

SGR. Una de tantas falacias.

Por Joan Massons

El *Sustainable growth rate* o *Self sustainable growth rate* (traducido como Tasa de crecimiento auto-sostenible) pretende decirle a la empresa, cual es su capacidad de crecimiento (medido como incremento porcentual de las ventas) para no tener que recurrir a ampliaciones de capital y mantener el actual ratio de endeudamiento.

$$\text{SGR} = \text{ROE}(1-d)$$

d: Dividends payout in %

(1-d): Business retention rate in %

En el fondo y de acuerdo con esta fórmula, el SGR es la tasa ROE post dividendos. Con lo cual el SGR también podría expresarse así: (BPT-Dividendos)/ Capital Propio. En el numerador tenemos la cifra que va a dotar las Reservas, tras el acuerdo de Junta General, a propuesta del Consejo de Administración. Esa cifra pretende ser la capacidad de genuina autofinanciación de la empresa con el lamentable olvido de la amortización anual, porque se elabora el hipotético supuesto de que los fondos procurados por la amortización se reinvierten exactamente en activo fijo. Pretende ser el volumen que se puede invertir en el crecimiento de los activos, provocado por el crecimiento de ventas sin recurrir a ampliaciones de capital y recurriendo a nueva deuda sin alterar el ratio de endeudamiento. Al poner en el numerador el BPT post dividendos y en el denominador la cifra de capital propio, obtenemos una tasa de crecimiento del Capital Propio, crecimiento alimentado por la dotación anual a Reservas.

Vamos a aplicar esta fórmula a un ejemplo numérico y luego veremos, tanto las debilidades conceptuales del SGR, como la errónea cifra que, con números en la mano, el SGR plantea respecto a la realidad de las posibilidades de auto-sostener el crecimiento empresarial.

Activo fijo neto	1.820	Capital Propio	400
<i>Stocks</i>	60	Exigible a largo plazo	1.000
<i>Deuda de clientes</i>	100	<i>Proveedores</i>	80
<i>Efectivo</i>	20	<i>Otro exigible a corto pzo.</i>	520
Activo Circulante	180	Exigible a corto plazo	600
TOTAL ACTIVO NETO	2.000	TOTAL PASIVO	2.000

Ventas netas	900
-Costes de explotación	-806
BAIT	94
-Intereses (i=3%)	-48
Beneficio antes de impuestos (BAT)	46
-Impuestos	-14
Beneficio post impuestos (BPT)	32

Sobre esta cifra de BPT de 32, se pagan dividendos por valor de 6,4. El *dividend payout ratio* (*d*) es del 20% o lo que es lo mismo, el *business retention rate* es del 80%

Cálculo del ROE post impuestos: $BPT/Capital\ Propio = 32/400=8\%$

Cálculo del SGR: $ROEx(1-d) = 0,08(1-0,2)= 6,4\%$

Vamos a ver qué pasaría si la empresa planea precisamente crecer sus ventas en este porcentaje. Ese crecimiento, según el SGR, va a suponer que su capacidad de crecimiento se remite a invertir en su activo total la cifra que pueda autogenerar, sin recurrir a ampliaciones de capital pero recurriendo a nueva deuda sin alterar el ratio de endeudamiento. Eso es lo que significa "auto-sostener su crecimiento". La condición que el SGR establece es que el ROE se mantenga constante en el futuro...ya que si el ROE fuera mayor de cara al futuro, la capacidad de crecimiento se haría mayor y el cálculo del 6,4% ya no sería válido.

