



MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS

Mención en Finanzas de Empresas

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS

UNIVERSIDAD NACIONAL DEL LITORAL

TESIS

“El endeudamiento corporativo: Pautas prácticas para ponderar sus beneficios y amenazas”

Alumno: Javier Sebastián Dusso

Director: Dr. Martín L. Dutto

Rafaela, Marzo de 2013

AGRADECIMIENTOS

Diversas personas, en diversos momentos y circunstancias, contribuyeron a materializar el presente trabajo, de allí mi necesidad de agradecer a:

Martín L. Dutto, Director de esta tesis, por su genuino interés en el tema abordado y su forma de ejercer una saludable presión a lo largo de todo el proceso.

Los directivos de Bazar Avenida S.A, empresa en la que trabajo, quienes permanentemente me alentaron con hechos y palabras para cursar el MBA y realizar la tesis.

Mis abuelas, Rosa y Teresa, quienes hace mucho tiempo dieron su mayor esfuerzo para que sus hijos y nietos tuvieran un futuro mejor.

Mi madre, Francisca, son innumerables los motivos.

Mis hijos, Malena y Joaquín, sin cuya metódica dedicación, esta tesis se habría terminado en la mitad de tiempo, pero no hubiera resultado tan enriquecedora en lo personal.

Mi esposa, María Virginia, por el enorme apoyo moral, y por encargarse de todas las cuestiones que debí dejar de lado realizando este trabajo.

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN	7
OBJETIVOS	7
ÁMBITO DE APLICACIÓN.....	8
METODOLOGÍA DE TRABAJO A DESARROLLAR	8
ESTRUCTURA DE CONTENIDOS	10
PARTE 1: FUNDAMENTOS TEÓRICOS DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL CORPORATIVO.....	13
CAPÍTULO 1: EL ENDEUDAMIENTO COMO FORMA DE FINANCIAMIENTO CORPORATIVO	14
CAPÍTULO 2: ¿ES ENTONCES EL ENDEUDAMIENTO LA MEJOR MANERA DE FONDEAR LA ACTIVIDAD CORPORATIVA?.....	17
2.1: 1958 – EL INICIO DE LA “EDAD MODERNA”	17
2.2: 1963 – NUEVAS CONCLUSIONES PARA UN MISMO TEMA	23
2.3: 1976 – LA INFLUENCIA DE LOS IMPUESTOS A LAS RENTAS PERSONALES	26
2.4: OTROS ENFOQUES, COMPLEMENTARIOS A LA CUESTIÓN IMPOSITIVA.....	28
2.4.1: LA EVALUACIÓN DE LOS COSTOS DE INSOLVENCIA A LA HORA DE TOMAR DEUDA .	30
2.4.2: ENDEUDARSE SÓLO SI ES NECESARIO	34
2.4.3: APORTES ADICIONALES DE SUMA RELEVANCIA.....	39
2.4.3.1: EVIDENCIA EMPÍRICA DE LOS APORTES RELEVADOS POR HARRIS Y RAVIV.....	46
CAPÍTULO 3: EL IMPUESTO A LAS GANANCIAS: LOS APORTES TEÓRICOS Y SU VALIDEZ PRÁCTICA EN ARGENTINA	49
APÉNDICE: TOPE AL CRECIMIENTO AUTOSOSTENIDO.....	54
PARTE 2: ANÁLISIS DE PRÁCTICAS DE ENDEUDAMIENTO: SUS EFECTOS Y LA VINCULACIÓN DE LOS MISMOS CON EL ENTORNO ECONÓMICO FINANCIERO	57
CAPÍTULO 4: MUESTRA RELEVADA E INDICADORES SELECCIONADOS	58
CAPÍTULO 5: ANÁLISIS DE VÍNCULOS ENTRE DEUDA Y DESEMPEÑO CORPORATIVO	62
5.1: VALORES PREVIOS A LA CRISIS INTERNACIONAL	64
5.2: VALORES DURANTE LA CRISIS INTERNACIONAL	65
5.3: VALORES POSTERIORES A LA CRISIS.....	67
5.4: CASOS TESTIGO	68
5.5: EVIDENCIAS SOBRE LOS EFECTOS DE LA CRISIS INTERNACIONAL EN LAS EMPRESAS ENDEUDADAS.....	80

5.6: CATEGORIZACIÓN DE LAS EMPRESAS SEGÚN SU VÍNCULO CON LOS CICLOS RECESIVOS	87
5.7: EL PANORAMA EN LAS EMPRESAS MENOS ENDEUDADAS.....	90
5.8: AÑOS POSTERIORES A LA CRISIS DE 2009, EVOLUCIÓN DE LAS VARIABLES RELEVADAS	96
CAPÍTULO 6: EVOLUCIÓN DEL CONTEXTO ECONÓMICO FINANCIERO	105
PARTE 3: PAUTAS PARA GESTIONAR EL ENDEUDAMIENTO CORPORATIVO: PROPUESTA EN BASE A LAS EVIDENCIAS OBTENIDAS	109
CAPÍTULO 7: REFLEXIONES FUNDAMENTALES	110
CAPÍTULO 8: PAUTAS DE ACCIÓN BASADAS EN LAS CONCLUSIONES SOBRE EL ENDEUDAMIENTO.	114
CAPÍTULO 9: APLICANDO EL DIAGRAMA DE DECISIÓN: EL CASO DE CELULOSA ARGENTINA	128
PARTE 4: CONCLUSIONES.....	134
CAPÍTULO 10: SÍNTESIS FINAL	135
CAPÍTULO 11: A MODO DE REFLEXIÓN	140
BIBLIOGRAFÍA CONSULTADA	141

ÍNDICE DE CUADROS, GRÁFICOS Y DIAGRAMAS

CUADRO 1. ANÁLISIS RELACIÓN ENDEUDAMIENTO/RENTABILIDAD	62
CUADRO 2. COMPARATIVO POLÍTICAS DE ENDEUDAMIENTO	69
CUADRO 3. EVOLUCIÓN MARGEN BRUTO SOBRE VENTAS ENTRE LAS EMPRESAS MÁS ENDEUDADAS DE LA MUESTRA	74
CUADRO 4. EVOLUCIÓN RESULTADOS ANTES DE DIFERENCIA DE CAMBIOS E INTERESES	75
CUADRO 5. EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO \$/U\$S PARA EL PERÍODO 2006/2011	77
CUADRO 6. MOLINOS RÍO DE LA PLATA S.A. – EVOLUCIÓN MARGEN BRUTO SOBRE VENTAS	78
CUADRO 7. MOLINOS RÍO DE LA PLATA S.A. – EVOLUCIÓN RESULTADOS ANTES DE DIFERENCIA DE CAMBIO E INTERESES	78
CUADRO 8. RESTO DE LAS EMPRESAS ENDEUDADAS, EVOLUCIÓN RESULTADOS ANTES DE DIFERENCIA DE CAMBIO E INTERESES	80
CUADRO 9. EVOLUCIÓN MARGEN BRUTO SOBRE VENTAS PARA EL RESTO DE LAS EMPRESAS MÁS ENDEUDADAS DE LA MUESTRA	81
CUADRO 10. EVOLUCIÓN VENTAS ENTRE LAS EMPRESAS MÁS ENDEUDADAS	86
CUADRO 11. EVOLUCIÓN MARGEN BRUTO SOBRE VENTAS ENTRE LAS EMPRESAS MENOS ENDEUDADAS DE 2009	91
CUADRO 12. EVOLUCIÓN VENTAS ENTRE LAS EMPRESAS MENOS ENDEUDADAS DE 2009	93
CUADRO 13. EVOLUCIÓN RESULTADOS ANTES DE DIFERENCIA DE CAMBIO E INTERESES PARA EMPRESAS MENOS ENDEUDADAS DE 2009	94
CUADRO 14. EVOLUCIÓN MARGEN BRUTO SOBRE VENTAS ENTRE LAS EMPRESAS MÁS ENDEUDADAS DE LA MUESTRA (PERÍODO 2010/2011)	97
CUADRO 15. EVOLUCIÓN VENTAS ENTRE LAS EMPRESAS MÁS ENDEUDADAS DEL PERÍODO 2010/2011	98
CUADRO 16. EVOLUCIÓN RESULTADOS ANTES DE DIFERENCIA DE CAMBIO E INTERESES PARA EMPRESAS MÁS ENDEUDADAS EN 2010/2011	99
CUADRO 17. EVOLUCIÓN MARGEN BRUTO SOBRE VENTAS ENTRE LAS EMPRESAS MENOS ENDEUDADAS DE LA MUESTRA (PERÍODO 2010/2011)	100
CUADRO 18. EVOLUCIÓN VENTAS ENTRE LAS EMPRESAS MENOS ENDEUDADAS DEL PERÍODO 2010/2011	101
CUADRO 19. EVOLUCIÓN RESULTADOS ANTES DE DIFERENCIA DE CAMBIO E INTERESES PARA EMPRESAS MENOS ENDEUDADAS EN 2010/2011	102
CUADRO 20. CELULOSA ARGENTINA S.A.: EVOLUCIÓN VARIABLES VINCULADAS A LA DEUDA FINANCIERA	132

GRÁFICO 1. RELACIÓN DEUDA/RENTABILIDAD (PROMEDIO 2006-2008)	64
GRÁFICO 2. RELACIÓN DEUDA/RENTABILIDAD (AÑO 2009)	66
GRÁFICO 3. RELACIÓN DEUDA/RENTABILIDAD (PROMEDIO 2010-2011)	67
GRÁFICO 4. EVOLUCIÓN PBI ARGENTINA	105
GRÁFICO 5. % DE VARIACIÓN PBI MUNDIAL	106
GRÁFICO 6. EVOLUCIÓN PETRÓLEO WTI (U\$S/BARRIL)	106
GRÁFICO 7. PRODUCCIÓN AUTOMOTRIZ ARGENTINA	107
GRÁFICO 8. EVOLUCIÓN TASA LIBOR	108
DIAGRAMA DE DECISIÓN GENÉRICO PARA EL PROCESO DE ENDEUDAMIENTO CORPORATIVO .	115
DIAGRAMA DE DECISIÓN DEL PROCESO DE ENDEUDAMIENTO APLICABLE AL CASO DE CELULOSA ARGENTINA S.A.....	129

INTRODUCCIÓN

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 de la tesis) que el endeudamiento obedece a múltiples motivaciones y está expuesto a diversos riesgos, no existiendo manuales con recetas infalibles que prescriban la mejor forma de tomar dinero prestado.

Este hecho, que en cierta medida desmentiría el título del trabajo también estaría justificándolo, dado que justamente el objetivo final de la tesis es poder brindar un conjunto de herramientas que actúen como marco referencial para ponderar diferentes modalidades de endeudamiento y contribuir a que la empresa tome la decisión que mejor se adapte a sus necesidades y preferencias, lo que incluso podría implicar optar por no endeudarse, al menos en un determinado momento.

Es decir, sin llegar a la pretensión de brindar las recetas infalibles mencionadas en líneas precedentes, pretensión que incluso puede ser inviable dada la dinámica propia de los procesos de endeudamiento, esta tesis procura brindar un aporte concreto a la gestión del financiamiento corporativo, lo cual se abordará 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.

ÁMBITO DE APLICACIÓN:

Si bien el trabajo está concebido para una empresa en particular, dedicada a la venta de electrodomésticos a nivel nacional, se entiende que, por las características del mismo, gran parte de sus resultados podrán ser utilizados en todo tipo de organizaciones que encaren procesos de endeudamiento financiero, al menos como mecanismo general de reflexión sobre la calidad de dicho proceso, el cual en todo caso debería adaptarse posteriormente a las particularidades de cada ente específico.

METODOLOGÍA DE TRABAJO A DESARROLLAR:

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 de la tesis, serán 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 expondrá la necesidad de adaptar los conocimientos teóricos a la dinámica propia del entorno local, configurándose de esta manera el marco conceptual sobre el que se fundamentará el proceso de desarrollo y formulación de conclusiones del trabajo final.

La etapa mencionada dará lugar posteriormente a un proceso de análisis de variables económico financieras consideradas relevantes para la elaboración de la tesis.

Consecuentemente, se trabajará 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 procederá 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 encarará 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.

ESTRUCTURA DE CONTENIDOS:

- ***Parte 1: Fundamentos teóricos de la estructura de capital corporativo***

En esta etapa del trabajo se analizarán las fuentes de obtención de fondos con las que cuentan las empresas, poniendo especial énfasis en el endeudamiento, que constituye el objeto de estudio fundamental de la presente tesis.

De esta manera, respecto del endeudamiento se efectuará una exposición de los principales aportes teóricos que constituyen la “edad moderna” en materia de estudio de la estructura de capital corporativo, los cuales se inician con el tratamiento de la deuda financiera como herramienta para incrementar el valor de las empresas, continuando posteriormente con su uso como elemento clave a la hora de llevar a la práctica diferentes estrategias corporativas.

Asimismo, se reserva uno de los capítulos de este tramo de la tesis para exponer el grado de aplicación práctica que en el ámbito argentino pueden llegar a tener los aportes teóricos basados en cuestiones impositivas, dado que la materia tributaria ha sido uno de los ejes principales sobre los que gira gran parte de la bibliografía relativa al financiamiento corporativo.

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

Esta fase de la tesis estará caracterizada fundamentalmente por un proceso de análisis económico financiero que relevará diferentes indicadores contables y macroeconómicos, con el objetivo de identificar diversas variables que permitan o al menos contribuyan a explicar lo siguiente:

- Importancia del endeudamiento como forma de financiamiento de las principales empresas argentinas.
- Características del endeudamiento contraído por las mencionadas firmas.
- Existencia ó no de variaciones significativas en el desempeño de las diferentes compañías en función de la modalidad del financiamiento adoptado.

- Relación entre los niveles de endeudamiento y evidencias concretas de dificultades económico financieras.
- Vinculación de los efectos del endeudamiento corporativo con la evolución de los principales indicadores macroeconómicos nacionales e internacionales.

Bajo esa premisa, el análisis se basará en los estados contables de las empresas no bancarias que cotizan en el panel de las veinticinco acciones más negociadas de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires y en la consulta de fuentes de acceso público que brinden información acerca de eventos indicativos de dificultades financieras (ej: Central de deudores del Banco Central, Autopista Financiera de la Comisión Nacional de Valores, etc.).

El referido análisis se verá complementado con el estudio de las principales variables macroeconómicas publicadas por el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos, el Banco Central de la República Argentina y el Banco Mundial.

Se descartarán para dicho análisis las compañías bancarias dado que las mismas, a través de la normativa del Banco Central, están sujetas a parámetros que regulan su cantidad y modalidad de endeudamiento.

- **Parte 3: Formulación de pautas prácticas para el análisis del endeudamiento**

Como corolario del relevamiento y análisis de información efectuado en la etapa anterior, surgirán las recomendaciones que constituirán el marco referencial a tener en cuenta a la hora de encarar un proceso de toma de deuda.

Esta parte de la tesis incluirá el diseño de herramientas de gestión que contribuyan a facilitar la toma de decisiones vinculadas con el proceso de endeudamiento.

Parte 4: Conclusiones

En este tramo de la tesis, a modo de cierre del trabajo realizado, se efectuará una enumeración sintética de los principales conceptos a los que se arribó durante el desarrollo de las tareas descriptas en las fases precedentes.

De esta manera, el resumen contribuirá a recordar rápidamente cuáles fueron los puntos centrales de la tesis, cómo se vinculan unos con otros, y en qué aportes surgidos de las etapas previas se basan.

PARTE 1:

FUNDAMENTOS TEÓRICOS DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL CORPORATIVO

CAPÍTULO 1: EL ENDEUDAMIENTO COMO FORMA DE FINANCIAMIENTO CORPORATIVO

A los fines de la tesis, se entiende por endeudamiento a la toma de fondos desde fuentes ajenas a la tesorería de la empresa, con el compromiso de restituirlos en una fecha futura.

Esta interpretación, que puede resultar un tanto evidente, resulta crucial para el desarrollo del presente trabajo, dado que el mismo girará fundamentalmente en torno a esta modalidad de fondeo corporativo.

Asimismo, resulta importante 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 con los prestadores del servicio en cuestión. Esta exclusión no resulta caprichosa, ya que aunque los casos mencionados también constituyen una 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 gestión del capital de trabajo, tema de suma importancia en la administración de una empresa, pero que no forma parte del eje central de la tesis.

Efectuadas estas aclaraciones acerca de lo que se considerará endeudamiento, queda en evidencia entonces que el hecho de tomar deuda necesariamente acarrea consecuencias, las que dependerán de la evolución futura de diferentes acontecimientos.

En otras palabras, todo proceso de endeudamiento está sujeto a una determinada cuota de incertidumbre respecto de la posibilidad de reintegrar los fondos recibidos en préstamo, incertidumbre que, claro está, será menor mientras menores sean los niveles de deuda.

En este sentido, dado que incumplir con los compromisos asumidos al momento de endeudarse enfrenta al deudor con situaciones no deseadas, que van desde afrontar acciones legales hasta perder la propiedad de distintos activos, podría llegar a pensarse que la toma de deuda no es una de las alternativas más adecuadas a la hora de financiar las diversas actividades de una empresa.

Al respecto, ya en 1984 autores como Myers y Majluff formulaban la teoría del “Pecking order”, la cual abona la idea de que quienes administran las empresas tienden a preferir el fondeo con recursos propios, y que sólo cuando no tienen más remedio deben recurrir, a su pesar, a los fondos provistos por terceros. En tramos posteriores del presente trabajo se volverá sobre esta teoría, para analizarla con mayor profundidad, pero basta por ahora con tener en cuenta lo mencionado en el presente párrafo.

Ahora bien, más allá de lo que tanto la intuición como las teorías formuladas por prestigiosos autores puedan hacer suponer, es un hecho que las empresas efectivamente se endeudan, y aún más, la financiación con fondos ajenos ha ido tomando cada vez mayor preponderancia a nivel mundial a partir de la segunda mitad del siglo XX (Harris y Raviv, 1991), lo cual indicaría que ó bien el grueso de las empresas debe endeudarse aunque no lo quiera ó en realidad resulta incorrecto hacer de la aversión al endeudamiento una regla general.

No es objeto de esta tesis dilucidar tal disyuntiva, pero lo que sí es cierto es que más allá de la existencia de posturas contrarias al endeudamiento, la deuda financiera puede traer aparejados beneficios de gran importancia para la empresa endeudada, entre los cuales merecen destacarse:

1. Superar las limitaciones de la financiación con fondos propios: Este es un aspecto sumamente relevante que se vincula con el hecho de que por más que las empresas prefieran apoyarse en fondos propios, sólo podrán crecer hasta cierto límite sin tener que recurrir a otras fuentes de financiamiento.

Al respecto, vale la pena mencionar el modelo de crecimiento autosostenido formulado por el profesor Robert Higgins, el cual en una sencilla fórmula (ver apéndice) permite determinar las metas de incremento máximo en las ventas que una empresa podrá fijarse sin aumentar sus niveles de endeudamiento

De esta manera, aquellas empresas que deseen o necesiten crecer por encima del límite que pueden lograr con sus niveles actuales de endeudamiento, necesariamente deberán modificar su estructura de capital, ya sea a través de la toma de nuevas deudas o de los aportes de capital, y en este sentido la teoría del pecking order formula que las empresas prefieren la deuda por sobre los aportes.

2. Efecto palanca: Dicho efecto está fuertemente vinculado con lo tratado en el ítem anterior, dado que en un contexto donde los recursos financieros de la compañía pueden volcarse a actividades rentables, mediante el endeudamiento se obtienen más rápido mayores cantidades de esos recursos que si la empresa se circunscribe a trabajar exclusivamente con fondos propios.
3. Beneficios fiscales: Este tema será ampliamente desarrollado al tratar las distintas posturas doctrinarias que recomiendan una alternativa de financiación por sobre otra, basta con aclarar aquí que el pago de intereses a los prestamistas conlleva en la mayoría de los regímenes tributarios del mundo una menor salida de fondos en concepto de impuesto a las ganancias que la que se produciría en caso de que la empresa no se endeude.

CAPÍTULO 2: ¿ES ENTONCES EL ENDEUDAMIENTO LA MEJOR MANERA DE FONDEAR LA ACTIVIDAD CORPORATIVA?

Efectuadas las consideraciones acerca de lo que se entiende por endeudamiento y los motivos por los que las empresas se endeudan, resulta natural plantearse el interrogante formulado en el encabezado de este capítulo.

Para responder al mismo, es necesario analizar la evolución histórica de los distintos enfoques que intentaron determinar si existe una estructura de capital preferible a otras, de manera tal que se identifique sobre qué argumentos decidir si una alternativa de financiamiento corporativo podría llegar a ser mejor que el resto de las evaluadas.

La importancia de considerar esta evolución radica en el hecho de que en el período histórico a analizar se han generado importantes aportes teóricos que todavía hoy siguen en vigencia y son vitales a la hora de planificar la configuración de la estructura de capital de una empresa.

Asimismo, abordar estos aportes de acuerdo a la secuencia temporal en que se fueron gestando permitirá comprender mejor cómo se arribó al panorama actual en la materia.

2.1. 1958 – EL INICIO DE LA “EDAD MODERNA”

Este año es el que habitualmente se toma como el del punto de partida en lo que al estudio sistemático de las estructuras de capital corporativo se refiere, en virtud de la publicación del trabajo efectuado en forma conjunta por los economistas Franco Modigliani y Merton Miller (premios Nobel de Economía en 1985 y 1990, respectivamente).

En efecto, en su obra “The Cost of Capital, Corporation Finance and Theory of Investment”, el análisis sobre la conveniencia de una estructura de capital en particular por sobre otras se basaba fundamentalmente en la evaluación de si existían formas de financiamiento que agregaban mayor valor a la compañía, lo cual las haría recomendables por sobre modalidades cuya capacidad de generación de valor era menor o incluso negativa.

De esta manera, el valor de mercado de la compañía pasaba a ser el parámetro fundamental sobre el que debía evaluarse la gestión de sus administradores, dado que brindaba una cifra indiscutible que iba más allá de las preferencias y niveles de tolerancia al riesgo de los accionistas, mientras que otros patrones de medición (como la rentabilidad de cada una de las acciones encaradas por los directivos) estaban influidos por aspectos más subjetivos, en los cuales los administradores de la firma podían verse ante la disyuntiva de tener que optar por decisiones que se adaptaran a las preferencias de los actuales accionistas pero que tal vez no serían del agrado de los futuros inversores.

Según los autores, evaluar la gestión de los directivos en función del valor de mercado que ésta aporta permite eliminar el sesgo subjetivo propio de otras formas de medición del desempeño empresarial, ya que si al accionista no le termina de agradar el estilo de conducción de los administradores de la firma en la que invirtió, no tiene más que proceder a vender sus acciones y comprar las de otra empresa cuya forma de gerenciamiento sea más acorde a sus preferencias. El mantener el valor de mercado como vara de medición, favorecería incluso dicho proceso porque haría más “vendibles” a las acciones.

Al respecto, resulta de suma importancia aclarar que para el referido trabajo de Modigliani y Miller, el término “valor de mercado de la compañía” se refiere al de todos los títulos con cotización pública emitidos por la empresa, desde acciones hasta deuda. Es decir, parecería estar pensado para compañías de cierta magnitud y en las que está claramente diferenciada la figura del propietario de la del administrador. De todos modos, existiendo diversas formas metodológicamente sólidas para determinar el valor de una compañía que no cotiza al público sus acciones y deudas, el parámetro utilizado por estos autores seguiría siendo válido, pero se efectúa esta aclaración semántica a los fines de brindar mayor claridad a las diferentes posturas que se desarrollarán en el presente apartado.

Aunque la vara de medición propuesta por Modigliani y Miller resulta aún hoy una herramienta que permite dotar de objetividad a la evaluación de la conveniencia de una determinada estructura de capital, también es cierto que posteriores trabajos al respecto pusieron en evidencia que el valor de mercado no debería ser el único factor a analizar,

sino que a la hora de ponderar alternativas de financiamiento también existen otras cuestiones cuantitativas y cualitativas que deben tenerse en cuenta.

Con el trabajo de 1958 (que no fue el último que realizaron en esta materia), Modigliani y Miller entendían que la estructura de capital que deseara adoptar cada compañía no tendría influencia alguna en el valor de mercado de la firma.

Sus justificaciones al respecto se resumían en la siguiente ecuación:

$$V_j = (S_j + D_j) = X_j / p_k,$$

en donde:

V_j= Valor de mercado de todos los títulos emitidos por la compañía, ya sean accionarios o de deuda.

S_j= Valor de mercado de las acciones emitidas por la compañía.

D_j= Valor de mercado de la deuda emitida por la compañía.

X_j= Rentabilidad esperada de los activos de la compañía.

p_k= Tasa de capitalización para las compañías de la clase “k”

Esta ecuación, conocida como “Proposición I de Modigliani / Miller” constituye la base sobre la que desarrollaron la referida obra, y en palabras de los propios autores significa que “el valor de mercado de cualquier firma es independiente de su estructura de capital, y está dado por la capitalización de su rentabilidad esperada a la tasa p_k adecuada para cada clase de empresa”.

Sucintamente, los autores desarrollaron un esquema de razonamiento en el que demostraban que no era posible el hecho de que firmas con idéntica utilidad esperada antes de intereses tuvieran valores de mercado disímiles derivados de su estructura de capital. De acuerdo a lo que explican en el trabajo, ello es así porque de lo contrario quedaría habilitada la vía para que se produzca un proceso por el cual el mero cambio de cartera le permitiría al inversor obtener una ganancia.

En efecto:

- Si la empresa endeudada tuviera un valor de mercado superior al de aquella firma sin deudas, sus inversores venderían la tenencia accionaria y con el dinero obtenido adquirirían acciones de la firma desendeudada, y al mismo tiempo

usarían esas acciones como garantía para obtener un préstamo destinado a adquirir una nueva tanda de acciones de esa empresa sin pasivo financiero.

Ahora bien, ante esta situación, la participación del inversor en la utilidad de la compañía sin deudas sería mayor que la que tendría en la empresa endeudada, dado que justamente, al ser más baratas las acciones de la primera de las firmas, mediante el proceso descrito logra apropiarse de una mayor fracción de las ganancias de la que podría obtener si hubiera permanecido invirtiendo en la empresa apalancada.

Para brindar mayor claridad a lo descrito, los autores recurrieron a las siguientes notaciones:

V1: Valor de mercado de la empresa sin deudas (es decir, solamente el de sus acciones).

V2: Valor de mercado de la empresa endeudada (es decir, el de sus acciones más sus títulos de deuda en circulación).

S2: Valor de mercado total de las acciones de la empresa endeudada.

D2: Deuda total de la empresa endeudada.

rD2: Intereses de la deuda de la compañía endeudada.

s2: Valor de la participación accionaria del inversor en la empresa endeudada.

a: Porcentaje de participación del inversor en la compañía endeudada.

X: Rentabilidad antes de intereses, que es igual para ambas empresas.

Y2: Rentabilidad de la inversión accionaria en la empresa endeudada, después de intereses, con lo que en base a las dos notaciones precedentes: $Y2 = a(X - rD2)$.

De esta manera, si $V1 < V2$, el inversor en acciones de $V2$ procedería a venderlas y obtendría una suma monetaria equivalente a $s2$. Con $s2$ adquiriría acciones de la empresa desendeudada. Si además pide un préstamo ofreciendo como garantía las acciones recientemente adquiridas, y vuelca a la compra de más acciones el dinero recibido, el total de títulos accionarios comprados sería $a(S2 + D2)$.

Con ello, la rentabilidad de la nueva cartera accionaria será: $Y1 = a(S2 + D2)/V1 X - arD2$

Si se recuerda que se partió del supuesto que $V1 < V2$, toda la operatoria descripta permitió que el inversor posea una cartera de títulos de la empresa desendeudada equivalente a una porción de acciones y deuda de la empresa apalancada, cuando anteriormente sólo poseía participación en las acciones de esta última.

Esta circunstancia, dados iguales ingresos antes de intereses para ambas firmas, le permitiría al inversor hacerse de una porción de valor de mercado de la firma endeudada mayor a la que originalmente tenía, lo que a fin de cuentas significa obtención de riquezas por el mero hecho de cambiar de empresa en la que se invierte, sin que ninguna de las compañías haya modificado su nivel de ganancia antes de intereses.

Ahora bien, lo que sostienen los autores es que una situación tan beneficiosa, que se podría obtener a cambio de ningún esfuerzo, sería notada de inmediato por el mercado, que demandaría con avidez acciones de la compañía sin deudas, las cuales por la presión de los compradores verían aumentar su valor, llegando a la situación de equilibrio en la que necesariamente $V_2=V_1$, de allí que sostengan la irrelevancia de la estructura de capital a la hora de definir el valor de mercado de la compañía, valor que se debe recordar, constituye en el trabajo citado el principal parámetro para evaluar la gestión de los administradores de la firma.

- Si por el contrario, la empresa endeudada tuviera un valor de mercado inferior al de aquella firma sin deudas, es el inversor en acciones de esta última compañía quien se verá tentado de vender sus tenencias y adquirir, con el producido de la venta, acciones y bonos de la compañía endeudada. Ello ocurriría porque configurando su cartera de esa manera se neutraliza el efecto de los intereses sobre el resultado final de la firma, dado que lo que la empresa apalancada pierde por este concepto, el inversor lo recupera con los bonos que adquirió.

Así las cosas, el inversor tendrá derechos sobre los ingresos de la compañía antes del pago de intereses, ingresos que son similares en ambas empresas, pero con el agregado de que su nueva participación ahora tiene mayor valor que la original, dado que como el valor de la empresa endeudada era menor, al vender su tenencia inicial pudo adquirir un paquete de títulos y acciones cuya suma es mayor al de su cartera originaria.

Al igual que en el caso inverso, la posibilidad de generar riqueza con el simple cambio de acciones entre compañías que tienen la misma utilidad antes de intereses será advertida de inmediato por el mercado, lo que tenderá a restablecer el equilibrio entre los valores de ambas empresas.

En el mismo trabajo, los autores formulan la siguiente analogía, que contribuye a comprender en forma sencilla su aseveración de que la estructura de capital en sí misma no agrega ni quita valor a la empresa: ***“en general, un tambero no puede ganar más por su producción láctea quitando la grasa y vendiéndola por separado, incluso cuando la grasa valiera más que la leche entera. La ventaja de descremar la leche en lugar de venderla entera sería puramente ilusoria; dado que lo que ganaría vendiendo la grasa mejor valuada lo perdería con la venta a menor precio de la leche descremada residual”***.

