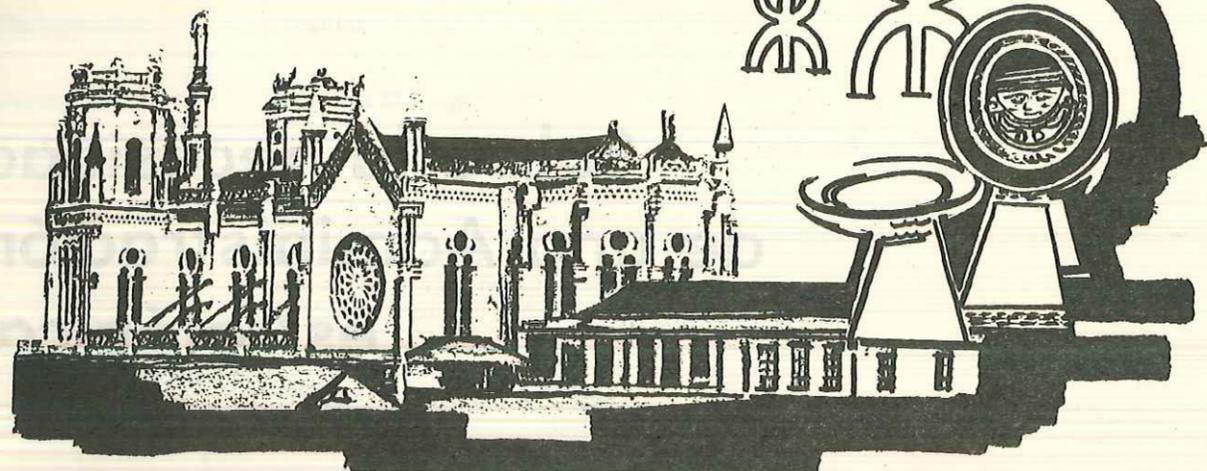


# CONFERENCIA PRESENTADA EN EL 42 CONGRESO DE FENALCO, EN PASTO, OCTUBRE 1º. AL 4 DE 1987.



## ESTRATEGIAS DE MANEJO FINANCIERO

ALVARO GOMEZ ORTIZ

No creo equivocarme al afirmar que la Ley 75 del 23 de diciembre de 1986, podrá generar un cambio de estrategia en el manejo financiero de las empresas en Colombia, si se desarrollan adecuadamente las facultades extraordinarias contempladas en su artículo 90, que tienden a armonizar el "efectivo control, recaudo, cobro, determinación y discusión de los impuestos que administra la Dirección General de Impuestos Nacionales" con una BASE SANA DE IMPOSICION al ordenar que se dicten "las normas tendientes a desligar la determinación del impuesto sobre la renta de los efectos de la inflación... de tal forma que el impuesto sobre la renta no grave en lo posible el ingreso nominal de los contribuyentes".

Se abre el camino para un esquema de tributación más realista, que reconozca la existencia de

utilidades nominales, producidas por la inflación y que provea de los mecanismos de ajuste, parciales o totales, de los estados financieros, fundamentando la determinación y el recaudo del impuesto a la renta sobre unas cifras más cercanas a los verdaderos resultados económicos de los contribuyentes.

Esta facultad se extiende hasta el 31 de diciembre de 1988 y confiamos en que comience a materializarse durante el año entrante, una vez que nuestro gobierno haya logrado una evaluación completa del efecto de los cambios de la Reforma Tributaria y un estudio cuidadoso de los procedimientos y mecanismos de ajuste que produzcan el efecto deseado y que no precipiten a nuestras empresas por los senderos desastrosos de la INFLACION INERCIAL que ha deteriorado las condiciones económicas y sociales de algunos

países vecinos nuestros, cuyas experiencias en esta materia podemos y debemos capitalizar.

Buscan también las facultades extraordinarias que se dicten medidas tendientes a fortalecer la Sociedad Anónima, propiciar su apertura, democratizar la propiedad de los medios de producción y establecer mecanismos para vincular el ahorro de los trabajadores a la democratización del capital accionario. Se contempla la creación y el establecimiento de mecanismos forzosos institucionales como Fondos Mutuos de Inversión, Fondos de Pensiones de Jubilación e Invalidez y Fondos de Capitalización Social de las empresas.

