

¿POR QUÉ SE ENDEUDAN LAS EMPRESAS LATINOAMERICANAS?

Carlos Alberto Molina

La concentración de las acciones en pocos propietarios hace que las empresas latinoamericanas se endeuden más de lo que la teoría financiera indica como nivel óptimo. En Venezuela, las empresas tienen todos los incentivos para endeudarse todo lo que les presten.

UNO DE LOS ENFOQUES más populares sobre el endeudamiento de las empresas, al que se dedica más tiempo en las escuelas de negocios, es la teoría del balance (*trade-off*). Esta teoría se basa en el equilibrio entre beneficios y costos del endeudamiento para definir una estructura óptima de capital; es decir, cuánto endeudamiento se requiere para maximizar el valor de la empresa.

Una investigación realizada en 2005 mostró que, en Estados Unidos, las empresas usaban el balance de beneficios y costos del endeudamiento para fijar sus estructuras de capitales (Molina, 2005). La conclusión fue que probablemente las empresas no estaban subendeudadas, como era la creencia en esos días. A comienzos de este siglo había una discusión en Estados Unidos sobre el subendeudamiento de las empresas. Graham (2000) había mostrado que, si se apalancase hasta el punto en el cual los beneficios marginales de los impuestos comenzaran a decrecer (es decir, si aumentase su endeudamiento al punto de maximizar su valor), la empresa podría añadir hasta un 7,5 por ciento adicional a su valor. El estudio de Graham contribuyó de forma importante a la visión que existió durante la primera parte de la década del 2000 sobre el subendeudamiento de las empresas estadounidenses y el desaprovechamiento de los beneficios fiscales de la deuda. Sin embargo, al calcular los costos de tensión financiera de la deuda *ex ante*, podía mostrarse que estos costos contrarrestan los posibles beneficios fiscales de un aumento de deuda. Por lo tanto, las empresas estadounidenses estaban eligiendo «bien» sus niveles de endeudamiento (Molina, 2005).

La crisis financiera de 2008 y 2009 llevó a la quiebra a muy pocas empresas estadounidenses. Sin duda, el caso de General Motors recibió mucha publicidad por su tamaño e importancia, pero no puede afirmarse que la crisis causó una quiebra masiva de empresas. La crisis afectó principalmente a instituciones financieras, bancos y empresas de seguros; muy pocas empresas no financieras se vieron en problemas. En este sentido, la crisis confirmó que las empresas estadounidenses tal vez estaban eligiendo «bien» sus niveles de deuda, o al menos no estaban excesivamente endeudadas; es decir, estaban calculando los costos de tensión financiera que un aumento de deuda les hubiese ocasionado, a pesar de los beneficios fiscales.

Carlos Alberto Molina, profesor del IESA.

Endeudamiento en América Latina

En 2010 se aplicó la teoría del balance en América Latina (Céspedes, González y Molina, 2010). Al comparar estos casos con los de Estados Unidos se encontraron varias diferencias. En primer lugar, el origen legal es diferente, lo cual lleva a desarrollos financieros menores. En América Latina, el mercado financiero ofrece menos alternativas de financiamiento que en Estados Unidos. Segundo, en casos de quiebras, los procesos son más lentos, engorrosos y menos técnicos, lo cual hace presumir mayores costos de tensión financiera y de quiebra para las empresas latinoamericanas. Adicionalmente, los beneficios fiscales tienden a ser menores en América Latina.

Las circunstancias son distintas en cada país, por las particularidades de las leyes nacionales. En Chile, por ejemplo, los impuestos de las empresas pueden deducirse de los impuestos personales que pagan los accionistas, lo cual hace que la tasa de impuestos de las empresas sea prácticamente cero; es decir, el impuesto lo pagan los accionistas con una deducción al momento de pagar la empresa sus impuestos. En Venezuela, la situación es más complicada, debido al ajuste por inflación de las cifras financieras de la empresa.

