

# DIEZ IDEAS clave para endeudarse con cabeza

## EJEMPLOS PRÁCTICOS

¿Endeudarse o no endeudarse? He ahí la cuestión. Tomar la decisión de endeudarse no es mala por sí misma cuando lo que se precisa es financiar el crecimiento de la compañía. Ahora bien, es necesario considerar aspectos como el volumen de deuda, el peso de la carga financiera y, sobre todo, saber cómo se va a devolver la deuda



Artemio Milla Gutiérrez

Socio-Director de Altair Consultores en Finanzas Corporativas

### Ficha Técnica

**AUTOR:** Milla Gutiérrez, Artemio

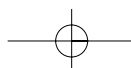
**TÍTULO:** Diez ideas clave para endeudarse con cabeza. Ejemplos prácticos

**FUENTE:** Estrategia Financiera, nº 207. Junio 2004

**LOCALIZADOR:** 61 / 2004

**RESUMEN:** La toma de deuda tiene un fin primordial que es financiar el crecimiento del negocio pero cómo sabemos que se está tomando la decisión correcta. En este artículo se desvela cuáles deben ser las decisiones correctas sobre todo considerando que la empresa debe tener bien clara cuál será su política de financiación; además se exponen algunos indicadores para medir la capacidad de endeudamiento. Todo ello se ilustra con ejemplos y también con diez ideas claves y concisas a tener en cuenta siempre que se decida endeudarse

**DESCRIPTORES:** estrategia de financiación, endeudamiento, inversión, toma de decisión, estructura económica, estructura financiera, ratio de cobertura, resultado de explotación, amortizaciones, beneficios, dividendos, necesidades operativas de fondos, retorno sobre el capital invertido (ROIC).



**E**l objeto de este artículo no es realizar una exposición teórica sobre la estructura de capital de la empresa, ni sobre los usos y beneficios del endeudamiento desde la óptica de la creación de valor. Es mucho más simple que todo eso; mi pretensión es simplemente ayudar al empresario a que tome decisiones de endeudamiento adecuadas para su empresa y para él como propietario de la misma.

Considero necesario exponer, al menos en mi opinión, que el endeudamiento no es, en principio, ni bueno ni malo "per se"; pues depende de cuáles sean los objetivos de la empresa para con sus accionistas (por ejemplo la maximización del valor de sus acciones), de la situación en la que la empresa se encuentra (en fase de desarrollo y expansión interna o externa, en fase de consolidación o en fase de declive) y de la magnitud, solidez (nivel de riesgo y variabilidad ante cambios en la cifra de negocio) y temporalidad de los flujos de caja libre que genera<sup>1</sup>.

Pero comencemos por el principio.

## ACTIVOS (INVERSIÓN) Y PASIVO (FINANCIACIÓN)

La estructura económico-financiera de la empresa esta compuesta por el activo, inversión o estructura económica y por el pasivo, financiación o estructura financiera, términos que los financieros utilizan indistintamente para referirse a los mismos conceptos. Particularmente, me gusta utilizar las expresiones estructura económica y estructura financiera para referirme al activo y al pasivo de una empresa. Es una forma de enfatizar en la vertiente financiera del análisis frente la vertiente contable.

A su vez, la estructura económica está compuesta de las inversiones en activos fijos netos y en necesidades operativas de fondos; mientras que la estructura financiera se compone de la financiación propia (recursos o fondos propios) y de la financiación ajena (deuda). En el Cuadro 1 se muestra gráficamente lo que decimos.

Es importante entender el adecuado funcionamiento de la estructura económica y de la estructura financiera de la empresa porque, entre otras cosas, uno debería saber, si en su empresa hay problemas, si éstos son de naturaleza económica o financiera. Las causas de los problemas y las soluciones son muy distintas.

Dos ejemplos muy sencillos para entenderlo mejor:



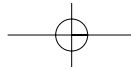
**Ejemplo 1:** Una empresa puede funcionar adecuadamente desde el punto de vista de la estructura económica: generar un elevado resultado de explotación (BAII), en un entorno de solidez del mismo (bajo riesgo operativo) y un adecuado retorno sobre el capital invertido (ROIC o BAIDT); pero después de restar la carga financiera (intereses) al BAII el resultado (BAI) ser muy bajo o incluso negativo. Es evidente que esta empresa tiene un problema en la estructura financiera (tiene demasiada carga de intereses para el volumen de su BAII y su tasa de retorno ROIC que se consideran adecuados; bien por exceso de deuda, por un elevado coste de la misma o por ambas cosas).