Estas medidas, si son desarrolladas con fino y buena fe, pueden contribuir a crear un nuevo estado de cosas más fundamentado sobre la verdad económica y finan-

ciera de nuestros negocios. Pueden conducir a armonizar la realidad con la legalidad. Pueden ayudar a revertir la desinstitucionalización, la corrupción generalizada y el progresivo derrumbe de los valores éticos y morales, estimulado por el divorcio entre la realidad y las leyes tributarias que se han venido confeccionando sin adaptación oportuna y realista a los efectos distorsivos del fenómeno inflacionario. Pueden dar como resultado que otra vez sea buen negocio trabajar honradamente en Colombia. Solamente sobre estados financieros ciertos y publicables es posible vincular a los trabajadores como socios y democratizar no solo el capital accionario sino hasta la misma administración de nuestras empresas.

Si se logra diseñar mecanismos idóneos que permitan mostrar los resultados nominales que obtienen los contribuyentes y ajustarlos en función de la inflación para determinar su dimensión económica verdadera, habremos llegado de nuevo a una base real para la tributación. Y si sobre esta base se tasan los impuestos en la medida justa el resultado será benéfico para los contribuyentes, que podrán detener el proceso de permanente descapitalización y progresivo endeudamiento. En palabras de Luis Fernando Gutiérrez Marulanda, "las empresas van a la quiebra cuando requieren reponer sus activos y descubren que no pueden hacerlo por haber repartido utilidades ficticias y pagado impuestos de más, por haber operado con depreciaciones históricas, muy distintas de las que habrían resultado de valorizar los activos depreciables a costos de reposición". Por haber operado con resultados nominales presentados por los sistemas tradicionales de contabilidad en una economía de precios cambiantes (1).

Las facultades extraordinarias del artículo 90 posibilitan continuar con los sistemas tradicionales de contabilidad y ajustarlos luego para convertir sus resultados nominales en cifras económicamente más reales, que sirvan como base para la tributación y para la toma de decisiones administrativas y financieras. Posibilitan, en consecuencia, el desarrollo y la capitalización en vez del endeudamiento y la quiebra de los em-

presarios dedicados a inversiones productivas.

Por estas razones me parece que la reforma tributaria puede cambiar la estrategia de financiamiento con pasivos de alto interés que ha predominado en los últimos 13 años por otra de financiamiento con recursos propios (capital, depreciaciones y utilidades retenidas), al limitar la deducibilidad del componente inflacionario de los intereses, al desmontar la doble tributación sociedad-socio y al hacer más atractiva la capitalización porque exonera de renta presuntiva el patrimonio de los contribuyentes vinculado a sus sociedades.

En el futuro, el desarrollo de las facultades extraordinarias permitirá la capitalización de las utilidades nominales, balanceando así el efecto de la no deducibilidad del componente inflacionario del interés pagado al no gravar la falsa utilidad proveniente de la inflación "ganada". Así se posibilitará la tributación sobre utilidades más reales, lo que puede redundar en una economía más cierta, más sana y más estimulante para las inversiones productivas.

Demos ahora un vistazo a épocas ya pasadas, en que nuestra economía se desarrollaba con niveles de inflación más bajos y con esquemas tributarios menos fiscalistas, factores éstos que a su vez determinaron más sólidas estrategias de financiamiento.

En esa época, las sociedades anónimas no habían sido gravadas con tasas tan altas, ni estaban sometidas a los estragos de la doble tributación, ni veían tan erosionados sus ingresos por altos índices de inflación, ni tenían que acudir a préstamos de tan altos intereses. Obtenían financiación directamente del público, que invertía en acciones porque los dividendos en aquel entonces eran más atractivos que las tasas de interés. Las inversiones productivas primaban sobre la inversión especulativa y las normas tributarias permitían mostrar las utilidades, pagar buenos dividendos y capitalizar los excedentes, que se reinvertían para beneficio de accionistas y trabajadores.

Eran frecuentes los depósitos en cuenta corriente en las empresas que retribuían esta fuente de financiamiento con servicios y otras

contraprestaciones diferentes al pago de interés. Se acudía más racionalmente al endeudamiento y los bancos se limitaban a la intermediación de los dineros sobrantes, orientados a solucionar las necesidades temporales o estacionales de sus clientes y no sus requerimientos estructurales o permanentes.

En pocas palabras, el dinero del público financiaba las fábricas, las fábricas financiaban a los mayoristas, los mayoristas a los distribuidores y éstos al cliente o consumidor final. Era usual que los fabricantes concedieran 30, 60 ó 90 o hasta 120 días de plazo a sus mayoristas, quienes a su vez podían conceder hasta 60 ó 90 días a los comerciantes minoristas y distribuidores, quienes facilitaban a sus clientes plazos normales de 30, 45 ó hasta 60 días sin recargos adicionales. El dinero del público financiaba el ciclo de caja del proceso de producción y de distribución. Tenía su recompensa en el buen dividendo y en el buen servicio que podían prestarle empresas bien financiadas a costos de capital razonables.