Dejando al margen cuestiones vinculadas al rendimiento de la producción de grasa y la proporción entre el precio de la misma y el de la leche descremada, la semejanza ayuda a clarificar lo que Modigliani y Miller exponen, que, más allá de las fórmulas y razonamientos lógicos expresados, se fundamenta en la idea de que la ganancia se logra con el lado real de la actividad de la compañía, no con su estructura de capital, y en que en mercados eficientes dos inversiones que dan derecho a participar en el mismo resultado no pueden tener distinto costo de adquisición.

Cabe aclarar que el trabajo de 1958 era muy sólido, pero se basaba en supuestos que de no cumplirse podían echar por tierra todo el andamiaje que justificaba las afirmaciones contenidas en el mismo.

Al respecto, como supuestos fundamentales en los que se sustentó la teoría de Modigliani y Miller merecen destacarse los siguientes:

- **Mercados eficientes:** Tanto las empresas como las personas actúan de manera racional en mercados de capitales perfectos, lo que en términos generales significa que toda la información relevante está fácilmente a disposición de los inversores, y que la misma ya está reflejada en los precios de los títulos.
- **Tasa de interés única:** Las corporaciones y los individuos pueden acceder a préstamos con la misma tasa de interés. Al formular su teoría, Modigliani y Miller admitían que las tasas para uno y otro caso podían no ser idénticas en la práctica, pero que históricamente las diferencias nunca habían sido de una magnitud tal que invaliden los supuestos que sustentan su obra. Autores como Myers también manifiestan que en ciertos casos, otorgando las garantías adecuadas, las tasas de interés no son muy diferentes entre el mercado corporativo y el de individuos, y debe

recordarse que Modigliani y Miller en su ejemplo consideran que el préstamo que toma el inversor está garantizado con sus acciones.

- **Impuesto a las ganancias tributado por las empresas:** En su teoría de 1958, Modigliani y Miller consideraban que el hecho de que los intereses de la deuda tomada fueran deducibles del cálculo del impuesto no implicaba una ventaja del endeudamiento por sobre la financiación con capital propio. Para los autores, seguía siendo válido el razonamiento por el cual el valor de mercado de una empresa sin deuda no puede diferir del de una compañía endeudada, ya que la existencia de un tributo sobre las utilidades societarias no invalida los mecanismos de mercado que permiten corregir eventuales desequilibrios.

Este último supuesto fue objeto de fuertes cuestionamientos por parte de quienes criticaban la teoría formulada por los autores, fundamentalmente porque argumentaban que para los accionistas no es indistinto hablar de utilidades antes ó después del impuesto a las ganancias afrontado por la empresa, ya que en uno u otro caso el inversor tiene derecho a participar en diferentes niveles de riqueza.

Ante esta situación, es dable esperar que se busquen alternativas que permitan aprovechar el mayor de esos niveles de riqueza, lo que favorecería la situación de de las empresas que emiten títulos de deuda, ya que los intereses pagados por esos bonos (a diferencia de las utilidades distribuidas a través de dividendos) disminuyen el impuesto a las ganancias tributado, con lo que los mecanismos de mercado cuyo funcionamiento modelizaron Modigliani y Miller no tendrían aplicación en la práctica, poniéndose por el contrario en marcha otra serie de procesos.

2.2: 1963 – NUEVAS CONCLUSIONES PARA UN MISMO TEMA

En un nuevo trabajo publicado en ese año, los autores admitieron que su obra de 1958 efectivamente no tomó en cuenta la posibilidad que tienen los inversores de “neutralizar” el impuesto a las ganancias pagado por las empresas a través de la adquisición de títulos de deuda emitidos por las mismas.

En la nueva publicación quedaba en claro –y así lo reconocen- que en lo que a valor de mercado se refiere, las empresas con deuda estaban mejor posicionadas que las no endeudadas, ya que en términos agregados generaban mayor riqueza para quienes

decidieran financiarlas. O lo que es lo mismo, mayores niveles de deuda resultan más beneficiosos para los inversores.

Relacionado con lo expresado en el párrafo anterior es el concepto de “protección fiscal” aportado en ese trabajo por los autores. Esa protección se entiende como el valor del impuesto a las ganancias que la empresa se ahorra por el hecho de pagar intereses de la deuda que emitió. Si la empresa no se endeudara, ese ahorro no existiría y los inversores en su conjunto recibirían menos ingresos.

La protección fiscal se refleja a través de la fórmula “**Protección = tR**”, en donde:

t= Tasa del impuesto a las ganancias pagado por la empresa.

R= Interés de la deuda tomada por la firma.

Modigliani y Miller sostenían además que la deuda incluso otorgaba más certeza a los inversores, ya que mientras que los ingresos a los que dan derechos las acciones son estimados, los intereses de la deuda emitida, y por ende los ahorros fiscales generados por los mismos, serían ciertos, ya que obedecen a un flujo de fondos previamente pactado.

Interviniendo entonces el concepto de protección fiscal, queda formulada la nueva relación de equilibrio entre las empresas endeudadas y las que no lo están:

$$VL = VU + itR,$$

en donde:

VL: Valor de mercado de la empresa endeudada.

VU: Valor de mercado de la empresa sin deudas.

i: Tasa de descuento de la protección fiscal, equivalente al promedio de las tasas de interés de la deuda contraída por la empresa.

Con lo que la fórmula puede expresarse como: ***“En condiciones de equilibrio, el valor de mercado de una empresa endeudada es equivalente al que tendría en caso de no tener deudas, incrementado por el valor presente de la protección fiscal que le brinda el pasivo contraído.”***

Esta nueva fórmula deja en claro algunos puntos importantes:

- Mayor protección fiscal significa mayor valor de la empresa. Como la protección fiscal depende de los niveles de deuda, sería recomendable endeudarse tanto como sea posible. Al respecto, Modigliani y Miller advierten que no debe interpretarse que la empresa se deba financiar al 100% con deuda, primero porque por una cuestión de riesgos difícilmente haya inversores dispuestos a prestarle dinero a una firma cuyos índices de endeudamiento se alejan significativamente del promedio de la industria en la que opera y segundo porque las mismas empresas, como medida de reserva para afrontar situaciones no previstas, tienden a no utilizar toda su capacidad de endeudamiento.
- Como un mayor endeudamiento implica mayor valor de mercado de la compañía, entonces la estructura de capital pasa a ser relevante a la hora de generar valor para la empresa, es decir, todo lo contrario a lo que los mismos autores afirmaban en 1958.
- Pese al cambio radical operado en 1963 en la teoría de Modigliani y Miller, los autores seguían sosteniendo que las críticas planteadas al trabajo de 1958 estaban mal orientadas. En efecto, aunque pese a que no son iguales los valores de mercado según la empresa esté ó no endeudada, los trabajos que los autores efectuaron demuestran que de todos modos existe una relación técnica que está asegurada por los mismos mecanismos que cuestionaban los críticos, ya que si se vulnera el equilibrio entre los valores de las empresas endeudadas y las que no lo están, los inversores demandarán más títulos de la compañía que valga menos de lo que su relación técnica indique, y la misma demanda hará que las cosas vuelvan a su cauce original.

Si bien la teoría formulada por estos autores parecía explicar satisfactoriamente las ventajas del endeudamiento y daba a entender que las empresas deberían tomar tanta deuda como el mercado y las reservas por contingencias establecidas por sus directivos les permitieran contraer, no terminaba de dilucidar los motivos por los cuales en la práctica muchas empresas no recurrían al endeudamiento y se financiaban preferentemente con capital propio.

Y nuevamente las explicaciones al respecto provinieron de parte de uno de los dos autores antes mencionados, y también girando en torno a la cuestión impositiva.

2.3: 1976 – LA INFLUENCIA DE LOS IMPUESTOS A LAS RENTAS PERSONALES

En ese año, en una conferencia en la Asociación Americana de Finanzas, Merton Miller nuevamente trajo a colación la cuestión impositiva para explicar los motivos por los cuales si bien a priori una empresa podría tener sobradas razones para endeudarse en magnitudes importantes, en realidad prefiere recurrir a otras fuentes de financiamiento.

Al respecto, Miller señalaba algo que sus teorías anteriores no habían considerado: el impuesto que el inversor en títulos de deuda paga como individuo por los intereses ganados con tales títulos.

Cabe recordar que hasta ese momento, las teorías de 1958 y 1963 tomaban en cuenta solamente el impuesto a las ganancias pagado por la empresa que emitía la deuda, pero no el de las personas que se beneficiaban con tales intereses.

Y es aquí donde según Miller entran a jugar los niveles de tributación con los que están alcanzados los inversores. De esta manera, mientras que la tasa del impuesto que éstos tributen por los intereses recibidos sea menor a la del impuesto a las ganancias de la empresa, todavía será conveniente que la compañía emita deuda, dado que la carga impositiva para el inversor sería mayor en caso de adquirir acciones.

Sus razonamientos se basaban en el esquema impositivo vigente en Estados Unidos en la década de 1970, que establecía distintos tipos de inversores, cuyas ganancias por cobro de intereses de títulos de deuda podían estar totalmente exentas (ej: personas jurídicas de interés público) ó bien gravadas con una tasa superior a la del impuesto pagado por las empresas, existiendo dentro de esos extremos un abanico que abarcaba varias posibilidades.

Bajo ese esquema, habría un mercado que por sus niveles de tributación aceptaría de buen grado el adquirir bonos de deuda, mientras que a mayores niveles de tributación de renta personal se llegaría a un tipo de inversores que no se interesarían por adquirir esta clase de títulos, dado que el impuesto que individualmente pagarían por los intereses de esos bonos licuaría la protección fiscal que brinda la compañía al endeudarse. Ese tipo

de inversores sería todo aquel cuya renta personal estuviera gravada a un tipo impositivo superior al que paga la empresa por sus utilidades.

Según Miller, esto explicaba los motivos por los cuales para una empresa no siempre la conveniencia de endeudarse se traducía en mayor toma de deuda, dado que muchas veces el mercado se encontraba totalmente saturado de títulos ofrecidos a personas y entidades cuyo nivel de tributación justificaba la inversión en bonos. Esa situación obligaba a quienes quisieran emitir nueva deuda a hacer que la oferta efectuada a los potenciales inversores resulte atractiva para un mercado saturado, lo cual implica mayores esfuerzos de colocación e incluso puede significar el pago de intereses más elevados, lo que desalentaría el financiamiento con emisión de deuda.

En cierta medida, esa nueva vuelta de tuerca de Miller sobre el tema de deuda e impuestos implicaba un retorno a 1958, ya que a fin de cuentas se estaba recomendando no tener en cuenta el factor impositivo a la hora de configurar la estructura de capital de la empresa, igual que en el primer trabajo que al respecto realizó con Modigliani. De todos modos, los motivos para no considerar la cuestión impositiva eran bastante diferentes a los expuestos casi veinte años antes.

Así y todo, esa nueva modelización sobre el comportamiento de las empresas al diseñar su estructura de capital, también dejaba puntos sin aclarar.

Ejemplo de esos puntos lo constituye el hecho de que de acuerdo al modelo de Miller, instituciones exentas del pago del impuesto a las ganancias deberían invertir en títulos de deuda el 100% de sus fondos excedentes, mientras que las personas que soportaran tipos impositivos muy elevados deberían preferir invertir en acciones y no en deuda. Ocurre que esas situaciones que a priori se podrían esperar, no necesariamente se verificaban en la vida real, lo cual no producía la saturación de mercados de capital que el modelo preveía, de manera tal que entonces quedaría libre el camino para que las empresas cuenten con una demanda potencial que les permita colocar nueva deuda y así aprovechar las consiguientes ventajas impositivas, pero tampoco eso ocurría en la generalidad de los casos (Myers, 1991).

2.4: OTROS ENFOQUES, COMPLEMENTARIOS A LA CUESTIÓN IMPOSITIVA

Con lo tratado, queda en claro que si bien los modelos planteados hasta el momento tenían una sólida coherencia interna, estaban dejando de lado otras cuestiones relevantes que también podrían llegar a considerarse a la hora de configurar la estructura de capital de las empresas, cuestiones que evidentemente no se circunscribían exclusivamente a la materia impositiva.

Un hecho sumamente importante que los distintos aportes efectuados por Modigliani y Miller o solamente por Miller no tuvieron en cuenta fue que si bien los intereses de la deuda permiten reducir el pago de impuestos, la legislación tributaria de numerosos países admite otras opciones no vinculadas a estos conceptos que también contribuyen a disminuir el monto del impuesto a pagar, como son la amortización acelerada de bienes de uso (fundamentalmente bienes de capital), las cuotas completas de los arrendamientos financieros, las contribuciones a fondos de pensiones creados por las compañías, etc.

Es decir, el endeudamiento, a través de los intereses que por el mismo se pagan, constituye una fuente importante de ahorros impositivos, pero no la única, dado que existen otras alternativas que no necesariamente implican el cambio de la estructura de capital y que también permiten reducir el total del impuesto a pagar por la renta empresaria.

Pero incluso si se pensara solamente en el endeudamiento como factor a la hora de pagar menos impuesto, debe tenerse en cuenta que el resultado de la empresa antes del endeudamiento también puede llegar a constituir un freno a la hora de tomar nuevos préstamos.

En efecto, si la empresa ya está teniendo muy pocas utilidades (o incluso se encuentra en zona de pérdidas), el endeudamiento puede generar ahorros impositivos de difícil concreción en la práctica, dado que probablemente los nuevos intereses que se paguen reduzcan aún más las ganancias de la compañía, con la consecuente posibilidad de no tener que pagar suma alguna en concepto de impuesto a las ganancias, a costa de un mal resultado para los accionistas.

En situaciones como estas, en el mejor de los casos el ahorro fiscal podrá ser utilizado en el futuro, ya que es muy común que la legislación de distintos países permita compensar los quebrantos impositivos de un período contra las ganancias impositivas futuras. Pero salvo pérdidas causadas por situaciones extraordinarias, es difícil asegurar que firmas que habitualmente tienen bajos niveles de ganancias logren en el futuro generar los resultados necesarios para absorber el quebranto causado por la nueva deuda, máxime si se tiene en cuenta que generalmente los diversos regímenes tributarios fijan un plazo limitado para el recupero de los créditos por pérdidas impositivas. De hecho, en Argentina dicho plazo es de cinco años.

De esta manera, queda en claro que incluso si la configuración de la estructura de capital se circunscribe exclusivamente a considerar aspectos vinculados con la materia impositiva, empresas con malos resultados económicos no se verán alentadas a tomar nueva deuda.

Cuestiones como las abordadas, que exceden al endeudamiento como alternativa para el ahorro de impuestos, resultan consideraciones que habitualmente se hacen los administradores de las empresas en el ejercicio de sus funciones, e incluso pueden vincularse más a razonamientos surgidos del sentido común que de grandes tratados en materia económica y de la teoría de las finanzas corporativas.

Esto no significa la carencia de bibliografía que reconozca esta situación, por caso autores como Myers mencionan que, debido a que existen diversas formas de ahorrar el impuesto a las ganancias empresarias –siendo el endeudamiento sólo una de ellas-, no siempre la estructura tributaria de un país será proclive a fomentar la toma de deuda como alternativa primordial de financiamiento corporativo.

De todos modos, si bien es cierto que la protección fiscal que brinda el endeudamiento puede no llegar a ser aprovechable en un 100% (e incluso, como se vio, puede no llegar a ser aprovechable en absoluto), esta situación no explica los motivos por los cuales empresas con muy buena rentabilidad y altos niveles de pago del impuesto a las ganancias sean renuentes a tomar grandes montos de deuda.

Es decir, en la práctica existen casos de compañías que en base a lo expuesto hasta el momento cabría esperar que sean fuertes tomadoras de deuda, dado que ello les brindaría la posibilidad de ahorrar importantes sumas en concepto de impuesto sobre la renta empresarial, pero resulta que esas expectativas no terminan concretándose, y suele ser común que haya firmas sumamente rentables con bajos niveles de endeudamiento y un alto pago del impuesto a las ganancias (Myers, 1991).

2.4.1: LA EVALUACIÓN DE LOS COSTOS DE INSOLVENCIA A LA HORA DE TOMAR DEUDA

Un principio de explicación a estas cuestiones no previstas por los modelos formulados hasta el momento la brindó a principios de la década del '80 la figura de los "costos derivados de la insolvencia".

Esta idea se sustenta en dos conceptos fundamentales subyacentes:

- A medida que aumenta el volumen de deuda de una empresa, aumentan sus probabilidades de entrar en estado de insolvencia, lentamente si se parte de niveles nulos o muy bajos de endeudamiento y cada vez más rápido a partir de que se superan los parámetros normales para la industria en la que opera la firma.
- La insolvencia no es gratuita, sino que obliga a incurrir en costos que necesariamente disminuirán el valor de mercado de la compañía. Algunos de estos costos son fáciles de determinar, mientras que otros, si bien se entiende que están fuertemente asociados al estado de insolvencia, son muy difíciles de cuantificar, dado que no tienen un correlato económico financiero inequívoco que permita considerarlos como gasto en un estado de resultados.

Expresado esto, Myers entiende que en función de la mayor ó menor facilidad para mensurar los costos derivados de la insolvencia, los mismos pueden clasificarse en:

- **Costos directos de insolvencia:** Son las sumas efectivamente erogadas para poder cumplir con diversos recaudos legales que permitan salvaguardar el patrimonio de la compañía en aras de proteger el interés de sus acreedores cuando la empresa se encuentra en situación de insolvencia. Diversas investigaciones han demostrado que generalmente este tipo de costos se vinculan con los honorarios de los profesionales intervinientes en los diferentes procesos legales previstos para atenuar los daños que causa el estado de insolvencia, y que si bien pueden llegar a alcanzar cifras importantes en términos absolutos, las mismas no representan un porcentaje significativo del valor de mercado de la firma antes de ingresar en estado de insolvencia. (JB Warner, 1977).
- **Costos indirectos de insolvencia:** Se trata de todo efecto derivado del estado de insolvencia que mina la capacidad de la compañía para generar los ingresos necesarios que permitan superar su situación, lo cual opera en perjuicio de los acreedores. Entre los principales efectos pueden citarse la pérdida de personal calificado que prefiere migrar a otros trabajos, buscando un mejor horizonte laboral; la caída en la productividad del personal afectado a tareas administrativas, quienes deben priorizar las tareas y plazos legales derivados de las quiebras o concursos preventivos por sobre los objetivos internos de la compañía; la pérdida en la credibilidad de la palabra dada por los directivos, lo que dificulta la obtención de nuevos fondos tendientes a financiar proyectos de inversión, incluso cuando los mismos puedan ser sumamente atractivos y viables; la adopción de medidas cortoplacistas para mostrar situaciones financieras holgadas no sustentables en el tiempo; la asignación de dividendos elevados tendientes a menoscabar el patrimonio atacable por los acreedores; la actitud de “perdido por perdido” de parte de los directivos, que podría llevarlos a avalar proyectos sumamente riesgosos que comprometen gran parte del patrimonio societario y no hubieran sido aprobados en épocas “normales”; etc.

Puede notarse que algunos de estos costos son voluntariamente asumidos por los directivos a sabiendas de la existencia de un estado de insolvencia que todavía no ha sido evidenciado al público en general, cosa que no suele ocurrir con los costos directos, en los que generalmente se incurre cuando ya es pública dicha insolvencia. También pareciera que, por el efecto de las acciones “cuasi destructivas”, el daño que los costos indirectos causan a las empresas es mucho mayor que el generado por los costos directos.

Ahora bien, lo que queda en claro es que más allá de su mayor ó menor facilidad de medición, estos costos existen, y lo saben los acreedores así como los directivos y accionistas, y a ninguno de ellos les interesa tener que afrontarlos, lo cual actúa como elemento disuasorio a la hora de hacer crecer los niveles de endeudamiento, incluso cuando la situación impositiva de la empresa pareciera justificar un aumento en los ratios de deuda. Esta disuasión actúa por una doble vía: los acreedores se niegan a seguir prestando fondos a empresas que perciben como sobre endeudadas y los directivos se niegan a seguir tomando deuda cuando creen que ésta aumenta sus probabilidades de insolvencia.

De todos modos, la formulación de cuestiones como la incertidumbre de la protección fiscal y el costo de la insolvencia no serían incompatibles con las ideas formuladas por Modigliani y Miller en 1963, sino que en todo caso las complementan al explicar situaciones que el modelo no consideró.

De hecho, hay autores que mantienen la igualdad básica formulada en 1963:

$VL=VU + \text{Valor presente de la protección fiscal.}$

y además le agregan los siguientes términos.

$VL= VU + \text{Valor presente de la protección fiscal} - \text{Valor presente de los costos de insolvencia.}$

Autores como Pascale (2006) mantienen la esencia de la fórmula, pero en lugar de mencionar el “Valor presente de la protección fiscal” hacen referencia al “Valor de la protección fiscal con incertidumbre”, por el hecho comentado en párrafos anteriores de que no siempre las empresas saben si podrán aprovechar al 100% la protección fiscal que brindan los intereses de la deuda contraída.

Queda claro también que esta fórmula es más de índole conceptual que instrumental para arribar a un valor de mercado exacto, ya que justamente al ser incierta la protección fiscal, la firma no conoce qué magnitudes alcanzará la misma (si bien pueden hacerse aproximaciones). Algo similar ocurre con los costos indirectos de insolvencia, algunos de los cuales son prácticamente imposibles de determinar, pero que la fórmula reconoce que efectivamente le restan valor a la compañía.

Si bien lo tratado hasta la presente etapa del trabajo pareciera ir explicando cada vez mejor la manera en que se configura el endeudamiento empresarial, lo cierto es que se ha llegado a un punto en que la teoría en cierta medida fundacional que formularon Modigliani y Miller resulta insuficiente para explicar la totalidad de las causas que inciden en la conformación de una determinada estructura de capital.

Y es que pese a todas las contribuciones adicionales que estos autores efectuaron sobre el trabajo de 1958, las mismas no terminan de fundamentar los motivos por los cuales existen compañías con bajos niveles de deuda que se niegan rotundamente a aumentar dicho endeudamiento, pese a ser rentables y pagar fuertes sumas en concepto de impuesto a las ganancias, incluso cuando aumentar su deuda implicaría disminuir considerablemente el monto de impuestos pagados sin afectar notoriamente su salud financiera.

Parte de las limitaciones para explicar situaciones como las mencionadas podrían deberse a que en las ciencias sociales difícilmente haya una teoría o un modelo que pueda explicar la generalidad absoluta de los casos, pero, dejando esta conjetura de lado, lo que sí resulta cierto es que tanto el trabajo de Modigliani y Miller, como los aportes posteriores vinculados con la incertidumbre de la protección fiscal y el costo de la insolvencia, giran siempre en torno a un único parámetro, que es el valor de la compañía, considerando por lo tanto que toda estructura de capital que se adopte obedecerá al objetivo de maximizar el valor de mercado de la empresa, cuando en realidad existen evidencias de que no todas las estructuras de capital se diseñan con esa finalidad.

2.4.2: ENDEUDARSE SÓLO SI ES NECESARIO

Al respecto, un aporte trascendental fue el de Stewart Myers y Nicolás Majluf, quienes en 1984 formularon la ya mencionada teoría del Orden Jerárquico (Pecking Order) en materia de endeudamiento.

El trabajo de estos autores arribó a las siguientes conclusiones fundamentales:

- Las empresas, a través de las decisiones adoptadas por sus directivos, prefieren la financiación con fondos propios.
- Para no afectar su capacidad de financiación con fondos propios, las empresas tienden a adoptar una política de dividendos bastante conservadora, en la cual los aumentos en las utilidades pueden no ser acompañados por aumentos en el monto de los dividendos asignados, ó en caso de producirse un acompañamiento, el incremento que opera en dichos dividendos suele ser de una proporción notoriamente inferior a la del aumento en las ganancias.
- Al ser fijos (o casi fijos) los dividendos pagados, pueden existir períodos en donde se produzcan excedentes de fondos, con los cuales la empresa cancela deuda ó bien adquiere títulos de fácil realización. El caso inverso también es factible, es decir, en situaciones en que se producen caídas en los niveles de rentabilidad, la empresa mantiene el monto de dividendos pagado en mejores épocas, haciendo uso primero de su flujo de tesorería o de sus títulos de alta liquidez.
- Recién a partir del momento en que los fondos propios resultan insuficientes para afrontar en forma simultánea la operatoria habitual de la empresa, la financiación de los proyectos de inversión y los dividendos para los accionistas, las empresas recurren al uso de recursos proporcionados por terceros, prefiriendo en primera instancia el recibir fondos a través de la toma de deuda y sólo como último recurso emitir acciones.

Estas conclusiones exponen sintéticamente que las empresas suelen aplicar una especie de “ranking” de preferencias en cuanto a su modalidad de fondeo, a través del cual:

1. Se prioriza la financiación con fondos propios.
2. De no ser suficientes los fondos propios para solventar la operatoria y las inversiones, las empresas obtendrán esos recursos adicionales contrayendo nueva deuda.
3. Recién en caso de revelarse como insuficientes los fondos provenientes de las dos etapas anteriores, pasa a considerarse la alternativa de aumentar el capital societario.

Siempre de acuerdo a esta teoría, la preferencia por los fondos propios se debe a dos grandes motivos vinculados con la disciplina que imponen los mercados:

1. Independencia de la gestión: El tomar dinero prestado implica que los administradores de la firma deberán considerar a la obligación de reintegrar el capital recibido, con más sus intereses, como una restricción ineludible a la hora de formular cualquier nueva medida coyuntural o estructural posterior a aquella que originó la toma de la deuda. Asimismo, pueden existir cláusulas formales que restringen aún más el margen de maniobra de los directivos, como ocurre con las garantías reales, las fianzas personales y/o el compromiso de afectar a un fin específico el dinero recibido en préstamo.

Según los autores, algo similar ocurre con los aportes dinerarios derivados de la emisión de acciones en mercados de capitales, ya que justamente los mismos mercados y sus organismos reguladores establecen la obligación de informar periódicamente y de manera pública acerca de la marcha de la empresa y de las decisiones trascendentales que su dirección va tomando.

Estas cuestiones, implican para los directivos la necesidad de adaptar su gestión a parámetros impuestos por terceros ajenos a la administración de la firma, por lo tanto el interés de la dirección en mantener la mayor autonomía posible en su desempeño favorecería al hecho de que consideren al endeudamiento o a la

emisión de acciones en el mercado de capitales como a un mal necesario al que se recurre solamente en caso de ser inevitable.

2. Mantenimiento de la reputación profesional: Este motivo es otra de las causas por las cuales los administradores tratan de minimizar (si no rechazar de plano) el financiamiento a través de la toma de deuda.

En efecto, el endeudarse siempre conlleva el riesgo (mínimo en muchos casos, pero riesgo al fin) de no poder cumplir con los compromisos asumidos, situación que podría derivar en el concurso o en la quiebra de la compañía endeudada.

Teniendo en cuenta que en una empresa quebrada es muy probable que sus administradores deban buscar otras oportunidades laborales, colaboraría muy poco en dicho proceso el hecho de que figure en sus hojas de carrera un cúmulo de compromisos contraídos que luego se incumplieron.

Incluso sin llegar al extremo de una quiebra, son cada vez más numerosas las fuentes de información de acceso público en donde constan las dificultades financieras que puede llegar a atravesar una empresa, todo lo cual juega en contra del prestigio de sus administradores.

Lo interesante del trabajo de estos dos autores es que explica una situación que parecería ser contradictoria si el análisis de las causas que influyen en la adopción de una determinada estructura de capital se circunscribe exclusivamente a la cuestión del valor de mercado de la compañía.

En efecto, recordemos que con el enfoque centrado exclusivamente en el valor de mercado, mientras más rentable fuera una empresa, más impuesto a las ganancias tributaría, con lo cual lo lógico sería esperar que tome más deuda para que con los intereses de la misma disminuya su carga impositiva. Pues bien, ya se ha comentado en reiteradas oportunidades que esta situación esperada no se cumple inexorablemente, existiendo numerosas empresas sumamente rentables que no tienen interés alguno por endeudarse, lo cual entonces pone en evidencia que el valor de mercado no constituye la única variable que se considera al momento de establecer la estructura de capital que los directivos consideran más adecuada.

Es así que la teoría “Pecking Order” constituye un importante aporte para explicar estos puntos que los trabajos de Modigliani y Miller no terminaban de dilucidar, dado que si las empresas prefieren la financiación con fondos propios, y siendo habitual que las compañías más rentables gocen de una mejor situación financiera, resulta lógico entonces que sus directivos no juzguen necesario recurrir al endeudamiento ni a la emisión de nuevas acciones para poder fondear sus actividades operativas y de inversión, ello independientemente de la cuestión tributaria.

La postura de Myers y Majluf, así formulada, puede dar a entender que la preferencia por los fondos propios obedece a cierta comodidad por parte de los directivos, quienes no quieren verse sometidos a la disciplina que los mercados financieros y de capitales imponen a quienes en ellos toman fondos, algo que Myers admite como cierto en parte, y que atribuye a una especie de “holgazanería” de parte de los administradores.

De todos modos, es el mismo Myers (1991) quien sostiene que también existen motivos racionales para priorizar los fondos propios como forma de financiamiento, motivos que fundamentalmente se vinculan con un efectivo ahorro de gastos, ya que la obtención de dinero proveniente de terceros necesariamente tendrá costos, por los siguientes motivos:

- Pueden existir períodos con una elevada tasa de interés, con lo que el costo de la deuda puede licuar en todo o en parte la ventaja fiscal que se obtendría con la protección fiscal proveniente del pasivo financiero.
- El lanzamiento de títulos de deuda al mercado de capitales obliga a cumplir y mantener en el tiempo toda una serie de pasos burocráticos que implican mayores costos administrativos de diversa índole (personal dedicado exclusivamente a cumplir con obligaciones impuestas por los organismos de control, honorarios pagados a profesionales especializados en mercados de capitales, etc.), gastos en los que no se incurriría si la empresa desistiera de endeudarse.
- Idéntica razón que la expresada en el punto anterior para las emisiones de acciones con cotización en mercados de capitales, mencionando además Myers que estos mercados tienden a reaccionar adversamente a las emisiones de nuevas acciones que licúan la participación patrimonial de los títulos preexistentes.

