Aaa
		AA+	Aa1
	AA	Aa2	
	AA-	Aa3	
	A+	A1	
	A	A2	
	A-	A3	
	Calidad media alta	BBB+	Baaa1
		BBB	Baaa2
		BBB-	Baaa3
MEDIANAMENTE ESPECULATIVA	Calidad especulativa baja	BB+	Ba1
		BB	Ba2
	Calidad especulativa alta	BB-	Ba3
		B+	B1
		B	B2
		B-	B3
MUY ESPECULATIVA	Riesgo muy importante	CCC+	Caa
		CCC	
	Calidad absolutamente especulativa	CCC-	Ca
		CC	

Pero esto no significa que sea igual a un bono de máxima calificación de una empresa de Estados Unidos (por ejemplo, General Electric). Muestra sólo que es el *mejor* (en el sentido de menor) *riesgo argentino*. En términos internacionales esa triple A *argentina* equivale a una triple B. En el esquema 9.6 se detallan algunas equivalencias de calificación.

Esquema 9.6
Equivalencias de calificación del riesgo de bonos

Calificación doméstica	Calificación internacional	Ejemplos (Standard & Poor's)
raAAA	BBB-	YPF, Pérez Companc, Astra, Telecom, Telefónica
raAA+	BBB-	Cía Radiocomunicaciones Móviles
raAA	BBB-	Aguas Argentinas
raAA	BB+	Multicanal, Alto Palermo
raAA-	BB	Cablevisión, Disco, Sideco Americana
raA+	BB	Camuzzi Argentina
raA+	BB-	Autopistas del Sol
raA	BB-	Coto Supermercados, Cía Alimentos Fargo
raA	B+	Ind Met Pescarmona
raBBB+	B+	Mastellone, OCA
raBBB	B+	Acindar, CTI Holding

Los procedimientos y criterios de calificación son muy variados, pero en general tienen en cuenta los factores empresariales mencionados en § 9.4. (Puede verse Fornero, 1997, para una explicación más detallada.)

La calificación se basa en el desempeño de la empresa esperado por el analista. En la formación de esta perspectiva tiene un peso importante el desempeño observado. De modo específico, se ha establecido que existe una fuerte asociación entre el coeficiente observado de cobertura de intereses y la categoría de riesgo que se asigna a la empresa (López Dumrauf, 2000).

Entonces, los títulos de deuda de una empresa se consideran con mayor riesgo no tanto por un endeudamiento “alto” sino por una cobertura de intereses “baja”. Que es precisamente lo que se explicó en § 3.14 al comentar el coeficiente de cobertura de intereses como uno de los componentes del rendimiento patrimonial.



PREGUNTAS DE COMPRENSION

Pregunta 9.D Comente la relación que existe entre los criterios de evaluación del riesgo crediticio que se enuncian en el esquema 9.4 y el efecto palanca explicado en el capítulo 4.

§ 9.6

Resumen: ¿Existen indicadores contables que anticipan posibles dificultades financieras?

Las dificultades financieras de una empresa tienen una gran diversidad de orígenes y de manifestaciones. En última instancia implican una composición del flujo de fondos que no es sustentable en el tiempo, sea por un insuficiente margen operativo, un proceso de inversión que no produce los resultados esperados, o una estrategia de crecimiento basada en endeudamiento. O una combinación de todo esto.

Pero el momento y la forma en que tal situación lleva a la expresión final de las dificultades financieras depende de muchos factores.

Los indicios de posibles dificultades financieras pueden obtenerse de varios indicadores: endeudamiento y cobertura de intereses, generación operativa de fondos, margen sobre ventas. Sin embargo, el uso no puede ser automático. Algunas fases de un proceso de crecimiento pueden presentar valores de los indicadores que son similares a los de una empresa que enfrenta cercanas dificultades financieras.

Los indicadores son muy dependientes de las modalidades de valuación contable, y están referidos al período que se observa: el momento en la estrategia de la empresa y las condiciones del contexto.

Hay situaciones en que el diagnóstico puede ser casi inmediato, a partir de esos indicios. Pero por lo general es necesario desarrollar alguna proyección de la situación económica y patrimonial de la empresa que existirá en el contexto en que desarrolla sus negocios.

Para esto debe establecerse una proyección financiera. La metodología de este instrumento de análisis se explica en el capítulo 10.



PREGUNTAS DE REPASO

Conceptos y mediciones importantes que se han estudiado. Si no están claros conviene repasarlos antes de continuar.

- ✓ ¿Qué significa el coeficiente de solvencia, y cómo se interpreta en la evaluación de la posibilidad de dificultades financieras de la empresa?
- ✓ ¿Cómo interpreta el coeficiente de endeudamiento total, en comparación con el coeficiente de endeudamiento financiero de una empresa?
- ✓ ¿En qué situaciones utilizaría un coeficiente de cobertura de intereses calculado con EBITDA?
- ✓ ¿Cuáles son los principales aspectos que se consideran en la evaluación del riesgo crediticio de una empresa?
- ✓ A su juicio, ¿por qué es importante el coeficiente de cobertura de intereses al evaluar el riesgo de una empresa para los prestamistas?

