

## *Caso Tennis S.A.*

Fernando Bravo Herrera<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> Este caso fue desarrollado por el académico Fernando Bravo Herrera con la colaboración de alumnos de postgrado actuando como investigadores ayudantes. Para los efectos prácticos, siendo éste un caso real, se han realizado algunas modificaciones menores. Las fuentes de información son antecedentes públicamente disponibles. Reproducido por el Departamento de Administración, de la Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas de la Universidad de Chile, para servir como base de discusión en clase, más bien que como ilustración del manejo correcto o incorrecto de la gestión administrativa.

## INTRODUCCIÓN

Era su primer día de trabajo en el banco (fines de Enero de 1996) y su jefe ya le había asignado una importante tarea. José Águila egresó de la carrera de Ingeniería Comercial el año recién pasado de una de las principales universidades del país y estaba asumiendo por primera vez un trabajo en su carácter de profesional en una prestigiosa Institución Financiera de capitales extranjeros, que había iniciado sus operaciones en nuestro país a principio de los noventa.

Este era un gran desafío para Pepe, como lo llamaban sus compañeros de universidad, pues quería mostrar la plenitud de sus capacidades profesionales realizando su primera misión con la máxima de las dedicaciones con el fin de dar una excelente impresión a su jefe.

Aquel día, luego de ser presentado frente a sus compañeros de trabajo, su jefe, quien era el Gerente de Riesgo del banco, se acercó a José un tanto nervioso y preocupado, ya que había sido notificado de una pésima noticia “Tennis S.A. había declarado su quiebra”.

La preocupación del jefe de José era obvia, pues fue él quién autorizó el último préstamo a esta empresa por varios millones de pesos, aparte de las renegociaciones de deuda y otros préstamos en años anteriores. La situación era mucho más complicada, pues el banco al que se incorporaba José, era el acreedor más importante de dicha empresa.

La preocupación del Gerente de Riesgo del banco, fue traspasada a José, a quién le encargaron la misión de analizar la situación y el entorno correspondiente a la quiebra de Tennis. Para ello su jefe le entregó la carpeta de la empresa que contaba con algunos antecedentes, tales como estados financieros e historia reciente de la empresa.

Pepe, en su afán de dar el mejor de sus esfuerzos, puso manos a la obra y comenzó el análisis. Tomó los antecedentes que le habían sido entregados, comenzó a calcular algunos indicadores financieros de liquidez, rentabilidad, solvencia, etc. Trabajó arduamente toda la mañana, hasta que recibió el primer llamado en su oficina de un compañero de universidad. José lo primero que hizo fue comentarle lo que estaba haciendo, pero su compañero se dio cuenta de que José no lo estaba haciendo bien e inmediatamente le hizo algunas recomendaciones.

En primer lugar, le dijo que existían modelos de predicción de quiebras que podrían ser utilizados en casos como éste, y que tal vez a su jefe le interesaría que en las próximas evaluaciones de créditos fuesen considerados estos modelos. En segundo lugar, le advirtió que el análisis de índices financieros no tenía mucho sentido si no eran comparados con algún parámetro de referencia, pues lo que primero debía hacer era encontrar datos de la industria en la que se desempeñaba la empresa estudiada.

José se acercó a donde su jefe con las ideas propuestas por su compañero, sin embargo él sólo estuvo de acuerdo con el punto de comparar, pues a su juicio esos modelos de predicción habían sido desarrollados en otros países y con supuestos que él no compartía. Así que le indicó a José que no perdiera el tiempo en esos “modelitos” y se abocara principalmente al análisis financiero. Algo molesto, José salió de la oficina de su jefe por la negativa de la idea, por lo que se le vino en mente, demostrarle a su jefe la utilidad de incorporar a la evaluación de créditos los modelos de predicción de quiebras con el fin de evitar un nuevo desastre.

## **ANTECEDENTES DE LA EMPRESA**

Tennis S.A. se dedica a la fabricación y comercialización de zapatillas de todo tipo, tenis, soccer, aerobic, etc. El segmento de mercado al que apunta es al C2C3<sup>2</sup>, ya que posee una marca reconocida como de buena calidad y relativamente de menor costo (comparándola con otras marcas que usan el mismo tipo de materias primas). La maquinaria con que operaba esta empresa había sido importada desde Alemania, por lo que se puede afirmar que la tecnología con que contaba la empresa era de primer nivel.