**Ejemplo 2:** La empresa dispone del apoyo de los accionistas y entidades financieras para poder diseñar una estructura financiera adecuada para el tipo de negocio que desarrolla (relación deuda/recursos propios adecuada, deuda bien estructurada y muy barata), pero su mala gestión en las necesidades operativas de fondos y el escaso éxito de las inversiones en activos fijos acometidas proporcionan un paupérrimo BAII y un retorno sobre la inversión después del efecto fiscal (ROIC) prácticamente igual al coste medio de la estructura financiera (WACC), de tal modo que sus resultados finales en términos de beneficios después de impuestos y flujo de caja generado

### Cuadro 1. Estructura Económica y Financiera

Activo = Inversión Estructura Económica	Pasivo = Financiación Estructura Financiera
Necesidades Operativas de Fondos	Fondos Propios
Activos Fijos Netos	Deuda

(1) Los flujos de caja libre de una empresa son la suma de los flujos de caja derivados de las operaciones de inversión en activos fijos y en necesidades operativas de fondos o NOF (básicamente existencias + cuentas a cobrar - cuentas a pagar) y los flujos de caja generados por la explotación (calculados como beneficios antes de intereses pero después de impuestos o BAIDT + amortizaciones).



## Estrategia de Financiación

Diez ideas clave para  
**endeudarse con cabeza**

Respecto a la toma de decisiones de endeudamiento de corto y largo plazo, la deuda de carácter permanente debería cubrir la totalidad de los activos fijos netos y buena parte de las necesidades operativas de fondos



son desalentadores. Es evidente que en este caso el problema de la empresa se deriva de la estructura económica ya que se cuenta con el apoyo de los accionistas y el volumen de endeudamiento y la carga financiera derivada del mismo no son relevantes (era la hipótesis de partida).

En ambos casos se acabará produciendo un desequilibrio monetario en la empresa; así que el entendimiento del funcionamiento de la estructura económica y financiera y las interrelaciones monetarias entre ellas es esencial para garantizar incluso la propia supervivencia de la empresa.

### ¿PARA QUÉ NECESITAMOS EL ENDEUDAMIENTO?

La toma de deuda tiene un fin primordial que es financiar el crecimiento del capital (inversión) y de la cifra de negocio (ventas) de la empresa y con ellos, todo el proceso productivo y la estructura de costes asociada. Debe tenerse en cuenta que el crecimiento es uno de los inductores de valor más importantes y, en consecuencia, es necesario crecer (eso sí, de forma rentable).

Dado que no es posible obtener una cifra de negocio ilimitada para un volumen dado de inversión (activos fijos (AF) + necesidades operativas de fondos (NOF)), obtener mayores niveles de cifra de negocio implicará, por lo general, disponer de mayores volúmenes de inversión en activos fijos y/o necesidades operativas de fondos.

Mayores volúmenes de inversión en activos fijos y/o necesidades operativas de fondos implican un aumento del activo (in-

versión) de la empresa, aumento que debe ser correspondido con el necesario aumento del pasivo (financiación); ya que activo (inversión) y pasivo (financiación), siempre han de coincidir.

Aunque es cierto que una buena parte de la financiación que necesita una empresa es generada (o debería serlo) por la propia explotación (autofinanciación), también suele ser cierto que dicha capacidad de autofinanciación (medida en términos de beneficios ordinarios después de impuestos más amortizaciones; lo que se conoce como flujo de caja generado) suele ser insuficiente para dar cobertura a las demandas de fondos como consecuencia de la expansión de los activos (inversiones ordinarias y necesidades operativas de fondos).

Un ejemplo sencillo nos ayudará a entender esto mejor. Suponga que en su empresa, en el momento inicial, hay 150 unidades monetarias en el activo (50 unidades monetarias correspondiente a la inversión neta en activos fijos y 100 unidades monetarias correspondientes a necesidades operativas de fondos) y 150 unidades monetarias en el pasivo (todas ellas correspondientes a fondos propios).

Su nivel de ventas actual es de 400 unidades monetarias; por lo que la relación entre NOF y cifra de negocio es del 25% (analice los ratios NOF/cifra de negocio anual –o mejor el TAM– de su empresa para los últimos 4 ó 5 ejercicios y observará una cierta relación entre ellos). Haga la hipótesis de que las inversiones netas en activos fijos son nulas (inversión bruta al coste = amortizaciones). Esta hipótesis sólo pretende facilitar la comprensión del supuesto y no es en modo alguno limitativa. De esta forma centramos la atención en las NOF. Lo anterior se visualiza en el Cuadro 2.

