

El endeudamiento corporativo: pautas prácticas para ponderar sus beneficios y amenazas¹

Corporate Indebtedness: practical guidelines to ponder their benefits
and threats

Javier Dusso

*Facultad de Ciencias Económicas –
Universidad Nacional del Litoral, Argentina
E-mail: javdusso@hotmail.com*

Resumen

El endeudamiento de las empresas está expuesto a diversos riesgos. Por ello, el objetivo final del presente trabajo es poder brindar un conjunto de herramientas que actúen como marco referencial para ponderar diferentes modalidades de endeudamiento y contribuir así a que las empresas tomen las decisiones que mejor se adapten a sus necesidades y preferencias.

El artículo se inicia con un análisis de los principales aportes teóricos en la materia. Posteriormente, en base al relevamiento de diferentes variables económico financieras, se analiza la relación entre niveles de endeudamiento y desempeño corporativo, arribando así a la formulación de las conclusiones del trabajo.

Palabras clave

- *Deuda*
- *Estructura de capital*
- *Desempeño corporativo*
 - *Ciclo económico*
- *Diagrama de decisión*

Abstract

When a company borrows money, it is exposed to different kind of risks. Thus this work main objective is to provide a set of tools to ponder different modes of borrowing, allowing the company to choose the one that fits with its needs and preferences.

(1) El presente artículo fue realizado sobre la base de la tesis del mismo nombre elaborada por el autor para la obtención de su título de Magister en Administración de Empresas. Fecha de defensa: 24/06/2013. Director de la tesis: Dr. Martín Dutto.

Keywords

- Debt
- Capital structure
- Corporate performance
- Economic cycle
- Decision diagram

This article begins with a survey of the main theoretical contributions on this subject. Then, an analysis of several economic and financial indicators is made to detect their influence in firms with different levels of debt, to finish with the last part of the work, where the conclusions are formulated.

Introducción

A efectos de una mejor comprensión del artículo, resulta necesario aclarar que a los fines del presente trabajo se entiende por deuda a la toma de fondos desde fuentes ajenas a la tesorería de la empresa, con el compromiso de restituirlos en una fecha futura.

Resulta importante entonces mencionar que la conceptualización precedente excluye al saldo impago por la adquisición de bienes o servicios que no se abonan en forma inmediata, sino en una fecha posterior convenida con los proveedores de tales bienes o los prestadores del servicio en cuestión. Esta exclusión no resulta caprichosa, ya que aunque los casos fuera de consideración también constituyen deuda en el sentido jurídico de la palabra, no se vinculan con la obtención de fondos y la consecuente obligación de devolverlos, sino más bien con cuestiones atinentes a la administración del capital trabajo, tema de suma importancia en la gestión de una compañía, pero que no forma parte del eje central de este artículo.

Asimismo, el título del presente trabajo podría inducir a creer que el endeudarse es una decisión sujeta a reglas claramente establecidas, las cuales asegurarían que se trate de un proceso armónico, tendiente a compatibilizar los objetivos de las empresas y organizaciones en general con la obligación de restituir los fondos tomados en préstamo.

Pues bien, más allá del título, la realidad indica (y así se expondrá durante el desarrollo del trabajo) que el endeudamiento obedece a múltiples motivaciones y está expuesto a diversos riesgos, no exis-

tiendo manuales con recetas infalibles que prescriban la mejor forma de tomar dinero prestado.

Es decir, sin llegar a la pretensión de brindar tales recetas infalibles, pretensión que incluso puede ser inviable dada la dinámica propia de los procesos de endeudamiento, este artículo procura brindar un aporte concreto a la gestión del financiamiento corporativo, lo cual se abordó a partir de un trabajo estructurado de la siguiente manera:

Objetivos

Generales

- Diseñar un sistema de análisis de variables económicas y financieras, tendiente a determinar si la modalidad de endeudamiento financiero que la organización tiene previsto encarar es compatible con su normal desenvolvimiento en el mediano y largo plazo.
- Lograr que dicho sistema actúe como un mecanismo de alerta temprana en caso de que se pretendan adoptar decisiones de endeudamiento financiero inadecuadas.

Específicos

- Presentar un marco conceptual en materia de financiamiento empresarial, sustentado en los principales aportes teóricos que al respecto existen y en las características jurídicas y operativas de los mercados financieros y de capitales argentinos.
- Detectar los patrones de endeudamiento adoptados por empresas que —en cuanto a sus niveles de actividad— se cuentan entre las más relevantes de Argentina.

