

LA DEUDA Y LA PROPIEDAD

Los niveles de Endeudamiento y sus efectos en la Propiedad de la Empresa¹

[Este libro es]... una invitación a la cautela, una llamada de atención contra el atractivo y contra la posibilidad de convertirse en víctima de la más ineludiblemente cierta de las aberraciones del capitalismo: la emoción generada por los, en apariencia, nuevos instrumentos financieros y por el presunto genio de sus artífices.

John K. Galbraith.
“Breve Historia de la euforia financiera”, 1993.

I. PRESENTACIÓN

Esta Nota Técnica tiene por objeto establecer algunos vínculos directos entre el área de Gobierno y el campo de la Dirección Financiera. La realidad empresarial muestra bastantes situaciones en las que los propietarios o accionistas de una compañía pierden el control sobre ella al no saber configurar de manera adecuada su estructura financiera, y en particular su endeudamiento (casos en España como los de Abengoa, FCC, Metrovacesa, Prisa, OHL o El Corte Inglés muestran como sus propietarios perdieron total o parcialmente el control de sus compañías al lanzar operaciones de negocio financiadas de manera poco adecuada, aunque en un principio aparentaran ser exitosas).

Los proveedores de deuda (u otras instituciones atraídas por los propios proveedores de deuda) pueden llegar a tomar el control de la empresa decidiendo sobre su negocio y organización sin tener en cuenta la voluntad de los accionistas originales; y en algunos casos llegan a «echar» o a reducir la presencia de los accionistas originales en la empresa a la mínima expresión.

¹ Nota Técnica de la División de Investigación del Instituto Internacional San Telmo, España. Preparada por el Profesor D. Pablo Lucas Chinchilla.

Copyright © Enero 2018, Instituto Internacional San Telmo. España.

No está permitida la reproducción, total o parcial, de este documento, ni su archivo y/o transmisión de ninguna forma o por cualquier medio, ya sea electrónico, mecánico, por fotocopia, por registro o por otros medios, sin la autorización expresa y escrita del Instituto Internacional San Telmo. Para pedir copias del mismo o pedir permiso para usar este caso, por favor póngase en contacto con el departamento de Edición de Casos, a través del teléfono en el +34 954975004 o por email a la dirección casos@santelmo.org

Así pues, una cuestión de aparente mero diseño financiero puede convertirse en un asunto político que influya y determine el Gobierno y la Configuración Institucional de la empresa; afectando significativamente a los juegos de dinero y poder que marcan el devenir de una compañía.

El contenido de esta Nota se centra en establecer un esquema de análisis para que los accionistas (la denominada «Propiedad») puedan valorar la situación financiera en la que se encuentra su compañía, teniendo en cuenta a la vez variables de Endeudamiento y de Gobierno. En concreto, se propone una serie de variables y se sugiere una valoración de las mismas (asignando un determinado color —verde, amarillo, rojo o negro— según sea la situación de la empresa).

La realización de este diagnóstico podría concienciar a los accionistas de los riesgos concretos que asumen, lo que les ayudaría a reflexionar sobre posibles medidas financieras y/o de gobierno que sería conveniente tomar.

* * *

II. INTRODUCCIÓN

Recientemente el responsable de Financiación de una de las principales compañías eléctricas a nivel europeo comentaba: *«Parece que se nos han olvidado muy rápido los momentos tan difíciles que vivimos en la reciente crisis financiera, especialmente intensa en el año 2012».*

«Recuerdo muy bien...», proseguía el directivo, »...un momento de aquel año. En medio de la vorágine de incertidumbre y perspectivas negativas, el Presidente de la compañía nos convocó a una reunión para analizar en profundidad la situación financiera de la empresa; además del CFO², invitó a las tres o cuatro personas con mayor responsabilidad financiera del equipo directivo. Acudimos a la reunión preocupados sobre las medidas que se podían tomar en ella dado todo lo que estaba ocurriendo...

»Comenzamos la reunión con una exposición de la situación a nivel financiero de la empresa: datos sobre la posición de liquidez, la cobertura de los próximos vencimientos de deuda, la exposición a la volatilidad del tipo de cambio, cómo estaba respondiendo la generación de caja del negocio... En un momento determinado, el Presidente afirmó lo siguiente: “Hasta ahora, las prioridades a la hora de tomar nuestras decisiones de negocio han sido, por este orden, la rentabilidad como criterio fundamental, en segundo lugar la perspectiva de riesgos y, por último, la generación de caja. A partir de ahora el orden de prioridades en la toma de decisiones y a la hora de acometer los proyectos va a cambiar: la generación de caja debe ser el punto de partida; en segundo lugar

² Chief Financial Officer o Director General Financiero.

debemos seguir atendiendo nuestras políticas de riesgos, y finalmente valoraremos la rentabilidad". *Aquella posición supuso un antes y un después en la manera de hacer las cosas en la compañía».*

Esta experiencia particular muestra, quizás, el ambiente real derivado de la crisis financiera que en 2012 amenazó la existencia del Euro. Sin embargo, la crisis económica llevaba instalada ya varios años y no faltaban ejemplos de compañías que habían caído en manos de sus acreedores, principalmente por la ausencia de una verdadera planificación financiera y por haberse adentrado en la crisis general con un endeudamiento mal configurado.

III. LA IMPORTANCIA DEL ENDEUDAMIENTO EN EL GOBIERNO DE LA EMPRESA

¿Qué ocurría por entonces para que grandes empresas con numerosos recursos tuvieran que organizar estos «comités de crisis» para evaluar la situación? ¿Qué estaban haciendo otras de menores dimensiones? ¿Cómo estaban reaccionando los «proveedores de la deuda»? ¿Realmente el sistema financiero estaba actuando de manera coherente o era el pánico el que originaba estas reacciones? ¿Qué motivaba a una empresa a relegar tan claramente a un tercer plano la Cuenta de Resultados frente a la Caja y el Balance? Asuntos que parecían financieros se convertían en temas críticos en el Gobierno de la empresa, porque, de hecho, la Propiedad podía llegar a perder el «Poder» que es capaz de ejercer sobre una compañía si el «Dinero» (como sinónimo, en este caso, de «proveedores de la deuda») consideraba que podría ser el momento de asumir la responsabilidad en la toma de decisiones.

Esa pérdida de Poder por parte de la Propiedad llega al extremo en el caso de que los acreedores asuman el accionariado de la compañía expulsando a los antiguos accionistas (algo que en la práctica suele producirse de manera gradual). Pero mucho antes de ese caso, los proveedores de la deuda pueden haber limitado la capacidad de decidir de la Propiedad obligándole a tomar decisiones muy variadas: desde forzar la venta de ciertos negocios de la compañía para rebajar el endeudamiento, a cambiar el equipo directivo para nombrar uno nuevo afín a los acreedores, o poner en marcha operaciones financieras como emisiones de nueva deuda más restrictiva o ampliaciones de capital, que poco a poco van erosionando la capacidad de decisión de la Propiedad. Entonces ya no se trata exclusivamente de un asunto de Finanzas sino que, como se ve, afecta a la Configuración Institucional de la entidad.

Partiendo de esta realidad, resulta aconsejable que la Propiedad de la empresa cuente con herramientas que le permitan valorar la situación en la que se encuentra antes de que se produzcan situaciones límite en las que los acreedores se vean obligados a ejercer su Poder. Una herramienta que sea útil incluso para la organización en sí misma o para los propios proveedores de deuda. Esta Nota Técnica tiene como objetivo, como ya se ha indicado, plantear un esquema que permita diagnosticar de una manera sencilla el estado en el que se encuentra una compañía en un momento determinado en términos