	Actual	%	SGR (%)	Nuevo
Ventas netas	900	100,00	6,4	957,60
-Costes de explotación	-806	-89,55		-857,58
BAIT	94	10,45		100,02
-Intereses	-48	-5,33		-51,07
Beneficio antes de impuestos (BAT)	46	5,12		48,95
-Impuestos	-14	-1,55		-14,90
Beneficio post impuestos (BPT)	32	3,57		34,05

Estos dos datos nos permiten abordar el balance:

El 20% del Beneficio post impuestos se va a destinar al pago de dividendos, esto representa un importe de: $32 \times 0,2 = 6,4$. El Beneficio que puede destinarse a reservas será de: $32 - 6,4 = 25,6$

Activo fijo neto	1.820	¿?	Capital Propio	400	425,60
<i>Stocks</i>	<i>60</i>	<i>¿?</i>	Exigible a largo plazo	1.000	¿?
<i>Deuda de clientes</i>	<i>100</i>	<i>¿?</i>	<i>Proveedores</i>	<i>80</i>	<i>85,12</i>
<i>Efectivo</i>	<i>20</i>	<i>¿?</i>	<i>Otro exigible a corto pzo.</i>	<i>520</i>	<i>¿?</i>
Activo Circulante	180	¿?	Exigible a corto plazo	600	¿?
TOTAL ACTIVO NETO	2.000	2.128	TOTAL PASIVO	2.000	2.128

En cuanto al Activo, el SGR pone la condición de que se mantenga la relación del Activo con las ventas. Si las ventas pueden crecer según el SGR en un 6,4%...éste será el crecimiento del activo: $2000 \times 1,064 = 2.128$.

El SGR dice que el ROE ha de ser constante año tras año. Esta cuestión:

- 1) No es creíble, porque si la empresa apunta precisamente a crecer, eso algún efecto acabará teniendo sobre el ROE. Si el ROE aumenta gracias a determinada cota de crecimiento, el SGR cambiaría automáticamente. De acuerdo con la fórmula, la capacidad de crecimiento sería mayor y el SGR habría mentido.

2) No resulta precisamente deseable, mantener el mismo ROE en una empresa cuya tasa de rentabilidad sea baja. En cualquier caso, mejorar el ROE siempre es deseable.

Bien. Sigamos adelante con la torpe idea del ROE constante. Ello “arrastra” las tres siguientes constricciones, que son constatables a partir de esta formulación del ROE:

$$\text{ROE} = (\text{BPT/Ventas}) \times (\text{Ventas/Activo}) \times (\text{Activo/Capital Propio})$$

Por tanto han de mantenerse constantes tres ratios que suponen tres constricciones:

1-El margen, medido como **BPT/Ventas**.

2-La relación entre **Ventas/Activo total** (Rotación global del Activo).

3-La relación entre **Activo Total/Capital Propio**, que es una de las diversas maneras de indicar el nivel de endeudamiento de la empresa

Se puede hacer una lectura más flexible de estas tres constricciones, afirmando que si el margen pudiera bajar, por ejemplo de cara al año próximo, debieran aumentar la rotación del activo y el endeudamiento para compensar la bajada de margen...podríamos combinar subidas y bajadas de estos ratios manteniendo el ROE constante, pero esto pertenece más al capítulo de los milagros que a la viva realidad empresarial.

Alguien podría pensar que los fieles seguidores del SGR pueden trabajar con un ROE planificado y no con el histórico. Esta tesis es débil ya que el ROE planificado y posiblemente mayor que el histórico, debería conseguirse con cierta cota de crecimiento de las ventas, que no podemos condicionar a priori, porque justamente estamos calculando el ROE para que la predetermine.

Otra condición, es que el coste de amortización anual se hace equivalente a las bajas anuales en el activo fijo bruto y se supone reposición inmediata de esas bajas, reinvertiendo exactamente la liquidez (que libera el cobro de la amortización) en los activos fijos que piden reposición.

Para pasar del Estado de Resultados anteriormente presentado, al Balance, hemos de hacerlo respetando la constricción número 2, es decir que la rotación de activos no se altere: tal como crezcan las ventas debe crecer el activo total como máximo.

La empresa maneja actualmente un ratio de rotación de activo del valor siguiente:

$$\text{Ventas /Activo: } 900/2.000=0,45 \text{ Rotaciones}$$

Esto quiere decir que el nuevo valor del activo ha de ser como máximo: 2.128.