Puede notarse que las ideas contenidas en esta teoría de orden jerárquico en realidad no resultan incompatibles con los postulados de Modigliani y Miller, sino que los complementan al traer a colación otros aspectos que no están directamente vinculados con el valor de mercado de la empresa pero que de todos modos constituyen importantes factores a tener en cuenta a la hora de gestionarla.

2.4.3: APORTES ADICIONALES DE SUMA RELEVANCIA

La postura que sostiene la existencia de un orden de preferencias de parte de los directivos de las empresas a la hora de determinar sus fuentes de financiamiento es contemporánea con diversos trabajos efectuados por varios autores, quienes analizaron otros factores, ajenos al valor de mercado, que también tendrían una fuerte influencia en la conformación de la estructura de financiamiento de las diferentes compañías.

En este sentido, un muy completo relevamiento de aportes significativos en materia de estructura de capital corporativo fue efectuado en 1991 por los profesores Milton Harris y Artur Raviv, relevamiento que además estuvo complementado con una clara clasificación y sistematización de los trabajos analizados, y que si bien ya tiene cierta antigüedad, aún hoy sigue siendo citado por prestigiosos autores como una obra fundamental.

Estos dos autores concluyen que el endeudamiento en las empresas no es una cuestión con efectos neutros, ya que la decisión de endeudarse pone en marcha una serie de procesos que desencadenan numerosas consecuencias, buscadas algunas de ellas e involuntarias otras.

Si bien no es objetivo de la presente tesis el tratar de manera exhaustiva el trabajo de estos dos profesores, dado lo relativamente extenso del mismo, es importante destacar que de él se desprenden conclusiones que exponen la influencia de las decisiones de endeudamiento en la dinámica de las organizaciones, a la vez que plantean nuevos interrogantes que evidencian que en materia de estructura de capital se está muy lejos de contar con recetas absolutas, sino que a lo sumo existen aportes que permitirían establecer marcos orientativos a la hora de tomar decisiones adecuadas de financiamiento.

Entre las principales conclusiones surgidas del relevamiento de Harris y Raviv, merecen ser tenidas en cuenta las siguientes:

- **Existen cuatro categorías con influencia determinante en la conformación de la estructura de capital:**

- 1) Atenuación de los costos de agencia
- 2) Moderación de los efectos de la asimetría en la información
- 3) Características de los mercados y productos vinculados a la empresa
- 4) Pujas por el control corporativo

En donde si se profundiza sobre cada una de estas categorías surge lo siguiente:

1) Atenuación de los costos de agencia:

Este tipo de costo surge por la existencia indefectible de intereses contrapuestos entre accionistas, acreedores y gerentes, pudiendo además incluir a otros actores que tengan interacción con la empresa (Pascale 2006).

En este sentido, Harris y Raviv identifican los siguientes costos de agencia:

1.1 Entre accionistas y directivos:

Si la empresa no se endeudara, las probabilidades de insolvencia serían muy bajas y el control de los fondos estaría generalmente en manos de los directores, situación que no suele ser del agrado de los accionistas que no participan del directorio.

El endeudamiento reduce la puja existente entre estos dos grupos de interés respecto del uso de los flujos de caja excedentes. En efecto, destinar fondos al pago de los servicios de deuda tomada disminuye de por sí la cuantía de los flujos libres, con lo que tiende a desaparecer el elemento que generaba la disputa.

Los autores sostienen que para que el endeudamiento pueda ser canalizado como herramienta tendiente a resolver este conflicto de intereses, la compañía debe tener un alto valor de liquidación, mediante el cual se pueda persuadir a los acreedores de que

pese a un incremento en las posibilidades de insolvencia su acreencia podrá ser satisfecha, y que en forma simultánea brinde a los accionistas expectativas ciertas sobre la existencia de fondos disponibles luego de cancelar el crédito de los acreedores.

Esos altos valores de liquidación que se requieren son usuales en firmas con una importante dotación de activos tangibles relativamente fáciles de realizar, y en donde el valor de los mismos no depende del estado financiero de la compañía. Tal situación se potencia aún más si la empresa puede operar normalmente con bajos costos de investigación y desarrollo. Es por ello que los autores mencionan que este tipo de compañías son las que tienen mayores niveles de endeudamiento. Asimismo, Myers cita como ejemplo de esta categoría de firmas a las líneas aéreas y a las empresas ferroviarias.

1.2 Entre accionistas y acreedores:

Generalmente existe la tendencia de los accionistas a preferir proyectos más arriesgados en tanto los mismos permitan obtener una rentabilidad mayor que aquellos proyectos más moderados. Este criterio suele no ser compartido por los acreedores, quienes solamente estarán dispuestos a prestar su dinero si consideran que existen razonables perspectivas de poder recuperarlo a futuro.

De esta manera, si el proyecto menos rentable pero a la vez menos riesgoso ya cubre las expectativas de los prestamistas, estos no tendrían ningún interés en financiar proyectos más arriesgados que se presenten en forma alternativa.

Para dirimir este conflicto, intervienen los directivos, quienes serían los encargados de definir en qué proyectos colocar los fondos aportados por los prestamistas. En este sentido, se entiende que cuestiones vinculadas con la reputación profesional de los directores impedirían que éstos se involucren en proyectos riesgosos si tienen la posibilidad de incursionar en otros de riesgo moderado, con lo cual en cierta medida el interés del directivo coincide con el del acreedor.

Ahora bien, en los hechos, salvo ocasiones extraordinarias, el acreedor no tiene acceso al proceso de análisis de los distintos proyectos que la empresa evalúa, por ende debe confiar en el buen juicio de los directivos, entendiendo que serán ellos quienes logren encontrar el adecuado equilibrio entre riesgo y rentabilidad.

De esta manera, empresas administradas por cuadros directivos que en el mercado ya gozan de una buena reputación como pagadores de sus deudas, tienden a contar con mayores niveles de endeudamiento que las compañías con mala trayectoria en cuanto a sus niveles de cumplimiento de los compromisos asumidos. Este último tipo de firmas es asimilable a aquellas que no cuentan con un historial relevante en los mercados de crédito. Esto se produce porque las compañías bien conceptuadas son consideradas como menos riesgosas por el mercado, lo que favorece la toma de deuda a bajo costo.

Lo expresado, justifica la postura de Harris y Raviv respecto de que la toma de nueva deuda modera la tensión entre accionistas y acreedores, generando un efecto “decantación” hacia proyectos de riesgo más moderado del que preferirían los accionistas.

2) Moderación de los efectos de la asimetría en la información:

Al respecto, el razonamiento de que la estructura de capital permite mitigar los efectos de la asimetría entre la información interna y aquella a la que pueden acceder los inversores externos, se basa en las señales que las diferentes alternativas de financiación brindan al mercado.

En la misma sintonía, Myers y Majluf, al justificar su hipótesis de “pecking order”, sostienen que la empresa que emite acciones, justamente por su control de la información interna, está en condiciones de saber que sus activos valen menos que lo que el mercado valora sus acciones, dado que de lo contrario no vería conveniente efectuar la emisión. Por dicho motivo, quien decidiera emitir acciones está dando la señal al mercado de que sus activos están sobrevalorados.

Por la misma causa, empresas con activos de alta calidad no se arriesgarán a una emisión que los subvalúe, y por ende optarán por financiarse con fondos propios o con deuda no sensible a la información interna. Es por ello que el mercado reaccionaría mejor a la toma de nueva deuda, lo cual incluso se traduciría en aumentos en el valor de las acciones.

Para contrastar en cierta medida a este postulado, Harris y Raviv identificaron autores como Korajczyk, quien sostiene que a medida que las empresas publican mayor cantidad de información interna (ya sea de motu propio ó por obligaciones emanadas de organismos regulatorios), la discrepancia entre el valor que el mercado asigna a las

acciones y el justo valor de los activos de la firma emisora ya no sería tan amplia, con lo cual no podría afirmarse tajantemente que la emisión de acciones es la mecánica preferida exclusivamente por las empresas que especulan con que el mercado sobrevalúe sus activos.

Incluso otros autores, como Brennan y Kraus, afirman que las empresas pueden atenuar la mala señal brindada al mercado cuando emiten acciones si los fondos así obtenidos se aplican a anticipar pagos de deuda. Lo que es más, una empresa estaría dispuesta a soportar una posible subvaluación accionaria si la misma es menor que los beneficios derivados de la cancelación anticipada de todo o parte de sus deudas.

No ocurriría lo mismo en aquellas firmas que logran sobrevaluar sus acciones durante el proceso de emisión, ya que las ventajas de la sobreapreciación se perderían con el pago de la deuda.

Puede notarse entonces que Harris y Raviv también citan a autores cuyo pensamiento no adhiere al “pecking order”, dado que bajo ciertas circunstancias la emisión de acciones puede ser una buena señal para el mercado.

3) Características de los mercados y productos vinculados a la empresa:

El estudio de estos factores como determinantes de la estructura de capital es una disciplina relativamente nueva en materia de finanzas corporativas, y el enfoque se ha centrado fundamentalmente en:

- Análisis de la estructura de capital en relación a la estrategia corporativa.
- Análisis de la estructura de capital en relación a los productos y procesos productivos de la firma.

En cuanto al primero de los enfoques, Harris y Raviv relevaron los aportes de Brander y Lewis, así como los de Maksimovich, quienes básicamente afirman que en una situación de oligopolio, es conveniente endeudarse, dado que mayor deuda implica mayor dinero volcado a la actividad de la empresa, que entonces podría desplazar a los demás participantes del mercado, a menos que se hayan establecido efectivos mecanismos de colusión tácita que hicieran más costosa esta alternativa, con lo que el nivel de endeudamiento podría ir elevándose hasta que el costo derivado de los mecanismos de colusión sea mayor que los beneficios provenientes del crecimiento financiado con deuda.

En el relevamiento del segundo enfoque, Harris y Raviv identificaron aportes como los de Titman (1984) o de Maksimovich y Titman (1990), en donde se exponen evidencias de que cuando una empresa tiene mayor dependencia de sus proveedores de materias primas o cuando elabora productos para un mercado que demanda bienes de alta calidad, el endeudamiento tiende a ser muy bajo, ya que los administradores de estas firmas no desean arriesgar su capacidad de pago a sus proveedores críticos ni poner en juego los recursos necesarios para asegurar la calidad de sus productos.

Por el contrario, mayores niveles de deuda podrán esperarse mientras mayor sea el poder de negociación de la firma con sus acreedores. Algo similar ocurre si la empresa cuenta con empleados adheridos a sindicatos con fuerte capacidad de presión.

4) Pujas por el control corporativo:

Con la eclosión de las adquisiciones de empresas durante los años '80, la bibliografía financiera comenzó a analizar el hecho de que las acciones comunes otorgan derechos de voto, algo que no ocurre con los títulos de deuda.

Los primeros modelos que trataron el diferencial de derechos entre las acciones y las deudas fueron aportados en 1988, a través de diversas conclusiones a las que arribaron Harris y Raviv por un lado y Stulz por otro.

Ambas vertientes tratan la relación entre las acciones en poder del grupo directivo y las que son propiedad de terceros que no participan en la dirección.

Harris y Raviv identifican tres resultados posibles ante una puja por el control corporativo cuando terceros ajenos a la firma intentan adquirir el control de la misma:

- 1. La adquisición resulta exitosa y son los nuevos adquirentes quienes se hacen con el control de la dirección de la compañía.*
- 2. La adquisición fracasa y es el grupo directivo actual quien continúa con el control de la compañía.*
- 3. El resultado de la puja por el control corporativo es dirimido por los inversores actuales que no participan en la dirección de la firma (inversores pasivos).*

Los autores sostienen que cualquiera de los tres resultados posibles dependerá en definitiva de la fracción que está en poder del grupo directivo actual.

En efecto, si los directivos cuentan con una escasa cantidad de acciones en relación a los inversores pasivos, es muy probable que un nuevo inversor sea quien pase a administrar la firma, ya que con sólo adquirir unas pocas acciones a los inversores pasivos, logrará hacerse con el control de la compañía.

Por el contrario, si el directivo actual es quien posee la mayoría absoluta del paquete accionario, ninguna puja por el control corporativo podrá afectarlos.

Existe además un último caso en que los directivos tienen en su poder una cantidad importante de las acciones sin llegar a contar con la mayoría absoluta, y en donde los inversores pasivos no desean desprenderse de sus acciones, pero con su voto pueden decidir quién se hace cargo del control de la compañía en caso de que haya un accionista (o grupo de accionistas) interesado en tomar la dirección de la firma. En una situación como esta, el factor determinante de la decisión que tomen los inversores pasivos es la percepción que ellos tienen acerca de qué grupo de accionistas es el más capaz para conducir la empresa.

Bajo este esquema, las adquisiciones exitosas suelen estar caracterizadas por un entorno de nulo o muy bajo endeudamiento, mientras que las que fracasan, por el contrario, tienden a mostrar alto grado de endeudamiento, lo que fundamentalmente deriva del hecho de que cuando los directivos en funciones perciben los primeros indicios de un intento de adquisición, comienzan a emitir deuda con el objeto de comprar ellos mismos la mayor cantidad de acciones en poder de terceros, y así aumentar su poder de voto en caso de plantearse una competencia por el ejercicio del control corporativo.

Asimismo, las pujas definidas por los inversores pasivos tienden a estar caracterizadas por niveles de endeudamiento intermedios a los detectados en los extremos que se plantean entre las adquisiciones exitosas y las que fracasan.

Stulz, por el contrario, plantea que un alto endeudamiento no necesariamente impedirá que los nuevos inversores se hagan con el control de la empresa, dado que finalmente pueden hacerle una oferta amistosa a los actuales controlantes, y que mientras mayor sea la participación de éstos en el total del paquete accionario de la firma, mayor será el valor de la oferta efectuada.

De esta manera, para Stulz no siempre un fuerte endeudamiento evitará el cambio de manos del control corporativo, aunque admite que lo más probable es que ello ocurra, dado que a mayor participación accionaria de los controlantes actuales, el inversor interesado en tomar la dirección de la firma se verá obligado a aumentar el “premio” ofrecido para lograr concretar su interés.

Lo que de todas formas concluye Stulz es que en definitiva un alto endeudamiento termina beneficiando a los directivos actuales, ya sea porque evita que nuevos inversores les arrebaten el control de la firma ó bien porque en caso de perder la dirección, el premio que recibirán en compensación será lo suficientemente beneficioso.

Una visión que también adhiere a la idea de que mayor endeudamiento no necesariamente evita el cambio de manos de la dirección es la de Israel (1991), quien incluso rebate la idea de Stulz acerca del premio que ganarán los controlantes actuales.

En efecto, Israel sostiene que en definitiva todo depende del poder de negociación del adquirente, quien solamente procederá a tomar el control de la firma si el costo de su adquisición es menor al de la participación en los beneficios que estima obtener, y a fin de cuentas dicho costo depende del mencionado poder de negociación.

2.4.3.1: EVIDENCIA EMPÍRICA DE LOS APORTES RELEVADOS POR HARRIS Y RAVIV

En su trabajo, los autores enumeran una serie de hechos debidamente constatados, a los fines de evaluar el grado de verificación en la práctica que tuvieron las distintas obras por ellos analizadas.

De esta manera, pueden destacarse las siguientes validaciones:

- Luego de la segunda mitad de la década de 1960, fue dándose una constante caída en la importancia relativa de los fondos propios como fuente de financiamiento.
- Por el contrario, la alternativa de fondeo que más creció con posterioridad a la segunda guerra mundial fue la del endeudamiento.
- Rentabilidades extraordinarias acompañadas de emisión de nuevas acciones generaron en promedio una baja del 3% en el valor de dichas acciones.
- En el caso anterior, la baja fue más pronunciada en las empresas industriales que en las de servicios públicos.

- Rentabilidades extraordinarias acompañadas de la emisión de deuda común o de la emisión de acciones preferidas no generaron impacto alguno en el valor de las acciones ordinarias.
- La emisión de deuda convertible, luego de haberse obtenido rentabilidades extraordinarias, suele estar acompañada por descensos en los precios de las acciones.
- Los lanzamientos de deuda a largo plazo tienden a respetar un límite dado por el nivel de endeudamiento promedio de la industria correspondiente a los últimos 10 años.
- El mercado influye en la fuente de financiamiento que eligen las empresas, dado que las firmas tienden a emitir deuda ó acciones en función de lo que se espere que hagan las otras compañías, de manera tal que la modalidad que prefiere el mercado sería la que adopten las compañías emisoras.
- Korajczyk et al. (1990) han documentado que la emisión de nuevas acciones tiende a estar precedida de incrementos anormales en su precio promedio. También demostraron que previo a la emisión de acciones no suele haber aumentos en los ratios de endeudamiento, lo que descartaría que la emisión accionaria obedezca al hecho de haberse agotado la capacidad de endeudamiento de la firma emisora.
- También Korajczyk detectó que las emisiones accionarias tienden a producirse con posterioridad a los anuncios de pagos de dividendos, y que mientras más tiempo transcurra entre dicho pago y el anuncio de la emisión, más fuerte será la caída en los precios accionarios.
- Las deudas lanzadas con el objeto de recomprar acciones se tradujeron en un aumento del 14% en la rentabilidad accionaria.
- Las estructuras de capital y los índices de endeudamiento muestran una tendencia a la similitud en empresas que pertenecen a una misma industria. Los laboratorios, las industrias de componentes electrónicos y las empresas alimenticias suelen ser las compañías con menos endeudamiento, mientras que por el contrario las empresas de servicios públicos (básicamente telefónicas, gas y electricidad), las aerolíneas, y en general todas aquellas con tarifa regulada, son las que se financian preferentemente con deuda financiera.

- Vinculado con lo anterior, relevamientos efectuados por Bradley et al. (1984), Castanias (1983), Long y Malitz (1985), Kester (1986), Marsh (1982) y Titman y Wessels (1988) concuerdan en que existe una relación positiva entre un mayor endeudamiento y el stock de activos fijos, la posibilidad de ahorros fiscales, las oportunidades de crecimiento y el tamaño de la empresa, mientras que el vínculo es negativo respecto de los gastos de publicidad, los gastos de investigación y desarrollo, las probabilidades de cesación de pagos, la rentabilidad y la especificidad del producto elaborado.
- El endeudamiento es efectivamente utilizado por los directivos de las firmas como un mecanismo de defensa contra la adquisición del control corporativo por parte de un tercero, tal cual fuera analizado por De Ángelo y De Ángelo (1985), Dann y De Ángelo (1988) y Amihud et al. (1990). Al respecto, hay evidencias de un mayor endeudamiento a mayor cantidad de acciones en poder del grupo controlante. Dann y De Ángelo detectaron que las ofertas hostiles rara vez tienen éxito si la empresa que se desea adquirir se encuentra en un proceso de reestructuración de su estructura de capital corporativo.
- Palepu (1986) sostuvo que el endeudamiento tiene una relación negativa con las probabilidades de una adquisición exitosa.
- Niveles crecientes de flujo de caja libre, tienen una relación positiva con recompras de acciones efectuadas con el ánimo de quitar a la empresa del ámbito de la cotización pública (Lehn y Poulsen, 1989).
- El endeudamiento tiende a ser más bajo en firmas con una alta dispersión accionaria.

CAPÍTULO 3: EL IMPUESTO A LAS GANANCIAS: LOS APORTES TEÓRICOS Y SU VALIDEZ PRÁCTICA EN ARGENTINA

En relación al endeudamiento como herramienta que contribuye a disminuir el gasto en impuestos, puede parecer una obviedad aclarar que el grueso de la literatura que se ha citado proviene de países con mercados de capitales sumamente desarrollados, fundamentalmente Estados Unidos.

Ante esta circunstancia, y con la finalidad de que el análisis efectuado hasta el momento no resulte tan ajeno a nuestra realidad, en el presente capítulo se ofrecerán breves ejemplos de cómo el marco teórico relevado mantiene gran parte de su validez (aunque con salvedades de cierta entidad) en el ámbito argentino.

Asimismo, resulta necesario aclarar que las consideraciones que se formularán a continuación se reservaron para el final de esta parte de la tesis a los efectos de hacer más comprensible el tratamiento que previamente se hizo del eje teórico principal.

De esta manera, la influencia del Impuesto a las Ganancias se aborda aquí nuevamente luego de haber sido analizada extensamente en el capítulo anterior.

Es así que, a partir del párrafo siguiente se explicarán de manera concisa ciertas características sumamente destacables del sistema tributario argentino en relación al impuesto a las ganancias, validando su correlato con aportes teóricos fundamentales en materia de finanzas corporativas:

a) El supuesto de los mercados de capitales desarrollados

El tratamiento que Modigliani y Miller le dan a los intereses de los pasivos financieros como concepto que permite obtener ahorros impositivos se basa en la idea de que la deuda que toma la empresa se instrumenta a través de la emisión de títulos representativos de dicha deuda.

Lo mencionado podría dar lugar a la conclusión de que las ventajas del endeudamiento, al menos las que derivan del ahorro impositivo, pueden lograrse solamente en empresas que operan en los mercados de capitales, lo cual también

habilitaría a suponer que en economías con un mayor desarrollo de esos mercados, serán mayores las posibilidades de aprovechar las ventajas impositivas que otorga el endeudamiento.

Si bien esto es cierto por el hecho de que una persona puede simultáneamente ser accionista e inversor en títulos de deuda de una misma empresa, y de esa manera ver retribuida en intereses (y no en dividendos) su inversión en el capital de la compañía, esta no es la única forma de aprovechar impositivamente la deuda financiera.

Por caso, en nuestro país la modalidad de endeudamiento corporativo más difundida es la toma de fondos solicitados en préstamo dentro del sistema bancario y no la emisión de títulos de deuda. De hecho, según el anuario del Instituto Argentino de Mercados de Capitales, en el año 2010 - el cual fue record en Argentina en lo que refiere a financiación corporativa a través del mercado de capitales- el endeudamiento a través de obligaciones negociables representó sólo alrededor del 8% del saldo total de préstamos bancarios otorgados al sector empresario.

El siguiente ejemplo ilustra la forma en que una empresa de las que habitualmente se denominan como “cerradas”, es decir sin títulos de capital o de deuda cotizando al público, también puede aprovechar las ventajas impositivas del endeudamiento:

- **Supongamos una empresa no endeudada, cuya utilidad antes de impuestos es de \$ 1.000.000, los cuales están disponibles en sus saldos de tesorería.**
- **Si dicha empresa destina un monto fijo anual de \$ 100.000 para el pago de dividendos, su saldo de tesorería pasará a ser de \$ 900.000.**
- **Al momento de tributar impuesto a las ganancias, siendo del 35% la tasa vigente en Argentina, la compañía destinará \$ 350.000 al pago de este impuesto. Aquí es sumamente importante recordar que los \$ 100.000 de de dividendos pagados no pueden considerarse como un concepto que disminuye la ganancia imponible, de allí que el cálculo del 35% se practique sobre la utilidad antes de pagar dividendos. Así las cosas, el saldo de tesorería derivado de la utilidad después de dividendos e impuestos será de \$ 550.000.**
- **Al mismo tiempo, supongamos otra empresa con idéntica utilidad antes de impuestos, pero que se encuentra endeudada.**

- En esa otra empresa, de los \$ 1.000.000 antes de impuesto, deberán destinarse \$ 100.000 al pago de los intereses de la deuda.
- Al momento de tributar el impuesto a las ganancias, la base sobre la que se aplicará la tasa del 35% serán \$ 900.000, ya que los \$ 100.000 de intereses pueden deducirse de la ganancia antes de impuestos. Es así que el impuesto a pagar será de \$ 315.000 en lugar de los \$ 350.000 que pagaría en caso de no estar endeudada.
- Así las cosas, el saldo de tesorería derivado de la utilidad después de intereses e impuestos será de \$ 585.000, en lugar de los \$ 550.000 que le quedarían si no se hubiera endeudado.

Lo mencionado explica que para aprovechar las ventajas impositivas del endeudamiento no es necesario que la empresa coloque títulos de deuda en los mercados de capitales, por más que gran parte de la bibliografía en la materia al tratar este tema lo haga utilizando ejemplos que suponen la existencia de títulos accionarios y de deuda emitidos por la firma para su cotización en mercados públicos.

b) Particularidades del sistema tributario argentino que relativizan las ventajas impositivas del endeudamiento:

Lo tratado en el apartado anterior puede dar a entender que las ventajas impositivas del endeudamiento analizadas para sistemas tributarios extranjeros también son aprovechables en Argentina.

Dicha conclusión no es incorrecta, pero de todos modos resulta necesario analizar ciertas prescripciones de la legislación nacional en la materia que si bien no invalidan las ventajas mencionadas, generan consecuencias que restringen notoriamente las posibilidades de tomar deuda con el fin único de aprovechar beneficios impositivos.

Entre tales prescripciones, merecen destacarse las siguientes:

1) Impuesto a la Ganancia Mínima Presunta:

El mencionado tributo grava una serie de activos de las empresas al 1% de su valor, y debe ser afrontado por la firma en caso de que el importe resultante de aplicar esa tasa del 1% resulte mayor al Impuesto a las Ganancias calculado. De esta manera, los ahorros en el Impuesto a las Ganancias que se logren con los intereses de la deuda

podrían verse neutralizados total o parcialmente si la utilidad impositiva determinada da lugar a un impuesto de cuantía inferior a la del Impuesto a la Ganancia Mínima Presunta.

Cabe aclarar que el excedente producido en un determinado período fiscal, entre el importe pagado por este tributo y el Impuesto a las Ganancias, podrá ser considerado como pago a cuenta de este último dentro de los próximos diez años si en algún momento resultara superior al 1% del valor de los activos computables para Mínima Presunta, pero al menos en el corto plazo, la situación expuesta atenúa significativamente las ventajas del endeudamiento como factor que contribuye al ahorro de impuestos.

2) Efecto de los honorarios asignados al directorio:

La ley de Impuesto a las Ganancias admite que los honorarios asignados a los directores de la firma pueden deducirse de la ganancia antes de impuestos hasta el tope del 25% de dicha utilidad.

En el caso de las sociedades “cerradas”, suele ocurrir que la figura de los accionistas coincida con la de los directores, por lo tanto éstos podrán fácilmente evitar la imposibilidad de deducir los dividendos cambiando los mismos por honorarios, lo que implicaría que en determinadas circunstancias (sobre todo por el tope del 25% de la utilidad antes de impuestos), un mero cambio de nombre que se le da al acto por la cual la empresa le gira fondos a sus propietarios tiene idénticos efectos que el pago de intereses de la deuda. De esta manera, un empresario renuente a tomar deuda podría aprovechar las mismas ventajas del endeudamiento financiero sin necesidad de endeudarse, sino simplemente distribuyendo como honorarios al directorio las utilidades obtenidas.

3) Sueldos asignados a los directores:

Situación muy similar a la del punto anterior, salvo que en lugar de reemplazar los dividendos por honorarios, los directores/accionistas pueden hacerlo por un sueldo fijado en retribución a la relación de dependencia existente. En este caso, tanto el sueldo que se fijan los accionistas, así como sus cargas sociales, son deducibles de la utilidad lograda, incluso sin el límite del 25% que rige para los honorarios.

La mencionada constituye entonces otra forma de aprovechar ahorros impositivos sin necesidad de endeudarse.

Para los casos expuestos en los puntos 2) y 3), resulta necesario mencionar que esto es mucho más factible de lograr en sociedades donde la tenencia accionaria está fuertemente concentrada en los directores, dado que de lo contrario sería sumamente difícil que los accionistas que no forman parte de la dirección acepten sacrificar sus dividendos a cambio de honorarios y sueldos asignados al directorio.

APÉNDICE: TOPE AL CRECIMIENTO AUTOSOSTENIDO

En el capítulo 1 se mencionaba que una de las ventajas que brindaba el endeudamiento era que permitía superar las limitantes al crecimiento con fondos propios.

Al respecto, se expresaba que si la empresa se financiara únicamente con recursos propios, podría crecer solamente hasta el punto en que se lo permite su capacidad de generación de efectivo, independientemente de la preferencia de sus administradores por los fondos propios.

Incluso tomando medidas extremas como no pagar dividendos y reducir drásticamente las erogaciones, el “poder de fuego” que brindan los recursos propios siempre será limitado, y justamente lo que deben evaluar los directivos de la compañía es si sus objetivos de crecimiento están por encima de la capacidad de la empresa para generar por sí misma el efectivo que el cumplimiento de de tales objetivos requiere.

Una manera relativamente simple de determinar la capacidad de crecimiento de la firma financiándose sólo con fondos propios surge del modelo formulado por el profesor Robert Higgins, más conocido como el “Modelo de Crecimiento Autosostenido de Higgins”.

En efecto, conociendo algunas variables fundamentales de la firma se puede inferir la tasa de crecimiento máxima que tendrá que fijarse la compañía sin verse obligada a recurrir a otras fuentes de fondeo que no desea utilizar.

De esta manera, contando con el valor que adquieren los siguientes términos:

GN: Ganancia Neta actual

m: Margen sobre ventas

s: Ventas del ejercicio actual

b: Tasa de distribución de utilidades

g: Tasa de crecimiento en las ventas

D: Deuda financiera total de la compañía

E: Fondos propios totales de la compañía

D/E: Relación deuda sobre fondos propios

A: Activos totales de la compañía

S/A: Ventas totales sobre activos totales (índice de rotación de los activos de la compañía)

A/E: Relación activos totales sobre fondos propios.

Conocidos los valores de estas variables, y en función de la necesidad de determinar el máximo crecimiento posible con fondos propios, el modelo expone la siguiente secuencia de razonamiento:

- 1) La ganancia neta esperada puede expresarse como: $GN = m.s (1+g)$
- 2) La parte de esa ganancia neta que permanecerá en el patrimonio de la empresa se expresa como:
 $m.s (1+g) (1-b)$.
- 3) Si la empresa no desea aumentar su índice de endeudamiento, entonces la relación D/E permanecerá constante.
- 4) Por lo expresado en 3), también permanecerá constante la relación A/E
- 5) Si la relación S/A se mantiene constante, la necesidad de incrementar las ventas en gS , será equivalente a la de incrementar los activos en gA

Formulados estos razonamientos, por despeje se obtiene:

$$g = \frac{m(1-b)A/E}{A/S - m(1-b)A/E}$$

Lo cual significa que g es la mayor tasa de crecimiento posible en las ventas en caso de que la empresa no desee modificar ninguna de las variables en juego.