Esta empresa está fuertemente posesionada en el mercado de zapatillas deportivas con su marca Addora, lo que le da una ventaja comparativa con relación a sus competidores. Sus principales clientes corresponden a las grandes tiendas (Falabella, Almacenes París, Ripley, Corona, Bellsport, etc.), que representan un porcentaje importante

---

<sup>2</sup> Segmento de ventas en escala según ingresos que comprende A, B, C<sub>1</sub>, C<sub>2</sub>, C<sub>3</sub>, D y E.

de las ventas; sin embargo este hecho implica que estas ventas se realicen a crédito a un plazo de entre 90 a 120 días (entre el 80 a 90% de sus ventas).

Históricamente la empresa siempre había cumplido a tiempo los pedidos de los clientes, no sólo en los plazos establecidos por éstos, sino que también en los estándares de calidad necesarios para atender a sus respectivos mercados. En este sentido, la empresa tenía excelentes relaciones con las distintas cadenas de grandes tiendas, lo que se tradujo en su momento en importantes expectativas de crecimiento para las ventas.

La demanda del mercado del calzado, inclusive el de zapatillas deportivas, tuvo un gran crecimiento durante los últimos años de la década de los 80's, estabilizándose en los niveles actuales. Debido a esto la actual capacidad instalada para producir zapatillas en el mercado interno, sumado a la importación de algunas marcas, superan ampliamente los niveles de demanda reales, por lo que se ha tenido que disminuir la producción y con ello las ventas para adecuar a la actual realidad del mercado.

La empresa fue fundada en 1986 por Héctor López, luego en 1990 se integró Eduardo Prado, quien hizo un importante aporte de capital, y en 1989 se realizó un importante aporte de maquinarias y equipos. Entre los años 1989-1990 se produjo un importante ajuste en el mercado de las zapatillas, lo que generó fuertes problemas financieros, ya que la empresa había contraído deudas para una capacidad de operaciones superiores a los que realmente se necesitaban dada la demanda actual. Para superar el problema, se realizó una disminución drástica en la plana ejecutiva de manera de lograr nuevamente mayor posicionamiento en el mercado.

Los dueños de la empresa son empresarios de trayectoria y prestigio reconocido, y en su afán de superar la actual crisis, contratan profesionales para los cargos estratégicos, de los cuales depende el control comercial y financiero de la firma.

Como se observa en los estados financieros de la empresa (ver anexo N°.1)<sup>3</sup>, ésta tiene una fuerte carga financiera, ya que en aquellos años de sostenido crecimiento se endeudó tanto a corto y largo plazo para financiar el capital de trabajo y la ampliación de las instalaciones de la empresa, bajo el supuesto que el crecimiento sería permanente.

---

<sup>3</sup> Los estados financieros disponibles de la empresa solo llegaban a Julio de 1995, sin que se pudiera contar con información más actualizada.

En 1994 se produce un nuevo cambio en la administración de la firma, la que se propone dos objetivos prioritarios; en primer lugar mejorar la posición financiera de la empresa en términos de capital de trabajo y liquidez y en segundo lugar, racionalizar al máximo los costos en cada una de sus áreas. Para lograr lo anterior, se tomaron una serie de medidas orientadas a este objetivo, por ejemplo, reducción de personal en conjunto con la suspensión del pago de las horas extraordinarias. Además, se reestructuraron los departamentos de costos, marketing, ventas y producción de manera de tener un control acabado de todo lo que se realiza en la empresa. En síntesis, Tennis redujo en forma significativa sus niveles de costos y gastos, se mantuvo la calidad de sus productos y se espera que las ventas se mantengan al menos constantes con el fin de disminuir el nivel de endeudamiento.

## **LA INVESTIGACIÓN DE JOSÉ**

Siguiendo las recomendaciones de su compañero, José buscó los parámetros de la industria de cueros y calzados necesarios para hacer la comparación respectiva de las razones financieras. Para mala suerte de él, no encontró la información que requería, pues en Chile, este tipo de datos es un recurso escaso y difícil de conseguir.

Sin embargo, consideró que si no tenía los datos industriales podía ocupar de referencia alguna empresa del rubro que cotizara en la Bolsa de Comercio. De este modo, tuvo acceso a las Fecus consolidadas de Bata Chile S.A. (ver anexo no.2), que si bien, existen diferencias en cuanto a la cartera de productos, tamaño y canales de distribución, además de que Bata es una empresa internacional, era un buen parámetro para comparar guardando ciertas proporciones. Además obtuvo extractos de los comentarios de la Dirección de Bata S.A. para 1994 y 1995 sobre el mercado (ver anexo N°3).