El valor del capital propio es aquel que mantiene el valor del ROE. Actualmente, el ROE es:

$$\text{BPT/Capital Propio: } 32/400=8\%$$

Para mantener un ROE del 8% con un BPT de 34,04, el Capital Propio ha de ser 425,6.

Aquí se detecta otra de las inconsistencias del SGR. Este crecimiento del capital propio no está basado sobre la reinversión del beneficio post crecimiento, sino que se toma el resultado actual de 32 y se le detrae un valor del 20% de dividendos, obteniendo así la cifra de 25,6. La realidad es que el beneficio generado durante el año del crecimiento, menos los dividendos sobre el beneficio del año anterior es un elemento financiador, pero el SGR no lo tiene en cuenta así, sino que se “ancla” en el resultado del año anterior.

Volvamos al balance que hemos presentado antes:

Activo fijo neto	1.820	¿?	Capital Propio	400	425,50
<i>Stocks</i>	60	¿?	Exigible a largo plazo	1.000	¿?
<i>Deuda de clientes</i>	100	¿?	<i>Proveedores</i>	80	85,12
<i>Efectivo</i>	20	¿?	<i>Otro exigible a corto pzo.</i>	520	¿?
Activo Circulante	180	¿?	Exigible a corto plazo	600	¿?
TOTAL ACTIVO NETO	2.000	2.128	TOTAL PASIVO	2.000	2.128

Vamos a comprobar si se cumple la tercera condición. El ratio actual de endeudamiento medido como Activo/Capital Propio es: $2.000/400=5$ El ratio nuevo será: $2128/425,5=5$. Obviamente cumple la tercera condición porque hemos mantenido el ROE constante. En tal caso, el Exigible total ha de ser: 1.702,50.

Ello supone obtener nueva deuda capaz de cubrir los vencimientos anuales de la deuda a largo plazo y obtener un valor de crédito adicional de 102,50 (128-25,50) necesarios para financiar un crecimiento del activo de 128. Se puede argumentar que la mayor venta, comportará una mayor compra y que por tanto el crédito de proveedores aumentará espontáneamente en un 6,4%. Pasaremos de un valor de 80 a un nuevo valor de 85,12 totalmente insuficiente para cubrir la financiación adicional necesaria. Ello quiere decir que habrá que recabar ampliaciones de la deuda a largo o la deuda a corto. ¿Es seguro que los bancos van a otorgarla?

El desarrollo anterior es totalmente irreal. No podemos basar un cálculo sobre cuatro parámetros fundamentales asumiendo que se van a mantener constantes. No solamente es imposible lograrlo en la práctica, sino que además quizás no interese mantenerlos.

Supongamos ahora que los gestores de la empresa de nuestro ejemplo, se creen que lo que dice el SGR es verdad y ven posibilidades comerciales de crecer al 6,4% asumiendo ingenuamente que ese crecimiento de las ventas es financieramente auto-sostenible.

Bien, vamos a hacer un supuesto, esta vez muy realista. La empresa presenta en su balance un valor de deuda a largo plazo de 1.000. A esta deuda le faltan, por ejemplo, poco más de 3 años para haberla devuelto completamente. Vencen 300 por año y el cuarto año vencerán 100.

En un esfuerzo de máxima benevolencia, vamos a suponer que la empresa desea mantener el ROE actual del 8% y que el activo no vaya a crecer más allá de lo que hemos planteado antes y que corresponde a un incremento de ventas del 6,4%.