La empresa venezolana, al declarar sus impuestos sobre la renta, debe incluir el resultado «monetario». Un ajuste por inflación de los activos fijos y de los activos no monetarios, que incluyen algunas cuentas por cobrar, crea una utilidad de reajuste por inflación; por el contrario, cuando el ajuste se realiza sobre el patrimonio neto inicial se genera una pérdida por inflación. En pocas palabras, y para simplificar el análisis, asumir una deuda para invertir, por ejemplo, en activos fijos, puede producir una utilidad positiva con el ajuste por inflación, que puede contrarrestar el escudo fiscal o la deducibilidad de los intereses; incluso puede crear un escudo fiscal negativo de la deuda (Parra, 2006).

Podría pensarse que, en Venezuela y en América Latina en general, las empresas deberían estar menos endeudadas que sus contrapartes estadounidenses, si se aplica la teoría del balance. Sin embargo, esto no fue lo encontrado en una muestra de empresas latinoamericanas observada entre 1996 y 2005 (Céspedes, González y Molina, 2010). Se compararon dos medidas de endeudamiento, calculadas como el total de la deuda con respecto a la suma de la deuda más el valor del patrimonio de la empresa, medido primero en libros (según valores contables) y luego a valor de mercado (número de acciones por precio de la acción). Los indicadores de endeudamiento para las empresas latinoamericanas son, en promedio, similares a los de sus contrapartes estadounidenses, si se toma el valor en libro del patrimonio, y superiores si se toma el valor de mercado. Para el endeudamiento de las empresas estadounidenses se utilizaron los indicadores reportados por Rajan y Zingales (1995) y Flannery y Rangan (2006).

¿Por qué las empresas latinoamericanas están igual de endeudadas que sus contrapartes estadounidenses, si en América Latina los costos de tensión financiera deberían ser mayores,

Medidas de apalancamiento

(porcentajes)

	Observaciones Empresa-Año	Endeudamiento (valor en libros)	Endeudamiento (valor de mercado)
Argentina	716 (282)	34,36 (24,31)	39,24 (26,51)
Brasil	2.822 (1.242)	37,78 (25,80)	84,09 (32,40)
Chile	1.363 (524)	24,35 (19,40)	30,38 (23,73)
Colombia	174 (24)	16,23 (18,06)	70,91 (39,13)
México	1.319 (622)	31,96 (24,25)	29,76 (26,08)
Perú	561 (83)	32,01 (22,27)	33,32 (24,46)
Venezuela	212 (83)	14,82 (16,14)	36,37 (30,71)
Muestra total	7.167 (2.860)	32,16 (24,38)	55,04 (38,73)
Rajan y Zingales (1995): empresas estadounidenses	2.580	34,00	24,00
Flannery y Rangan (2006): empresas estadounidenses	111.106	24,85	27,83

Fuente: Céspedes, González y Molina (2010).

los mercados financieros están menos desarrollados y los beneficios fiscales son a todas luces menores? La respuesta es que la estructura de propiedad de las empresas latinoamericanas tiene gran impacto en la decisión de endeudamiento y hay una gran diferencia entre en América Latina y Estados Unidos en cómo se distribuye la propiedad de las empresas (Céspedes, González y Molina, 2010).

Los porcentajes de propiedad que tienen el primero, segundo, tercero, cuarto y quinto accionista de las empresas en Brasil, Chile, Colombia, Perú y Venezuela, con datos tomados de la estructura de propiedad reportados por las empresas a los organismos de supervisión de los mercados de capitales de cada uno de estos países para el año 2005, muestran que los

Propiedad de las empresas en países latinoamericanos

Porcentajes de propiedad en manos del accionista número:

	Uno	Dos	Tres	Cuatro	Cinco	Número de empresas
Brasil	46	58	62	65	65	229
Chile	50	64	71	75	78	120
Colombia	40	54	61	65	68	19
Perú	52	69	76	79	81	84
Venezuela	49	65	70	74	76	11

Fuente: Base de datos Económica.

cinco primeros accionistas poseen entre 65 y 81 por ciento de la empresa. Solo el primer accionista posee entre 40 y 52 por ciento de la empresa. Estas cifras corresponden a las empresas que participan en el mercado de capitales local, con lo que podría inferirse que la concentración es aún mayor en las empresas que están fuera de los mercados de capitales.