Por otro lado, José seguía con la idea de buscar aquellos modelos de predicción de quiebras para demostrarle a su jefe que realmente eran útiles para su trabajo. Es por esto que se abocó a realizar una investigación bibliográfica respecto al tema.

## PREDICCIÓN DE QUIEBRAS

La idea básica de la que parten los modelos de predicción de quiebras es que, por medio de la observación de la tendencia y el comportamiento de ciertas razones financieras de diversas empresas con anterioridad a la quiebra, pueden identificarse y utilizarse con fines de predicción las características de las razones que predominan en las firmas que quiebran. La expectativa es que sea posible detectar los signos de deterioro observados en el comportamiento de las razones financieras con anticipación y claridad suficientes como para tomar a tiempo iniciativas que eviten riesgos graves o incumplimientos y quiebras.

Entre los primeros estudios empíricos centrados en el comportamiento de las razones con anterioridad a la quiebra de empresas figuran los de Winakor y Smith (1935)<sup>4</sup>, que analizaron la tendencia a 10 años de 21 razones, llegando a la conclusión de que la razón de capital de trabajo neto a activos totales está entre los más exactos y fiables indicadores de quiebra.

Fitzpatrick (1931)<sup>5</sup> analizó la tendencia de tres a cinco años de 13 razones. Él comparó las empresas quebradas con empresas con buenos resultados, determinando que todas las razones examinadas predecían en mayor o menor medida la quiebra. Fitzpatrick observó que los mejores predictores eran la rentabilidad del patrimonio neto y la razón de patrimonio neto a deuda total.

Merwin (1942)<sup>6</sup> analizó un número no específico de razones encontrando que había tres que eran más sensibles a la hora de predecir la interrupción de la empresa hasta cuatro o cinco años antes de que se produjera. Estas tres razones eran el coeficiente de liquidez, capital de trabajo neto a activo total y patrimonio neto a deuda total. Todos ellos mostraban tendencias a la baja antes de la interrupción y estaban en todos los casos, de las empresas en problemas, por debajo de las razones normales estimadas.

---

<sup>4</sup> Winakor A., Smith R., "Changes in Financial Structure of Unsuccessful Firms", Bureau of Business Research (Urbana, Illinois, University of Illinois Press, 1935).

<sup>5</sup> Fitzpatrick P.J., "Symptoms of Industrial Failures" (Washington, Catholic University of America Press, 1931).

<sup>6</sup> Merwin C., "Financial Small Corporations in Five Manufacturing Industries, 1926-36 (Nueva York, National Bureau of Economic Research, 1942).

Altman (1968)<sup>7</sup> amplió el análisis univariante para introducir múltiples predictores de quiebra. Este autor utilizó el análisis de discriminantes múltiples, que desarrolla una función lineal de una serie de variables explicativas para clasificar o predecir el valor de una variable dependiente cualitativa; por ejemplo quiebra o no quiebra. Fueron examinados 22 razones financieras, basados de un período anterior a la quiebra, y Altman seleccionó cinco de ellos para incluirlos en una función discriminante final: donde liquidez, utilidades acumuladas, rentabilidad, estructura financiera y tasa de rotación del capital explicarían la probabilidad de quiebra.

Altman eligió las razones representativas de estos conceptos y les asignó a cada uno una puntuación Z, el modelo de predicción de quiebras mejor conocido en la actualidad:

Concepto	Razón Financiera	Puntuación
Liquidez	Capital de trabajo neto / Activo Total	0,012
Utilidad Acumulada	Utilidad retenida / Activo Total	0,014
Rentabilidad	Utilidad antes de impuestos e intereses / Activo Total	0,033
Estructura Financiera	Valor de mercado del patrimonio / Valor contable de los pasivos	0,006
Rotación de Capital	Ventas / Activo Total	0,999

Con estos indicadores se obtiene un valor z el que se lo compara con un intervalo de predicción de quiebra. Es decir, que si este valor z es inferior al valor crítico de 1,81, estaría indicando, según el modelo, que la empresa esta en probable quiebra, si es mayor que 2,99 no existe probabilidad de quiebra y si el valor z se encuentra entre los dos valores críticos mencionados, es decir, entre 1,81 y 2,99, habría que analizar más profundamente la situación de la empresa, ya que el modelo no predice respecto del estado de quiebra.