El ciclo del efectivo se cerraba con beneficio para todos y se pensaba entonces en generar empleo y riqueza sobre las bases del ESPIRITU DE TRABAJO y la HONORABILIDAD A TODA PRUEBA, en negocios normales y productivos y no en arriesgadas y oscuras operaciones especulativas y financieras.

Vinieron luego otros tiempos, otros criterios y otras circunstancias. El dinero dejó de fluir directamente a las sociedades anónimas y se encareció, al decir del Dr. Gutiérrez Marulanda, "desde el momento en que a la captación se le puso costo. El advenimiento del sistema del valor constante permitió la existencia de cuentas a la vista que devengaban intereses, estando incluso, en aquella época, ligadas directamente con las corrientes de los bancos mediante las famosas cuentas "convenio".

"Dejó pues el sistema bancario de contar con fondos de bajo costo provenientes de los depósitos en cuenta corriente o de ahorro y comenzó la competencia por la captación, que llevó al encarecimiento de los créditos al canalizarse la liquidez de las empresas hacia las Corporaciones de Ahorro

y Vivienda, quedando los bancos con la única alternativa de comprar fondos caros para venderlos con algún margen "spread" de ganancia. Esta operación de intermediación con ganancia parece ocupar más la atención de los bancos que el estudio juicioso de las consecuencias del crédito en la generación de sus propios medios de pago, su plazo y su riesgo."

"Adicionalmente, la inflación y la devaluación coadyuvaron en el proceso alcista, colocando las tasas de captación por encima de la inflación para lograr tasas reales positivas, buscando a la vez que las tasas efectivas fuesen lo suficientemente altas para desmotivar que el ahorro nacional se canalizara en parte hacia la compra de dólares que se fugan del país" para ser invertidos en el extranjero a tasas efectivas que alcanzaron y aún superaron el 60% anual, producido por la combinación de la devaluación más la tasa de interés más la composición mensual de los intereses.

"La necesidad de financiar el déficit fiscal por parte del Estado hizo que éste recurriera a la banca compitiendo por los fondos disponibles, y que captara directamente del público por medio de papeles estatales de tasas muy competitivas, encareciendo el ahorro."

"La aparición de las compañías de financiamiento comercial, carentes de reglamentaciones y de respaldos apropiados, fomentó también la competencia por los fondos. Ellos suplieron con elevados intereses la poca tradición y respaldo que en su mayoría tenían, hasta el descalabro del Grupo Colombia y de otros similares, que le hizo gran daño a la credibilidad del sistema bancario tradicional, dejándole además como secuela unas elevadas tasas de captación" (2).

Hasta aquí el Dr. Gutiérrez Marulanda. Paralelamente a estos factores de naturaleza financiera se fueron introduciendo "reformas" tributarias con ánimo estrictamente fiscalista y diseñadas por personas que no entendían el fenómeno inflacionario, a tal punto que las tasas de impuestos convertían las altas tasas de interés en tasas de rentabilidad REALMENTE NEGATIVAS después de inflación y de impuestos.

Así, \$ 100 colocados el 30% rentaban \$ 30, de los cuales solo \$ 10 eran ganancia real de capital pues los otros \$ 20 constituían recuperación del poder adquisitivo perdido en el año, considerando una tasa de inflación del 20%. Pero si los \$ 30 de interés se consideraban gravables y el ahorrador tributaba al 40%, tenía que pagar \$ 12 de impuesto, quedándole tan solo \$ 18 después de impuestos, cifra menor que los \$ 20 necesarios para recuperar el poder de compra de su capital inicial, lo que daba como resultado una tasa de interés negativa del 2% después de inflación y de impuestos (3).

No fueron únicamente los inversionistas financieros los golpeados por las medidas entonces vigentes. En las sociedades anónimas también se causaron perniciosos efectos. De cada \$ 50 de utilidad producida con \$ 100 de inversión propia se tenían que deducir \$ 20 por concepto de impuesto a la renta en cabeza de la sociedad. De los \$ 30 restantes los socios tenían que descontar, si suponemos para ellos una tasa del 35%, \$ 10.50 como impuesto a la renta en cabeza de los socios. Les quedaban, entonces, \$ 19.50 que no alcanzaban a recuperar los \$ 20 de la corrección monetaria sobre los \$ 100 invertidos con inflación al 20%, resultando una rentabilidad negativa del 0.5% después de inflación y de impuestos.