La concentración de la propiedad de las empresas latinoamericanas hace que los accionistas piensen dos veces al emitir capital, por el riesgo de perder o disminuir el control de las empresas. Las empresas latinoamericanas usan deuda en mayor proporción cuando necesitan capital externo, lo cual las lleva a niveles de endeudamiento superiores a los de sus contrapartes estadounidenses, aun a pesar de los menores beneficios fiscales, los mayores costos e incertidumbre de quiebra, y los menores índices de desarrollo financiero de sus mercados.

El caso venezolano

Como en muchas otras cosas, el caso de las empresas venezolanas es atípico. Es incluso distinto al de sus contrapartes latinoamericanas. La comparación estadística se hace difícil por la poca representatividad de las empresas que cotizan en bolsa o reportan a la Comisión Nacional de Valores, que es la muestra de la cual se tienen datos financieros. Por ello se cuenta con menos observaciones-año que en otros países latinoamericanos (aproximadamente veinte empresas en diez años de muestra).

En 2008 el Centro de Finanzas del IESA, con la colaboración del Banco Mercantil, llevó a cabo una encuesta sobre prácticas financieras, respondida por cuarenta empresas de varios sectores (las de mayor tamaño que tenían relaciones con el Banco Mercantil en 2008). En esta encuesta un setenta por ciento de las empresas reveló no contar con una razón objetivo de endeudamiento, lo cual lleva a descartar que esas empresas estuvieran optimizando sus estructuras de capitales a mediano o largo plazo con base en un balance de beneficios y costos de la deuda.

Más interesante fueron las respuestas a la pregunta de cuáles factores afectaban la selección del nivel de deuda. Solo el trece por ciento de las empresas mencionó los costos de tensión financiera/bancarota como un factor que incidía en su nivel de deuda. Las ventajas fiscales fueron mencionadas por el cuarenta

Factores que afectan la selección del nivel apropiado de deuda



Fuente: Miliani y Ramírez (2008).

por ciento; tal vez por la influencia de que era la respuesta sugerida por la teoría, pues más de la mitad de los gerentes de finanzas encuestados poseían títulos de maestría en administración. Los factores más importantes para los gerentes de finanzas de estas empresas, al tomar decisiones de endeudamiento, fueron: (1) las expectativas de devaluación, (2) la disponibilidad de fondos internos para cubrir necesidades y (3) las tasas de interés.

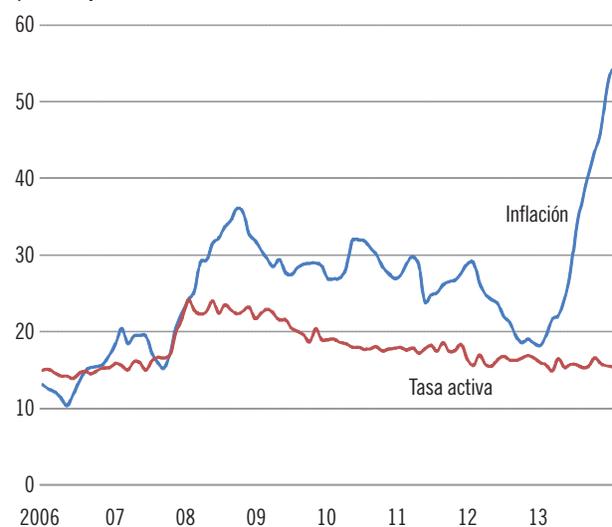
Estas respuestas sugieren que, en Venezuela, las empresas se endeudan cuando esperan una devaluación, cuando las tasas de interés son relativamente bajas y cuando no tienen fondos internos para cubrir necesidades; es decir, la decisión sobre el nivel de deuda está guiada por aspectos externos a la empresa, la situación macroeconómica o simplemente por necesidad. La razón de utilizar los fondos internos para cubrir necesidades está relacionada con lo que se conoce como la teoría de *pecking order*: las empresas se financian primero con fondos internos, luego con deuda y por último con acciones. La emisión de acciones envía una señal negativa al mercado sobre el futuro de la empresa, por lo que es evitada como opción de financiamiento, o dejada de última. Los fondos internos son preferidos a la deuda, para disminuir cualquier información asimétrica que pueda existir entre la empresa y los mercados.

Las tasas de interés en Venezuela

La situación actual de las tasas de interés fomenta el endeudamiento. Mientras que las tasas activas se han venido estabilizando hasta llegar a un quince por ciento en 2013, la inflación anual ha llegado hasta 56,2 por ciento en diciembre de 2013.