El balance que hemos visto antes se concretaría más y quedaría así:

Activo fijo neto	1.820	¿?	Capital Propio	400	425,50
<i>Stocks</i>	60	¿?	Exigible a largo plazo	1.000	700,00
<i>Deuda de clientes</i>	100	¿?	<i>Proveedores</i>	80	85,12
<i>Efectivo</i>	20	¿?	<i>Otro exigible a corto pzo.</i>	520	520,00
Activo Circulante	180	¿?	Exigible a corto plazo	600	605,12
			Financiación adicional	-----	397,38
TOTAL ACTIVO NETO	2.000	2.128	TOTAL PASIVO	2.000	2.128,00

No está claro que esta empresa pueda crecer al 6,4% auto-sosteniendo ese crecimiento. Si quiere crecer al 6,4% ha de estar segura de poder recabar nueva financiación, ciertamente crecida, vía nuevo crédito o vía capital aunque en el balance del cuadro anterior, la empresa está manteniendo el ratio de endeudamiento pero mantener el ratio de endeudamiento no significa la seguridad de que la banca va a aumentar el crédito en valor absoluto. Digamos adicionalmente que este aumento absoluto de la deuda va a resultar difícil, porque el motivo que provoca la necesidad financiera no es un sano y glorioso crecimiento, sino la necesidad de pagar a un banco. No es un argumento brillante a la hora de ir a recabar un nuevo préstamo a otro banco. Si recurre a capital, nada descabellado, por cierto, le variará el ROE y deja de cumplirse una condición clave en el cálculo del SGR.

Ahora puede surgir una pregunta: Si sabemos que esta empresa tiene una necesidad imperativa de devolver deuda a largo plazo por un valor de 300...¿Qué tasa de crecimiento de las ventas puede auto- sostener?

La respuesta es evidente. La empresa podría generar recursos por valor del BPT menos el 20% de dividendos que quiere repartir. Eso, con un crecimiento de ventas del 6,4% sería una cifra de BPT de 34,05 que es una cantidad a todas luces insuficiente para atender las necesidades financieras creadas no solamente por el crecimiento del activo sino por la devolución anual de deuda a largo plazo.

Hablando en términos generales, en ciertos modelos de carácter económico-financiero se pueden aceptar pequeñas restricciones. En otros puede aceptarse que cuestiones que pueden tener cierta variabilidad en el corto plazo, acaban siendo consistentes en el largo plazo

Sin embargo ninguna de las constricciones que acabamos de citar, tiene sentido en la realidad, ni se cumple en una visión a largo plazo.

Vamos a comentarlas una por una:

1-De ninguna forma se puede presumir que el margen (BPT/Ventas) que controlamos en el año presente va a ser válido para el año siguiente. Puede haber alteraciones en los precios de venta y en diversos costos, puede variar el mix de ventas, de manera que productos de menor margen se vendan más durante el año próximo y que ello afecte al margen bajándolo, lo mismo podría pasar con el lanzamiento de un nuevo producto o un nuevo servicio a precios promocionales bajos que también afectará al margen.

2-Mantener constante la proporción entre las ventas y los niveles de activo de un año para otro es un absurdo. El activo fijo no puede nunca crecer en la misma proporción que las ventas. Si la capacidad de producción, almacenamiento y transporte de una empresa no está

saturada, la empresa puede aumentar sus ventas sin necesidad de invertir en activo fijo, es decir que su capacidad de crecimiento auto-sostenido es mayor de lo que dice el SGR. Inversamente si el crecimiento de ventas dictado por el SGR obliga a inversiones en activo fijo porque la empresa no tiene esa capacidad de producción, almacenamiento o transporte, hay que pensar que la compra de nueva maquinaria o flota de camiones por ejemplo, va a ser una cifra que no va a coincidir con el porcentaje de aumento de las ventas.

En cuanto al activo circulante si bien resulta más fácil asumir que si las ventas crecen por ejemplo en un 6%, los stocks y la deuda de clientes aumentarán en idéntica proporción. Sin embargo, esto no siempre va a ocurrir, no se puede tomar como algo axiomático. Imaginemos que la empresa sabe que la única manera de aumentar ventas en un 6% es, por ejemplo, descentralizando el almacén central de Barcelona con almacenes en las delegaciones de Madrid, Valencia y Bilbao. Ese aumento de stocks para dar mejor servicio al cliente, rebasará previsiblemente el 6%. Quizás eso suponga doblar o triplicar el stock actual, pero esto el SGR no lo contempla.