Suponga también que su flujo de caja generado por la explotación es del 10% sobre la cifra de ventas y que ésta se sitúa ahora en el nivel de 600 unidades monetarias. Si esto es así, la caja "inyectada" a su empresa como consecuencia de su explotación que sirve a los propósitos de financiar sus operaciones será de 60 unidades monetarias; de las cuales, digamos, 40 corresponden a amortizaciones y 20 al beneficio ordinario después de impuestos, del que retenemos el 100% en forma de reservas.

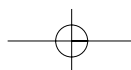
Dado que las 40 unidades monetarias de las amortizaciones se destinan a financiar las inversiones brutas en activos fijos para que la inversión neta sea nula, las restantes 20 unidades monetarias que se corresponden con el beneficio retenido habrán ido a financiar las NOF; pero nuestra

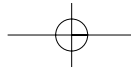
### Cuadro 2. Situación Inicial (Ventas = 400)

**Activo = Inversión**  
**Estructura Económica**

**Pasivo = Financiación**  
**Estructura Financiera**

Activos Fijos Netos 50	Fondos Propios 150
Necesidades Operativas de Fondos (= 25% sobre ventas) 100	





## Estrategia de Financiación

Diez ideas clave para **endeudarse con cabeza**



sorpreza surge cuando nos damos cuenta que nuestras NOF ahora ascienden a 150 unidades monetarias (25% sobre 600) y han aumentado en 50 unidades monetarias; mientras que el beneficio retenido sólo es de 20 unidades monetarias.

¿Cómo puede crecer el activo, en este caso las NOF en 50 unidades monetarias –recordemos que los activos fijos no crecen en términos netos– si nuestro pasivo por la vía de recursos propios sólo lo ha hecho en 20 unidades monetarias? Muy sencillo, no puede; a menos que tomemos deuda por valor de 30 unidades monetarias (o los accionistas aporten el capital necesario, por supuesto). El Cuadro 3 visualiza lo expuesto.

Ahora debería quedar claro que el crecimiento de la cifra de capital y de la cifra de negocio de la empresa (en este caso al aumento de la cifra de capital se deriva de un aumento de la cifra de negocio de la empresa) demanda unas necesidades de financiación en consonancia con dicho crecimiento (y eso que no hemos realizado inversiones netas positivas, en cuyo caso nuestra demanda de financiación sería mayor), de ahí que surja la necesidad de tomar deuda para financiar dicho crecimiento (salvo que se desee acudir a la financiación a través de recursos propios; por ejemplo, ampliando el capital); ya que por lo general y como antes indicábamos, la capacidad de autofinanciación de la empresa no suele ser suficiente.

Esto nos introduce en algo que nos debería quedar claro. El crecimiento de la empresa

nos conduce a unas mayores necesidades de financiación que no son cubiertas en su totalidad por la generación de flujos de caja de la explotación y que, generalmente, se cubren a través del endeudamiento. Tomar deuda, "per se" no es malo (ni bueno), es la consecuencia lógica de la necesidad de financiar el crecimiento de la sociedad.

### ¿QUÉ HEMOS DE HACER PARA TOMAR DECISIONES CORRECTAS DE ENDEUDAMIENTO?

Tomar deuda en principio y como antes decíamos no es ni bueno ni malo; ya que esto va a depender de una serie de circunstancias a las que antes hemos aludido (objetivo de la empresa y de sus accionistas, situación de la empresa en su ciclo de vida y magnitud, solidez y temporalidad de sus flujos de caja libres).

Respecto a la toma de decisiones de endeudamiento de corto y largo plazo, deberíamos decir que, en general, la deuda de carácter permanente (deuda a largo plazo con criterio de permanencia en la empresa) debería cubrir la totalidad de los activos fijos netos y una buena parte de las necesidades operativas de fondos; mientras que la deuda a corto plazo o deuda circulante debería cubrir el resto de las necesidades operativas de fondos de la empresa.

Esta sugerencia es válida en términos generales para la mayoría de empresas industriales y comerciales, desde la óptica de tener la compañía adecuadamente consolidada; aunque evidentemente podríamos hacer otras recomendaciones en función de la situación de cada empresa, de su sector y de otras circunstancias; pero no nos detendremos más aquí.

Es importante resaltar también que una empresa debería tener clara su política de financiación al objeto de fijar determinados objetivos en cuanto a su estructura de capital deseada a largo plazo (relación entre D/D+E). Todo ello con el fin de evitar desequilibrios en dicha estructura que acaben teniendo importantes consecuencias sobre la liquidez de la empresa (por ejemplo si el grado de amortización de la deuda a largo plazo es muy superior a la capacidad de generar caja por parte de la explotación de la compañía).