El modelo se expresa de la siguiente manera:

$$z = 0,012X1 + 0,014X2 + 0,033X3 + 0,006X4 + 0,999X5$$

Donde X1, X2,...X5, representan las razones financieras descritas en el cuadro.

---

<sup>7</sup> Altman, R.I. "Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy" The Journal of Finance (Septiembre 1968), Págs. 589-609.

El modelo de Altman es el más completo de todos, por lo que José decide que este es el que ocupará en su trabajo.

## **PLAN DE TRABAJO**

Suponga que es usted la persona que está en el cargo que desempeña José Águila y se ve enfrentado a la misma situación. Desarrolle el siguiente esquema de preguntas que apuntan a resolver el problema. En todas las preguntas realice un análisis comparativo con la empresa de referencia.

1. Realice un análisis de los estados financieros porcentuales de Tennis S.A. Comente acerca de la evolución de los principales ítems.
2. Calcule y analice los principales índices financieros que crea pertinente. Infiera sobre la situación de la empresa.
3. Aplique el modelo de Altman y comente sus resultados.
4. Compare los resultados arrojados por el análisis financiero (Estados financieros porcentuales, evolución histórica e índices financieros) con los resultados del modelo de predicción de quiebras de Altman. ¿Puede convencer al Gerente de Riesgo de la utilidad del modelo?
5. ¿Qué opinión le merece la labor desarrollada por el Gerente de Riesgo del Banco en cuanto al caso de Tennis S.A.?
6. ¿Qué medida hubiera recomendado tomar al Gerente de Finanzas de Tennis para haber evitado los problemas financieros?

# **ANEXOS**

## Anexo 1

### Balances y Estados de Resultado de Tennis S.A.

(En miles de pesos de diciembre de 1995).

Activos	1992	1993	1994	1995*
Activo Circulante				
Disponible	552	55,638	82,001	221,097
Cuentas por cobrar	2,772,969	2,656,671	3,038,725	3,005,005
Inventarios	1,561,342	1,610,860	1,529,783	1,406,497
Otros activos circulantes	786,859	1,215,830	1,304,273	1,335,818
Total Act. Circulante	5,121,722	5,538,999	5,954,782	5,968,417
Activo Fijo	1,731,348	1,885,029	2,784,567	2,761,087
Otros activos	2,649	557,548	445,170	1,002,713
<b>Activos Totales</b>	<b>6,855,719</b>	<b>7,981,576</b>	<b>9,184,519</b>	<b>9,732,217</b>
<b>Pasivos</b>				
Pasivo Circulante	3,679,187	3,995,359	4,565,998	4,503,964
Pasivo Largo Plazo	818,598	683,408	1,050,808	1,529,336
Total pasivo exigible	4,497,785	4,678,767	5,616,806	6,033,300
Patrimonio	2,490,895	3,302,809	3,567,713	3,698,917
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>6,988,680</b>	<b>7,981,576</b>	<b>9,184,519</b>	<b>9,732,217</b>
<b>Estado de Resultado</b>				
Ventas netas	8,116,350	7,279,073	6,537,833	1,552,582
Costos de explotación	(4,139,493)	(3,086,194)	(2,589,479)	(1,055,954)
Margen Bruto	3,976,857	4,192,879	3,948,354	496,628
Gastos de administración y ventas	(2,836,172)	(3,113,444)	(3,054,485)	(217,076)
<b>Utilidad operacional</b>	<b>1,140,685</b>	<b>1,079,435</b>	<b>893,869</b>	<b>279,552</b>
Gastos financieros	(691,846)	(864,787)	(597,600)	(134,536)
otros gastos e ingresos fuera de la explotación	62,813	368,711	(24,624)	(51,562)
corrección monetaria	(153,103)	53,622	73,373	(13,728)
utilidad antes de impuesto	358,549	636,981	345,018	79,726
impuesto				
<b>utilidad neta</b>	<b>358,549</b>	<b>636,981</b>	<b>345,018</b>	<b>79,726</b>

\*: Se tienen datos disponibles sólo hasta julio de este año.