Respecto a la deuda de clientes, si se toma la decisión de aumentar el plazo de cobro a determinados clientes (por razones de su antigüedad, volumen de compra etc.), la deuda de clientes crecerá más allá del 6%. La restricción que impone el SGR, manteniendo la proporcionalidad Ventas/Activo, no contempla ningún cambio en las políticas de circulante de una empresa, esto carece totalmente de realismo.

3-Mantener constante el ratio de endeudamiento medido como Activo/ Capital Propio, es utópico. El pago anual de la deuda a largo plazo es una primera necesidad a la que atender. Según el SGR habría que recabar de inmediato nueva deuda para no alterar el ratio Activo/Exigible. Por otra parte, el capital propio va a crecer con aquel valor del BPT menos los dividendos. Esto dice el SGR. Sin embargo, al crecer el capital propio (y el activo en proporción a las ventas) se hace necesario hacer crecer también el Exigible para mantener el mismo ratio de endeudamiento. Habrá que reemplazar la deuda vencida y aumentar la deuda en la misma proporción en que se aumenta el activo y/o capital propio.

Con estas tres reflexiones hemos encontrado en el fondo cuatro argumentos que demuestran cuan conceptualmente débil es el SGR

- 1- El margen no puede ser constante, quizás ni tan solo interesa que sea así.
- 2- El activo fijo cercano a su saturación, o lejos de estar saturado, altera completamente la capacidad de crecimiento comercial de una empresa.
- 3- La absurda creencia de que las partidas de stocks y deuda de clientes crecerán proporcionalmente a las ventas olvida completamente la importancia clave de las políticas de circulante sobre stocks y condiciones con clientes.
- 4- La existencia de deuda a largo plazo implica vencimientos anuales que por si solos pueden anular completamente la capacidad de auto-sostener el crecimiento comercial de una empresa.

No hacen falta tanto como cuatro argumentos para desmontar el SGR. Uno solo de estos cuatro argumentos ya desmonta por sí solo el SGR.

Hablemos ahora de otra de las colosales fisuras del SGR. Este modelo asume que la generación de liquidez procurada por la amortización de activos fijos es automáticamente reinvertida en nuevos activos fijos. Esto obviamente no es verdad a corto plazo, ni siquiera a medio plazo y sería verdad a muy largo plazo, siempre y cuando la empresa no pase a regímenes de *leasing* o *renting* para evitar inversiones de reposición en activos fijos.

Este sería un quinto argumento para afirmar que el SGR no tiene ningún sentido, porque los recursos generados por la amortización, tienen un peso enorme en muchas empresas a la hora de auto-sostener su crecimiento.

Vamos a elaborar un sexto argumento: la reflexión sobre la idea de auto-sostener el crecimiento, entiendo que puede y debe interpretarse como las posibilidades de atender las inversiones provocadas por el crecimiento comercial de la empresa sin mayor ratio de endeudamiento y sin ampliaciones de capital.

Considero muy respetable que una empresa pueda plantearse en cualquier momento que capacidad tiene de auto-sostener su crecimiento. Sin embargo, llevar a cabo el crecimiento empresarial evitando un mayor índice de endeudamiento y haciéndolo en base a aumentar las reservas de la compañía es una política menos rentable que la del uso de mayor deuda, cuando el ROA de esa empresa es superior al tipo de interés. Esto quiere decir que la idea de auto-sostener el crecimiento de una empresa no es en sí mismo ningún bien especial, ni ninguna política especialmente acertada. Alguien asimila el auto-sostenimiento del crecimiento de la empresa como un elogioso canto a la prudencia. No es cierto. Hablando de crecimiento empresarial, los razonamientos han de ser más ambiciosos, cabe hablar de niveles prudentes de endeudamiento pero volando más lejos que la simple autofinanciación y que el sostenimiento a ultranza del mismo indicador de endeudamiento.