Cabe aclarar que este modelo en realidad permite establecer la tasa máxima de crecimiento de las ventas sin que se altere la relación deseada fondos propios versus otras modalidades de financiamiento. Es decir, se puede aplicar a cualquier estructura de capital que se pretenda mantener como objetivo, y justamente, por estar concebido para la generalidad de las estructuras, entonces también es válido para el caso en que la empresa pretenda financiarse exclusivamente con fondos propios.

De esta manera, todo intento de crecer por encima de la tasa g necesariamente deberá ser acompañado de un incremento en los niveles de endeudamiento, ó en su defecto deberá recurrirse a medidas tendientes a modificar aquellas variables que en principio se definieron como constantes (ej: b ; S/A ; etc.), lo que implicará sacrificar distribución de utilidades y/o mejorar los niveles de rendimiento de los activos, aunque como se desprende de la ecuación resultante del modelo, incluso recurriendo a estas últimas acciones, el crecimiento financiado exclusivamente con fondos propios necesariamente llegará a una tasa límite que no podrá ser superada.

PARTE 2:

**ANÁLISIS DE PRÁCTICAS DE ENDEUDAMIENTO: SUS EFECTOS Y LA
VINCULACIÓN DE LOS MISMOS CON EL ENTORNO ECONÓMICO
FINANCIERO**

CAPÍTULO 4: MUESTRA RELEVADA E INDICADORES SELECCIONADOS

De acuerdo a lo expresado en la etapa introductoria, el presente tramo de la tesis consiste en el análisis de diferentes variables e indicadores, tendientes a determinar fundamentalmente si la magnitud y modalidades del endeudamiento contraído por las principales empresas argentinas influyen significativamente en su desempeño.

En lo que respecta al relevamiento de las memorias y estados contables de las empresas que conforman el panel Merval 25, se analizaron las cifras correspondientes al período transcurrido entre los años 2006 a 2011, de las siguientes firmas:

- Alpargatas S.A.: Dedicada principalmente a la fabricación de calzados, confección de indumentaria, tinturería industrial, tejeduría e hilandería.
- Aluar S.A.: Dedicada principalmente a la industrialización de aluminio primario
- Celulosa Argentina S.A.: Dedicada principalmente a la fabricación de papel
- Sociedad Comercial del Plata S.A.: Dedicada principalmente a la inversión en valores mobiliarios.
- Cresud S.A.: Dedicada principalmente a la actividad agropecuaria e inmobiliaria.
- Solvay Indupa S.A.I.C.: Dedicada principalmente a la actividad electroquímica y petroquímica.
- HOLCIM Argentina S.A. (ex Juan Minetti): Dedicada principalmente a la fabricación de cemento Portland.
- Ledesma S.A.A.I.: Dedicada principalmente a la producción de azúcar, destilado de alcohol, fábrica de papel y cuadernos, producción de frutas, jugos y jarabes edulcorantes así como a la explotación de negocios agropecuarios.
- Mirgor S.A.: Dedicada principalmente a la manufactura de acondicionadores de aire para rodados.

- Molinos Río de la Plata S.A.: Dedicada principalmente a la explotación de molinos harineros, fabricación de aceites vegetales y comercialización de productos alimenticios.
- Pampa Energía S.A.: Dedicada principalmente al negocio de generación, transporte y distribución de energía eléctrica, incursionando además en la exploración petrolera.
- Petrobras Argentina S.A.: Dedicada principalmente al estudio y explotación de pozos hidrocarburíferos, desarrollo de actividades mineras, industrialización, transporte y comercialización de hidrocarburos y derivados, generación y transmisión de energía eléctrica.
- Siderar S.A.: Dedicada principalmente a la promoción, construcción, y explotación de plantas siderúrgicas, así como a la elaboración y comercialización de acero, hierro, materias primas y productos siderúrgicos.
- Telecom Argentina S.A.: Dedicada principalmente a la prestación de servicios de telecomunicaciones.
- Tenaris : Dedicada principalmente a la fabricación y comercialización de tubos con y sin costura para la industria petrolera y gasífera.

En relación a las empresas objeto de análisis, cabe recordar que se dejaban fuera de la muestra a las entidades financieras que cotizan sus acciones en el mencionado panel.

Asimismo, existen casos en que las compañías enumeradas en el listado precedente controlan a otras que también forman parte del Merval 25, por tal motivo, algunas firmas de ese panel bursátil no se relevarán en forma individual, dado que serán consideradas en conjunto con sus controlantes al momento de analizar los estados contables consolidados de estas últimas.

De esta manera, nos encontramos con los casos de las siguientes empresas:

- Edenor S.A.: Controlada por Pampa Energía S.A.
- Irsa S.A.: Controlada por Cresud S.A.
- Transportadora de Gas del Sur S.A.: Controlada por Petrobras Argentina S.A.
- Transener S.A.: Controlada por Pampa Energía S.A.

Por otro lado, un caso especial lo plantea Petroleo Brasileiro S.A. (Petrobras), firma integrante del panel Merval 25, pero que no se analiza debido a que su centro de decisión está en Brasil y no desarrolla actividades en Argentina sino a través de su controlada Petrobras Argentina S.A., siendo por tal motivo esta última la que se releva en la presente parte del trabajo.

En lo que respecta a los indicadores de desempeño, si bien son numerosos los que se pueden obtener al realizar un análisis pormenorizado de estados contables, a los fines del presente trabajo se entendió que el de mayor utilidad es el que mide la rentabilidad sobre los activos promedios.

Dicho índice se obtiene de dividir el resultado del ejercicio antes de Amortizaciones, Intereses e Impuesto a las Ganancias por el promedio de la sumatoria de los activos al inicio y el cierre de cada ejercicio, lo que quedaría resumido en la siguiente expresión:

$$\text{Rentabilidad s/ Activos} = \text{BAAIL}^{(1)} / (\text{Ai} + \text{Ac}) \times 0,5$$

En donde:

- **BAAIL**: Ganancia (o pérdida, según el caso) antes de Amortizaciones, Intereses e Impuesto a las Ganancias.
- **Ai**: Total del Activo al inicio del ejercicio
- **Ac**: Total del Activo al cierre del ejercicio

(1) En el caso de empresas que consolidan estados contables con sus controladas, el BAAIL es previo a la corrección que se practica por la participación minoritaria de terceros en el resultado del ejercicio.

La elección de este índice se debió a que el mismo permite sintetizar el grado de rendimiento de los recursos con que cuenta cada firma sin que a priori se vea

influenciado por el impacto impositivo de la estructura de financiamiento adoptada por las empresas.

Asimismo, para complementar al indicador precedente y poder determinar los niveles de endeudamiento de las distintas compañías relevadas, lo que se hace es medir la incidencia de la deuda sobre el total de los activos, recordando lo que se mencionó respecto de que a los fines de esta tesis se entiende por deuda a los pasivos financieros, tanto de largo como de corto plazo.

CAPÍTULO 5: ANÁLISIS DE VÍNCULOS ENTRE DEUDA Y DESEMPEÑO CORPORATIVO

En base a los indicadores elaborados a partir de las cifras expuestas en los balances anuales de las compañías relevadas, se arriba al siguiente cuadro, en el cual los valores resaltados en verde muestran tanto a la firma más rentable como a la menos endeudada de cada año, mientras que los presentados en rojo indican a la menos rentable y/o a la más endeudada de cada período.

CUADRO 1 – ANÁLISIS RELACIÓN ENDEUDAMIENTO/RENTABILIDAD ¹						
EMPRESA/INDICADOR	2006	2007	2008	2009	2010	2011
ALPARGATAS						
Rentabilidad s/ activos	0,4708	0,3014	0,0837	0,0600	0,0986	0,0687
Deuda financiera s/ activos	-	-	-	-	0,0052	0,0052
ALUAR						
Rentabilidad s/ activos	0,3899	0,3479	0,2882	0,0589	0,1830	0,2313
Deuda financiera s/ activos	0,2506	0,3910	0,3913	0,4490	0,2020	0,1380
CELULOSA						
Rentabilidad s/ activos	0,1355	0,1323	0,1119	-0,0224	0,1050	0,1292
Deuda financiera s/ activos	0,2510	0,2513	0,2600	0,5172	0,4360	0,3969
COMERCIAL DEL PLATA						
Rentabilidad s/ activos	-0,3914	0,0415	-0,1434	-0,0495	-0,0310	-0,4685
Deuda financiera s/ activos	0,0716	0,0054	0,0035	0,0027	0,0793	0,0691
CRESUD						
Rentabilidad s/ activos	0,0690	0,0763	0,0340	0,0973	0,1374	0,1020
Deuda financiera s/ activos	0,1890	0,1376	0,0945	0,2349	0,2798	0,3496
INDUPA						
Rentabilidad s/ activos	0,2422	0,2421	0,1598	0,0271	0,0728	0,0875
Deuda financiera s/ activos	0,0935	0,1524	0,2141	0,2790	0,2778	0,2971
HOLCIM						
Rentabilidad s/ activos	0,1512	0,1079	0,0908	0,1566	0,1789	0,1921
Deuda financiera s/ activos	0,1244	0,0966	0,1187	0,1124	0,0662	0,0234

Fuente: Elaboración propia en base a los balances de las firmas, disponibles en el sitio web de la Comisión Nacional de Valores (www.cnv.gob.ar)

¹ En los casos de Alpargatas y Comercial del Plata se trata de firmas que estaban concursadas (de hecho, Comercial del Plata todavía hoy lo está), por ende, si bien muestran un bajo nivel de endeudamiento, debe tenerse en cuenta que muy probablemente ello no obedezca tanto a una decisión de sus directivos como a las limitaciones que las compañías sujetas a concurso preventivo tienen para acceder a los mercados de crédito. Por constituir estas empresas casos especiales, en aquellos años que resultan ser las menos endeudadas y/o las más/menos rentables, si bien se las destaca con los colores verde o rojo (según corresponda), también se selecciona a la inmediatamente posterior de la lista.

CUADRO 1 – ANÁLISIS RELACIÓN ENDEUDAMIENTO/RENTABILIDAD (Cont.)						
LEDESMA						
Rentabilidad s/ activos	0,1727	0,1663	0,1670	0,1365	0,1904	0,2035
Deuda financiera s/ activos	0,0715	0,0780	0,1227	0,1769	0,1475	0,2199
MIRGOR						
Rentabilidad s/ activos	0,1974	0,1848	0,1194	0,0526	0,0886	0,1325
Deuda financiera s/ activos	0,0889	0,0867	0,2618	0,1805	0,1850	0,1749
MOLINOS						
Rentabilidad s/ activos	0,1022	0,1815	0,1438	0,1496	0,1660	0,1078
Deuda financiera s/ activos	0,4445	0,4135	0,4125	0,4175	0,4471	0,5300
PAMPA						
Rentabilidad s/ activos	-	-	0,0915	0,1093	0,0594	0,1078
Deuda financiera s/ activos			0,2405	0,2213	0,2555	0,5300
PETROBRAS						
Rentabilidad s/ activos	0,1891	0,1504	0,1426	0,1610	0,1135	0,1112
Deuda financiera s/ activos	0,3593	0,3436	0,3284	0,3075	0,2435	0,1801
SIDERAR						
Rentabilidad s/ activos	0,2703	0,2466	0,2903	0,0859	0,2380	0,1555
Deuda financiera s/ activos	0,1831	0,0738	0,0924	0,0172	0,0015	0,1551
TELECOM						
Rentabilidad s/ activos	0,2458	0,3206	0,3223	0,3451	0,3807	0,4015
Deuda financiera s/ activos	0,4702	0,3487	0,2117	0,0772	0,0136	0,0090
TENARIS						
Rentabilidad s/ activos	0,5128	0,2626	0,2369	0,1660	0,1479	0,1906
Deuda financiera s/ activos	0,2899	0,2637	0,1971	0,1073	0,0866	0,0626

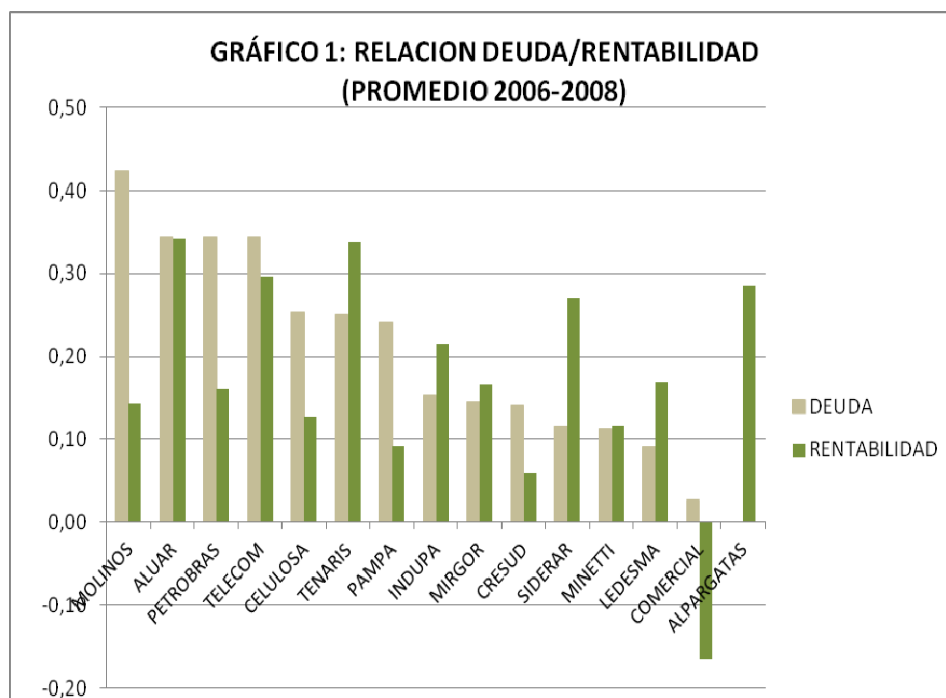
Fuente: Elaboración propia en base a los balances de las firmas, disponibles en el sitio web de la Comisión Nacional de Valores (www.cnv.gob.ar)

Asumiendo desde ya la limitante de que en general se trabajó con empresas que pertenecen a distintas industrias, en lo que refiere al vínculo entre niveles de endeudamiento y rentabilidad de las firmas pueden subrayarse los siguientes hechos:

5.1: VALORES PREVIOS A LA CRISIS INTERNACIONAL

Desde el año 2006 y hasta el 2008, no parece existir un claro vínculo entre estas dos variables. Como ejemplo de lo mencionado, puede observarse que en dicho lapso de tiempo se da el caso de firmas como Aluar y Telecom, que se encuentran entre las siete más endeudadas de la muestra y al mismo tiempo conforman el grupo de las siete compañías más rentables, coexistiendo con empresas como Molinos y Celulosa, que también forman parte de las siete más endeudadas, pero figuran entre las ocho menos rentables del panel.

El siguiente gráfico permite visualizar con mayor claridad lo expresado:



Fuente: Elaboración propia en base a los balances de las firmas, disponibles en el sitio web de la Comisión Nacional de Valores (www.cnv.gob.ar)

Tal como se desprende del título de la presente sección, durante el período bajo análisis la economía argentina y mundial se encontraban en crecimiento, al menos hasta el primer semestre del año 2008, si bien a fines del 2007 comenzaban a surgir las primeras dificultades concretas en los mercados financieros internacionales, las cuales terminaron haciendo eclosión en septiembre de 2008.

5.2: VALORES DURANTE LA CRISIS INTERNACIONAL

En el año 2009, tomado como punto de quiebre ya que se trata del período en el que mayor impacto tuvo la crisis económica mundial desatada en el último cuatrimestre de 2008, puede apreciarse que si bien sigue siendo difícil establecer un vínculo inequívoco entre índices de endeudamiento y rentabilidad, ya surgen evidencias importantes de complicaciones significativas sufridas por aquellas empresas que estando altamente endeudadas vieron caer ostensiblemente sus niveles de actividad.

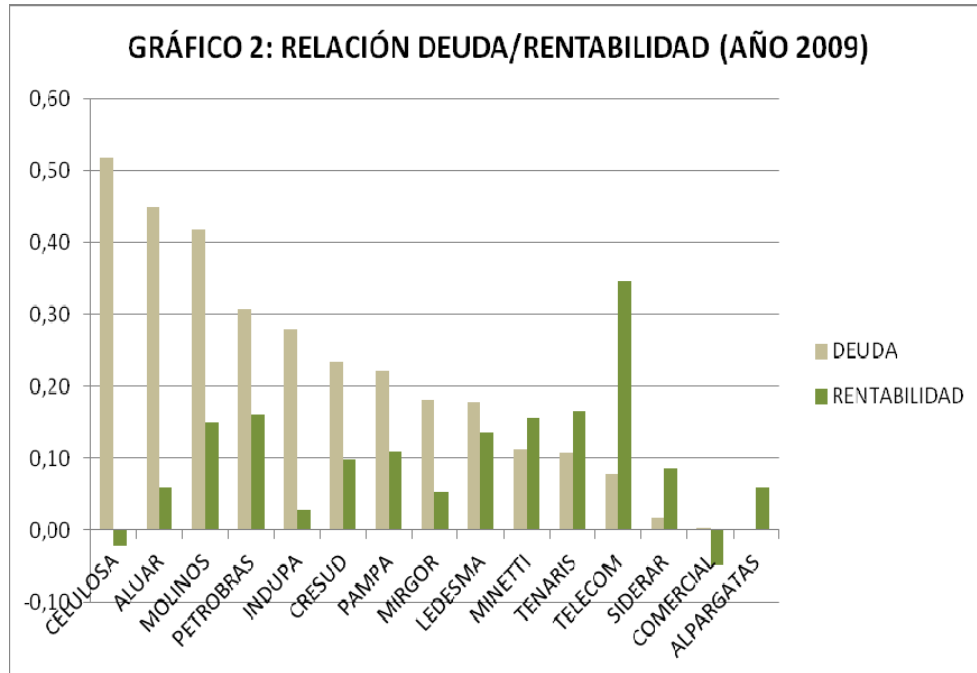
Al respecto, son notorios los casos de Aluar y Celulosa, firmas que en ese año resultan ser las dos más endeudadas de la muestra y ven disminuir drásticamente su rentabilidad.

En efecto, Aluar tiene la particularidad de ser una de las cinco empresas menos rentables del 2009, cuando en el trienio 2006/2008 era la empresa más rentable de la muestra, mientras que Celulosa pasa a ser la única compañía del panel con rentabilidad negativa junto con Comercial del Plata.

Recordemos que ya en el período 2006/2008 ambas firmas se encontraban entre las más endeudadas, con desempeños disímiles en cuanto a rentabilidad.

En este sentido, a la hora de considerar a las menos rentables se segrega a Comercial del Plata, dado que la lectura de sus estados contables permite inferir con fundados argumentos que sus problemas de rentabilidad derivan de decisiones estratégicas tomadas en la década del '90, con lo que cualquier análisis que se pretenda realizar para esta firma necesariamente excede al período relevado en la presente tesis.

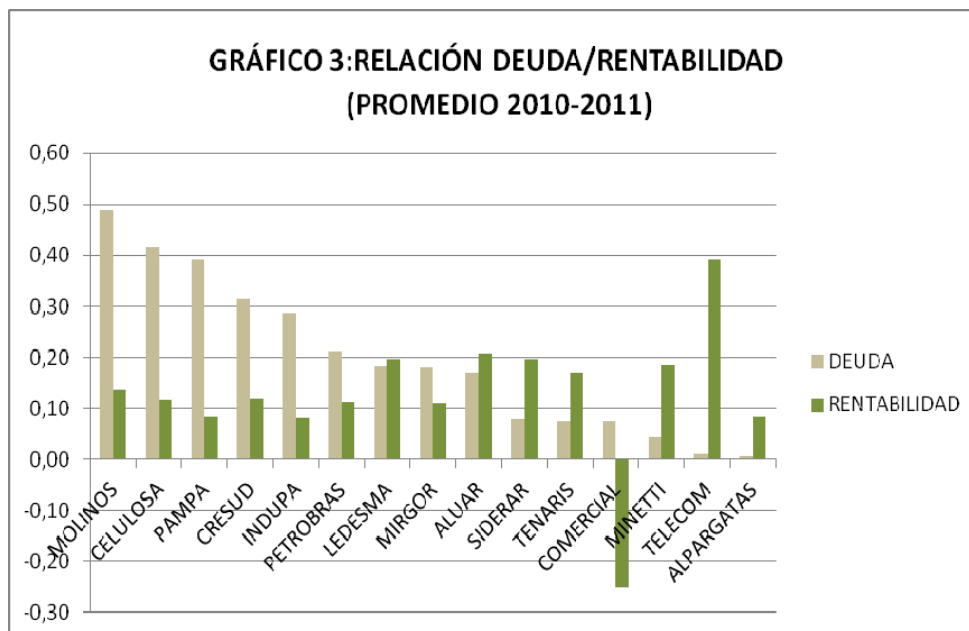
El siguiente gráfico expone la situación aquí analizada, en la cual se nota cómo cae la rentabilidad de Aluar y Celulosa, mientras que otras firmas no ven variar significativamente dicho indicador pese a estar también altamente endeudadas (caso Molinos):



Fuente: Elaboración propia en base a los balances de las firmas, disponibles en el sitio web de la Comisión Nacional de Valores (www.cnv.gob.ar)

5.3: VALORES POSTERIORES A LA CRISIS

En los años 2010 y 2011 se detecta un claro vínculo entre niveles de endeudamiento y rentabilidad, pudiendo afirmarse que en general las firmas menos endeudadas tienden a ser más rentables que aquellas con mayor deuda, tal como se aprecia en el siguiente gráfico:



Fuente: Elaboración propia en base a los balances de las firmas, disponibles en el sitio web de la Comisión Nacional de Valores (www.cnv.gob.ar)

Pese a esta relación, en principio bastante sólida, entre niveles de endeudamiento y rentabilidad que se aprecia a partir de 2010, podría resultar apresurado hacer de dicho vínculo una regla general.

Al respecto, debe tenerse en cuenta que está muy cercana en el tiempo la crisis de 2008/2009, y por tal motivo bajos niveles de rentabilidad podrían deberse a que ciertos mercados en los que operan las empresas relevadas no terminaron de absorber por completo los efectos de la recesión sufrida.

Tal situación es mencionada en las memorias de algunas de las firmas relevadas, en el sentido de que las industrias en las que operan vieron caer en forma generalizada sus niveles de rentabilidad, independientemente de la estructura de capital adoptada por las empresas miembros.

5.4: CASOS TESTIGO

Una vez relevados los desempeños corporativos a lo largo del período de tiempo mencionado, y en función de los resultados obtenidos, resulta necesario indagar con mayor profundidad acerca de las causas por las cuales, a la hora de explicar niveles de rentabilidad empresarial, el endeudamiento pasa de ser una variable casi irrelevante a constituirse en un factor que pareciera tener gran preponderancia.

A tales efectos, una buena base de análisis puede brindarla el estudio de dos empresas emblemáticas en lo que refiere a diferencias de desempeño partiendo de estructuras de capital similares al inicio del período considerado, como es el caso de Aluar y Celulosa.

Más allá de tratarse de firmas que pertenecen a rubros diferentes, resulta un hecho destacable que ambas empresas estando fuertemente endeudadas son las que más vieron afectada su rentabilidad durante la crisis de 2008/2009, aunque cabe aclarar que una de ellas sufrió el impacto de manera mucho más drástica, ya que en el caso de Celulosa su rentabilidad fue lisa y llanamente negativa, y los niveles de endeudamiento superaron el 50% del valor de sus activos, mientras que en el caso de Aluar su rentabilidad se redujo notoriamente pero continuó siendo positiva (pasó del 28,82% en 2008 al 5,89% en 2009).

Y es en este punto donde resulta de utilidad analizar si ambas compañías encararon estrategias similares ó diferentes de endeudamiento, de manera tal que si se detecta que los procesos de toma de deuda fueron significativamente disímiles, se pueda inferir la existencia de pautas de conducta que resulten recomendables para una empresa que decide endeudarse.

De esta manera, efectuando un análisis comparado entre ambas empresas, pueden detectarse las siguientes características del endeudamiento tomado por una y otra:

CUADRO 2 – COMPARATIVO POLÍTICAS DE ENDEUDAMIENTO	
ALUAR	CELULOSA
<p>1. <u>Destino principal de los fondos recibidos en préstamo:</u> Ampliación de la capacidad productiva de la planta de Puerto Madryn. Lo mencionado surge tanto de lo expuesto en la memoria de la firma durante los años bajo análisis como de la relación Incremento Deuda/Incremento stock de planta y equipo. También resultan de relevancia las sumas recibidas a modo de prefinanciación de exportaciones, que en algunos períodos representaron más del 25% de la deuda total.</p>	<p>1. <u>Destino principal de los fondos recibidos en préstamo:</u> Fundamentalmente se volcaron a un proyecto de reestructuración societaria y de refinanciación de pasivos (U\$S 70 millones). Otra parte significativa (U\$S 45 Millones) consistió en facilidades crediticias para aplicar a diversos fines, dentro de los cuales se encuentra la adquisición de activos foresto industriales. Por último, hasta el 2009, alrededor de un 15% promedio de la deuda consistía en prefinanciación de exportaciones.</p>
<p>2. <u>Fuente de obtención de los fondos recibidos en préstamo:</u> Principalmente a través de bonos emitidos en 2006 por U\$S 300 millones, pagadero a 5 años y de préstamos otorgados por Agencias de Crédito de Exportación europeas (U\$S 270 millones).</p>	<p>2. <u>Fuente de obtención de los fondos recibidos en préstamo:</u> Principalmente bancos internacionales (más de U\$S 110 millones al 31/05/2008), aunque también hubo préstamos importantes del Banco Nación (U\$S 13,5 millones), así como deuda lanzada al mercado de capitales a través de Obligaciones Negociables</p>
<p>3. <u>Moneda en la que fueron tomados los préstamos:</u> A lo largo de todo el período bajo análisis, más del 90% del monto de la deuda financiera total estaba contraído en Dólares.</p>	<p>3. <u>Moneda en la que fueron tomados los préstamos:</u> Durante el tramo 2006/2008, el saldo de la deuda contraída en moneda extranjera rondaba el 88% del total de la deuda financiera, mientras que para el período 2009/2011 representaba alrededor del 96% del pasivo financiero total.</p>

CUADRO 2 – COMPARATIVO POLÍTICAS DE ENDEUDAMIENTO (Cont.)	
ALUAR	CELULOSA
<p>4. Tasa de Interés:</p> <p>Los estados contables no hacen una exposición detallada del tipo de tasa aplicable a cada préstamo en particular, pero en sus notas de apertura de plazos y tasas de interés de activos y pasivos en general, expresan que, para el período 2006/2008, en promedio el 37% del saldo de las deudas devengaba intereses a tasa variable, pasando de un piso del 55% en 2006 a un piso del 25% en 2008. Mientras tanto, para el período 2009/2011, en promedio el 32% del saldo de las deudas devengaba intereses a tasa variable, pasando de un piso del 26% en 2009 a un máximo del 41% en 2011.</p>	<p>4. Tasa de Interés:</p> <p>Los estados contables no lo explicitan en el período 2006/2008, aunque el balance de 2009 menciona que U\$S 90 millones correspondientes a préstamos tomados en 2008 devengan intereses según variación de la tasa LIBOR + margen predeterminado.</p> <p>Los estados contables del período 2009/2011 no hacen una exposición detallada del tipo de tasa aplicable a cada préstamo en particular, pero en sus notas de apertura de plazos y tasas de interés de activos y pasivos en general, expresan que, para dicho período, en promedio el 66% del saldo de las deudas devengaba intereses a una tasa variable.</p>
<p>5. Plazo promedio de devolución de los préstamos:</p> <p>Los estados contables no exponen una apertura que detalle en meses y años la caída de los servicios de la deuda tomada, de todos modos, en términos generales puede verificarse que, para el período 2006/2008, en promedio el 41,39% del saldo de la deuda financiera debía cancelarse antes del año, pasando de un pico del 66,51% en 2006 a guarismos en torno al 29% en 2007/2008. Mientras tanto, para el período 2009/2011, en promedio el 36% del saldo de la deuda financiera debía cancelarse antes del año, no habiendo diferencias significativas en cada ejercicio.</p> <p>Al respecto, resulta importante mencionar que gran parte de la incidencia en los préstamos a corto plazo la tenían las prefinanciaciones de exportaciones, ya que en general el 100% de los fondos recibidos por las mismas debía restituirse antes del año.</p>	<p>5. Plazo promedio de devolución de los préstamos:</p> <p>Los estados contables no exponen una apertura que detalle en meses y años la caída de los servicios de la deuda tomada, de todos modos, en términos generales puede verificarse que, para el período 2006/2008, en promedio el 49% del saldo de la deuda financiera debía cancelarse antes del año, media que desciende al 43% durante el tramo 2008/2009, siendo relevante aclarar que para 2011 el 49% del saldo de los pasivos financieros era de cancelación a corto plazo (antes del año.), aunque influido en gran medida por el efecto de las prefinanciaciones, donde el 100% debe cancelarse antes del año, y el saldo adeudado por este concepto representa más del 11% del pasivo financiero total.</p>

CUADRO 2 – COMPARATIVO POLÍTICAS DE ENDEUDAMIENTO (Cont.)	
ALUAR	CELULOSA
<p>6. <u>Garantías otorgadas para el cumplimiento de los compromisos asumidos:</u> Los bonos fueron garantizados con otros títulos calificación AAA entregados por accionistas vinculados. El préstamo de las agencias de crédito implicó admitir restricciones a la distribución de dividendos (más fuertes mientras la obra de ampliación estaba en curso) y a los niveles totales de endeudamiento</p>	<p>6. <u>Garantías otorgadas para el cumplimiento de los compromisos asumidos:</u> Los préstamos de bancos europeos otorgados para reestructuración societaria y de pasivos, así como para adquirir activos foresto industriales se garantizaron con derechos reales sobre acciones, inmuebles y maquinarias de la firma.. Asimismo, en el caso de los préstamos tomados de bancos europeos, la empresa se obligaba a mantener el valor de diversos indicadores financieros dentro de ciertos márgenes, caso contrario, se prohibía el pago de dividendos y se encarecería en un 0,5% anual la tasa de interés de los préstamos.</p> <p>Las prefinanciaciones de exportaciones fueron otorgadas por bancos extranjeros, y las condiciones de otorgamiento impedían declarar o pagar dividendos en caso de incumplimiento y desvío de índices específicos.</p>
<p>7. <u>Utilización de instrumentos financieros de cobertura de deuda:</u> SWAP de tasa de interés sobre alrededor del 56% de deuda con Agencias de Crédito de Exportación tomada en 1999.</p>	<p>7. <u>Utilización de instrumentos financieros de cobertura:</u> No es política de la empresa operar con estos instrumentos.</p>
<p>8. <u>Principales evidencias de complicaciones vinculadas con el endeudamiento:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Las diferencias de cambio generadas por los pasivos financieros superan largamente el monto de la pérdida total antes de impuestos y participación minoritaria de terceros. Tales diferencias rondaron los \$ 695 millones en 2008/2009. • Asimismo, la emisión de ON pagaderas recién un año después, con el objeto de cancelar pasivos financieros, podría dar la pauta de ciertos inconvenientes para el cumplimiento de compromisos, aunque también podría responder a una preferencia por el efectivo en tiempos de crisis (las ON se emitieron en junio de 2009), o a la posibilidad de refinanciar pasivos en condiciones más ventajosas. 	<p>8. <u>Principales evidencias de complicaciones vinculadas con el endeudamiento:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • En el período 2008/2009 aumenta 15 veces la pérdida derivada de la diferencia de cambio producida por pasivos en moneda extranjera, la cual pasó de \$ 9 millones en 2007/2008 a \$ 143,5 millones en el ejercicio siguiente. • La diferencia de cambio mencionada en el punto anterior, junto con el cargo por intereses de los préstamos convierten en negativo el resultado del ejercicio antes de impuestos. • Se incumplen las metas comprometidas en cuanto a valores de indicadores financieros, lo cual hace pasible a la empresa de incremento en la tasa de interés de sus préstamos, e incluso pudiendo acarrear el aceleramiento de los plazos originalmente estipulados. • Se paralizan inversiones en curso

CUADRO 2 – COMPARATIVO POLÍTICAS DE ENDEUDAMIENTO (Cont.)	
ALUAR	CELULOSA
<p>9. <u>Medidas encaradas para revertir el impacto de las complicaciones financieras:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • En el período 2008/2009 se decidió no distribuir dividendos, pese a que los compromisos asumidos con los acreedores financieros otorgaban cierto margen para pagarlos. • En septiembre de 2009 la asamblea accionaria aprobó una emisión de acciones por \$ 1.200 millones, a los fines de reducir el endeudamiento y darle mayor preponderancia a los fondos propios como medio de financiamiento del plan de inversiones en planta y equipo. De esa emisión accionaria \$ 425 millones se destinaron a capital nominal y \$ 775 millones a prima de emisión. • En los hechos, con posterioridad a la crisis se verifica una notoria reducción de los niveles de endeudamiento (pasa del 44,90% de los activos en 2009 al 20,20% en 2010). 	<p>9. <u>Medidas encaradas para revertir el impacto de las complicaciones financieras:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Se paralizaron inversiones durante algunos meses (algo mencionado también como complicación en el punto anterior) • No distribuyeron dividendos en el período 2008/2009. • Se obtuvo de los acreedores extranjeros una postergación de los plazos de servicios de deuda, a los fines de lograr recomponer capital de trabajo. • Amparados en el contexto de la crisis financiera internacional, obtuvieron dispensa para cumplir con ciertos ratios de endeudamiento que habían asumido mantener. • Como contrapartida, los bancos acreedores prohibieron las capitalizaciones de deudas con accionistas y el pago de dividendos. Además, pese a postergarse las cuotas de pagos de servicios de deuda, en términos generales se adelanta 18 meses la cancelación del préstamo de U\$S 20 millones.