A la hora de analizar el endeudamiento, tres son los aspectos básicos de consideración desde mi punto de vista:

1. **El volumen de deuda** y la relación entre la deuda y la estructura financiera de la empresa (técnicamente se expresa-

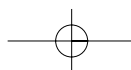


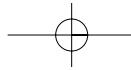
### Cuadro 3. Situación Final (Ventas = 600)

**Activo = Inversión Estructura Económica**

**Pasivo = Financiación Estructura Financiera**

Activos Fijos Netos 50	Fondos Propios 170
Necesidades Operativas de Fondos (= 25% sobre ventas) 150	Deuda 30





Una empresa no está más endeudada por deber más, sino por deber peor; es decir, peor estructurada la devolución de su deuda en relación con sus flujos de caja libre

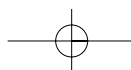


ría como  $D/D+E$ , donde  $D$  sería el volumen de deuda y  $E$  el volumen de fondos propios o "equity", en cuanto esta relación, denominada de apalancamiento o *leverage*, afecta al riesgo financiero de la empresa (también a otros factores, como al coste medio de los capitales).

2. **El peso de la carga financiera** o intereses, calculado como el tipo nominal de interés de la deuda después del efecto fiscal ( $i = n \times (1-T)$ ), donde "n" es el tipo nominal de interés y "T" la tasa del impuesto sobre sociedades. Recordemos además, que el coste de la deuda es menor que el coste de los fondos propios debido, entre otros factores, a la deducibilidad fiscal de los intereses.
3. **La estructuración de la devolución** de la deuda; aspecto que en mi opinión es uno de los de mayor relevancia a la hora de tomar decisiones de endeudamiento, como más adelante veremos.

La conjunción de estos tres factores (volumen de deuda, carga financiera y estructuración de la deuda) nos introduce en las siguientes reflexiones:

1. **El ritmo de crecimiento de la empresa** (una empresa con un ritmo de crecimiento alto, en general, está mejor preparada que otra para soportar mayores niveles de endeudamiento). Recuerde que el crecimiento es el principal inductor en la creación de valor de una empresa (pero sólo si se crece de forma rentable; es decir, con diferenciales positivos entre el ROIC y el WACC, conceptos que se explican en el punto siguiente).
2. **La tasa de retorno sobre el capital invertido (ROIC)**, medida como el resultado de explotación después de impuestos (BAIDT) en relación con el volumen de activos de la empresa (ACTIVO) y su relación con el coste medio ponderado de los capitales que conforman la estructura financiera de la empresa (WACC). En general sólo debería tomarse deuda para financiar proyectos que dieran un ROIC superior al WACC (proyectos creadores de valor). Esto obliga a un análisis de la viabilidad económica de los proyectos de inversión que se acometen.
3. **El nivel de riesgo operativo** en la empresa, medido como la sensibilidad del resultado de explotación (BAII) a las variaciones de la cifra de ventas (CN) y el nivel de riesgo financiero, medido como la sensibilidad del resultado antes de impuestos (BAI) frente a variaciones del BAII. Elevados niveles de riesgo operativo y financiero serán buenos si la empresa está obteniendo  $BAII > 0$ ; ya que expandirán el BAII y el BAI ante pequeños aumentos de la cifra de negocio, pero serán demolidores ante caídas de la cifra de negocio, pudiendo situar el BAII y el BAI en niveles cercanos a cero e incluso negativos.
4. **El nivel de apalancamiento financiero** para el volumen de deuda que se mantiene en cada momento debería ser positivo (mayor que 1) para que el efecto de la toma de deuda sobre la rentabilidad financiera (ROE) aumentase ésta dado un nivel de ROIC. Esto tiene que ver con el efecto apalancamiento o *leverage*, medido en términos de la relación entre el volumen de deuda/deuda+equity.



**5. La estructura de la devolución de la deuda** es un aspecto crítico; de hecho es uno de los aspectos a los que más atención sugiero que se haga en la empresa. No me canso de repetirlo: Una empresa no está más endeudada por deber más sino por deber peor (peor estructurada la devolución de su deuda en relación con sus flujos de caja libre). Piénsese que en la empresa debe existir siempre un equilibrio monetario tal que se garantice que en todo momento se va a disponer de fondos necesarios para financiar su desarrollo. Los flujos de caja de los activos de la empresa, también denominados flujos de caja libres, sujetos a riesgo e incertidumbre (flujos de caja generados por la explotación sin contar el efecto de los intereses + flujos de caja de las necesidades operativas de fondos + flujos de caja de los activos fijos) siempre deben ser iguales a los flujos de caja de los pasivos (flujos de caja de la deuda, que son ciertos en cuantía y momento –variaciones del capital de la deuda más intereses netos del efecto fiscal– y flujos de caja de las acciones, que es el flujo de caja restante después de restar al flujo de caja libre el flujo de caja de la deuda).