Cabe todavía un séptimo argumento. La capacidad de crecimiento de una empresa se ve afectada en la realidad más allá del cambio en el indicador de endeudamiento, en la propia naturaleza de los recursos financieros que esté utilizando. La capacidad de negociación del crédito de proveedores no es la misma en una poderosa compañía que en una compañía pequeña. La compañía que tenga generosas líneas abiertas de descuento bancario parcialmente dispuestas puede crecer utilizando más estas líneas o incluso ampliándolas etc.

Esto quiere decir que si pese a todo lo que acabo de decir, una empresa quisiera aproximar los fondos de los que puede disponer para auto-sostener su crecimiento debería pensar en términos de cash flow económico es decir Beneficio post impuestos más Amortización, pero atendiendo en primer lugar a la devolución anual de deuda a largo plazo y además al dividendo. Esta cifra le daría una idea aproximada de la disponibilidad de fondos para atender las inversiones a las que le obligase el crecimiento comercial, aunque insisto eso

no representa necesariamente la virtud de la prudencia, ni es la mejor alternativa, económicamente hablando, cuando el ROA es superior al tipo de interés.

Es importante hacer hincapié en los argumentos 2 y 3 que he utilizado para desmontar el SGR. Si una empresa está trabajando con sus activos fijos al límite o casi al límite y a dos o tres turnos, con los problemas que ello comporta, cualquier cota de crecimiento comercial le obligará a invertir en activo fijo, pero la realidad nos muestra que no podemos invertir en activo fijo de forma atomizada sino que una nueva máquina puede suponer una inversión porcentualmente superior al aumento de las ventas. La hipótesis que maneja el SGR de que el activo fijo va a crecer en la misma proporción en que crecen las ventas es totalmente irreal...salvo que una industria se manejase exclusivamente con utillaje o máquina-herramienta...hipótesis muy poco probable. Recíprocamente a lo que acabamos de decir, una empresa que no tenga saturada su capacidad productiva y trabaje a un solo turno, puede asumir determinado crecimiento comercial sin invertir ni un solo euro en activo fijo. A mayor abundamiento cabe decir, que una empresa no siempre satura su capacidad de producción en todas sus secciones de producción, de manera que las secciones más saturadas podrían apoyarse en el futuro externalizando trabajos y evitando tener que invertir.

Respecto a nuestro argumento número tres, hay que decir que es difícil admitir proporcionalidad en cuanto al crecimiento de ventas y el de stocks. Es fácil afirmar que el crecimiento de ventas induce crecimientos de la producción que obligan a mayor stock de materia prima. Esta ingenua proporcionalidad puede verse afectada por diversidad de factores: cambios de uno o varios proveedores, cambios en algunas materias primas, cambio en las políticas de acopio ante previsiones de escasez o aumento de precios etc.

Argumentos similares pueden utilizarse en cuanto al nivel de productos en curso.

Las políticas sobre stocks de producto acabado guardan escasamente relación con el crecimiento de las ventas. La relación causa-efecto entre el stock de Producto Acabado y la Venta no es unívoca. Determinadas políticas del stock de Producto Acabado pueden inducir crecimientos de la venta como el plazo de entrega. Las delegaciones comerciales con almacenes propios suponen acercar producto al cliente, pero la apertura de nuevas delegaciones supone inversiones en stock que no siempre guardan estricta proporcionalidad con la venta.

Bajo mi punto de vista, el planteamiento del crecimiento empresarial pasa siempre por ejercicios más completos y rigurosos que modelos simples y ya no digamos absurdos como el SGR.

Permitidme un ejemplo que nos asegure un recorrido por los principales puntos de reflexión a que obliga una perspectiva de crecimiento en una empresa.