Corrobore que puede aplicar estos conceptos resolviendo el EJERCICIO DE AUTOEVALUACION 11



EJERCICIO DE AUTOEVALUACION

11. CABLEVISION Y MULTICANAL

CABLEVISION y MULTICANAL son los dos principales operadores de televisión por cable de la Argentina. El crecimiento en ambas empresas se ha encarado mediante la inversión directa y la compra de operadores de cable en diversas localidades.

En estas adquisiciones han pagado importantes sumas como llave de negocio. Esto se advierte en la composición del activo fijo. El cuadro 11A resume los estados contables de 1997 a 1999.

Las dos empresas tienen pérdidas en los últimos ejercicios, por los cargos de depreciaciones y amortizaciones y por los intereses de los préstamos con los que han financiado su crecimiento. Multicanal funciona con pérdida operativa, y Cablevisión tiene una ganancia operativa pequeña.

En el cuadro 11B se han establecido los componentes del rendimiento patrimonial, el cual es fuertemente negativo.

- ¿Cuáles son las principales diferencias entre las dos empresas?
- ¿Considera razonable reconocer activos intangibles en la magnitud con que figuran en los estados contables, si los mismos no producen resultados positivos? ¿O cree que la situación observada en estos años es transitoria, y que en los años siguientes existirán ganancias operativas acordes con los recursos invertidos?
- ¿Qué puede comentar acerca de las características técnicas y económicas del sector de negocios?
- ¿Se puede interpretar que estas empresas, o alguna de ellas, están en una situación de probables dificultades financieras? (analice la solvencia y la cobertura de intereses con EBITDA)
- Las obligaciones negociables emitidas por las empresas tienen la siguiente calificación (Standard & Poor's): Cablevisión BB (raAA-), Multicanal BB+ (raAA). ¿Cuáles son los aspectos del desempeño que pueden estar influyendo en esta calificación, que puede considerarse buena?

Cuadro 11A
CABLEVISION Y MULTICANAL
Estados contables
(millones \$)

	CABLEVISION			MULTICANAL		
	1997	1998	1999	1997	1998	1999
Activo corriente	32	67	64	102	134	152
Activo no corriente	958	1,555	1,524	1,618	1,615	1,523
Bienes de uso y otros tangibles	395	302	335	583	544	516
Activos Intangibles	563	1,253	1,189	1,035	1,071	1,007
Total activo	990	1,622	1,588	1,720	1,749	1,675
Pasivo operativo	50	239	188	122	219	201
Préstamos	565	909	1,004	751	774	866
Total pasivo	615	1,148	1,192	873	993	1,067
Patrimonio neto	375	474	396	847	756	608
Ventas	215	466	553	327	511	474
Costos operativos erogables	(142)	(321)	(358)	(232)	(380)	(340)
Depreciación bienes de uso	(15)	(38)	(66)	(38)	(67)	(77)
Amortización intangibles	(13)	(60)	(68)	(36)	(68)	(63)
Intereses de préstamos	(23)	(95)	(135)	(46)	(76)	(101)
Otros (*)				11		(23)
Impuesto a ganancias	(12)	(2)	(4)	(13)	(11)	(18)
Resultado neto	10	(50)	(78)	(27)	(91)	(148)

(*) En 1997, Resultado venta inversiones; en 1999, Bajas de bienes de uso y créditos irrecuperables

Cuadro 11B
CABLEVISION Y MULTICANAL
Rendimiento patrimonial

Millones \$	CABLEVISION			MULTICANAL		
	1997	1998	1999	1997	1998	1999
Resultado recurrente	10	(50)	(78)	(38)	(91)	(125)
Resultado operativo	33	45	57	8	(15)	(24)
Intereses pasivo financiero	(23)	(95)	(135)	(46)	(76)	(101)
Resultado no recurrente				11		(23)
Activo operativo neto	940	1,383	1,400	1,598	1,530	1,474
Activo operativo neto promedio	893	1,162	1,392	1,172	1,564	1,502
Pasivo financiero promedio	523	737	957	571	763	820
Patrimonio neto promedio	370	425	435	601	802	682
Rendimiento operativo	3,7%	3.9%	4.1%	0.7%	-1.0%	-1.6%
Margen sobre ventas	15,3%	9.7%	10.3%	2.4%	-2.9%	-5.1%
Rotación operativa	0.24	0.40	0.40	0.28	0.33	0.32
Costo pasivo financiero	4,4%	12.9%	14.1%	8.1%	10.0%	12.3%
Endeudamiento financiero	1.41	1.74	2.20	0.95	0.95	1.20
Rendimiento del patrimonio	2,7%	-11.8%	-17.9%	-4.5%	-11.4%	-21.7%
Recurrente	2,7%	-11.8%	-17.9%	-6.3%	-11.4%	-18.3%
No recurrente				1.8%		-3.4%

Libro Excel para
desarrollar la solución



Está disponible
una solución comentada