Del cuadro comparativo anterior pueden destacarse las siguientes diferencias y similitudes entre los procesos de endeudamiento encarados por ambas compañías:

Diferencias:

- o El endeudamiento de Aluar fue eminentemente volcado a actividades vinculadas con el proceso productivo, ya sea a través de inversiones en ampliación de la capacidad de planta o en aumentos del capital de trabajo vía prefinanciamientos de exportaciones.

En el caso de Celulosa, si bien no es despreciable la cantidad de deuda tomada para financiar inversiones productivas y capital de trabajo, resulta muy superior el pasivo contraído con otros fines, ya que en 2009 se endeudó por U\$S 90 millones para financiar la puesta en práctica de diferentes decisiones administrativas tendientes a conformar un importante conglomerado foresto

industrial. La referida toma de deuda prácticamente implicó duplicar el pasivo financiero respecto del año anterior.

- Aluar utilizó instrumentos de cobertura tendientes a mitigar el riesgo de modificaciones en la tasa de interés variable.
- Durante la crisis de 2008/2009, Aluar pudo continuar con su plan de inversiones gracias a una exitosa emisión de acciones que le permitió fondearlo, mientras que Celulosa debió interrumpirlo temporalmente (algo mencionado en su memoria del ejercicio 2008/2009).

Similitudes:

- Más del 80% de la deuda fue tomado en Dólares.
- Por lo antedicho, ante variaciones en el tipo de cambio operadas en 2009, las dos firmas sufrieron fuertes quebrantos derivados de la apreciación de su deuda en Dólares (\$ 695 millones Aluar y \$ 143,5 millones Celulosa).
- En 2009, la combinación de intereses y diferencias de cambio terminó repercutiendo en un resultado contable negativo antes de impuestos. Este fenómeno fue más marcado en Celulosa.
- Proporciones significativas de los compromisos fueron asumidos a tasa variable.
- Las compañías poseían importantes activos de diversa índole para ser ofrecidos en garantía.
- Ambas firmas adoptaron la medida de sacrificar dividendos con el objeto de atenuar el efecto de turbulencias financieras importantes.

Al evaluar las diferencias y similitudes en los procesos de endeudamiento abordados por ambas compañías, en principio pareciera ser que en términos generales los mismos son muy similares, aunque evidentemente surgen unas pocas diferencias que tal vez podrían explicar los desempeños disímiles de una y otra firma, a saber:

1) Destino de los fondos recibidos en préstamo:

Tanto en el cuadro 2, como en el análisis de las diferencias y similitudes de los procesos de endeudamiento, se desprende que la deuda de Aluar en general tuvo un vínculo mucho más inmediato con el aumento de las capacidades productivas que los pasivos contraídos por Celulosa, lo cual podría llegar a avalar la idea de que las empresas que utilizan su deuda para financiar inversiones tendrían mejor desempeño que aquellas que emplean para otros fines el dinero recibido en préstamo.

Para validar dicha idea, puede resultar de utilidad seguir la evolución de los márgenes brutos de venta, a efectos de detectar indicios de que una mayor cantidad de deuda orientada a financiar el proceso productivo en el corto y el largo plazo permite lograr mejoras operativas de mayor magnitud.

CUADRO 3 – EVOLUCIÓN MARGEN BRUTO SOBRE VENTAS ENTRE LAS EMPRESAS MÁS ENDEUDADAS DE LA MUESTRA						
EMPRESA	MARGEN 2006	MARGEN 2007	MARGEN 2008	MARGEN 2009	MARGEN 2010	MARGEN 2011
Aluar	37,81%	40,41%	33,37%	30,76%	25,47%	25,35%
Celulosa	27,31%	26,78%	20,84%	21,81%	25,48%	20,57%
Variación Margen Aluar		6,88%	-17,41%	-7,84%	-17,20%	-0,44%
Variación Margen Celulosa		-1,95%	-22,18%	4,68%	16,81%	-19,25%

Fuente: Elaboración propia en base a los balances de las firmas, disponibles en el sitio web de la Comisión Nacional de Valores.

Puede advertirse que en el caso de Aluar, a excepción de la mejora del 6,88% en 2007 respecto del 2006, se evidencia un constante deterioro en el margen bruto sobre ventas, estabilizándose el mismo recién en 2011, pero a valores muy por debajo de los del inicio de la serie.

Situación similar se produce con Celulosa en cuanto a la variación “punta a punta” de la serie, ya que arranca en 2006 con un margen del 27,31% para terminar en 2011 en uno del 20,57%, aunque cabe aclarar que esta empresa tuvo mejoras en períodos intermedios, incluso durante el pico de la crisis financiera internacional en 2009.

De esta manera, queda en claro que la forma en que se apliquen los fondos obtenidos en préstamo no necesariamente tendrá incidencia en el desempeño del deudor, a menos, claro está, que dichos fondos se dilapiden de manera irresponsable, que no es eso lo que se analiza en el trabajo.

2) Moneda en la que fueron tomados los préstamos:

En el cuadro 2 se mencionaba que el cargo por diferencia de cambio tenía influencia sumamente significativa en el resultado de ambas empresas, debido a la alta proporción de pasivos financieros contraídos en Dólares Estadounidenses.

Esto queda en claro al visualizar la evolución de los resultados antes de diferencia de cambio para ambas compañías a lo largo de la serie de tiempo analizada:

CUADRO 4 – EVOLUCIÓN RESULTADOS ANTES DE DIFERENCIA DE CAMBIO E INTERESES (cifras expresadas en millones de pesos)							
EMPRESA	CONCEPTO	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Aluar	Resultado antes de dif. de cambio e intereses	829	1.087	1.020	746	1.019	1.407
	Diferencia de cambio	-36	-4	76	-695	-85	-65
	Resultado después de dif. de cambio y antes de intereses	793	1.083	1.096	51	934	1.342
Celulosa	Resultado antes de dif. de cambio e intereses	51	19	82	46	133	192
	Diferencia de cambio	-6	0,2	-9	-143	-44	-29
	Resultado después de dif. de cambio y antes de intereses	45	19	73	-97	89	163

Fuente: Elaboración propia en base a los balances de las firmas, disponibles en el sitio web de la Comisión Nacional de Valores.

Los cuadros 3 y 4 permiten inferir tres cuestiones de singular importancia, de las que se desprenderá gran parte del análisis que posteriormente se realizará para el resto de las empresas:

1. Queda en claro que al momento de producirse el pico de la recesión (año 2009), tanto Aluar como Celulosa evidencian un importante deterioro en la evolución de factores no vinculados en forma directa al endeudamiento pero que resultan críticos para la rentabilidad de una firma, como son el margen bruto sobre ventas y el resultado antes de intereses de la deuda financiera y de diferencias de cambio generadas por pasivos.
2. Puede notarse el fuerte efecto en resultados que el cargo por diferencia de cambio tiene en el año 2009 para ambas empresas, y tal como se mencionó en el cuadro 2 en el caso de Celulosa incluso revierte el signo del resultado anual. A diferencia de los mencionados en el punto anterior, este concepto sí tiene vinculación directa con el endeudamiento.
3. Firmas cuyos márgenes operativos se ven significativamente erosionados por una recesión se encontrarán en un peor escenario para absorber el costo de la deuda, ya sea el vinculado a los intereses pactados como el que deriva de las diferencias de cambio por endeudamiento contraído en moneda extranjera.

Al respecto, resulta importante mencionar que las dos compañías bajo análisis contaban con importantes ingresos provenientes de mercados externos, lo cual hubiera permitido suponer que estaban resguardadas ante eventuales depreciaciones de la moneda argentina.

Pese a la supuesta cobertura que brindaban las ventas en moneda extranjera, el siguiente cuadro muestra cómo la evolución del tipo de cambio en el período Julio 2008 a Junio 2009 estuvo muy por encima de la capacidad de ambas firmas para incrementar sus ingresos.

CUADRO 5 – EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO \$/U\$S PARA EL PERÍODO 2006/2011				
FECHA	Tipo de Cambio Vendedor	Tipo de Cambio Comprador	Promedio	Variación respecto período anterior
02/01/2006	3,030	2,990	3,010	
30/06/2006	3,085	3,045	3,065	1,83%
29/12/2006	3,062	3,022	3,042	-0,75%
29/06/2007	3,093	3,053	3,073	1,02%
28/12/2007	3,149	3,109	3,129	1,82%
30/06/2008	3,025	2,985	3,005	-3,96%
31/12/2008	3,453	3,413	3,433	14,24%
30/06/2009	3,797	3,757	3,777	10,02%
31/12/2009	3,798	3,758	3,778	0,03%
30/06/2010	3,931	3,891	3,911	3,52%
30/12/2010	3,976	3,936	3,956	1,15%
30/06/2011	4,110	4,070	4,090	3,39%
30/12/2011	4,304	4,264	4,284	4,74%

Fuente: Página Web del Banco de la Nación Argentina (www.bna.com.ar)

En efecto, mientras que el tipo de cambio promedio varió un 25,7% en dicho período (muy cercano a las fechas de cierre de ejercicio de las dos compañías), la facturación de estas empresas se incrementó sólo en un 9% promedio y ya se vio además en el cuadro 3 que los márgenes brutos sobre ventas evolucionaron incluso muy por debajo de este último guarismo (de hecho, en el caso de Aluar incluso disminuyó).

Por el contrario, se citó a Molinos como el caso más claro de una firma altamente endeudada que no vio afectada su rentabilidad pese a la crisis financiera internacional, lo que relativizaría el impacto de los ciclos recesivos en las empresas con un fuerte endeudamiento.

En este sentido, si sobre esa firma se realiza el mismo análisis que se efectuó para Aluar y Celulosa respecto de márgenes sobre ventas, influencia de las diferencias de cambio y características del endeudamiento contraído, se puede obtener evidencia que resultará de utilidad para las conclusiones posteriores:

CUADRO 6 – MOLINOS RÍO DE LA PLATA S.A. - EVOLUCIÓN MARGEN BRUTO SOBRE VENTAS						
EMPRESA	MARGEN 2006	MARGEN 2007	MARGEN 2008	MARGEN 2009	MARGEN 2010	MARGEN 2011
Molinos	10,56%	15,07%	14,01%	16,76%	15,60%	14,90%
Variación Margen Molinos		42,66%	-7,04%	19,63%	-6,88%	-4,53%

Fuente: Elaboración propia en base a los balances de la firma, disponibles en el sitio web de la Comisión Nacional de Valores.

CUADRO 7 – MOLINOS RÍO DE LA PLATA S.A., EVOLUCIÓN RESULTADOS ANTES DE DIFERENCIA DE CAMBIO E INTERESES (cifras expresadas en millones de pesos)							
EMPRESA	CONCEPTO	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Molinos	Resultado antes de dif. de cambio e intereses	161	514	437	632	694	723
	Diferencia de cambio	-8	-47	-146	-202	-109	-276
	Resultado después de dif. de cambio y antes de intereses	153	468	290	429	585	447

Fuente: Elaboración propia en base a los balances de la firma, disponibles en el sitio web de la Comisión Nacional de Valores.

En cuanto a las características más salientes del endeudamiento tomado por Molinos, el mismo reúne simultáneamente las de la deuda contraída por Aluar y Celulosa, ya que se pactó fundamentalmente en moneda extranjera, se destinó a financiar la adquisición de empresas en Argentina y el exterior, así como la compra de bienes de capital y a aumento del capital de trabajo.

Pese a todas esas similitudes, ya se indicó que a diferencia de Aluar y Celulosa, Molinos no vio reducir su rentabilidad, y en ese sentido, los cuadros 3, 4, 6 y 7 exponen claramente que el endeudamiento en sí mismo no necesariamente erosiona la performance de las empresas, y si bien existen costos vinculados a la deuda

financiera que van más allá de los intereses (fundamentalmente las diferencias de cambio por pasivos en moneda extranjera), y tienen una innegable incidencia en la rentabilidad de las compañías, éstos pueden ser afrontados satisfactoriamente si la firma cuenta con la capacidad para generar los ingresos suficientes a lo largo del tiempo, lo cual refuerza la idea mencionada en líneas anteriores respecto de que las firmas endeudadas se ven afectadas durante los ciclos recesivos en tanto y en cuanto merme notoriamente su margen operativo.

Claro está que en períodos recesivos sería esperable una pérdida en esa capacidad de generación de ingresos que permiten afrontar el costo de la deuda, pero casos como el de Molinos dejan en claro que ello no es un hecho que se cumpla en forma indefectible. Notar cómo dicha firma tiende a mantener relativamente estables sus márgenes sobre ventas durante el período analizado, e incluso lo mejora en el año en que la crisis se hizo sentir con mayor impacto.

Al respecto, resulta importante aclarar que al agregar a Molinos al análisis se están comparando empresas que operan ya no sólo en rubros distintos sino también en mercados con características básicas muy diferentes, dado que mientras Aluar y Celulosa atienden fundamentalmente al segmento corporativo, Molinos se enfoca fundamentalmente al mercado de consumo final, y es sabido que estos últimos tienden a ser menos volátiles respecto de los ciclos económicos, máxime cuando se trata de alimentos.

5.5: EVIDENCIAS SOBRE LOS EFECTOS DE LA CRISIS INTERNACIONAL EN LAS EMPRESAS ENDEUDADAS

Si se prosigue con el análisis de las firmas que conformaban el grupo de las siete más endeudadas en el año 2009, puede notarse cómo en las cuatro empresas restantes se mantienen los patrones fundamentales detectados en el relevamiento de las tres compañías anteriormente tratadas para el mismo año, tal como lo evidencian los siguientes cuadros:

CUADRO 8 – RESTO DE LAS EMPRESAS ENDEUDADAS, EVOLUCIÓN RESULTADOS ANTES DE DIFERENCIA DE CAMBIO E INTERESES (cifras expresadas en millones de pesos)							
EMPRESA	CONCEPTO	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Petrobras	Resultado antes de dif. de cambio e intereses	2.640	2.052	2.371	2.843	1.555	1.303
	Diferencia de cambio	-65	-117	-456	-524	-221	-226
	Resultado después de dif. de cambio y antes de intereses	2.575	1.935	1.915	2.319	1.334	1.077
Indupa	Resultado antes de dif. de cambio y antes de intereses	295	373	304	-97	40	88
	Diferencia de Cambio	3	-2	-23	-10	-11	-24
	Resultado después de dif. de cambio y antes de intereses	298	371	281	-107	29	64

Fuente: Elaboración propia en base a los balances de las firmas, disponibles en el sitio web de la Comisión Nacional de Valores.

CUADRO 8 – RESTO DE LAS EMPRESAS ENDEUDADAS, EVOLUCIÓN RESULTADOS ANTES DE DIFERENCIA DE CAMBIO E INTERESES (cifras expresadas en millones de pesos) (Cont.)							
EMPRESA	CONCEPTO	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Cresud	Resultado antes de dif. de cambio y antes de intereses	60	82	45	625	751	890
	Diferencia de Cambio	-9	-	2	-174	-53	-92
	Resultado después de dif. de cambio y antes de intereses	51	82	47	451	698	798
Pampa ²	Resultado antes de dif. de cambio y antes de intereses			705	862	315	-448
	Diferencia de Cambio			-205	-179	-72	-236
	Resultado después de dif. de cambio y antes de intereses			500	684	243	-684

Fuente: Elaboración propia en base a los balances de las firmas, disponibles en el sitio web de la Comisión Nacional de Valores.

CUADRO 9– EVOLUCIÓN MARGEN BRUTO SOBRE VENTAS PARA EL RESTO LAS EMPRESAS MÁS ENDEUDADAS DE LA MUESTRA						
EMPRESA	MARGEN 2006	MARGEN 2007	MARGEN 2008	MARGEN 2009	MARGEN 2010	MARGEN 2011
Petrobras	29,75%	24,71%	27,51%	26,01%	25,18%	22,78%
Variación Margen Petrobras		-16,92%	11,32%	-5,46%	-3,21%	-9,51%
Indupa	26,22%	25,08%	17,46%	9,05%	10,70%	12,66%
Variación Margen Indupa		-4,35%	-30,38%	-48,20%	18,32%	18,25%

Fuente: Elaboración propia en base a los balances de las firmas, disponibles en el sitio web de la Comisión Nacional de Valores.

² Se expone desde 2008, ya que la empresa comenzó a operar en ese año, producto de la reorganización societaria de diversas compañías preexistentes.

CUADRO 9– EVOLUCIÓN MARGEN BRUTO SOBRE VENTAS PARA EL RESTO LAS EMPRESAS MÁS ENDEUDADAS DE LA MUESTRA (Cont.)						
EMPRESA	MARGEN 2006	MARGEN 2007	MARGEN 2008	MARGEN 2009	MARGEN 2010	MARGEN 2011
Cresud	27,71%	34,50%	40,38%	45,90%	53,36%	49,40%
Variación Margen Cresud		24,50%	17,06%	13,66%	16,25%	-7,43%
Pampa			23,21%	21,90%	18,51%	17,59%
Variación Margen Pampa				-5,61%	-15,50%	-4,98%

Fuente: Elaboración propia en base a los balances de las firmas, disponibles en el sitio web de la Comisión Nacional de Valores.

En efecto, los cuadros exponen casos muy claros como los de Indupa y Cresud, en donde resulta evidente la relación entre variaciones en el resultado operativo, niveles de endeudamiento y rentabilidad sobre activos, a saber:

- Indupa: Ve caer drásticamente su resultado antes de diferencias de cambio e intereses, pasando de una ganancia \$ 304 millones en 2008 a una pérdida de \$ 97 millones en 2009, algo en lo que claramente incide la disminución del 48,20% en su margen bruto sobre ventas, que era del 17,46% en 2008 y cayó al 9,05% en 2009, todo lo cual lleva a que sea una de las firmas menos rentables de ese año, tal como se visualizaba en el gráfico 2. Si a su vez se tiene en cuenta que en dicho año era una de las empresas más endeudadas, queda en claro que en ese período debió afrontar una situación compleja desde el punto de vista económico.
- Cresud: Es el caso contrario al anterior, donde un alto nivel de endeudamiento y diferencias de cambio asociadas a ello no afectan en forma relevante la rentabilidad de la empresa, justamente por no haberse visto deteriorado el rendimiento operativo.

En efecto, puede notarse que en 2009 el margen sobre ventas no sólo no disminuye sino que mejora notoriamente, alcanzando un 45,90%, cuando un año antes era del 40,38% (13,66% de incremento).

Para esta empresa, cabe aclarar que durante el año en cuestión se hizo cargo del control societario de IRSA S.A., firma dedicada al rubro bienes raíces, cuyo margen operativo resulta ser sensiblemente superior al de la actividad agropecuaria, que históricamente constituyó el negocio central de Cresud.

Ese mayor margen bruto de IRSA, en función de sus grandes volúmenes de facturación, necesariamente tendió a incrementar el margen sobre ventas de su controlante Cresud.

Por otro lado, la tendencia por la cual empresas con grandes volúmenes de deuda ven afectada su rentabilidad si disminuye su performance operativa parece confirmarse también en los casos de Petrobras Argentina y Pampa Energía, las restantes compañías que conforman el grupo de las siete más endeudadas, aunque aquí deben efectuarse algunas aclaraciones adicionales a la evidencia brindada por los cuadros 8 y 9, a saber:

- Petrobras Argentina S.A.: A priori pareciera que esta empresa contradice el patrón de comportamiento evidenciado en los cinco casos anteriores, ya que márgenes sobre ventas decrecientes en 2009 (caída del 5,46% respecto de 2008) coexisten con un resultado antes y después de diferencias de cambio sensiblemente mayor al del período inmediato anterior.

Lo antedicho resulta más llamativo aún si se tiene en cuenta que en ese período las ventas de la compañía descendieron un 21,11% en relación al ejercicio anterior.

Dicha contradicción se explica por el hecho de que la firma obtuvo en 2009 una ganancia de \$ 1.591 millones con motivo de la venta de su participación en Petrobras Valores Internacionales de España S.A. a Petrobras Brasil.

Si se depurara el efecto de esa operación no habitual, el resultado antes y después de las diferencias de cambio generadas por los pasivos financieros sería totalmente consistente con la caída en los márgenes operativos, ya que previo a estas diferencias el resultado hubiera sido de \$ 1.252 millones, en lugar de los \$ 2.843 millones expuestos en el cuadro 8 para el año 2009, lo cual representa una caída del 56% respecto del año anterior.

Con idéntico criterio, el resultado después de las diferencias de cambio habría sido de \$ 728 millones en vez de los \$ 2.319 millones que arroja el mismo cuadro, lo que contrastado con el año pasado significa un deterioro del 69%.

Así las cosas, para esta empresa el comportamiento de las variables analizadas también corrobora la tendencia expresada en las firmas relevadas previamente.

- Pampa Energía S.A.: Caso similar al de Petrobras, en el sentido de que una caída del 5,61% en su margen sobre ventas no impide que la compañía incremente en un 36,7% su utilidad luego de diferencias de cambio y antes de intereses, al pasar de \$ 500 millones en 2008 a \$ 683,8 millones en 2009.

También en esta empresa resulta necesario indagar sobre los motivos que permitieron lograr un mejor resultado pese a la caída en sus márgenes operativos.

Es así que los estados contables de la firma muestran que la misma obtuvo una ganancia en torno a los \$ 373 millones como producto de la recompra de acciones y obligaciones negociables emitidas por la misma empresa, aprovechando los bajos precios de mercado que tenían estos títulos con motivo de la crisis internacional.

El año anterior, el resultado derivado de este tipo de operaciones había reportado una ganancia de unos \$ 171 millones, con lo que en 2009 los ingresos adicionales por el presente concepto superaron los \$ 200 millones.

Asimismo, dado que las obligaciones negociables recompradas estaban emitidas en Dólares Estadounidenses, disminuyó la incidencia de la deuda en moneda extranjera sobre los pasivos financieros totales, con lo cual la diferencia de cambio fue menor a la del año anterior, pese al fuerte aumento en el valor de la divisa estadounidense.

El presente caso muestra cómo en circunstancias que en principio pueden parecer adversas, una correcta gestión de los activos y pasivos permite afrontar en mejor forma las turbulencias propias de ciclos económicos adversos.

De todos modos, si se sigue la evolución de los márgenes operativos de esta firma en los años posteriores al 2009, queda claro que un persistente deterioro en dichos márgenes necesariamente erosionará la rentabilidad de una

empresa, más allá de las medidas que con mayor o menor éxito se implementen para morigerar el costo de la deuda.

Hasta aquí se han relevado parámetros que permiten identificar fuertes vínculos entre disminuciones en los márgenes operativos y la pérdida de capacidad para afrontar el costo del endeudamiento, sin que los niveles de endeudamiento necesariamente tengan incidencia por sí mismos en la evolución de estos márgenes.

A su vez, si este relevamiento se complementa con el análisis de la evolución en los niveles de facturación para las firmas más endeudadas, surge información que permite visualizar de manera aún más clara el nexa estudiado entre rentabilidad y endeudamiento:

CUADRO 10 – EVOLUCIÓN VENTAS ENTRE LAS EMPRESAS MÁS ENDEUDADAS						
EMPRESA	VENTAS 2006	VENTAS 2007	VENTAS 2008	VENTAS 2009	VENTAS 2010	VENTAS 2011
Ventas Aluar	1.936.659.866	2.642.152.543	3.050.929.769	3.310.576.685	3.889.039.117	4.661.184.107
Variación Ventas Aluar		36,43%	15,47%	8,51%	17,47%	19,85%
Ventas Celulosa	405.580.395	716.094.202	952.566.002	1.038.615.517	1.150.754.778	1.425.091.000
Variación Ventas Celulosa		76,56%	33,02%	9,03%	10,80%	23,84%
Ventas Molinos	4.248.572	5.656.282	8.008.176	8.035.292	10.544.473	12.795.535
Variación Ventas Molinos		33,13%	41,58%	0,34%	31,23%	21,35%
Ventas Petrobras	11.745.000	13.458.000	15.175.000	11.972.000	14.442.000	14.278.000
Variación Ventas Petrobras		14,58%	12,76%	-21,11%	20,63%	-1,14%
Ventas Indupa	1.913.438	2.221.132	2.421.689	2.070.464	2.481.101	3.169.190
Variación Ventas Indupa		16,08%	9,03%	-14,50%	19,83%	27,74%
Ventas Cresud	112.340.661	110.317.488	162.580.960	1.254.663	1.664.634	2.133.827
Variación Ventas Cresud		-1,80%	47,38%	671,72%	32,68%	28,19%
Ventas Pampa			4.013.831.854	4.094.070.971	4.748.557.409	6.774.518.774
Variación Ventas Pampa				2,00%	15,99%	42,66%

Fuente: Elaboración propia en base a los balances de las firmas, disponibles en el sitio web de la Comisión Nacional de Valores.

5.6: CATEGORIZACIÓN DE LAS EMPRESAS ENDEUDADAS SEGÚN SU VÍNCULO CON LOS CICLOS RECESIVOS

Si se analizan en forma conjunta los cuadros referidos a márgenes sobre ventas, resultado antes y después de diferencia de cambio y evolución en los niveles de facturación, dentro de las firmas con mayor endeudamiento pueden detectarse dos grupos de empresas claramente diferenciados:

1. Empresas afectadas por los ciclos recesivos:

Caracterizadas por una persistente disminución en sus márgenes brutos sobre ventas, incluso en períodos de crecimiento económico.

Se trata, además, de compañías cuya capacidad para afrontar las deudas contraídas se ve afectada durante los períodos de recesión debido a alguno de los siguientes motivos, que pueden presentarse de manera individual o concurrente:

- a) Disminución en los niveles de facturación: Evento que en 2009 se presentó para Petrobras e Indupa (21,11% y 14,50% de caída, respectivamente).
- b) Descenso en los márgenes brutos sobre ventas: En 2009, la mayoría de las empresas analizadas sufrió esta situación, siendo Indupa y Aluar las más afectadas (48,20% y 7,84% de caída respectivamente). Tener en cuenta que además Indupa fue señalada como una compañía que vio disminuir su nivel de facturación. Cresud, Molinos y Celulosa no vieron caer sus márgenes en ese año.
- c) Encarecimiento relativo del pasivo contraído: Para este tipo de empresas, durante los períodos recesivos la deuda financiera tiende a aumentar su incidencia sobre el resultado bruto. Si bien esto puede deberse a múltiples factores, para las firmas analizadas se identificaron como más significativos, en forma individual o concurrente, los vinculados a la caída en la facturación, a descensos en el margen sobre ventas o a un incremento en el costo de la deuda proporcionalmente superior al aumento en el resultado bruto.

Respecto del incremento en el costo de las deudas financieras, el mismo se debió fundamentalmente a la depreciación del peso operada durante el período junio 2008 a junio 2009, la cual, como ya se mencionó previamente, superó el 25%.