Tasa activa de interés e inflación 2006-2013

(porcentajes)



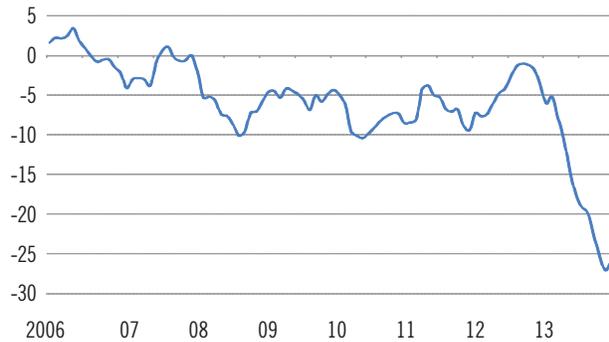
Nota: la inflación se toma de la variación porcentual del índice nacional de precios al consumidor, con respecto al mes del año anterior. La tasa de interés activa corresponde a los seis principales bancos comerciales y universales.

Fuente: Banco Central de Venezuela: <http://www.bcv.org.ve/c2/indicadores.asp>.

La evolución de la tasa de interés activa «real» desde 2006 hasta diciembre de 2013, ajustada por la variación mensual del índice nacional de precios al consumidor del Banco Central de Venezuela, muestra cómo la tasa que cobran los bancos se ha mantenido negativa desde enero de 2008, fluctuando entre -5 y -10 por ciento hasta octubre de 2012, para luego caer hasta -27 y -26 por ciento en noviembre y diciembre de 2013. Con una tasa de interés real negativa de -26 por ciento, la demanda de fondos puede volverse infinita.

Tasa de interés activa real, 2006-2013

(porcentajes)



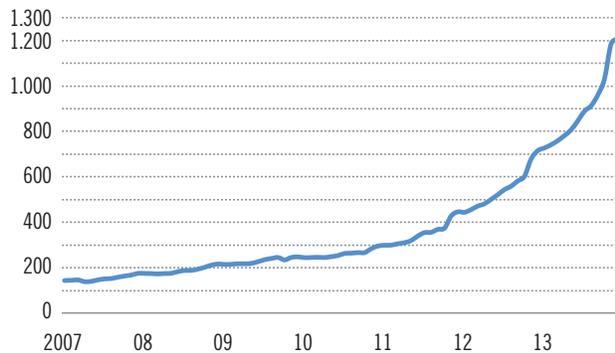
Nota: la tasa de interés activa real se calcula como la diferencia entre la tasa de interés activa de los seis principales bancos comerciales y universales, y la inflación, medida como la variación porcentual del Índice Nacional de Precios al Consumidor, con respecto al mes del año anterior.

Fuente: Banco Central de Venezuela: <http://www.bcv.org.ve/c2/indicadores.asp>

La caída de las tasas nominales de interés (y el aumento de las reales negativas) es explicado por el drástico aumento de la liquidez monetaria. De diciembre de 2012 a diciembre de 2013 la liquidez monetaria en Venezuela creció en 68,82 por ciento; gran parte de este crecimiento (42,77 por ciento) ocurrió entre junio y diciembre de 2013.

Liquidez monetaria (M2) 2007-2013

(millardos de bolívares)



Fuente: Banco Central de Venezuela: <http://www.bcv.org.ve/c2/indicadores.asp>.

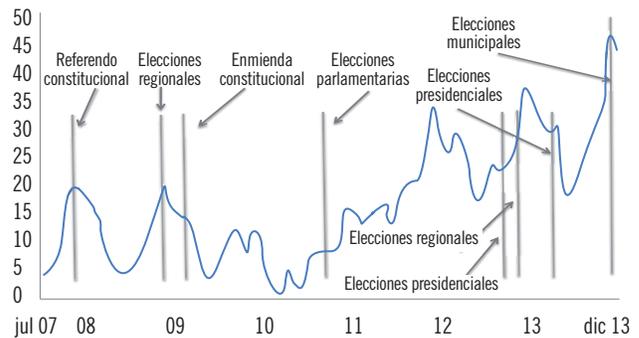
En diciembre de 2012 la liquidez monetaria había aumentado 36,97 por ciento con respecto a la liquidez de junio de 2012, en un período de seis meses. El gobierno venezolano ha incrementado la liquidez monetaria cada vez que se acerca una elección, y cada vez estos aumentos han sido mayores. Si bien para el referendo constitucional de diciembre de 2007 y las elecciones de 2008 los picos observados eran de veinte por ciento, en variación semestral, para las elecciones presidenciales de octubre de 2012, las regionales de diciembre de 2012 y las presidenciales de abril de 2013, el aumento semestral se mantuvo entre 25 y 35 por ciento. Para noviembre de 2013, antes de las elecciones municipales, el crecimiento semestral de la liquidez alcanzó 46,73 por ciento.