- Identificar variables económico financieras que reflejen la capacidad de repago actual y futura de las deudas contraídas por la empresa.
- Inferir correlatos entre los patrones de endeudamiento detectados y el desempeño económico financiero de las compañías analizadas.

Metodología de trabajo desarrollada

En función de los objetivos planteados, el trabajo se inicia con un análisis de los argumentos que la bibliografía existente expone a la hora de ponderar las diversas modalidades de financiamiento empresarial.

Los argumentos tratados en esta etapa del artículo, fueron contrastados con la realidad argentina en lo que refiere a las características de los mercados financieros y de capitales que operan en nuestro país, así como en lo atinente a disposiciones dentro del marco jurídico vigente que puedan invalidar total o parcialmente ciertos postulados teóricos formulados por economistas y autores de reconocido prestigio a nivel internacional.

De esta manera, se expone la necesidad de adaptar los conocimientos teóricos a la dinámica propia del entorno local, configurándose así el marco conceptual sobre el que se fundamenta el proceso de desarrollo y formulación de conclusiones.

Esa etapa inicial del trabajo da lugar posteriormente a un proceso de análisis de variables económico financieras consideradas relevantes para la elaboración del artículo.

Consecuentemente, se trabajó con las siguientes fuentes secundarias de información:

- Estados contables de acceso público
- Indicadores económicos argentinos
- Indicadores de la economía mundial

Terminado el relevamiento de estas fuentes, se procedió a exponer los patrones de financiamiento identificados, agrupándolos en categorías homogéneas, buscando además detectar una relación entre

la modalidad de financiamiento y el desenvolvimiento de las empresas.

Culminada esta etapa de relevamiento y análisis de información secundaria, se encaró la fase final del trabajo, consistente en formular las conclusiones del mismo.

Las mencionadas conclusiones serán el producto del proceso de vinculación entre las modalidades de endeudamiento identificadas en las empresas bajo análisis y su consecuente desempeño económico financiero.

Parte I: Fundamentos teóricos de la estructura de capital corporativo

En cuanto a los aportes teóricos en materia de los efectos del endeudamiento sobre la dinámica de las empresas, merecen ser destacados los siguientes hitos:

- En 1958, Franco Modigliani y Merton Miller² presentan su trabajo *The cost of Capital, Corporation Finance and Theory of Investment*, en donde concluyen que un mayor o menor endeudamiento es irrelevante en lo que refiere a su influencia sobre la capacidad de las empresas para generar fondos.
- En 1963, los mismos autores revisan su conclusión inicial, al admitir que no es neutro el efecto del endeudamiento sobre la generación de efectivo en las compañías, ello en virtud de los ahorros que se pueden lograr mediante la deducción impositiva de los intereses de la deuda contraída.
- Años más tarde, en 1976, Miller relativiza la validez de sus propios aportes, al afirmar que en la realidad no siempre las empresas buscarán endeudarse con el fin de deducir impositivamente los intereses, entre otros motivos porque si la empresa tiene utilidades exiguas, el ahorro fiscal no pasa a ser una prioridad.
- Incluso las empresas con utilidades importantes y altos niveles de tributación, pueden ser reacias a

(2) Ganadores del Nobel de Economía en 1985 y 1990, respectivamente.

tomar deuda como política de ahorro fiscal, ya que a mayor endeudamiento, mayores posibilidades de cesación de pagos, algo que los administradores de las compañías no desean en absoluto.

- Justamente por las posibilidades de caer en un estado de insolvencia, a medida que aumenta el nivel de endeudamiento, son las firmas que cuentan con un importante stock de activos relativamente fáciles de liquidar las que tienen mejor acceso al crédito, y por dicho motivo suelen estar más endeudadas que el resto de las compañías. Un ejemplo habitual de este tipo de firmas lo constituyen las líneas aéreas.

- Stewart Myers y Nicolás Majluff formulan en 1984 una escala de preferencias en la que consciente o inconscientemente enmarcan su accionar los directivos de las empresas. Dicha escala refleja que los administradores prefieren básicamente el financiamiento con fondos propios, y recién cuando éstos resultan a todas luces insuficientes para solventar los niveles requeridos de operaciones, inversiones y dividendos, se recurre en primera instancia a la toma de deuda, y como última alternativa a la ampliación del capital societario.