Cuando una empresa plantea su previsión de ventas frente al año o años próximos, no sabe a priori las necesidades financieras que ello va a comportar y que porción de estas necesidades puede ser espontáneamente atendida por la suma del beneficio post

impuestos y la amortización, menos los vencimientos anuales de exigible a largo plazo y los dividendos.

Supongamos que una empresa plantea su planificación económico-financiera partiendo de la siguiente información pro-forma:

Ventas netas	1.000
-Costes variables	-350
MARGEN BRUTO	650
-Amortización	-100
-Otros Costes fijos	-400
BAIT	150
-Intereses	-25
BAT	125
-Impuestos	-37
BPT	88

<i>Activo Fijo bruto</i>	<i>2.000</i>	<i>Capital Social</i>	<i>500</i>
<i>-Fondo de amortización</i>	<i>-500</i>	<i>Reservas</i>	<i>325</i>
ACTIVO FIJO NETO	1.500	CAPITAL PROPIO	825
<i>Stocks</i>	<i>100</i>	EXIGIBLE a LARGO PLAZO	720
<i>Deuda de clientes</i>	<i>65</i>	<i>Proveedores</i>	<i>40</i>
<i>Efectivo</i>	<i>20</i>	<i>Bancos por descuento bancario</i>	<i>10</i>
ACTIVO CIRCULANTE	185	<i>Vtos. anuales de exigible a L. P.*</i>	<i>80</i>
		<i>Dividendos a pagar</i>	<i>10</i>
ACTIVO TOTAL NETO	1.685	EXIGIBLE a CORTO PLAZO	140
		TOTAL PASIVO	1.685

*Vencen 80 de ELP: $720+80=800$ a 10 años

ROA: $\text{BAIT}/\text{Activo neto} = 150/1685 = \mathbf{8,9\%}$

ROE at: $\text{BAT}/\text{Capital Propio} = 125/825 = \mathbf{15,15\%}$

ROE pt: $\text{BPT}/\text{Capital Propio} = 88/825 = \mathbf{10,66\%}$

Endeudamiento: $\text{Exigible}/\text{Cap. Propio} = 860/825 = \mathbf{1,04}$

$\text{Activo neto}/\text{Cap. Propio} = 1.685/825 = \mathbf{2,04}$

Veamos ahora los estados financieros que se podrían generar, si la empresa se planteara como objetivo frente al año próximo un crecimiento de las ventas del 7% por ejemplo y se encontrase ante las siguientes circunstancias y nuevas políticas.

- 1- El mercado competitivo en que se halla la empresa no le permite elevar precios frente al año próximo, pero proveedores muy fuertes van a subirles los precios de la materia prima, con lo cual el margen bruto bajará porcentualmente.
- 2- Las provisiones de los costes fijos sitúan la cifra del año próximo en un valor de 412.
- 3- Hay capacidad de producción muy ajustada en este momento, es posible asumir el crecimiento de la producción inducido por el crecimiento de ventas pero invirtiendo en nuevos activos fijos. Hay invertir un valor de 300 para ampliar la capacidad de producción y para renovar activos fijos obsoletos que se dan de baja por un valor de 25.
- 4- La política de stocks supone dotar nuevos almacenes en varias delegaciones de ventas, con un aumento de 20.
- 5- Se va a liberalizar el plazo de cobro a clientes estratégicos. Ello desemboca en un aumento de la deuda de clientes inducido por el crecimiento de ventas y mayor plazo por valor de 80.

El Estado de resultados planificado quedaría así:

	Histórico	%	Planificado	%
Ventas netas	1.000	100,00	1.070	100,00
-Costes variables	-350	-35,00	-396	-37,00
MARGEN BRUTO	650	65,00	674	-63,00
-Amortización	-100	-10,00	-130	-12,15
-Otros Costes fijos	-400	-40,00	-412	-38,50
BAIT	150	15,00	132	12,34
-Intereses	-25	-----	-25	-----
BAT	125	12,50	107	10,00
-Impuestos	-37	-----	-32	-----
BPT	88	8,80	75	7,00