La estructura de capital de las empresas venezolanas

Las empresas venezolanas enfrentan una situación atípica, con respecto tanto a la teoría como a lo observado en el resto del mundo. Las tasas de interés activas reales son negativas de hasta

Variaciones semestrales de la liquidez monetaria (M2) y eventos electorales 2007-2013

(porcentajes)



Nota: la variación semestral de la liquidez monetaria (M2) se calcula con respecto al semestre anterior y las fechas de los eventos electorales se toman del Consejo Nacional Electoral (http://www.cne.gov.ve/web/estadisticas/index_resultados_elecciones.php).

Fuente: Banco Central de Venezuela: <http://www.bcv.org.ve/c2/indicadores.asp>.

-26 puntos. Si una empresa pide prestado hoy cien bolívares, solo deberá pagar al banco, con intereses incluidos, 74 bolívares en un año, al ajustar las cifras por inflación. Si se compara esto con el costo de capital del patrimonio, la empresa venezolana tiene todos los incentivos para endeudarse todo lo que le presten.

Una empresa venezolana optimizaría su estructura de capital si se acerca al ciento por ciento de endeudamiento. Esto, sin embargo, no es sostenible ni posible. Por ello, las empresas venezolanas deben planificar muy bien sus flujos de caja y pagos proyectados de su deuda. Es muy importante que estos incentivos no lleven a un endeudamiento que la empresa no pueda pagar después. Una empresa debe endeudarse todo lo que pueda, siempre y cuando tenga claro dónde invertirá los fondos y cómo pagará esa deuda. La empresa y sus proyectos tienen que ser suficientemente rentables para cumplir sus compromisos financieros.

Las reglas del juego podrían cambiar. Unas tasas reales negativas de esta magnitud no pueden mantenerse a mediano plazo. Una restricción de la liquidez y un aumento de las tasas de interés podrían poner en aprietos a las empresas que hayan abusado de la situación actual de tasas de interés reales de menos veinte por ciento. Esto conduce, de nuevo, a la teoría sobre la estructura de capital. La empresa venezolana debe balancear los beneficios y costos del endeudamiento, proyectar sus flujos de caja y disminuir las probabilidades de escenarios de tensión financiera. **FI**

REFERENCIAS

- Céspedes, J., M. Gonzalez y C. A. Molina (2010): «Ownership concentration and the determinants of capital structure in Latin America». *Journal of Business Research*. Vol. 63. No. 3.
- Flannery, M. J. y K. P. Rangan (2006): «Partial adjustment toward target capital structures». *Journal of Financial Economics*. Vol. 79, 469-506.
- Graham, J. (2000): «How big are the tax benefits of debt?». *Journal of Finance*. Vol. 55, 1901-1941.
- Miliani, L. y P. Ramírez (2008): «Evidencia empírica sobre prácticas gerenciales financieras en corporaciones venezolanas para la evaluación de proyectos, la determinación del costo y la estructura de capital». Trabajo de grado. Caracas: IESA.
- Molina, C. A. (2005): «Are firms underleveraged? An examination of the effect of leverage on default probabilities». *Journal of Finance*. Vol. 60, 1427-1460.
- Parra C., C. R. (2006): «Estructura de capital, teoría del trade-off y el escudo fiscal de la deuda: aplicación a una muestra de empresas venezolanas». Trabajo de grado. Caracas: IESA.
- Rajan, R. G., y L. Zingales (1995): «What do we know about capital structure? Some evidence from international data». *Journal of Finance*. Vol. 50, 1421-1460.