- En 1991 los profesores Milton Harris y Artur Raviv publican un muy completo relevamiento de los aportes efectuados por diferentes autores, algunos de los cuales adhieren a la teoría de Myers y Majluff y otros que no coinciden con ella, en virtud de que el endeudamiento puede ser utilizado como herramienta tendiente a cumplir con diversos fines, que van más allá de las preferencias de los administradores por una determinada estructura de capital.

Aunque gran parte de estos aportes teóricos merece ser tenida en cuenta para las empresas argentinas, el sistema tributario vigente en nuestro país, si bien admite la deducción impositiva de los intereses, limita notoriamente el uso de la deuda financiera como herramienta de ahorro fiscal, debido fundamentalmente al contrapeso que ejerce el Impuesto a la Ganancia Mínima Presunta, el cual resulta de pago obligatorio si la Ganancia Impositiva de una

compañía resulta inferior al 1% del valor de una serie de activos computables.

Parte 2: Análisis de prácticas de endeudamiento, sus efectos y la vinculación de los mismos con el entorno económico–financiero

Una vez relevados los principales aportes teóricos en materia de estructura de capital corporativo, se procedió a indagar la manera en que los mismos resultaban aplicables a la realidad de las empresas argentinas.

Fue así que se analizaron las memorias y estados contables de las firmas no bancarias que conformaban el panel Merval25 de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, correspondiente al período 2006/2011.

El análisis de tales estados financieros se complementó a su vez con el seguimiento de la evolución, en el mismo período, de variables claves de la economía nacional e internacional, a los fines de poder contar con las características más significativas del contexto económico financiero en el que se desarrollaron las empresas bajo estudio.

Se procedió a analizar a estas firmas en virtud de la facilidad para acceder a sus balances, así como por el grado de apertura de la información contenida en los mismos y la confiabilidad en relación a las cifras expuestas.

Una limitante de la muestra seleccionada la constituye el hecho de que en la mayoría de los casos se trata de empresas con un peso específico muy fuerte en la economía nacional, siendo muchas de ellas las líderes absolutas del mercado en el que se desenvuelven. Tal circunstancia, podría relativizar en cierta medida el alcance de las conclusiones a las que se arribó, en cuanto a que resulta muy probable que estas firmas cuenten con acceso a fuentes de crédito que generalmente están vedadas para compañías más pequeñas.

De todos modos, esta limitante resultaría asimismo una ventaja a los fines del artículo, ya que el espectro de variantes de financiamiento relevadas es más amplio que el que se hubiera obtenido en caso de analizar sólo firmas de menor tamaño, con lo cual si los resultados del presente trabajo quisieran aplicarse para este tipo de organizaciones, se requerirían ciertas adaptaciones a su entorno inmediato, pero podrían seguir siendo igualmente válidos.

De esta tarea de vinculación entre aportes teóricos e información sobre el desempeño de las firmas analizadas, se desprende que:

- Las compañías con mayor endeudamiento tienden a ser más vulnerables cuando operan en mercados con alta sensibilidad a los ciclos económicos adversos.
- Vinculado con lo anterior, un descenso en los márgenes sobre ventas, persistente en el tiempo, estaría evidenciando mayores niveles de vulnerabilidad a los ciclos.
- En relación a los inconvenientes que sufren las empresas endeudadas durante los ciclos económicos recesivos, el continuo descenso de la tasa LIBOR a lo largo de todo el período bajo análisis constituye un fuerte indicador de que las turbulencias detectadas en las empresas con mayor deuda no se debieron al hecho de haber pautado tasas de interés variable sino más bien al volumen de sus pasivos.
- Por el contrario, durante los períodos de crecimiento económico no surge una relación clara entre niveles de endeudamiento y rentabilidad corporativa, lo cual guarda coherencia con los postulados de Modigliani y Miller de 1958.
- Tampoco se detectaron evidencias concluyentes de que el destino dado a los fondos tomados en préstamo se traduzca en una diferente performance de las empresas.
- Ciertos indicios de una preferencia por estructuras de capital basadas en fondos propios surgen del hecho de que las dos empresas más rentables del período 2010/2011 (últimos dos años de la muestra analizada) se encuentran dentro del grupo

de las menos endeudadas, lo que entonces guarda en gran medida correlato con la teoría elaborada por Myers y Majluff.

- Por lo anterior, sería válido inferir que no necesariamente las empresas más rentables recurren al endeudamiento como forma de lograr ahorros fiscales.
- El principal riesgo de la toma de deuda radica en que ésta se convierte en una de las cargas de estructura de más difícil reducción en períodos de contracción económica, con los inconvenientes que ello conlleva.
- En el caso puntual de los pasivos en moneda extranjera, el riesgo de complicaciones es mayor en tiempos recesivos, dado que en esas condiciones los gobiernos suelen tomar medidas que encarecen o dificultan el pago de las deudas (devaluaciones o fuertes restricciones al giro de divisas).