## Anexo 2

### *Balances y Estados de Resultado de Bata Chile S.A.*

*(en miles de pesos de diciembre de 1995).*

Activos	1992	1993	1994	1995
Activo Circulante				
Disponible	2,503,341	896,796	800,948	941,699
Cuentas por cobrar	10,308,086	11,331,963	11,811,883	16,873,550
Inventarios	19,663,779	21,732,142	19,788,402	23,773,944
Otros activos circulantes	1,677,979	1,712,858	1,748,899	2,322,215
Total Act. Circulante	34,153,186	35,673,759	34,150,131	43,911,408
Activo Fijo	10,696,354	11,275,723	11,746,673	9,818,786
Otros activos	245,418	1,118,346	1,180,601	1,283,625
<b>Activos Totales</b>	<b>45,094,958</b>	<b>48,067,828</b>	<b>47,077,405</b>	<b>55,013,819</b>
Pasivos				
Pasivo Circulante	15,577,772	15,583,374	14,300,940	20,819,297
Pasivo Largo Plazo	4,082,092	4,250,806	4,201,880	4,127,906
Total pasivo exigible	19,659,863	19,834,180	18,502,820	24,947,203
Patrimonio	25,435,095	28,233,648	28,574,878	30,065,968
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>45,094,958</b>	<b>48,067,828</b>	<b>47,077,697</b>	<b>55,013,171</b>
Estado de Resultado				
Ventas netas	61,847,312	65,938,499	62,032,748	61,494,400
Costos de explotación	(36,667,684)	(40,503,434)	(38,957,914)	(40,183,867)
Margen Bruto	25,179,628	25,435,065	23,074,834	21,310,533
Gastos de administración y ventas	(17,446,802)	(17,536,641)	(18,674,437)	(18,083,449)
<b>Utilidad operacional</b>	<b>7,732,826</b>	<b>7,898,423</b>	<b>4,400,397</b>	<b>3,227,084</b>
Gastos financieros	(549,872)	(809,603)	(825,075)	(931,375)
otros gastos e ingresos fuera de la explotación	500,452	335,909	(162,406)	1,680,355
corrección monetaria	(1,424,464)	(1,210,615)	(405,438)	(1,055,346)
utilidad antes de impuesto	6,258,941	6,214,114	3,007,478	2,920,718
impuesto	(831,018)	(740,693)	(466,306)	(433,516)
<b>Utilidad neta</b>	<b>5,372,400</b>	<b>5,473,250</b>	<b>2,541,149</b>	<b>2,487,283</b>

### **Anexo 3**

*Extractos de los comentarios del Gerente General y Presidente del directorio de Bata Chile S.A., respecto del mercado.*

#### **Memoria 1994:**

“ El año 1994 ha sido difícil para el sector calzado al igual que para la mayoría de la industria del rubro en occidente, como resultado de los niveles de eficiencia y bajos costos de mano de obra alcanzados en el lejano oriente. Localmente, el problema se ha acentuado en el último tiempo por la baja del tipo de cambio real, lo que en términos relativos ha significado un abaratamiento de los productos importados. La industria nacional, entonces, deberá continuar aumentando su productividad, para seguir siendo competitiva.”

“En adición a las medidas adoptadas por la autoridad económica durante el año 1994 y que significaron un bajo crecimiento en todos los sectores de la economía, el comercio en particular se vio fuertemente afectado y sectorialmente el calzado anotó una caída de un 3,4% para el año. A esto se suma que el sector industrial debió enfrentar un incremento del 60% en la importación de calzado, la que se elevó de 6,8 millones de pares importados durante 1993 a 10,7 millones de pares durante 1994. De esta manera, la inversión y los esfuerzos desplegados en el mejoramiento de la infraestructura generaron un alto costo de producción que no logró ser cubierto con los precios competitivos.”

#### **Memoria 1995:**

“El año recién terminado ha dejado señales inquietantes para la industria nacional del calzado. Los altos niveles de eficiencia logrado en el calzado manufacturado en Oriente precipitaron el ingreso al país de 16 millones de pares, cifra que un mercado estimado de 35 millones de pares de consumo anual significa aproximadamente un 46% del total del consumo del país. Cabe destacar que a fines de 1990 las cifras de importación de calzado no superan el millón de pares, con estadísticas de consumo levemente inferiores a las actuales.”

“La industria manufacturera local ha sufrido directamente este impacto con la reducción a niveles mínimos de producción y con el cierre definitivo de otras fábricas.”