Por lo antes mencionado, dentro del grupo de las empresas endeudadas que se ven afectadas durante ciclos recesivos se identificó a las siguientes:

- Aluar: Caracterizada fundamentalmente por descenso en el margen bruto sobre ventas y encarecimiento de la deuda. Su resultado bruto mejora sólo un 12,76%, mientras que las diferencias de cambio, que habían sido levemente positivas en 2008 rondaron los \$ 700 millones de pérdida en 2009.
- Celulosa: En 2009, la firma presenta indicadores positivos en cuanto a evolución en ventas y margen bruto sobre las mismas, al crecer un 9,03% y un 4,65% respectivamente. El inconveniente para la empresa radica en que el efecto conjunto de ambas mejoras sobre el resultado bruto (14,10%) resulta ser menor al 25,70% de aumento en el tipo de cambio U\$S/\$. En función de los altos niveles de endeudamiento de la compañía (más del 50% sobre activos en 2009) este desfase necesariamente resiente su rentabilidad.

Debe recordarse que en esta empresa el cargo por diferencias de cambio pasó de una pérdida de \$ 9 millones en 2008 a una de \$ 143 millones en 2009, lo que representa un aumento del 1.489% en este tipo de gasto.

- Indupa: En 2009, esta empresa sufre un escenario desfavorable en lo que refiere a margen bruto sobre ventas y niveles de facturación, disminuyendo el primero en un 48,20% (pasó del 17,46% al 9,05%), mientras que las ventas lo hicieron en un 15,50% (cae de \$ 2.400 millones a \$ 2.070 millones).

Durante el ejercicio, la empresa aumentó su endeudamiento, pero redujo la exposición a las diferencias de cambio, ya que los pasivos contraídos fueron principalmente en Pesos Argentinos, con lo cual la diferencia de cambio del período fue inferior en un 57% a la del año anterior, al pasar de una pérdida de \$ 23 millones a una de \$ 9,8 millones.

- Petrobras: La empresa pasa por las mismas vicisitudes que la anterior compañía en lo que respecta a margen sobre ventas y niveles de facturación (caídas del 5,46% y 21,11% respectivamente), con el agregado de que la alta incidencia de las deudas en Dólares (96,53% sobre el total en 2009) produce un aumento de casi el 15% en el cargo por diferencias de cambio generadas por pasivos.

En este sentido, debe recordarse que este panorama hubiera generado un efecto fuertemente adverso en la rentabilidad de la firma de no haber sido por la

utilidad no recurrente de \$ 1.591 millones que le reportó su desprendimiento de la inversión en Petrobras Valores Internacionales de España S.A.

- Pampa: Para esta empresa los efectos del ciclo económico negativo fueron mucho más moderados que en las anteriores.

Puede notarse una caída 5,61% en el margen y un aumento del 2% en la facturación.

Este contexto hubiera implicado un deterioro en la capacidad de la firma para afrontar su deuda financiera, pero como gran parte de la misma se instrumentó a través de Obligaciones Negociales, la empresa procedió a comprar sus propios títulos de deuda, aprovechando su bajo valor de mercado con motivo de la crisis internacional, todo lo cual finalmente implicó afrontar una menor diferencia de cambio derivada de la deuda en moneda extranjera, mejorando así el resultado económico después de diferencias de cambio y antes de intereses respecto del año anterior.

Dado que para esta compañía el impacto del ciclo económico de 2009 fue sensiblemente menor al de otras empresas que se vieron afectadas por la crisis, Pampa podría ser categorizada en una categoría intermedia entre las perjudicadas por la recesión y las que no sufrieron mayores impactos.

Aún más, tal como puede observarse al analizar la evolución en años posteriores de las variables relevadas, el margen bruto de la firma tiende a caer en forma persistente, siendo que se trata de períodos de fuerte crecimiento económico, con lo que la información disponible no deja dilucidar si la caída del 5,61% en el margen sobre ventas operada en 2009 se debió al ciclo recesivo ó a debilidades inherentes al negocio eléctrico en Argentina.

De esta manera, durante los ciclos económicos negativos las empresas señaladas en este apartado tienden a ser más vulnerables que aquellas de similares características pero con menores niveles de endeudamiento.

2. Empresas no afectadas por los ciclos recesivos:

A diferencia de las incluidas en la categoría anterior, las firmas que pertenecen a este grupo no ven disminuir sus márgenes brutos ni sus niveles de ventas durante los años de recesión. Tampoco sufren un encarecimiento significativos de sus deudas en términos relativos.

Dentro de las compañías más endeudadas, sólo dos forman parte de este segmento, se trata de Molinos y Cresud.

Debe recordarse que en el caso de Molinos, su facturación en 2009 permaneció estable respecto del año anterior, en tanto su margen bruto mejoró en un 19,63%, lo cual le permitió absorber en mejores condiciones que el año anterior el costo derivado de las diferencias de cambio de su deuda en moneda extranjera.

Situación similar ocurrió con Cresud, aunque en este caso la adquisición del control societario de Irsa, le permitió aumentar un 671,72% sus niveles de facturación, mientras que el margen mejoró un 13,66% al pasar del 40,38% en 2008 al 45,90% en 2009, no siendo aquí tan simple dilucidar si eso se debe a una menor exposición a las recesiones ó al efecto de haber incorporado una compañía que se dedica a un rubro (bienes raíces) de mayor rentabilidad que el que se explotaba hasta ese momento (agropecuaria).

En principio, este tipo de compañías tendría una mayor holgura para operar con niveles de endeudamiento más altos que las empresas que se ven afectadas por los ciclos recesivos.

5.7: EL PANORAMA EN LAS EMPRESAS MENOS ENDEUDADAS

En cuanto a este tipo de compañías, tampoco puede detectarse una relación inequívoca entre menor deuda y niveles de rentabilidad, al menos hasta el año 2009 inclusive.

Por caso, en el período 2006/2008, tres de las ocho empresas menos endeudadas no figuraban entre las 8 empresas más rentables, en tanto las tres empresas más rentables de las quince analizadas, se encontraban entre las más endeudadas.

El vínculo entre deuda y rentabilidad es menos evidente aún en 2009, año en que sólo cuatro de las compañías menos endeudadas se encontraban entre las ocho empresas más rentables, si bien dos de ellas (Telecom y Tenaris) fueron las dos firmas con mayor rentabilidad en ese período.

De todas formas, en 2009 parecerían existir indicios de que las firmas con menores niveles de deuda a ese momento pudieron lograr mejores performances operativas en tiempos recesivos, ya que seis de las ocho compañías que conforman la categoría incrementaron su margen sobre ventas.

CUADRO 11– EVOLUCIÓN MARGEN BRUTO SOBRE VENTAS ENTRE LAS EMPRESAS MENOS ENDEUDADAS DE 2009			
EMPRESA	MARGEN 2007	MARGEN 2008	MARGEN 2009
Mirgor	13,91%	10,94%	13,16%
Variación Margen Mirgor		-21,33%	20,29%
Ledesma	32,57%	33,99%	34,36%
Variación Margen Ledesma		4,36%	1,11%
Holcim	29,69%	29,51%	35,62%
Variación Margen Holcim		-0,61%	20,74%
Tenaris	45,07%	43,96%	40,30%
Variación Margen Tenaris		-2,48%	-8,31%
Telecom	45,31%	46,76%	50,11%
Variación Margen Telecom		3,20%	7,18%
Siderar	30,04%	27,54%	24,63%
Variación Margen Siderar		-8,30%	-10,58%

Fuente: Elaboración propia en base a los balances de las firmas, disponibles en el sitio web de la Comisión Nacional de Valores.

CUADRO 11– EVOLUCIÓN MARGEN BRUTO SOBRE VENTAS ENTRE LAS EMPRESAS MENOS ENDEUDADAS DE 2009 (Cont.)			
EMPRESA	MARGEN 2007	MARGEN 2008	MARGEN 2009
Comercial del Plata	33,46%	32,20%	34,62%
Variación Margen Comercial del Plata		-3,77%	7,51%
Alpargatas	26,61%	27,37%	28,92%
Variación Margen Alpargatas		2,86%	5,70%

Fuente: Elaboración propia en base a los balances de las firmas, disponibles en el sitio web de la Comisión Nacional de Valores.

Pese a ello, ese mejor rendimiento en cuanto a márgenes sobre ventas, no garantiza por sí mismo la rentabilidad de este tipo de firmas, ya que en 2009 tres de ellas ven caer fuertemente sus niveles de facturación (Tenaris, Siderar y Mirgor), en tanto otra de ellas (Ledesma) mantiene estables sus niveles de ventas pero se ve afectada por las diferencias de cambio derivadas de la deuda en moneda extranjera, lo cual puede observarse en los siguientes cuadros:

CUADRO 12 – EVOLUCIÓN VENTAS ENTRE LAS EMPRESAS MENOS ENDEUDADAS DE 2009			
EMPRESA	VENTAS 2007	VENTAS 2008	VENTAS 2009
Ventas Ledesma	1.425.371.000	1.486.582.000	1.852.158.000
Variación Ventas Ledesma		4,29%	24,59%
Ventas Mirgor	819.741.119	1.061.742.238	831.824.983
Variación Ventas Mirgor		29,52%	-21,65%
Ventas Holcim	916.324.550	1.106.282.149	1.259.676.880
Variación Ventas Holcim		20,73%	13,87%
Ventas Tenaris ³	10.042.008.000	12.131.836.000	8.149.320.000
Variación ventas Tenaris		20,81%	-32,83%
Ventas Telecom	9.074.000	10.608.000.000	12.226.000.000
Variación Ventas Telecom		16,91%	15,25%
Ventas Siderar	6.406.481.505	8.051.600.821	6.378.228.939
Variación Ventas Siderar		25,68%	-20,78%
Ventas Comercial del Plata	151.207.000	169.970.000	210.178.000
Variación Ventas Comerc. del Plata		12,41%	23,66%
Ventas Alpargatas	602.379.604	650.379.604	726.975.420
Variación Ventas Alpargatas		8,00%	11,78%

³ Cifras expresadas en U\$, ya que esa es la moneda funcional de sus estados contables.

CUADRO 13 –EVOLUCIÓN RESULTADOS ANTES DE DIFERENCIA DE CAMBIO E INTERESES PARA EMPRESAS MENOS ENDEUDADAS DE 2009 (cifras expresadas en millones de pesos)				
EMPRESA	CONCEPTO	2007	2008	2009
Ledesma	Resultado antes de dif. de cambio e intereses	150	175	224
	Diferencia de cambio	1	-	-61
	Resultado después de dif. de cambio y antes de intereses	152	175	163
Mirgor	Resultado antes de dif. de cambio y antes de intereses	73	66	31
	Diferencia de Cambio	-6	-10	-12
	Resultado después de dif. de cambio y antes de intereses	67	56	19
Holcim	Resultado antes de dif. de cambio y antes de intereses	67	75	183
	Diferencia de Cambio	-5	-17	-23
	Resultado después de dif. de cambio y antes de intereses	62	58	160
Tenaris⁴	Resultado antes de dif. de cambio y antes de intereses	2.328	3.147	1.940
	Diferencia de Cambio	-11	-85	-73
	Resultado después de dif. de cambio y antes de intereses	2.317	3.062	1.867

Fuente: Elaboración propia en base a los balances de las firmas, disponibles en el sitio web de la Comisión Nacional de Valores.

⁴ Cifras expresadas en U\$, ya que esa es la moneda funcional de sus estados contables

CUADRO 13 –EVOLUCIÓN RESULTADOS ANTES DE DIFERENCIA DE CAMBIO E INTERESES PARA EMPRESAS MENOS ENDEUDADAS DE 2009 (millones de pesos) (Cont.)				
EMPRESA	CONCEPTO	2007	2008	2009
Telecom	Resultado antes de dif. de cambio y antes de intereses	1.706	2.006	2.776
	Diferencia de Cambio	-152	-262	-413
	Resultado después de dif. de cambio y antes de intereses	1.554	1.744	2.363
Siderar	Resultado antes de dif. de cambio y antes de intereses	2.107	2.398	1.214
	Diferencia de Cambio	-39	-118	-70
	Resultado después de dif. de cambio y antes de intereses	2.067	2.280	1.144
Comercial del Plata	Resultado antes de dif. de cambio y antes de intereses	42	1	100
	Diferencia de Cambio	-36	-130	-149
	Resultado después de dif. de cambio y antes de intereses	6	-129	-49
Alpargatas	Resultado antes de dif. de cambio y antes de intereses	34	57	36
	Diferencia de Cambio	-	-	-1
	Resultado después de dif. de cambio y antes de intereses	34	57	35

Fuente: Elaboración propia en base a los balances de las firmas, disponibles en el sitio web de la Comisión Nacional de Valores.

Las cifras precedentes indican que más allá de la posibilidad de lograr ciertas mejoras operativas, las empresas menos endeudadas no necesariamente resultan ser indemnes a los efectos adversos vinculados con los ciclos recesivos, situación que oportunamente se vio que también era aplicable a las firmas que mostraban mayores niveles de deuda.

En todo caso, ese menor endeudamiento morigeró el impacto de los diferentes costos que derivan de los pasivos financieros, y es ahí donde existiría una ventaja a favor de las firmas con bajos niveles de deuda, en el sentido de que más allá que resulten ó no afectadas por las crisis económicas, al menos habrá una carga de la cual no deberán ocuparse.

5.8: AÑOS POSTERIORES A LA CRISIS DE 2009, EVOLUCIÓN DE LAS VARIABLES RELEVADAS

Nos encontramos entonces en un marco en el cual hasta el año 2009 no existirían evidencias de relación entre endeudamiento y rentabilidad en períodos de crecimiento económico, y que durante los tiempos recesivos las firmas con mayores niveles de deuda tienden a verse más perjudicadas que las demás sólo si se ven afectados sus niveles de actividad y/o eficiencia operativa.

Ahora bien, cuando el análisis se extiende en el tiempo más allá de la crisis de 2008/2009, puede apreciarse la existencia de cierto correlato entre niveles de endeudamiento y rentabilidad en las empresas estudiadas, algo que ya se había mencionado al comentar la información contenida en el cuadro 1 y en el gráfico 3.

En ese sentido, el hecho de que cinco de las siete firmas menos endeudadas (Telecom, Aluar, Siderar, Tenaris y Holcim) formaran parte del lote de las siete compañías más rentables, parece reforzar esa idea, aunque también se explicó que con posterioridad a la crisis fueron numerosas las ramas industriales que debieron adaptarse a un entorno caracterizado por una caída en los márgenes de rentabilidad, con lo que sería muy poco tiempo el transcurrido como para confirmar una tendencia que relacione deuda y rentabilidad.

No obstante estas limitaciones, el seguimiento pos crisis de la evolución de las variables analizadas, permitiría tanto complementar la evidencia obtenida para el año 2009 como detectar indicios de patrones de performance corporativa vinculados a los niveles de endeudamiento durante los ciclos de recuperación económica.

De esta manera, con similar enfoque que el utilizado para analizar el período 2006/2009, se pueden apreciar los siguientes valores correspondientes al bienio 2010/2011:

a) Para las firmas más endeudadas del período:

CUADRO 14 – EVOLUCIÓN MARGEN BRUTO SOBRE VENTAS ENTRE LAS EMPRESAS MÁS ENDEUDADAS DE LA MUESTRA (PERÍODO 2010/2011)		
EMPRESA	MARGEN 2010	MARGEN 2011
Molinos	15,60%	14,90%
Variación Margen Molinos	-6,88%	-4,53%
Celulosa	25,48%	20,47%
Variación Margen Celulosa	16,81%	-19,25%
Pampa	18,51%	17,59%
Variación Margen Pampa	-15,50%	-4,98%
Cresud	53,36%	49,40%
Variación Margen Cresud	16,25%	-7,43%
Indupa	10,70%	12,66%
Variación Margen Indupa	18,32%	18,25%
Petrobras	25,18%	22,78%
Variación Margen Petrobras	-3,21%	-9,51%
Ledesma	34,83%	30,52%
Variación Margen Ledesma	1,37%	-12,39%

CUADRO 15 – EVOLUCIÓN VENTAS ENTRE LAS EMPRESAS MÁS ENDEUDADAS DEL PERÍODO 2010/2011 (cifras en miles de \$)		
EMPRESA	VENTAS 2010	VENTAS 2011
Ventas Molinos	10.544.473	12.795.535
Variación Ventas Molinos	31,23%	21,35%
Ventas Celulosa	1.150.755	1.425.091
Variación Ventas Celulosa	10,80%	23,84%
Ventas Pampa	4.748.557	6.774.519
Variación Ventas Pampa	15,99%	42,66%
Ventas Cresud	1.664.634	2.133.827
Variación Ventas Cresud	32,68%	28,19%
Ventas Indupa	2.481.101	3.169.390
Variación Ventas Indupa	19,83%	27,74%
Ventas Petrobras	14.442.000	14.278.000
Variación Ventas Petrobras	20,63%	-1,14%
Ventas Ledesma	2.452.709	3.052.082
Variación Ventas Ledesma	32,42%	24,44%

CUADRO 16 – EVOLUCIÓN RESULTADOS ANTES DE DIFERENCIA DE CAMBIO E INTERESES PARA EMPRESAS MÁS ENDEUDADAS EN 2010/2011 (cifras expresadas en millones de pesos)			
EMPRESA	CONCEPTO	2010	2011
Molinos	Resultado antes de dif. de cambio e intereses	694	723
	Diferencia de cambio	-109	-276
	Resultado después de dif. de cambio y antes de intereses	585	447
Celulosa	Resultado antes de dif. de cambio y antes de intereses	62	180
	Diferencia de Cambio	-8	-53
	Resultado después de dif. de cambio y antes de intereses	54	127
Pampa	Resultado antes de dif. de cambio y antes de intereses	315	-448
	Diferencia de Cambio	-72	-236
	Resultado después de dif. de cambio y antes de intereses	243	-684
Cresud	Resultado antes de dif. de cambio y antes de intereses	751	890
	Diferencia de Cambio	-53	-92
	Resultado después de dif. de cambio y antes de intereses	698	798
Indupa	Resultado antes de dif. de cambio y antes de intereses	40	88
	Diferencia de Cambio	-11	-25
	Resultado después de dif. de cambio y antes de intereses	29	63

CUADRO 16 – EVOLUCIÓN RESULTADOS ANTES DE DIFERENCIA DE CAMBIO E INTERESES PARA EMPRESAS MÁS ENDEUDADAS EN 2010/2011 (millones de pesos) (Cont.)			
EMPRESA	CONCEPTO	2010	2011
Petrobras	Resultado antes de dif. de cambio y antes de intereses	1.555	1.303
	Diferencia de Cambio	-221	-226
	Resultado después de dif. de cambio y antes de intereses	1.334	1.077
Ledesma	Resultado antes de dif. de cambio y antes de intereses	332	416
	Diferencia de Cambio	-13	-12
	Resultado después de dif. de cambio y antes de intereses	319	404

Fuente: Elaboración propia en base a los balances de las firmas, disponibles en el sitio web de la Comisión Nacional de Valores.

b) Para las firmas menos endeudadas del período:

CUADRO 17 – EVOLUCIÓN MARGEN BRUTO SOBRE VENTAS ENTRE LAS EMPRESAS MENOS ENDEUDADAS DE LA MUESTRA (PERÍODO 2010/2011)		
EMPRESA	MARGEN 2010	MARGEN 2011
Mirgor	12,23%	10,77%
Variación Margen Mirgor	-7,04%	-11,94%
Aluar	25,47%	25,35%
Variación Margen Aluar	-17,20%	-0,44%
Siderar	24,03%	21,92%
Variación Margen Siderar	-2,44%	-8,75%
Tenaris	39,04%	37,53%
Variación Margen Tenaris	-3,13%	-3,87%
Comercial del Plata	18,96%	20,51%
Variación Margen Comercial del Plata	-45,22%	8,14%

CUADRO 17 – EVOLUCIÓN MARGEN BRUTO SOBRE VENTAS ENTRE LAS EMPRESAS MENOS ENDEUDADAS DE LA MUESTRA (PERÍODO 2010/2011) (Cont.)		
EMPRESA	MARGEN 2010	MARGEN 2011
Holcim	33,74%	36,61%
Variación Margen Holcim	-5,31%	8,53%
Telecom	49,89%	51,37%
Variación Margen Telecom	-0,44%	2,95%
Alpargatas	29,22%	27,03%
Variación Margen Alpargatas	1,03%	-7,50%

Fuente: Elaboración propia en base a los balances de las firmas, disponibles en el sitio web de la Comisión Nacional de Valores.

CUADRO 18 – EVOLUCIÓN VENTAS ENTRE LAS EMPRESAS MENOS ENDEUDADAS DEL PERÍODO 2010/2011 (cifras en miles de \$)		
EMPRESA	VENTAS 2010	VENTAS 2011
Ventas Mirgor	1.704.017	3.373.539
Variación Ventas Mirgor	104,85%	97,98%
Ventas Aluar	3.889.039	4.661.184
Variación Ventas Aluar	17,47%	19,85%
Ventas Siderar	9.553.988	12.144.933
Variación Ventas Siderar	49,79%	27,12%
Ventas Tenaris⁵	7.711.598	9.972.478
Variación Ventas Tenaris	-5,37%	29,32%

⁵ Cifras expresadas en U\$, ya que esa es la moneda funcional de sus estados contables

CUADRO 18 – EVOLUCIÓN VENTAS ENTRE LAS EMPRESAS MENOS ENDEUDADAS DEL PERÍODO 2010/2011 (cifras en miles de \$) (Cont.)		
EMPRESA	VENTAS 2010	VENTAS 2011
Ventas Comercial del Plata	603.429	718.473
Variación Ventas Comercial. Del Plata	187,10%	19,07%
Ventas Holcim	1.540.678	1.870.927
Variación Ventas Holcim	22,31%	21,44%
Ventas Telecom	14.679.000	18.525.000
Variación Ventas Telecom	20,06%	26,20%
Ventas Alpargatas	926.212	1.193.603
Variación Ventas Alpargatas	27,41%	28,87%

Fuente: Elaboración propia en base a los balances de las firmas, disponibles en el sitio web de la Comisión Nacional de Valores.

CUADRO 19 – EVOLUCIÓN RESULTADOS ANTES DE DIFERENCIA DE CAMBIO E INTERESES PARA EMPRESAS MENOS ENDEUDADAS EN 2010/2011 (cifras expresadas en millones de pesos)			
EMPRESA	CONCEPTO	2010	2011
Mirgor	Resultado antes de dif. de cambio e intereses	62	179
	Diferencia de cambio	-8	-53
	Resultado después de dif. de cambio y antes de intereses	54	126
Aluar	Resultado antes de dif. de cambio y antes de intereses	1.019	1.407
	Diferencia de Cambio	-85	-65
	Resultado después de dif. de cambio y antes de intereses	934	1.342

CUADRO 19 – EVOLUCIÓN RESULTADOS ANTES DE DIFERENCIA DE CAMBIO E INTERESES PARA EMPRESAS MENOS ENDEUDADAS EN 2010/2011 (cifras expresadas en millones de pesos)			
EMPRESA	CONCEPTO	2010	2011
Siderar	Resultado antes de dif. de cambio y antes de intereses	2.783	2.241
	Diferencia de Cambio	-13	-64
	Resultado después de dif. de cambio y antes de intereses	2.770	2.177
Tenaris ⁶	Resultado antes de dif. de cambio y antes de intereses	1.682	1.987
	Diferencia de Cambio	-27	11
	Resultado después de dif. de cambio y antes de intereses	1.655	1.998
Comercial del Plata	Resultado antes de dif. de cambio y antes de intereses	53	-329
	Diferencia de Cambio	-76	-40
	Resultado después de dif. de cambio y antes de intereses	-22	-369
Telecom	Resultado antes de dif. de cambio y antes de intereses	3.072	3.884
	Diferencia de Cambio	-125	-85
	Resultado después de dif. de cambio y antes de intereses	2.947	3.799
Alpargatas	Resultado antes de dif. de cambio y antes de intereses	77	66
	Diferencia de Cambio	-1	-1
	Resultado después de dif. de cambio y antes de intereses	76	65

⁶ Cifras expresadas en U\$, ya que esa es la moneda funcional de sus estados contables

Los cuadros anteriores muestran que pese a que la mayoría de las firmas más rentables son a su vez las menos endeudadas, no existen evidencias concluyentes de que eso obedezca a una mayor eficiencia inherente a este tipo de empresas.

Efectivamente, la situación mencionada se da en un contexto generalizado de caída en los márgenes sobre ventas, que afectó a once de las quince firmas analizadas, seis de las cuales formaban parte del grupo de las ocho menos endeudadas.

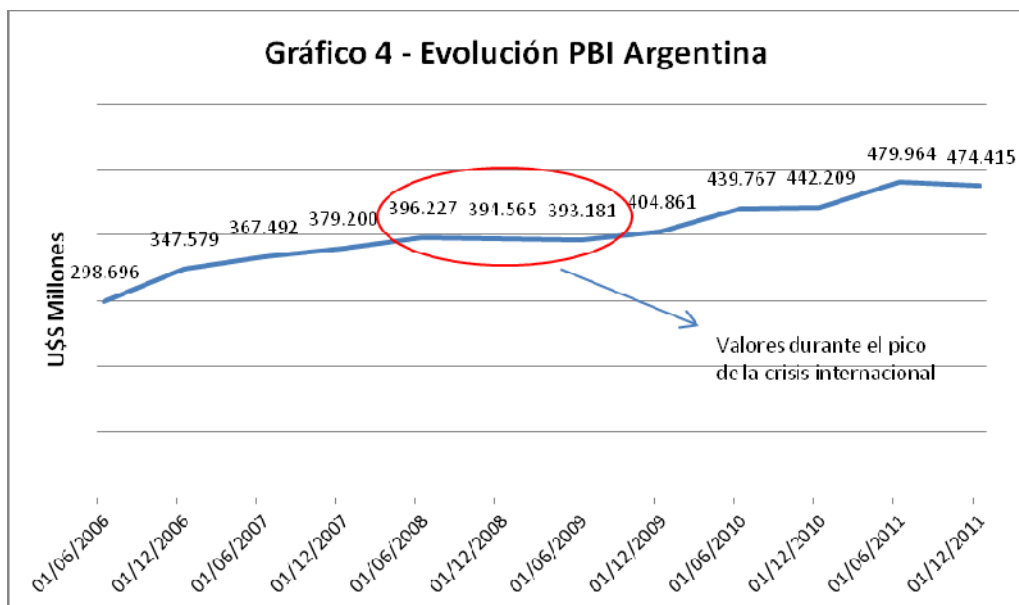
Tampoco puede afirmarse que las firmas con menor endeudamiento tuvieron un desempeño superior en cuanto a la evolución de sus ventas, dado que tanto en esta categoría de empresas como en las más endeudadas se verificaron sostenidos crecimientos en los montos facturados.

Por último, si bien las firmas con menor endeudamiento detentan el liderazgo en cuanto a rentabilidad, la gran mayoría de ellas vio disminuir la misma en relación a sus niveles previos a la crisis, ya que en cinco de esas ocho empresas la rentabilidad en 2010/2011 fue menor que en 2006/2008.

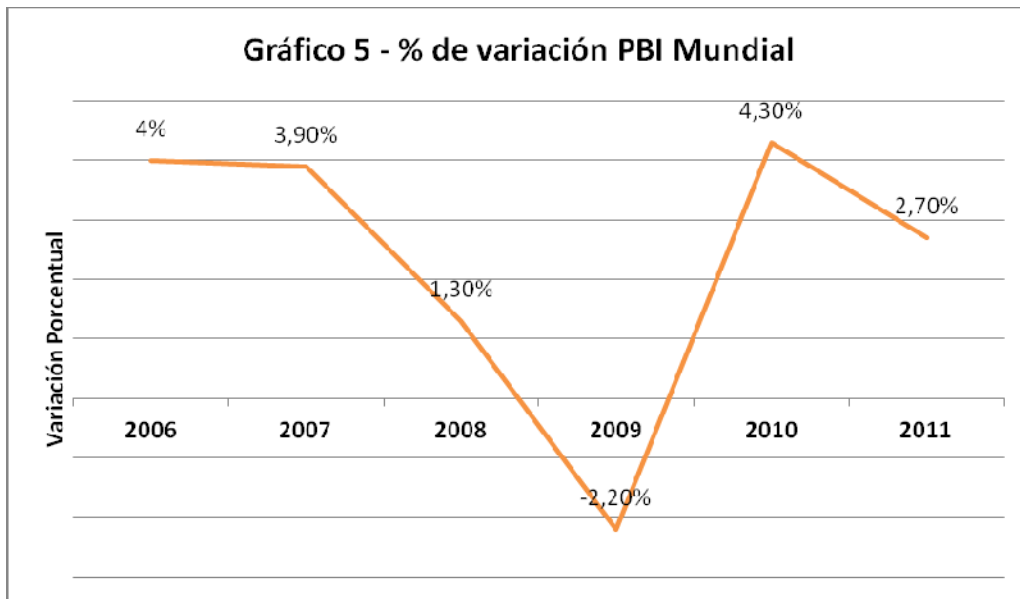
Por lo expresado, vuelve a hacerse presente aquí, e incluso en forma más clara que en la crisis de 2009, el hecho de que no existiría vínculo entre los niveles de eficiencia operativa y los de endeudamiento, pero es este último el que en ciertas circunstancias puede terminar condicionando la rentabilidad final de las empresas.

CAPÍTULO 6: EVOLUCIÓN DEL CONTEXTO ECONÓMICO FINANCIERO

Como forma de respaldar aseveraciones de suma relevancia formuladas a lo largo del presente trabajo, a continuación se expone el comportamiento de una serie de indicadores altamente representativos del entorno en el que debieron desenvolverse las compañías analizadas.