En estas circunstancias, las empresas dejaron de tener utilidades. Se vieron forzadas a reducir o a suspender los dividendos en efectivo y el público, desmotivado por los bajos índices de rentabilidad de sus acciones y atraído por los altos intereses sin riesgo aparente de los depósitos financieros, abandonó las inversiones tradicionales sanas, seguras y productivas antes de impuestos y se dedicó a las inversiones monetarias, por esencia especulativas, y que resultaron de alto riesgo, como después pudo comprobarse dolorosamente.

Por otra parte, los administradores de las sociedades concluyeron que era más rentable y menos complicado tributariamente producir utilidades con dinero ajeno, dada la ventaja ofrecida por la deducibilidad total de los intereses pagados, incluido su componente inflacionario, y la estructura progresiva de las tasas de impuestos en los socios. Si se pro-

ducían \$ 50 antes de intereses con \$ 100 obtenidos en préstamo a una tasa de interés del 40% quedaba una utilidad antes de impuestos de \$ 10. Al descontar de ésta el 40% de impuesto a la renta en la sociedad quedaban \$ 6 gravables en cabeza de los socios a una tasa menor del 35% (que era la tasa aplicable a una renta de \$ 30 del anterior ejemplo). Si suponemos una tasa del 10% en los socios para los \$ 6 de renta en cabeza de éstos, los socios pagarían \$ 0.60 y obtendrían una utilidad de \$ 5.40 después de impuestos y sin haber efectuado inversión alguna.

El costo inflacionario estaba incluido en la tasa de interés y contribuyó a resolver el problema tributario y en consecuencia el problema de rentabilidad, al llevar las utilidades de -\$0.50 con capital de los socios a +\$5.40 sin inversión de capital propio. Obviamente, al adoptar la estrategia financiera de máximo endeudamiento, se redujeron los impuestos pagados por la sociedad y por los socios, de \$ 30.50 a \$ 4.60. Reducción de \$ 25.90 que no se vería compensada por los impuestos del ahorrador (\$ 12), sumados a los del banquero (Sociedad y Socios): 0.70 (\$ 40-\$ 30): \$ 7, que totalizaban \$ 19, suponiendo tasas impositivas altas.

Total: el fisco salió perdiendo y el país entero también, pues se abandonó una estrategia financiera sana de capitalización con el dinero del público y el sano manejo de las sociedades anónimas y se adoptaron políticas de manejo más arriesgadas y en muchos casos irresponsables. Se aceptó de manera bastante generalizada la estrategia del máximo endeudamiento, acudiendo peligrosamente a los intermediarios financieros, con intereses muy altos, justificados por el hecho de que era aún más costoso pagar los impuestos. Los intereses siguieron subiendo, pues la demanda de fondos de las empresas se sumó a las demandas del Estado y a las consideraciones financieras derivadas de la inflación y de la devaluación analizadas anteriormente.

Esta circunstancia afectó gravemente al sector comercio, que por la naturaleza de sus activos en que priman los activos corrientes sobre los activos fijos, tiene más capacidad relativa de endeudamiento a corto plazo y por tanto más facilidad relativa de ac-

ceso a los préstamos ordinarios de corto plazo, que en nuestro medio son más costosos que los préstamos de largo plazo. Para el comercio no existen líneas de fomento con intereses más baratos y a más largo plazo.

La preferencia por el endeudamiento tuvo graves efectos. Los bancos acudieron a procedimientos como el del interés anticipado, las comisiones y la exigencia de reciprocidades, buscando elevar el interés efectivo para obtener un rendimiento bruto cercano al 48%, con un grave desconocimiento de las repercusiones que sus medidas tenían sobre el costo del crédito a los usuarios (4).

En un ejemplo que trae el Dr. Gutiérrez Marulanda se ilustra como "el cobrar un banco el 34% liquidable por trimestre anticipado, implica de hecho una tasa efectiva del 42.66%. Si adicionalmente le carga —como es frecuente—, aún en los bancos oficiales, un 2% de comisión inicial, la tasa efectiva se eleva al 46.30%. Si además le piden al cliente que cancele el principal en cuotas trimestrales, su costo real se sube al 48.28%. Finalmente, si para colmo, como todos pretenden se le exige al cliente que la relación entre su promedio en cuenta, o en depósitos, al monto del crédito, sea de 1 a 2.5 o a 3, el costo efectivo sería 93.5% al año."