Parte 3: Pautas de acción basadas en las evidencias sobre prácticas de endeudamiento detectadas

Del relevamiento efectuado, se infiere que elaborar una fórmula, tendiente a determinar los niveles de endeudamiento recomendables para una empresa, resultaría sumamente dificultoso y de aplicación limitada, en virtud de los diferentes contextos en los que se desenvuelve una compañía a lo largo del tiempo.

De todas formas, lo que el presente trabajo permite es delinear un marco conceptual que sirve como base para el diseño de herramientas de análisis de información que permitan orientar adecuadamente la política de endeudamiento corporativo.

Para contribuir a ello, y como corolario del presente artículo, se formula una guía en forma de interrogantes que merecen ser respondidos a los efectos de delinear el diagrama de decisión que defina el curso de acción a seguir por una empresa que está evaluando endeudarse o tomar nueva deuda.

Tales interrogantes se plantean más como pauta orientativa que como regla de cumplimiento inexo-

nable, favoreciendo un proceso de reflexión que como mínimo obligue a justificar los motivos por los cuales los administradores de una firma optan por una determinada estructura de capital.

De esta manera, resulta saludable que aquellas empresas que evalúan iniciar un proceso de endeudamiento tengan respuesta a los siguientes planteos:

1. ¿El endeudamiento a asumir, resulta compatible con la estrategia corporativa ó simplemente busca aprovechar ventajas derivadas de situaciones coyunturales (ej: bajas tasas de interés)?

Para estos casos, resulta generalmente recomendable encarar procesos de endeudamiento significativo sólo si el mismo apunta a financiar la estrategia de la compañía, más allá de eventuales factores transitorios que a priori indican como más atractiva la financiación con deuda.

2. ¿Existen datos de endeudamiento promedio para la rama de actividad económica en la que se desenvuelve la empresa?

Contar con este indicador resulta de suma importancia, ya que es un dato que puede alertar sobre un eventual sobreendeudamiento de la firma. Esta información no siempre está disponible, y de ser así, son cruciales las respuestas a los próximos interrogantes.

3. ¿El endeudamiento contribuye a mejorar la rentabilidad de la compañía?

Una respuesta negativa a esta pregunta haría recomendable descartar la idea de endeudarse, aunque eventualmente, de no exceder el promedio propio de la actividad, puede justificarse un endeudamiento con vistas a resolver situaciones coyunturales.

4. ¿Se prevén ciclos recesivos a mediano plazo? ¿La empresa cuenta con indicadores que permitan dar señales de alerta temprana sobre la gestación de tales ciclos?

Dado que los indicadores macroeconómicos de acceso público suelen ser los últimos en comenzar a encender luces rojas previas a las crisis, es nece-

sario prestar atención a ciertos signos que tienden a presentarse con anterioridad, ej: Retiros de depósitos en el sistema financiero, crecimiento desmesurado de la cartera activa de los bancos en un corto espacio de tiempo (lo que podría dar lugar a dudas sobre la calidad de dicha cartera), aumento de la incobrabilidad bancaria, caída en las cantidades de órdenes de compra cursadas por clientes (aplicable fundamentalmente a empresas de base industrial), proyecciones de cámaras empresarias, etc.

5. ¿Se tiene una estimación acerca de la sensibilidad de la firma a los ciclos recesivos?

En general, si la firma está inserta en un sector económico sensible a los ciclos recesivos, no resulta recomendable iniciar procesos de endeudamiento estando previsto el inicio de tales ciclos a mediano plazo.

6. ¿El endeudamiento se destina a la adquisición de activos, a la refinanciación de pasivos o a cubrir déficits de caja?

En principio, se entiende que las dos primeras alternativas obedecen a prácticas saludables de endeudamiento, y que la tercera de ellas sólo resulta válida si apunta a resolver situaciones coyunturales, siendo totalmente desaconsejable recurrir al endeudamiento como forma de paliar déficits crónicos de caja.

7. ¿El repago de las obligaciones contraídas es compatible con el flujo de fondos previsto?

Pregunta prácticamente obvia, pero no menos importante, y que debe ser planteada recién cuando las respuestas a los interrogantes anteriores fueron conduciendo a la conveniencia de encarar un proceso de endeudamiento. Encarar este interrogante en el momento equivocado puede dar lugar a apreciaciones erróneas sobre la evolución de las variables que inciden en dicho flujo de fondos, con las consecuentes dificultades que de ello pueden derivar.