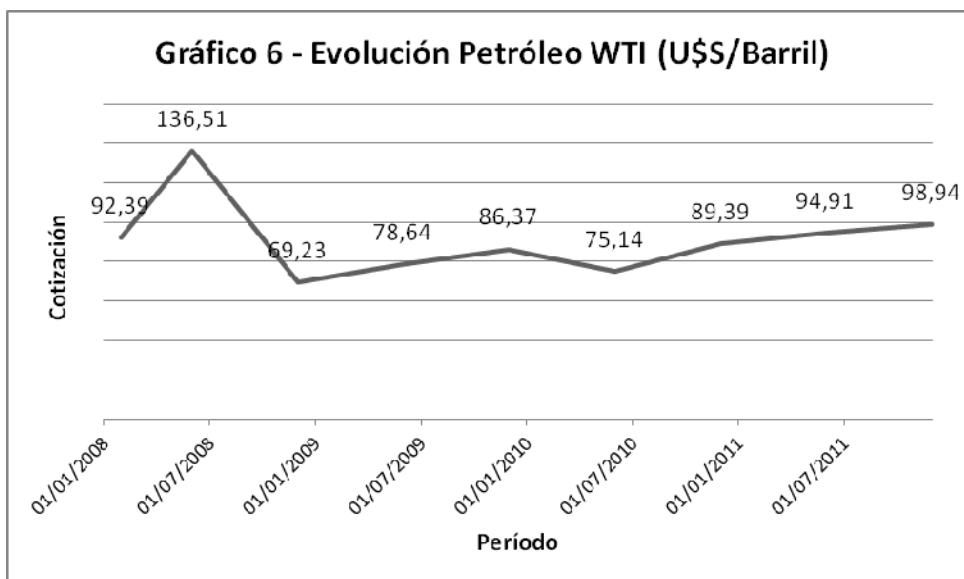


Fuente: Elaboración propia en base a información contenida en la página web del Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (www.indec.gov.ar)



Fuente: Página web del Banco Mundial (www.bancomundial.org)

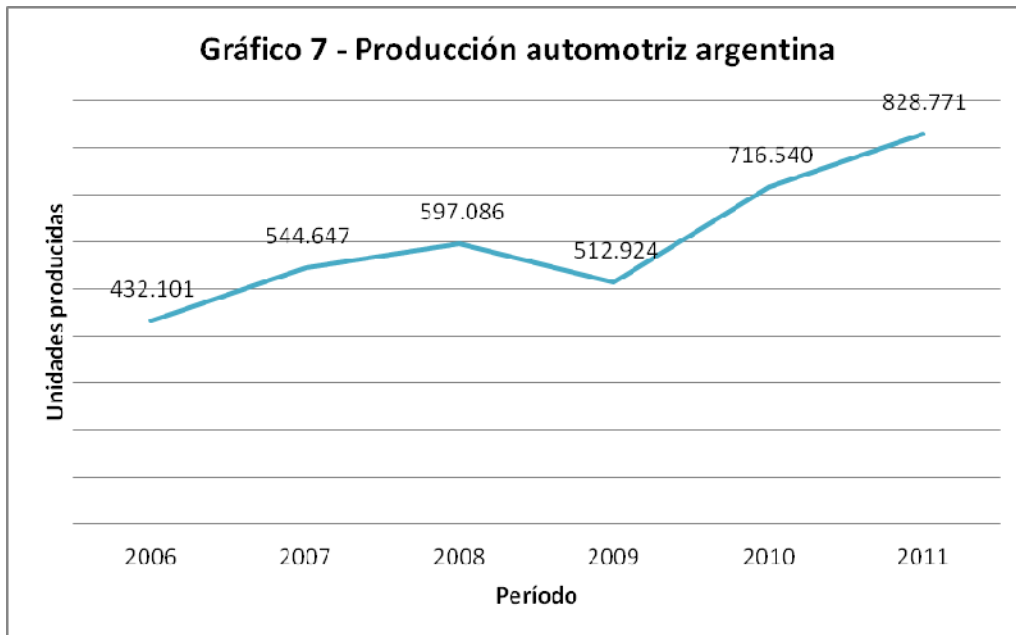
Nótese como durante el año 2009 tanto la economía argentina como la internacional se vieron sometidas a disminuciones en el Producto Bruto, lo cual significó en la existencia de un contexto un entorno macroeconómico adverso para todas las empresas de la muestra, tanto las orientadas mayormente al mercado externo como las que se concentran principalmente en el territorio argentino.



Fuente: Elaboración propia en base a información contenida en la página web de Puente Hermanos Sociedad de Bolsa S.A. (www.puentenet.com)

Indicador fuertemente vinculado a la evolución de los ciclos económicos. Altamente representativo de las dificultades por las que debieron pasar firmas como Petrobras Argentina y Tenaris.

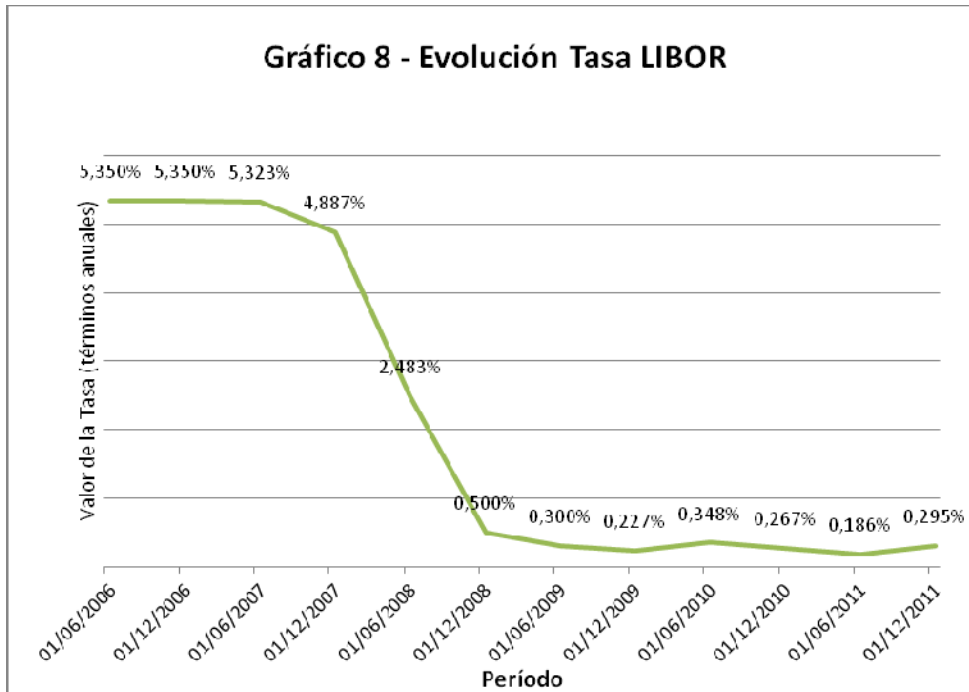
En el caso de Petrobras, el gráfico expresa una lógica disminución en los precios de venta de gran parte de los productos que elabora, mientras que para Tenaris, bajas en los precios del petróleo implican un abrupto descenso en la actividad de exploración de petróleo a nivel mundial, lo que se traduce en una disminución en la demanda de los productos comercializados por esa firma.



Fuente: Asociación de Fábricas de Automotores (ADEFA): www.adefa.com.ar

Otro indicador productivo fuertemente vinculado a los ciclos económicos.

Puede visualizarse cómo en Argentina la producción de 2009 resulta inferior a la de los dos años previos, lo cual impactó en los niveles de actividad de firmas como Siderar y Mirgor, recuperándose fuertemente en los dos años posteriores.



Fuente: Página web del Banco Central de la República Argentina (www.bcra.gob.ar)

Nótese que la evolución de esta tasa, base de cálculo de la mayoría de los préstamos variables a nivel mundial, en ningún momento representó una fuente de complicación para las firmas endeudadas, dado su continuo descenso a lo largo del período analizado.

Puede apreciarse entonces cómo los gráficos anteriores confirman plenamente que durante el período bajo estudio existieron ciclos económicos claramente diferenciados, ello sin mencionar que, dados sus profundos efectos a nivel mundial y nacional, la crisis de 2008/2009 tuvo una amplia cobertura en todo tipo de medios y publicaciones, con lo cual la misma fue prácticamente de público conocimiento. .

PARTE 3:

PAUTAS PARA GESTIONAR EL ENDEUDAMIENTO CORPORATIVO: PROPUESTA EN BASE A LAS EVIDENCIAS OBTENIDAS

CAPÍTULO 7: REFLEXIONES FUNDAMENTALES

En base a las evidencias obtenidas, y más allá de las limitantes propias de comparar cifras que en general pertenecen a industrias diferentes y haber centrado el análisis en empresas que conforman las principales corporaciones del país, se puede concluir que:

- Las compañías con mayor endeudamiento tienden a ser más vulnerables cuando operan en mercados con alta sensibilidad a los ciclos económicos adversos, tal como queda evidenciado en el análisis de los márgenes sobre ventas y de los resultados antes y después de diferencias de cambios vinculadas a pasivos financieros.
- Vinculado con el punto precedente, un descenso en los márgenes sobre ventas, persistente en el tiempo, estaría evidenciando mayores niveles de vulnerabilidad a los ciclos, máxime cuando la deuda se toma fundamentalmente en moneda extranjera.
- Por el contrario, de acuerdo a los indicadores de desempeño de los años 2006 a 2008, durante los períodos de crecimiento económico no surge una relación clara, ya sea positiva o negativa, entre niveles de endeudamiento y rentabilidad corporativa.

Entendiendo que la rentabilidad es una de las formas en que puede manifestarse el valor de una compañía, esta falta de vínculo con los niveles de deuda guarda coherencia con lo expresado en la Parte 1 de la presente tesis, cuando al abordar los postulados formulados por Modigliani y Miller en 1958, se mencionó que el valor de mercado de una firma era independiente de su estructura de capital.

En ese mismo trabajo, los autores consideraban entonces que el valor de las empresas respondía fundamentalmente a su actividad real y no a las fuentes de financiamiento de su capital. Lo propio parece ocurrir con las compañías del Merval 25 durante los primeros tres años de la serie analizada, ya que se observó cómo su rentabilidad obedeció más bien a la evolución en los niveles de facturación y en los márgenes sobre ventas que a la variación en los índices de endeudamiento.

- 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 (Telecom y Aluar) se encuentran dentro del grupo de las menos endeudadas, cuando en el ciclo 2006/2008 eran parte de las compañías con mayor deuda, lo que constituye evidencia de que ambas firmas encararon un proceso de desendeudamiento.

Esta situación estaría indicando que en la medida de que sus niveles de rentabilidad y necesidades de fondos lo permiten, las empresas buscan apoyarse principalmente en recursos provenientes de fuentes propias, lo que tendría cierto correlato con la teoría del “Pecking Order” formulada por Myers y Majluff, que fuera citada en la primera parte de la tesis.

Dicho correlato tendría sus matices, dado que en aquel trabajo se mencionaba que las empresas preferían endeudarse antes que ampliar su capital vía oferta pública de acciones, pero no fue ese el caso de Aluar, dado que la firma redujo notoriamente su endeudamiento a través de una exitosa emisión accionaria en septiembre de 2009.

Por otro lado, puede recordarse, de lo tratado en el primer tramo de la tesis, que esta política de reducir deuda por medio de aportes públicos de capital se condice con lo observado por Harris y Raviv en 1991, respecto de que los mercados solían recibir positivamente las emisiones accionarias destinadas a disminuir el endeudamiento, lo que relativiza el alcance de la teoría del Pecking Order.

- Asimismo, los citados casos de Aluar y Telecom en el período 2010/2011 permiten inferir que no necesariamente las empresas más rentables recurren al endeudamiento como forma de lograr ahorros impositivos.

Ello es consecuente con lo expresado en los fundamentos teóricos de la tesis, cuando se explicó que Myers mencionaba que las empresas pueden recurrir a otras variantes de ahorro fiscal que no modifican la estructura de capital, o con lo formulado en relación al Impuesto a la Ganancia Mínima Presunta, el cual al actuar como complemento del Impuesto a las

Ganancias limita la efectividad en Argentina de utilizar a los intereses de las deudas como herramienta de ahorro impositivo.

Cualquiera sean las causas, queda en claro que, en nuestro país, la cuestión fiscal no pareciera ser preponderante a la hora de configurar la estructura de capital de las empresas más rentables, al menos en los últimos años.

- La evolución de la tasa LIBOR, en continuo descenso a lo largo de todo del período bajo análisis, constituye un fuerte indicador de que las turbulencias suscitadas en las empresas con mayor deuda se debieron más a cuestiones vinculadas con el volumen de sus pasivos y con la moneda en que éstos se contrajeron que al hecho de haber pautado tasas de interés variables.
- Lo que queda en claro de lo relevado, tanto para las firmas más endeudadas como para las que menos lo estaban, es que 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 todos 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 la devaluación de la moneda local suele ser una receta clásica de los gobiernos para intentar reactivar la economía, cosa que de hecho ocurrió en Argentina entre el segundo semestre de 2008 y el primer semestre de 2009, tal como lo evidencia la evolución del tipo de cambio expuesta en el Cuadro 5.

La cuestión de las deudas tomadas en divisa extranjera no suele ser tratada por la bibliografía referida a estructuras de capital, pero a lo largo del trabajo ha ido quedando en evidencia la relevancia fundamental que tiene para las empresas que contratan este tipo de préstamos, en virtud de las eventuales variaciones en los tipos de cambio.

De todos modos, no se trata de un aspecto ignorado en materia de finanzas corporativas, ya que suele ser abordado cuando se exponen los diferentes instrumentos financieros de cobertura.

- Las cifras analizadas no arrojan evidencia concluyente que permita suponer la existencia de costos indirectos de insolvencia afectando la performance de las empresas relevadas, dado que cuando la mayoría de las firmas más endeudadas vio caer sus índices de eficiencia operativa (expresados fundamentalmente a través del margen sobre ventas), lo propio ocurrió también en las empresas con menos deudas.

De todas formas, aquí podría estar jugando una de las limitantes mencionadas en cuanto al tipo de información disponible, dado que al tratarse de firmas que se encuentran entre las más importantes del país, no sería desatinado suponer que esa importancia relativa actúa como un activo intangible, el cual les brinda un poder de negociación tal que les permite sortear o mitigar notoriamente los costos indirectos de insolvencia, algo que muy probablemente no resulte factible en empresas de menor envergadura.

CAPÍTULO 8: PAUTAS DE ACCIÓN BASADAS EN LAS CONCLUSIONES SOBRE EL ENDEUDAMIENTO

Del relevamiento y conclusiones del presente trabajo 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 sí se pudo delinear es un marco conceptual, el cual servirá de base para el diseño de las herramientas de análisis de información que permitan orientar adecuadamente la política de endeudamiento corporativo.

Para contribuir a ello, y como corolario de esta tesis, se formula la siguiente guía, la cual bajo un esquema de presentación basado en los diagramas de decisiones recomienda diferentes cursos de acción a implementar para una empresa que evalúa endeudarse o tomar nueva deuda.

Tales cursos de acción se plantean más como pauta orientativa que como regla de cumplimiento inexorable, 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.

El carácter gráfico y sintético de la guía elaborada exige aclarar el significado que adquieren los principales nodos involucrados:

Nodo 1: Definición de la estrategia corporativa

A riesgo de resultar obvios, resulta necesario expresar que la decisión de endeudarse debe obedecer a una estrategia empresarial delineada previamente, en la que se determinen los objetivos fundamentales que la compañía deberá cumplir a futuro y los medios para lograrlos, dentro de los cuales podrían o no encontrarse los fondos obtenidos mediante préstamos de terceros.

Planteado de esta manera, se evita caer en situaciones que coyunturalmente harían aconsejable ingresar en un proceso de toma de deuda (ej: una fuerte baja en las tasas de interés), pero que al mismo tiempo podrían estar siendo totalmente incompatibles con la estrategia empresarial.

Si por el contrario, la situación que haría preferible el endeudamiento tiene visos de pasar a ser estructural y no coyuntural (ej: períodos con tasas de interés real negativas), eventualmente se deberá evaluar la necesidad de replantear la estrategia corporativa, modificando los objetivos formulados y/o los medios para cumplirlos.

Nodo 5: ¿Datos disponibles para la industria?

Otro interrogante que puede resultar obvio, pero que constituye un recaudo básico a tener en cuenta. Deben sondearse indicadores de endeudamiento correspondientes a firmas pertenecientes a un rubro de actividad similar al de la empresa analizada, de manera que se pueda determinar un índice de deuda promedio para la industria.

Para la presente tesis el indicador utilizado fue el de la deuda sobre el total de activos, pero nada quita que se considere otro ratio que pondere la influencia de los pasivos financieros sobre una base razonable.

Si el endeudamiento que la empresa evalúa contraer la deja por encima de los niveles promedio de deuda del sector en el que se desenvuelve, no significa que automáticamente se deba desestimar la posibilidad de endeudarse, pero mínimamente obligará a que sus administradores se formulen el interrogante acerca de si el destino que se dará a los fondos obtenidos en préstamo justifica esa situación en cierta medida atípica.

De allí la pregunta que se expresa en el nodo 10) acerca de si existen estrategias u oportunidades diferenciadoras que demanden una cantidad de fondos fuera de los estándares de la industria. Si no fuera ese el caso, muy probablemente la deuda se esté tomando para cubrir déficits estructurales de fondos, situación para nada recomendable, y que obliga a un profundo replanteo estratégico de la compañía.

Ante el supuesto de la carencia de datos disponibles para la industria, planteado en el nodo 6), la decisión de endeudarse se evalúa sin contar con un punto de referencia de vital importancia, con lo cual también en este caso se hace necesario formular el interrogante acerca la existencia de estrategias u oportunidades extraordinariamente favorables que justifiquen incurrir en un proceso de endeudamiento.

Por otro lado, cabe aclarar que ante casos como los mencionados en el párrafo precedente, las empresas en lugar de endeudarse suelen recurrir a otras fuentes de financiamiento, dado que resulta poco probable que existan prestamistas dispuestos a financiar firmas que se desenvuelven en mercados con muy poca información sobre sus características elementales. Eventualmente, dicha limitante puede subsanarse con la existencia de activos fácilmente liquidables entregados en garantía del repago de la deuda tomada.

Nodo 13: ¿Mejoras en la rentabilidad?

Este proceso resulta de fundamental importancia a la hora de evaluar las posibilidades reales de llevar a la práctica las estrategias u oportunidades diferenciadoras mencionadas en el punto anterior, ya que consiste en cuantificar de manera coherente lo que se estima serán los efectos favorables de la decisión tomada por la empresa, al establecer relaciones hipotéticas de causa efecto entre la deuda tomada, el destino de la misma y su impacto en la rentabilidad de la firma.

Se aclara aquí que si bien, en secciones anteriores de la presente tesis, se consideraba rentabilidad a la utilidad antes de intereses e impuestos medida sobre los activos promedio de la compañía, a los efectos del presente nodo dicho concepto puede avanzar incluso hasta el resultado final.

Tal ampliación del significado de rentabilidad obedece a que el endeudamiento puede haberse decidido con el objeto de disminuir costos impositivos, dada la posibilidad de deducir, de la base de cálculo del Impuesto a las Ganancias, los

intereses provenientes de la deuda financiera, si bien ya se ha explicado que tal alternativa, en la práctica, resulta de aplicación limitada en nuestro país, dadas las características del sistema tributario argentino.

Si la toma de deuda no implicará mejoras en la rentabilidad de la firma, en general sería recomendable descartar la idea de endeudarse, aunque eventualmente, de no exceder el promedio propio de la industria, puede justificarse un endeudamiento con vistas a resolver situaciones coyunturales.

Lo propio también sería aplicable a empresas con un endeudamiento mayor al promedio del mercado pero que deben afrontar situaciones imprevistas y urgentes. En casos como estos no resulta desatinado endeudarse si la compañía tiene fundadas expectativas de contar a la brevedad con los fondos que le permitan repagar rápidamente la deuda contraída.

Nodo 16: ¿Ciclos recesivos a mediano plazo?

A los efectos del presente trabajo, se entiende por recesión no sólo a las fases descendentes de los ciclos económicos, expresados fundamentalmente a través de una disminución en el PBI, sino también a las disminuciones en los niveles de actividad, medidos en cantidades y/o términos monetarios, para un sector económico en particular.

Surge aquí además, el interrogante acerca de cuánto tiene que durar una fase descendente del ciclo económico o de la retracción en la actividad sectorial para ser considerada recesión.

Al respecto, se entiende que existe recesión cuando la caída en los niveles de actividad se prolonga durante dos trimestres consecutivos. Tal criterio hoy ya se encuentra superado a nivel doctrinario, pero aún está ampliamente difundido en la prensa especializada en temas económicos y financieros, considerándose satisfactorio a los fines de la tesis.

En cuanto a este nodo en particular, se trata tal vez de uno de los puntos con mayor dosis de subjetividad incorporados al presente diagrama, ya que el curso de acción a seguir depende totalmente de las expectativas de los administradores de la firma.

De todas formas, subjetividad no necesariamente implica arbitrariedad, sino la aplicación de diferentes juicios de valor, que mientras mejor fundamentados estén, mayor grado de certeza otorgan a la hora de decidir.

En este sentido, independientemente de la evolución de diversos indicadores macro económicos, las empresas que atienden al sector corporativo, principalmente las de base industrial, cuentan con la posibilidad de estimar con mayor precisión y antelación los ciclos negativos, al tomar en cuenta la evolución en cantidades y montos de las órdenes de compra cursadas por sus clientes, máxime cuando dichas órdenes se emiten con cierta anticipación a la efectiva fecha de producción y entrega de los bienes adquiridos.

También pueden resultar de suma utilidad las proyecciones específicas que suelen efectuar las cámaras empresarias que agrupan a diferentes firmas de un mismo sector económico.

Para las empresas enfocadas principalmente en la comercialización de bienes y servicios de consumo final, ya no resulta tan sencillo predecir los ciclos económicos, más allá del monitoreo de variables críticas de la economía en su conjunto.

Asimismo, autores como Pascale (2006) entienden que si bien el seguimiento de los indicadores macroeconómicos es válido, éstos suelen ser los últimos en comenzar a encender luces rojas previas a las crisis, siendo entonces necesario prestar atención a ciertos signos que suelen manifestarse con anterioridad, a saber:

- Destrucción de valor: Los títulos de deuda y capital correspondientes a las principales empresas de un país valen cada vez menos.
- Cobertura de interés: Es el cociente entre el flujo de efectivo que una compañía genera en un determinado período dividido los pagos en concepto de intereses para el mismo período. Cuando en una economía, gran cantidad de sus empresas arrojan valores por debajo de dos para este indicador, aumenta el riesgo de bancarrotas generalizadas. Al respecto, Pascale cita el caso de Corea del Sur en 1999, donde el 40% de las compañías que cotizaban en bolsa alcanzaron valores menores a uno para este ratio.

- Portafolio activo de los bancos: El crecimiento de esta variable en más de un 20% real por más de un año indica una alta probabilidad de que se trate de préstamos que se convertirán en activos financieros de dudosa calidad, lo que podría constituir el elemento disparador de una crisis de origen financiero que derive en recesión.
- Retiros de depósitos: La disminución de los depósitos en el sistema bancario, acaecida de manera sostenida por más de dos trimestres consecutivos, es otro indicador de probables inconvenientes en el sistema financiero, que también pueden traducirse en ciclos económicos recesivos.
- Cartera incobrable: Cuando el saldo de créditos de dudosa cobrabilidad supera el 5% del portafolio de los bancos, se están generando señales que alertan tanto sobre una crisis sistémica del sector financiero como sobre diversos tipos de dificultades que está afrontando la economía en su conjunto.
- Burbujas de precios de los activos: Un indicador de que el crecimiento económico de un país no se basa en factores sustentables a largo plazo lo constituye el hecho de que los precios de los activos vinculados con las actividades de mayor dinamismo crezcan más de un 20% anual a lo largo de varios años. Si a su vez esos activos constituyen garantías de préstamos, ello da una pauta de la vulnerabilidad de los mercados financieros y de capitales.

Como puede apreciarse, más allá del componente subjetivo que necesariamente conlleva la estimación de futuras recesiones, existen diversas maneras de formarse un razonable juicio de valor que permita ponderar las probabilidades de ingresar en un ciclo negativo, ello sin mencionar la posibilidad de recurrir al asesoramiento de expertos en materia económica.

De descartarse las posibilidades inmediatas de una recesión, y sujetos a los condicionantes expuestos en los nodos anteriores, la empresa estaría en situación de iniciar un proceso de endeudamiento, restando solamente evaluar los términos en que se otorgaría el préstamo.

Si por el contrario se considera factible el ingreso en un ciclo recesivo, se deberán evaluar las alternativas que se desprenden del nodo 18).

Nodo 19): ¿La compañía es sensible a los ciclos recesivos?

Si las estimaciones de los administradores consideran altamente probable la ocurrencia de un ciclo económico negativo en el corto o mediano plazo, se hace necesario también efectuar supuestos acerca de cómo impactaría esa recesión en los niveles de actividad de la empresa.

En esto resulta clave inferir primero cómo reaccionará ante la recesión la industria en la que se desenvuelve la empresa.

Para ello, una cuestión elemental a tener en cuenta es el tipo de mercado al que se dirige la firma, considerando lo mencionado en la Parte 2 de la tesis, respecto de que las compañías enfocadas en los mercados corporativos tienden a ser más sensibles a las recesiones que las que atienden a los mercados de consumo final, algo que quedaba expuesto en los casos de Molinos y Telecom, empresas que prácticamente no sufrieron los efectos de la crisis económica de 2008/2009 (De hecho, en ese período Telecom incluso continuó creciendo fuertemente en facturación y márgenes operativos).

Hecha esta primera clasificación, resulta necesario efectuar un análisis histórico que permita revelar cómo se vio afectada la industria en recesiones anteriores, de manera que ello sirva de base para suponer el efecto de la recesión esperada, ya que incluso tratándose de sectores industriales a los que afecta el ciclo negativo, la profundidad del impacto recesivo suele variar notoriamente en función del mercado en el que se desempeñan.

Si la compañía tiene la antigüedad suficiente, también resultará de utilidad conocer el desenvolvimiento de la empresa en recesiones previas.

De todas formas, estimar el impacto de los ciclos recesivos necesariamente implica tomar decisiones en un marco de alta incertidumbre, ya que a fin de cuentas se están realizando inferencias sobre sucesos que todavía no ocurrieron.

Es así que, en el mejor de los casos, lo que este tipo de análisis permiten hacer es mitigar el riesgo de tomar decisiones que resulten poco recomendables, pero nunca brindarán una certeza absoluta sobre el impacto de una crisis proyectada.

De hecho, existen autores como Taleb (2007), quienes sostienen que proyectar en base a experiencias pasadas resulta de dudosa utilidad, dado que las crisis más

dañinas suelen ser las que obedecen a factores que no estuvieron presentes en las anteriores.

Ante esto, podría ocurrir que sectores que tradicionalmente se consideraron indemnes a las recesiones se vean afectados por la próxima crisis sin que así lo esperen.

De todos modos, la experiencia de 2008/2009 demuestra que si bien la recesión internacional obedeció a factores realmente novedosos y fue especialmente virulenta, en cierta medida la forma de encararla en la mayoría de los países no difirió demasiado de las recetas anticíclicas implementadas a mediados de los años treinta del siglo XX, lo que demuestra que las lecciones del pasado efectivamente pueden contribuir al aporte de soluciones.

Aún más, en esta misma tesis quedó en claro que al menos en Argentina las empresas más afectadas en 2009 fueron las de base industrial orientadas al mercado corporativo, mientras que las enfocadas en el mercado de consumo final no sufrieron mayores inconvenientes, algo consistente con la experiencia de crisis anteriores.

Asimismo, si se fuera al extremo de suponer un escenario catastrófico, caracterizado por una profunda depresión económica que afecta incluso a sectores que las anteriores recesiones no perjudicaron, estaríamos ya en presencia de una situación sumamente grave. La misma, podría llevar a la bancarrota tanto a las empresas endeudadas como a las que no lo están, de modo que la cuestión de los niveles de endeudamiento pasaría a ser casi anecdótica.

Volviendo a escenarios más habituales, si la empresa estima que sufrirá un fuerte impacto negativo a consecuencia de la futura recesión, lo recomendable será que configure una estructura de capital que no aumente los niveles actuales de endeudamiento, y que en la medida de lo posible tienda a disminuirlo.

Por el contrario, si se espera que la crisis no implique efectos adversos en la compañía ó bien que éstos resulten de escasa significatividad, la firma estaría en condiciones de encarar el proceso de endeudamiento que se encontraba evaluando, restando sólo proceder a efectuar el análisis que permita responder la pregunta del nodo 22.

Nodo 22): ¿Repago compatible con flujo de fondos?

Formular el interrogante planteado en este nodo puede parecer algo más que evidente, pero resulta importante tenerlo en cuenta, a fin de evitar soslayar cuestiones elementales que den por tierra con las conclusiones resultantes de los análisis de mayor complejidad efectuados previamente.

Asimismo, si bien es habitual que quien se endeuda tiende a evaluar que los servicios del pasivo a contraer estén “calzados” con su flujo de fondos, lo que esta tesis pretende, entre otras cosas, es contribuir a determinar el momento en que resulta conveniente efectuar esta evaluación, la cual adquiere mayor utilidad si se encara una vez que se fueron respondiendo los interrogantes planteados previamente, y que fueron explicados en el Diagrama de Decisiones.

En cuanto a la manera de determinar si los flujos que genera la empresa en un período determinado son compatibles con los servicios de la deuda a contraer, existen diversas formas, pudiéndose partir de una de las más sencillas, que obedece a la siguiente fórmula:

$$\underline{\mathbf{GN + I + D}} = \mathbf{Cobertura\ del\ Servicio\ de\ Deuda}$$

$$\mathbf{I+P}$$

En donde:

GN: Resultado final de la empresa para el período considerado, luego de impuestos e intereses.

D: Amortizaciones

I: Intereses

P: Capital de la deuda

Esta fórmula, si bien efectúa una primera aproximación al flujo de caja, no necesariamente refleja la liquidez real de una compañía para el período bajo análisis, ya que no toma en cuenta cuestiones tales como variaciones del stock de bienes de cambio, financiación otorgada por proveedores, evolución de las cuentas por cobrar, etc., las cuales tienen una innegable y significativa influencia en la generación de efectivo de una empresa.

Por tal motivo, el ratio al que se arribe con la fórmula debe considerarse una aproximación preliminar al repago de deudas, la cual puede refinarse con un análisis de base financiera en lugar de económica, en donde los términos del numerador se reemplacen por las proyecciones de caja previas al pago de los servicios de la deuda.

Contar con los datos derivados de esas proyecciones puede resultar un tanto más complejo que obtener los expresados en la fórmula original, pero con las herramientas informáticas disponibles en la actualidad, ello está bastante lejos de ser un mero enunciado teórico.

De todas formas, sea con base económica o financiera, la Cobertura del Servicio de Deuda estará expresando únicamente un valor, el cual si bien algo informa sobre la capacidad de repago de la empresa, poco dice si la misma es suficiente para afrontar hechos imprevistos de diversa índole, desde recesiones que no pudieron predecirse en los análisis previos hasta factores políticos o naturales que generen ciertas restricciones en la generación de fondos.