"Con cifras como las anteriores se puede imaginar el extra costo que deben soportar los bienes y servicios producidos en Colombia para poder absorber el costo financiero. Supóngase por simplicidad que un producto tiene un costo total de \$ 80 antes de costos financieros y que su productor aspira a ganarse un margen de \$ 20 que conduciría a un precio de venta de \$ 100, en ausencia de costo financiero. Si la compañía manufacturera es del tipo común que tiene su volumen de ventas igual al volumen de activos, cada \$ 100 de venta implicarán, con un 70% de índice de endeudamiento, \$ 70 de deuda con un costo financiero, estimado al módico 50% efectivo de \$ 35. El producto entonces deberá encarecerse en un 35% para soportar el costo de la deuda" (5).

Ahora bien, como el banco debe cumplir con las normas del encaje, que inmoviliza alrededor del 45% de los depósitos en cuenta corriente y el 10% de los depósitos a término,

sin que el dinero así inmovilizado produzca renta alguna y además debe realizar inversiones forzadas con bajos rendimientos, se concluye que para que los bancos obtengan una rentabilidad bruta del 48% al 50% en operaciones de crédito ordinario, el usuario de los fondos debería estar dispuesto a soportar costos efectivos que superan el 90% (6).

Esta situación, aunada a la indexación de los salarios, a los sobrecostos laborales y a la upaquización de los servicios públicos, ha conducido a un gravísimo encarecimiento de nuestra producción de bienes y servicios.

Buscando atenuar estos efectos, las fábricas mal financiadas comenzaron a condicionar efectivamente los despachos al pago anticipado de sus productos, generando una estructura financiera opuesta a la de la época de financiamiento con dinero del público. Se acudió a la estrategia de maximizar la ROTACION DEL EFECTIVO y la ROTACION DE LOS INVENTARIOS. Para maximizar la rotación del efectivo hay que reducir la edad promedio de los inventarios y el período promedio de cobranza y aumentar el período promedio de pago. Con la política del pago anticipado lo que en realidad se logra es tener un período promedio de cobranza negativo, benéfico para el fabricante en este caso, pero lesivo para el comerciante, quien tiene que acudir entonces al crédito bancario, que como hemos visto, ha sido desproporcionadamente costoso en nuestro medio.

De este modo pasó a ser el comerciante quien financia al fabricante su ciclo de producción y de inventarios y quien también financia al consumidor al tener que extenderle crédito para que venga en comprar su mercancía. Situación insostenible en el largo plazo, a no ser que se haya capitalizado previsivamente en los años anteriores, lo que no fue muy común, dadas las dificultades que antes analizamos. Si el comerciante no dispone de capital suficiente, se ve entonces forzado a trabajar con altos márgenes o con altos volúmenes, que le permitan acudir al mercado financiero de altos intereses para cubrir los desfases de fondos que supuso esta nueva estrategia de financiamiento, desarrollada por el sector productivo

para resolver su problema de fondos costosos y reducir sus pagos de intereses.

Y en esas condiciones y por causa primordialmente de la legislación tributaria, se desarrolló una fuerte preferencia entre el público por los intereses y no por los dividendos, por las rentas de capital y no por las rentas derivadas del trabajo. Y entre los administradores se aumentó la preferencia por el financiamiento indirecto y costoso y no por las fuentes directas de costo moderado. Por los negocios especulativos y oscuros y no por las actividades productivas y honestas.

Se transitaron los senderos de la evasión, la elusión y el ocultamiento de utilidades, inversiones, activos y patrimonios. Se llegó al endeudamiento, real o ficticio, y en última instancia, hasta el concordato o la quiebra, también de naturaleza real o ficticia. Todo se volvió falso. Se desarrolló la economía paralela o subterránea y se abonó el terreno para el cultivo del informalismo.

Como en esos años no fue posible la presentación significativa de utilidades legales, permitidas, tampoco pudo mostrarse ahorro legal, ni inversión legal, ni empleo legal. Las utilidades, casi todas, se encontraban al margen de la ley y el ciclo de ahorro-inversión-empleo comenzó a cerrarse subterráneamente y a prosperar ilegalmente y a nutrirse con el informalismo.

Los contribuyentes organizados y formalmente establecidos tienen ahora que pagar por aquellos otros que prosperaron a la sombra, sin contribuir a las necesidades sociales y que cada día son más numerosos y agresivos comercialmente, pues no tienen que afrontar los sobrecostos, ni los controles, ni las presunciones, ni las molestias improductivas y absurdas que afectan al comerciante fiscalmente matriculado.

En esta situación no es de extrañar que cada día que pasa tengamos que sufrir las consecuencias nefastas del progresivo DETErioro ETICO que tiene amenazada la vida de nuestras instituciones.

Puede concluirse, entonces, que no ha sido el ahorrador, ni el banquero, ni el empresario, como superficialmente se afirma a ve-