El balance previsional sería el siguiente:

<i>Activo Fijo bruto</i>	2.000	2300	<i>Capital Social</i>	500	500
<i>-Fondo de amortización</i>	-500	-605*	<i>Reservas</i>	325	325
ACTIVO FIJO NETO	1.500	1.695	CAPITAL PROPIO	825	825
<i>Stocks</i>	100	120	EXIGIBLE a LARGO PLAZO	720	640
<i>Deuda de clientes</i>	65	80	<i>Proveedores</i>	40	44**
<i>Efectivo</i>	20	20	<i>Bancos por descuento bancario</i>	10	10
ACTIVO CIRCULANTE	185	220	<i>Vtos. anuales de exigible a L. P. *</i>	80	80
ACTIVO TOTAL NETO	1.685	1.915	<i>Dividendos a pagar</i>	10	8
			EXIGIBLE a CORTO PLAZO	140	142
			BPT planificado	----	75
			Necesidad financiera	----	233
			TOTAL PASIVO	1.685	1.915

*500+130-25=605

** 40x1,07+ Aumentp precio: 44

La necesidad financiera de 233 no es un problema para esta empresa ya que aunque su ROA ha bajado por la necesidad de inversión en activo fijo todavía resulta ser superior a los tipos de interés: $132/1.915=6,89\%$

Por otra parte su ratio de endeudamiento es bajo y eso no ha de ser obstáculo para crédito adicional.

Si su cash flow post impuestos, vencimientos del largo plazo y dividendos se mantuviera en el futuro, puede asumir nueva deuda a largo plazo:

BPT	75
+Amortización	130
-Vtos. anuales del largo plazo	-80
-Dividendos	-8
Cash Flow previsible	117

$$CFP=iP/2+P/n \quad 117=0,03P/2+P/3 \quad 117=0,345P \quad P=339,1$$

Su capacidad de endeudamiento con proveedores de equipo, por ejemplo, a 3 años es superior a su necesidad financiera. Puede hacer uso de mayor descuento bancario de efectos contra clientes, *factoring*, ampliar capital etc.

La tasa de crecimiento del 7% no es sostenible simplemente con el cash flow a generar, se crean necesidades financieras que lo frebasan, pero es factible sin que la compañía caiga en excesivo endeudamiento.

¿Qué nos diría el SGR?

$$SGR=ROE (1-d)= (BPT-Dividendos)/Cap. propio: (88-8)/825=9,69\%$$

Es una completa falsedad. Un 7% de incremento de ventas creará previsiblemente en esta empresa necesidades financieras de 233, pese a la reinversión del resultado menos los dividendos y el uso de la amortización como medio de financiación. Luego si un 7% no es auto-sostenible solamente con cash flow, menos lo será un 10,66%.

La razón de ello es múltiple:

- 1-La necesaria inversión en activo fijo supera porcentualmente al crecimiento de ventas del 7%. Esta circunstancia no la contempla el SGR.
- 2-La política de stocks no se ciñe al crecimiento de las ventas, hay en esta empresa un deseo de acercar más el producto al cliente a través de las delegaciones de ventas.
- 3-Las presiones de clientes estratégicos crean necesidades de inversión en deuda de clientes que van más allá del crecimiento de las ventas.
- 4-La devolución anual de deuda a largo plazo, por sí sola, ya absorbe gran parte del BPT, si se da la amortización como absorbida automáticamente por las inversiones en activo fijo. Esto no deja opción a que el BPT colabore a financiar las inversiones requeridas por el crecimiento comercial.

Referencias bibliográficas:

HIGGINS, Robert. *How much growth can a firm afford?* Financial management 6 (3) págs.. 7-16 (1977)

Analysis of Financial management. Irwin-Mc. Graw Hill. New York (2001 y 2007)

VAN HORNE, James C. *Financial Management Policy.* Prentice Hall. London (1998 y 2007)

Sustainable growth modelling. Journal of Corporate Finance 2 (3)