Las respuestas que se brinden a cada uno de estos interrogantes permitirá diseñar el diagrama de deci-

sión tendiente a clarificar el proceso de análisis requerido para configurar la estructura del capital corporativo, y no sólo eso, sino que además contribuyen a establecer un marco de referencia concreto en las empresas a la hora de establecer los objetivos que deben cumplir los sistemas de información financiera que desarrollen, dado que tales sistemas deberán, entre otras funciones, apuntar a responder estas preguntas centrales.

Parte 4: Conclusiones

La herramienta que se formuló como corolario del presente artículo, en gran medida obedece a cuestiones de sentido común y a conocimientos basados en cuestiones que desde hace tiempo forman parte del marco normativo de las finanzas corporativas.

En tal sentido, el aporte que desde este trabajo se intentó efectuar no está orientado a la generación de nuevas teorías referidas a estructura de capital corporativo, sino más bien a integrar y darle un enfoque eminentemente práctico a diversos postulados plenamente aceptados como el canon vigente en la materia.

De esta manera, la idea central que subyace en este artículo es que los procesos de endeudamiento tienen mayores probabilidades de ser abordados con éxito si se instrumentan en forma compatible con la estrategia corporativa.

Resulta entonces, que el gran desafío reside en evaluar correctamente tal compatibilidad, tarea nada sencilla por cierto, dado que a fin de cuentas implica decidir en condiciones de incertidumbre.

Si lo formulado y propuesto hasta aquí contribuye a facilitar esa toma de decisión, el presente trabajo habrá cumplido su objetivo.

Referencias bibliográficas

- Brealey, R., Myers, S., y Marcus, A. (2004). *Fundamentos de Finanzas Corporativas* (4ta Ed.) Madrid: Mc Graw Hill.
- Copeland, T., Koller, T., y Murrin, J. (2004). *Medición y Gestión del Valor*. Barcelona: Ediciones Deusto.
- Harris, M., y Raviv, A. (1991). The Theory of Capital Structure. *The Journal of Finance*, 46(1), 297–355.
- Johnson, G., Scholes, K., y Whittington, R. (2008). *Dirección Estratégica* (7ma. Ed.). Madrid: Pearson. .
- Laudon, K., y Laudon, J. (2008). *Sistemas de Información Gerencial* (10ma. Ed.) Ciudad de México: Pearson.
- Ley Nº 20.628, Impuesto a las Ganancias, texto ordenado según Decreto 649/1997. Diario oficial de la República Argentina, 06 de agosto de 1997.
- Ley Nº 25.063 Impuesto a la Ganancia Mínima Presunta (1998), modificada por las leyes 25.123 (1999), 25.239 (1999) y 25.360 (2000). Diario oficial de la República Argentina.
- Miller, M. (1977), Debt and Taxes. *Journal of Finance*, 26, 261–275.
- Modigliani, F., y Miller, M. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*, 48, 261–297.
- Modigliani, F., y Miller, M. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A correction. *American Economic Review*, 53, 433–443.
- Myers, S., y Majluf, N. (1984). Corporate Financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, Junio.
- Myers, S., y Brealey, R. (1991). *Fundamentos de Financiación Empresarial*. Madrid: Mc. Graw Hill.
- Taleb, N. N. (2009). *El Cisne Negro, el impacto de lo altamente improbable*. Buenos Aires: Paidós.

Sitios Web

- Asociación de Fábricas de Automotores de Argentina:
www.adefa.com.ar
- Banco Mundial:
www.bancomundial.org
- Banco Central de la República Argentina:
www.bcra.gov.ar
- Comisión Nacional de Valores de Argentina:
www.cnv.gob.ar
- *Instituto Argentino de Mercado de Capitales*:
www.iamc.sba.com.ar
- Fondo Monetario Internacional:
www.imf.org
- Instituto Nacional de Estadística y Censos de Argentina:
www.indec.gob.ar
- Puente Hermanos, Sociedad de Bolsa:
www.puentenet.com

Registro Bibliográfico

Dusso, J. (2015). *El endeudamiento corporativo: Pautas prácticas para ponderar sus beneficios y amenazas [Resumen]*. (Tesis de Maestría en Administración de Empresas). Facultad de Ciencias Económicas, Universidad Nacional del Litoral, Santa Fe, Argentina.