Siempre suponiendo que el ratio al que se arribó es superior a 1, una manera muy simple de determinar con este indicador la robustez de la compañía para cubrir satisfactoriamente sus servicios de deuda consiste en comparar el resultado obtenido con el equivalente para el resto de la industria, o al menos para las empresas referentes del sector, entendiéndose que valores por encima del promedio sectorial estarían evidenciando una razonable capacidad de cobertura de los servicios, independientemente de imprevistos de diversa índole.

De todas formas, valores por debajo de ese promedio no habilitan a pensar automáticamente que la estructura de servicios de la deuda que se piensa contraer resulta incompatible con la capacidad de la firma para generar caja, pero al menos brindan una primera alerta, quedando sujeto al juicio de valor de los administradores si la misma es suficiente, y en donde cocientes cada vez más cercanos a 1 indican que el margen de maniobra es más reducido.

Si no se pudiera contar con información para el resto de la industria, puede resultar de utilidad la experiencia previa de la compañía en casos anteriores, si bien ya el riesgo podría estar resultando mayor, dado que se trata de una base cuyo sustento empírico es más limitado.

Aún más complicado resulta este análisis si se trata de una empresa totalmente innovadora, para la cual no existen otras firmas comparables. Caso similar ocurre en aquellas firmas que resultan ser las únicas del mercado en el que operan.

Puede notarse entonces, que aquí también nos encontramos con otra componente del proceso de evaluación en la que existirán ciertas dosis de subjetividad, sirviendo entonces la información disponible para arribar a un juicio de valor mejor fundamentado.

Ante esta situación, un complemento de suma utilidad al valor del ratio de Cobertura del Servicio de Deuda lo constituye la recomendación efectuada por Pascale (2008) de efectuar una proyección de escenario sumamente adverso, caracterizado al menos por la concurrencia de los siguientes factores:

- Caída del 25% en las ventas en pocos meses.
- Corte abrupto de las líneas de crédito
- Las tasas de interés se triplican en cuestión de semanas
- Se producen fuertes y abruptas devaluaciones

Si al sensibilizar el impacto de este escenario, resulta que la compañía aún puede generar el flujo de caja necesario para atender sus servicios, se estaría en presencia de una buena base para afirmar que la empresa cuenta con la capacidad para atender el pago de sus deudas, incluso ante el impacto fuertemente adverso de situaciones imprevistas.

Por otro lado, si la simulación efectuada indicara que la empresa no estaría en condiciones de pagar sus deudas, se podrían ir elaborando planes de contingencia que mitiguen el impacto de ese contexto cuasi catastrófico, con lo que de todos modos sería válida la decisión de tomar deuda, máxime cuando se estima que las probabilidades de ocurrencia de sucesos tan extremos son bajas.

Asimismo, esta recomendación resulta compatible con las ideas de autores como Taleb, mencionadas en al tratar el nodo 19.

De todas formas, más allá de escenarios recesivos o imprevistos, hay que tener en cuenta que la fórmula de Cobertura del Servicio de Deuda parte del supuesto de que las cuotas son perfectamente predecibles, cuando en realidad no siempre ello es así.

En efecto, si los préstamos son contraídos a tasa variable y/o en moneda extranjera, variarán los montos de los servicios en función de la evolución de la tasa de interés y/o el tipo de cambio.

De esta manera, incluso cuando no se estimen escenarios recesivos o desestabilizadores, lo cierto es que existen casos en que los préstamos pueden encarecerse fuertemente debido a la evolución de dos variables de suma importancia como son la tasa de interés y el tipo de cambio.

La cuestión de la tasa de interés puede resolverse contratando los préstamos a tasa fija, los cuales suelen ser bastante más costosos que los de tasa variable, con lo que su mayor costo podría llegar a diluir los beneficios del menor riesgo.

En todo caso, puede resultar más conveniente elegir los préstamos a tasa fija cuando éstas se encuentran en niveles históricamente bajos, con lo que pese a la existencia de una brecha con la tasa variable, de todas formas seguiría existiendo la posibilidad de endeudarse a bajo costo.

Incluso cuando se optara por tasas variables, el riesgo puede atemperarse mediante la contratación de SWAPS de tasas de interés, que permiten convertir en fija la tasa de los préstamos contratados a interés variable.

Aquí nuevamente debe ponderarse si el riesgo de aumento de tasas lo justifica, dado que estos instrumentos suelen ser costosos. De hecho, el grueso de los préstamos tomados a tasa variable en Argentina se basa en la evolución de la tasa LIBOR, la cual durante todo el período bajo análisis ha descendido de manera sostenida, motivado en gran parte por la acción de los distintos Bancos Centrales en el mundo para contribuir a la recuperación económica durante y luego de la crisis de 2008/2009.

Una muestra de ese costo lo constituye el hecho de que las empresas de la muestra analizada que contrataron SWAPS terminaron reconociendo quebrantos derivados de dicha operatoria, debido a la evolución a la baja de la tasa de interés variable.

De todas formas, es aquí la aversión al riesgo que tengan los administradores la que determinará si los préstamos se toman a tasa fija o a tasa variable, entendiendo desde ya que con cualquiera de ellas la empresa tomó en forma previa diversas precauciones para contar con la capacidad de repago suficiente.

En cuanto al riesgo de tipo de cambio, debe aclararse primero que la normativa del Banco Central de la República Argentina admite la posibilidad de endeudarse en moneda extranjera sólo para aquellas empresas que tengan la capacidad de generar ingresos también en moneda extranjera, lo cual excluye de este riesgo a las empresas que se orientan exclusivamente al mercado interno.

De tratarse de compañías que pueden tomar deuda en moneda extranjera, la principal posibilidad de atemperar el impacto de depreciaciones en el tipo de cambio surge de la contratación de precios a futuro para la adquisición de las divisas con que se cancelarán los servicios, los cuales si bien pueden ir variando a lo largo del tiempo, otorgan mayor previsibilidad a las fluctuaciones.

Otra forma de morigerar los impactos devaluatorios surgiría de una mayor competitividad de los precios de exportación producto de la depreciación del Peso Argentino, pero del mismo análisis efectuado para las empresas del Merval 25 surge que esto no se traduce tan rápido en mayores ingresos, máxime en períodos recesivos.

Por último, resulta también de utilidad una apreciación efectuada por Pascale (2006), en la que se resalta la necesidad de lograr cierta armonía entre los plazos de los pasivos contraídos y el tipo de activo que los mismos están financiando.

Es así que, tomada la decisión de endeudarse, aquellos activos cuyo volumen en stock deriva del ciclo de producción y comercialización de la empresa (ej: bienes de cambio) deberían financiarse con pasivos de corto plazo, en tanto que el resto de los activos se debería atender con deuda a mediano y largo plazo.

Descriptos los nodos centrales que lo componen, se entiende que el Diagrama diseñado no sólo ayuda a clarificar el proceso de análisis necesario para configurar la estructura de capital corporativo, sino que además permite 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.

CAPÍTULO 9: APLICANDO EL DIAGRAMA DE DECISIÓN: EL CASO DE CELULOSA ARGENTINA

Como una forma de exponer las posibilidades de aplicación práctica del diagrama propuesto, a continuación se presenta la manera en que el mismo refleja el proceso de endeudamiento adoptado por Celulosa Argentina S.A., firma que en 2009 debió acordar con sus bancos acreedores un esquema de refinanciación de los pasivos financieros asumidos, en virtud de complicaciones suscitadas para el pago de los mismos bajo las condiciones pautadas originalmente.

Al respecto, cabe aclarar que como se trabaja sólo con información que dicha compañía ha hecho pública, se carece de algunos datos adicionales que permitirían confeccionar el diagrama de manera integral. De todas formas, las cifras expuestas en los estados contables de la compañía, en forma conjunta con lo expresado en sus memorias, permiten abordar los aspectos más significativos de la herramienta en lo que a esta empresa atañe.

En este sentido, los nodos del diagrama que resultan aplicables al proceso de endeudamiento de la empresa analizada son los que se presentan coloreados.

Es así que los nodos de color verde representan aquellas situaciones en que resulta evidente que el proceso de endeudamiento de la firma se adecuó plenamente al diagrama propuesto, mientras que los pintados de naranja indican los casos en que si bien no puede determinarse la decisión que tomó la empresa por carecerse de información interna, existen indicios de causas y consecuencias con los que podría inferirse una determinada conducta de parte de sus administradores. Por último, los nodos han sido pintados de rojo para señalar las ocasiones en que la empresa actuó de manera manifiestamente contraria a lo recomendado en el diagrama.

En base a lo expresado, el diagrama aplicable para esta firma quedaría configurado de la siguiente manera:

La identificación de los nodos resaltados en color como ejes del proceso de endeudamiento de Celulosa se justifica en las siguientes razones:

Nodo 11): En sus memorias la firma explica que encaró un plan estratégico de integración del ciclo de producción del papel, en donde la adquisición de una serie de compañías del rubro forestal y papelerero, durante los años 2007 y 2008, constituye una fuerte evidencia de las acciones tomadas en ese sentido, por tal motivo el nodo fue pintado de verde.

Nodo14): Las memorias de la firma no indican explícitamente si la estrategia implementada obedece a una búsqueda de mayor rentabilidad ó está planteada para cumplir un objetivo de crecimiento o de supervivencia, pudiendo incluso tratarse de una combinación de todos ellos.

Siempre sujeto al condicionante del párrafo anterior, la declaración en la memoria del ejercicio cerrado a Mayo de 2007, respecto de que se estaba pretendiendo generar un “efecto cluster”, podría inducir a pensar que se buscan eficiencias que permitan lograr mayor rentabilidad, de allí que el presente nodo esté pintado de anaranjado.

Nodo 17): Al igual que en el nodo anterior, aquí también resulta difícil determinar si la firma preveía un ciclo recesivo en el ejercicio inmediato anterior a aquel en que tuvo inconvenientes para cancelar sus deudas de la forma comprometida originalmente.

La memoria a mayo de 2008 mencionaba ciertas “incertidumbres” en el contexto financiero internacional y regional, pero no vislumbraba una crisis como la que se desató con posterioridad. Nada quita que los administradores hubieran planteado internamente escenarios recesivos que no fueron expuestos públicamente, de allí lo difícil de dilucidar lo que al respecto preveía la empresa.

Aún con estas limitantes en la información, no prever escenarios recesivos a pocos meses del estallido de la crisis de las hipotecas subprime no resulta desatinado si se tiene en cuenta lo siguiente:

- 1) El Fondo Monetario Internacional, en su Informe sobre la Estabilidad Financiera Mundial de enero de 2008 expresaba que la turbulencia financiera que se vivía en ese momento obligaba a proyectar a la baja los pronósticos de crecimiento.

Es decir, estimaba menor crecimiento, pero no una recesión, que fue lo que finalmente ocurrió.

- 2) Según "Invertia.Com" (Web financiera del sitio "Terra"), el índice Merval promedio del segundo trimestre del año 2008 se ubicaba en 2.134 puntos, un 2,31% por debajo de los 2.184 puntos del mismo trimestre del año anterior, manteniéndose en torno de esos valores a lo largo del año, lo que indica que si bien se produjo un retroceso, tampoco se evidenciaba un fenómeno de destrucción en el valor de las empresas cotizantes, de los que advertía Pascale como indicador temprano de crisis en gestación.
- 3) Basado en las estadísticas disponibles en la página web del Banco Central de la República Argentina, el índice de incobrabilidad de las carteras crediticias de los bancos argentinos a junio de 2008 era del 3,91%, cifra inferior al 5% que Pascale considera como señal de advertencia, y menor también al 4,67% de un año atrás.
- 4) También en función de los datos estadísticos del Banco Central, en el sistema financiero argentino no se evidenciaba un proceso de fuga de depósitos a plazo a junio de 2008, los cuales resultaban superiores en un 19% a los de un año atrás en términos nominales.

Si se considera que según el Instituto Provincial de Estadística y Censos de la Provincia de Santa Fe (IPEC) la inflación minorista para el período julio 2007 a junio 2008 fue del 21,06%, en términos reales se habría producido una disminución en el volumen de depósitos a plazos, pero tampoco en una magnitud que pueda constituir un fuerte signo de amenazas recesivas.

Este contexto muestra claramente la validez de suponer que, más allá de la previsión de algunos contratiempos, no cabía esperar una recesión tan virulenta como la que se gestó unos pocos meses después, lo cual es compatible con las ideas de Taleb, quien sostiene que aquellas crisis derivadas de factores novedosos no brindan señales de alerta, siendo interesante destacar que el autor sostenía esa postura ya en el año 2007, cuestionando la efectividad de los modelos estadísticos de proyección económico financiera.

Por estos motivos es que en la tesis se supone que la empresa interpretó que más allá de ciertos riesgos no se vislumbraban escenarios recesivos en el corto plazo, aunque el nodo está resaltado en naranja, como forma de dejar constancia de las limitantes en la información disponible.

Nodo 23): Este es el punto en el que la empresa se aleja del modelo propuesto en el Diagrama de Decisión, no conociéndose los motivos que la llevaron a ello.

En efecto, la siguiente tabla muestra cómo la firma ya en 2008 tenía importantes inconvenientes para cumplir con el pago de sus deudas mediante fondos provenientes de las operaciones habituales, lo que necesariamente la obligaba a recurrir a los mercados de crédito para poder cubrir la diferencia.

CUADRO 20 – CELULOSA ARGENTINA S.A.:				
EVOLUCIÓN VARIABLES VINCULADAS A LA DEUDA FINANCIERA				
CONCEPTO	AÑO			
	2006	2007	2008	2009
Generación Operativa de Fondos (a)	54.934.409	45.904.238	61.880.891	92.488.434
Capital + Intereses pagados en el año (b)	36.730.467	14.881.995	165.193.205	197.841.694
Coeficiente de cobertura (a)/(b)	1,50	3,08	0,37	0,47
Deuda financiera / Activos	0,2510	0,2513	0,26	0,5172
Diferencias de cambio por pasivos financieros	-6.000.000	200.000	-9.000.000	-143.000.000
Variación niveles de ventas		76,56%	33,02%	9,03%
Variación margen sobre ventas		-1,95%	-22,18%	4,68%

Puede notarse cómo el cuadro, en la fila de Coeficiente de Cobertura, expone que la empresa ya tenía dificultades para cubrir sus servicios de deuda con anterioridad a la recesión. Pese a ello continuó con su estrategia de integración fuertemente apalancada en fondos de terceros, lo que en 2009 la llevó a la necesidad de renegociar los plazos de la deuda, no distribuir dividendos y suspender temporalmente el plan de inversiones en activos fijos.

En el mismo cuadro queda en claro además que los inconvenientes que sufrió la empresa se debieron principalmente a un desfase entre la carga de su deuda y la capacidad de generar fondos para afrontarla, y no tanto a disminuciones en los niveles

de facturación o en la eficiencia operativa, dado que ni siquiera en el pico de la recesión las ventas dejaron de crecer, e incluso se mejoró el margen sobre ventas.

Asimismo, lo expresado también se refuerza con la fila que expone las diferencias de cambio generadas por los pasivos en moneda extranjera, ya que podría aducirse que una devaluación inesperada complicó el panorama, pero si bien esto es cierto para el año 2009, en el período anterior ya existían importantes complicaciones para cumplir con el pago de la deuda y el cargo por diferencias de cambio no resultaba ser de relevancia, lo cual indica que el descalce entre ingresos de fondos y pagos de deuda era más bien de índole estructural y no producto de una coyuntura cambiaria.

Justamente por no encuadrarse el comportamiento de la empresa a lo recomendado en casos de que la deuda a contraer sea incompatible con la capacidad de generación de fondos es que el nodo 23 se marca en rojo, dado que mientras que la firma interpretó que podía afrontar el endeudamiento asumido, la realidad ya estaba indicando lo contrario antes de la recesión, lo que la hubiera obligado a reformular todo el proceso, cosa que no hizo o no pudo llevar a la práctica, lo cual derivó en las complicaciones señaladas.

PARTE 4:

CONCLUSIONES

CAPÍTULO 10: SÍNTESIS FINAL

Como punto culminante de lo analizado, resulta conveniente resaltar, sintéticamente, los aspectos más salientes de lo tratado en la presente tesis.

Es así que en cuanto a los aportes teóricos en materia de los efectos del endeudamiento sobre la dinámica de las empresas merecen destacarse los siguientes hitos:

- En 1958 Modigliani y Miller 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 la empresa 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, y por ende sobre el valor de los títulos emitidos por ellas. Esto en virtud de los ahorros impositivos que permiten lograr los intereses de la deuda contraída.
- Años más tarde, en 1976, Merton Miller relativiza la validez de sus propios aportes, al afirmar que en la realidad no siempre las empresas buscarán endeudarse a efectos de reducir su carga impositiva, dado que en los hechos también debe tenerse en cuenta el nivel de tributación de los accionistas de la firma.
- Por otro lado, no necesariamente la empresa podrá ahorrar impuestos a través del pago de intereses de sus deudas, fundamentalmente si su nivel actual de ganancias es exiguo o ya se encuentra en zona de pérdidas. También es cierto que los intereses de las deudas no son la única manera posible de disminuir la carga que representa el impuesto sobre las rentas de la compañía.
- Incluso si la empresa está en condiciones de aprovechar impositivamente los intereses de su deuda, endeudarse no es gratuito, en el sentido de que a mayor nivel de endeudamiento, mayores probabilidades de cesación de pagos, lo que trae aparejados costos directos e indirectos que no son deseados por los administradores, sobre todo los indirectos, que pueden comprometer la subsistencia de la firma a futuro.

- Justamente por las posibilidades de caer en un estado de insolvencia a medida que aumenta el nivel de endeudamiento, son aquellas empresas que cuentan con un importante stock de activos relativamente fáciles de liquidar las que tienen mejor acceso al crédito y que por dicho motivo suelen estar más endeudadas que el resto de la compañías. El ejemplo más habitual de este tipo de firmas son las líneas aéreas.
- Myers y 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 estos 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 formulada por Myers y Majluff y otros que no coinciden con la misma 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.
- En sintonía con lo apuntado en el apartado precedente, tanto el trabajo de Myers y Majluff como el relevamiento de Harris y Raviv dejan en claro que los directivos no siempre deciden por la alternativa tendiente a generar mayor valor por la compañía, ya sea por una percepción de riesgos, por una cuestión de libertad de gestión o lisa y llanamente por intereses personales que priman por sobre los de la empresa.
- El sistema tributario argentino, 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, así como a la posibilidad de considerar como gastos a los honorarios que pudieran asignarse los socios administradores de las empresas.

Una vez relevados estos aspectos 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.

Para ello se analizaron las memorias y estados contables de las firmas no bancarias que conforman el panel MERVAL 25 de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, correspondientes al período 2006/2011.

El estudio de estos estados financieros se complementó a su vez con el seguimiento de la evolución, en el mismo período, de variables clave 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 seleccionar a estas firmas en virtud de la facilidad para acceder a sus balances, 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 que se desenvuelven.

La circunstancia señalada podría relativizar en cierta medida el alcance de las conclusiones a las que se arribó, en cuanto a que resulta muy probable que estas empresas cuenten con un acceso a diversas fuentes de crédito que generalmente están vedadas para compañías más pequeñas.

De todos modos, esta limitante resultaría asimismo una ventaja a los fines de la tesis, ya que el espectro de variantes de financiamiento relevadas es más amplio que el que se hubiera obtenido 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.

Fruto del análisis de estas fuentes de información, se arribó a las siguientes conclusiones:

- 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.
- 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 en Modigliani y Miller de 1958, quienes sostenían la ausencia de vínculo entre el valor de una firma y su grado de endeudamiento.
- 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 se encuentran dentro del grupo de las menos endeudadas, lo que guarda correlato en gran medida con la teoría del “Pecking Order” 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 impositivos. Ello es consecuente con lo expresado por Myers, quien mencionaba que las empresas pueden recurrir a otras variantes de ahorro fiscal que no modifiquen la estructura de capital, o con lo explicado en relación al efecto del Impuesto a la Ganancia Mínima Presunta, el cual limita la efectividad de los cargos por intereses como herramienta de ahorro impositivo.
- El continuo descenso de la tasa LIBOR a lo largo de todo del período bajo análisis, constituye un fuerte indicador de que las turbulencias suscitadas en las empresas con mayor deuda no se debieron al hecho de haber pactado tasas de interés variables, sino más bien al volumen de sus pasivos y a la moneda en que éstos se contrajeron.

- 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 todos 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 la devaluación de la moneda local suele ser una receta clásica de los gobiernos para intentar reactivar la economía.
- La información relevada no arrojó evidencia concluyente que permita suponer la existencia de costos indirectos de insolvencia en las empresas con mayor endeudamiento.

De todas formas, esta situación podría ser producto de una de las limitantes mencionadas en cuanto al tipo de información disponible, dado que al haber analizado sólo firmas que se encuentran entre las más importantes del país, no sería desatinado suponer que esa importancia relativa les brinda un mayor poder de negociación que atenúa sustancialmente los efectos de tales costos.

CAPÍTULO 11: A MODO DE REFLEXIÓN

La herramienta que se formuló como corolario de la presente tesis, 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 estuvo orientado a la generación de nuevas teorías en materia de estructura de capital, 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 la tesis 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.

BIBLIOGRAFÍA CONSULTADA

- MYERS, Stewart y MAJLUF, Nicolás: "Corporate Financing and investment decisions when firms have information that investors do not have". Journal of Financial Economics. Junio de 1984.
- MYERS, Stewart; BREALEY Richard: "Fundamentos de Financiación Empresarial". Mc. Graw Hill. 1991.
- FORNERO, Ricardo: Material de cátedra preparado para la asignatura "Finanzas de Empresas", perteneciente al MBA de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Nacional del Litoral. Santa Fe, 2009.
- MODIGLIANI, Franco y MILLER, Merton H.: "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment". American Economic Review, 48: 261-297. Junio, 1958.
- MODIGLIANI, Franco y MILLER, Merton H.: "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A correction", American Economic Review, 53: 433-443. Junio, 1963.
- MILLER, Merton H.: "Debt and Taxes", Journal of Finance, 26: 261-275. Mayo, 1977.
- WARNER, Jerold B: "Bankruptcy Costs: Some Evidence", Journal of Finance, 26: 337-348. Mayo, 1977.
- PASCALE, Ricardo: "Decisiones Financieras", Fondo Editorial Consejo Profesional de Ciencias Económicas de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, 5° Edición. Buenos Aires, 2006.
- HIGGINS, Robert: "Analysis for financial decisions" (1992). Citado por PASCALE, Ricardo en "Decisiones Financieras", Fondo Editorial Consejo Profesional de Ciencias Económicas de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, 5° Edición. Buenos Aires, 2006.
- HARRIS, Milton y RAVIV, Artur: "The Theory of Capital Structure", The Journal of Finance, Volumen 46, N° 1: 297-355. Marzo, 1991.
- KORAJCZYK, Robert A., LUCAS, Deborah y Mc. DONALD Robert L.: "Understanding stock price behavior around the time the time of equity issues" (1990). Citado por HARRIS, Milton y RAVIV, Artur en "The Theory of Capital Structure", The Journal of Finance, Volumen 46, N° 1: 297-355. Marzo, 1991.

- BRENNAN, Michael y KRAUS, Alan: “Efficient financing under asymmetric information” (1987). Citado por HARRIS, Milton y RAVIV, Artur en “The Theory of Capital Structure”, The Journal of Finance, Volumen 46, Nº 1: 297-355. Marzo, 1991.
- BRANDER, James y LEWIS, Tracy R.: “Oligopoly and financial structure. The limited liability effect “(1986). Citado por HARRIS, Milton y RAVIV, Artur en “The Theory of Capital Structure”, The Journal of Finance, Volumen 46, Nº 1: 297-355. Marzo, 1991.
- MAKSIMOVICH, Vojislav: “Optimal Capital Structure in Oligopolies” (1986). Citado por HARRIS, Milton y RAVIV, Artur en “The Theory of Capital Structure”, The Journal of Finance, Volumen 46, Nº 1: 297-355. Marzo, 1991.
- TITMAN, Sheridan: “The effect of capital structure on a firm’s liquidation decision” (1984). Citado por HARRIS, Milton y RAVIV, Artur en “The Theory of Capital Structure”, The Journal of Finance, Volumen 46, Nº 1: 297-355. Marzo, 1991.
- MAKSIMOVICH, Vojislav y TITMAN, Sheridan: “ Financial policy and a firm’s reputation for products quality” (1990). Citado por HARRIS, Milton y RAVIV, Artur en “The Theory of Capital Structure”, The Journal of Finance, Volumen 46, Nº 1: 297-355. Marzo, 1991.
- HARRIS, Milton y RAVIV, Artur: “ Corporate control contests and capital structure” (1988). Citado por HARRIS, Milton y RAVIV, Artur en “The Theory of Capital Structure”, The Journal of Finance, Volumen 46, Nº 1: 297-355. Marzo, 1991.
- STULZ, René: “Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control”. Citado por HARRIS, Milton y RAVIV, Artur en “The Theory of Capital Structure”, The Journal of Finance, Volumen 46, Nº 1: 297-355. Marzo, 1991.
- ISRAEL, Ronen: “Capital structure and the market for corporate control: The defensive role of debt financing”. Citado por HARRIS, Milton y RAVIV, Artur en “The Theory of Capital Structure”, The Journal of Finance, Volumen 46, Nº 1: 297-355. Marzo, 1991.
- BRADLEY, Michael, JARRELL, Greg y HAN KIM, E.: “On the existence of an optimal capital structure: Theory and evidence” (1984). Citado por HARRIS,

Milton y RAVIV, Artur en “The Theory of Capital Structure”, The Journal of Finance, Volumen 46, N° 1: 297-355. Marzo, 1991.

- CASTANIAS, Richard: “Bankruptcy Risk and optimal capital structure” (1983). Citado por HARRIS, Milton y RAVIV, Artur en “The Theory of Capital Structure”, The Journal of Finance, Volumen 46, N° 1: 297-355. Marzo, 1991.
- LONG, Michael y MALITZ, Ileen: “ The investment – financing nexus: Some empirical evidence” (1985). Citado por HARRIS, Milton y RAVIV, Artur en “The Theory of Capital Structure”, The Journal of Finance, Volumen 46, N° 1: 297-355. Marzo, 1991.
- KESTER, Carl: “Capital and ownership structure: A comparison of United States and Japanese manufacturing corporations” (1986). Citado por HARRIS, Milton y RAVIV, Artur en “The Theory of Capital Structure”, The Journal of Finance, Volumen 46, N° 1: 297-355. Marzo, 1991.
- MARSH, Paul: “The choice between equity and debt: An empirical study” (1982). Citado por HARRIS, Milton y RAVIV, Artur en “The Theory of Capital Structure”, The Journal of Finance, Volumen 46, N° 1: 297-355. Marzo, 1991.
- TITMAN, Sheridan y WESSELS, Roberto: “The determinants of capital structure choice” (1988). Citado por HARRIS, Milton y RAVIV, Artur en “The Theory of Capital Structure”, The Journal of Finance, Volumen 46, N° 1: 297-355. Marzo, 1991.
- DE ÁNGELO, Harry y DE ÁNGELO, Linda: “Managerial ownership and voting rights: A study of public corporations with dual classes of common stock” (1985). Citado por HARRIS, Milton y RAVIV, Artur en “The Theory of Capital Structure”, The Journal of Finance, Volumen 46, N° 1: 297-355. Marzo, 1991.
- DANN, Larry y DE ÁNGELO, Harry: “Corporate financial policy and corporate control: A study of defensive adjustments in asset and ownership structure” (1988). Citado por HARRIS, Milton y RAVIV, Artur en “The Theory of Capital Structure”, The Journal of Finance, Volumen 46, N° 1: 297-355. Marzo, 1991.
- AMIHUD, Yakov, LEV, Baruch y TRAVLOS, Nickolaos G.: “Corporate control and the choice of investment financing: The case of corporate acquisitions” (1990). Citado por HARRIS, Milton y RAVIV, Artur en “The Theory of Capital Structure”, The Journal of Finance, Volumen 46, N° 1: 297-355. Marzo, 1991.

- PALEPU, Krishna G.: “Predicting takeover targets: A methodological and empirical analysis” (1986). Citado por HARRIS, Milton y RAVIV, Artur en “The Theory of Capital Structure”, The Journal of Finance, Volumen 46, Nº 1: 297-355. Marzo, 1991.
- LEHN, Kenneth y POULSEN, Annette: “ Free cash flow and stockholder gains in going private transactions” (1989).). Citado por HARRIS, Milton y RAVIV, Artur en “The Theory of Capital Structure”, The Journal of Finance, Volumen 46, Nº 1: 297-355. Marzo, 1991.
- Ley 20.628 Impuesto a las Ganancias (1973), texto ordenado según Decreto 649/1997.
- Ley 25.063 Impuesto a la Ganancia Mínima Presunta (1998), modificada por las leyes 25.123 (1999), 25.239 (1999) y 25.360 (2000).
- www.bcra.gov.ar: Página web oficial del Banco Central de la República Argentina.
- www.iamc.sba.com.ar: Página web del Instituto Argentino de Mercado de Capitales.
- BREALEY, Richard; MYERS, Stewart y MARCUS Alan: “Fundamentos de Finanzas Corporativas”. Cuarta Edición. Mc. Graw Hill. Madrid, 2004.
- COPELAND, Tom; KOLLER, Tim y MURRIN, Jack: “Medición y Gestión del Valor”. Ediciones Deusto. Barcelona, 2004.
- JOHNSON, Gerry; SCHOLLES, Kevan y WHITTINGTON, Richard: “Dirección Estratégica”. Séptima edición. Pearson. Madrid, 2008.
- LAUDON, Kenneth y LAUDON Jane: “Sistemas de Información Gerencial”. Décima edición. Pearson. Ciudad de México, 2008.
- PASCALE, Ricardo: Material de cátedra preparado para la asignatura “Mercados Financieros y de Capitales”, perteneciente al MBA de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Nacional del Litoral. Santa Fe, 2008.
- TALEB, Nassim Nicholas: “El Cisne Negro, el impacto de lo altamente improbable”. Paidós. Buenos Aires, 2009.
- www.bancomundial.org: Página web en español del Banco Mundial.

- www.adefa.com.ar: Página web de la Asociación de Fábricas de Automotores de Argentina.
- www.puentenet.com: Página web de Puente Hermanos, Sociedad de Bolsa.
- www.imf.org: Página web en español del Fondo Monetario Internacional