Esta expresión se visualiza de la siguiente forma:

$$FCL = FCD + FC \text{ Acciones}$$

Este equilibrio es dinámico y no estático y siempre ha de producirse; de tal modo que si en un momento dado la empresa (los activos) demandan una financiación y ésta no puede proveerse bien porque dichos activos no la generan en forma suficiente, bien porque los prestamista de fondos o los accionistas no quieren proveerla, se rompe el necesario equilibrio y la empresa se ve abocada a una suspensión de pagos. Es por ello que es absolutamente necesario adecuar de manera precisa los flujos de caja derivados de la deuda (pagos de capital más intereses) con los flujos de caja libres de la empresa, los cuales, al estar sujetos a riesgo e incertidumbre, deben ser objeto de especial vigilancia.

La diferencia entre ambos es el flujo de caja de las acciones y los accionistas, ya se sabe, en principio cobran los últimos, pero el fin de la función financiera en la empresa es maximizar la riqueza de los ac-



cionistas, así que deben fijarse objetivos en términos de la magnitud y temporalidad de los flujos de caja de las acciones.

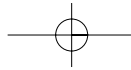
Vamos a detenernos un momento aquí y veamos con un ejemplo la importancia de una adecuada estructuración de la devolución de la deuda.

Supongamos una empresa con la secuencia de flujos de caja libres del ejemplo (recordemos que los flujos de caja libre de la empresa están sujetos a riesgo e incertidumbre) y establezcamos una devolución de la deuda que, en principio, nos parece adecuada o es la que hemos podido obtener de las entidades financieras (no estamos buscando aquí nada más que la idoneidad de la estructura de la devolución de la deuda a "simple vista" a tenor de nuestros flujos de caja libre); tal y como se muestra en el Cuadro 4.

Los flujos de caja de las acciones son positivos, así que los flujos de caja libres generados por la empresa son en todo momento suficientes para atender los compromisos de devolución de capital e intereses de la deuda.

Si mantenemos la estructura de la devolución de la deuda del Cuadro 4 (entre otras cosas porque la hemos firmado con la entidad financiera, de ahí que sea cierta en cuantía y en tiempo) pero alteramos los flujos de caja libre (por ejemplo porque hemos tenido inversiones en activos fijos no programadas o desviaciones de la cifra de negocios que han impactado en los resul-

Siempre debe  
existir un  
equilibrio  
monetario  
que garantice  
la disponibilidad  
de fondos  
para financiar  
el desarrollo  
de la empresa



## Estrategia de Financiación

Diez ideas clave para  
**endeudarse con cabeza**

Sólo debe utilizarse **deuda** para financiar el **crecimiento** rentable de la empresa



tados de explotación de la empresa o BAII) obtendremos el Cuadro 5.

¿Qué observamos ahora? Pues que los flujos de caja de las acciones (lo que queda de los flujos de caja libre después de atender los compromisos con los prestamistas de fondos) de algunos años son negativos. ¿Y qué sucede entonces? Pues que si el accionista no pone dinero en forma de capital, la situación es, sencillamente insostenible. En un año con flujo de caja de las acciones negativo la empresa no podría atender los compromisos del servicio de la deuda; de ahí que prestar adecuada atención a la estructura de la devolución de la deuda en función de la magnitud, solidez y temporalidad de los flujos de caja libre sea crítico en la empresa; y eso sólo desde la óptica de asegurar una adecuada liquidez.

### ALGUNOS INDICADORES PARA MEDIR LA CAPACIDAD DE ENDEUDAMIENTO

Aunque para medir la capacidad de atender los compromisos de la deuda sugiero la elaboración en base anual y mensual de los cuadros anteriores (y sugiero además "jugar" con diversos escenarios de flujos de caja

libres y flujos de caja de la deuda) podemos encontrar algunos indicadores útiles para medir la capacidad de endeudamiento; tal y como se relacionan a continuación y que deben ser calculados en base anual:

- **Ratio de cobertura de intereses;** calculado como el resultado de explotación (BAII) dividido por la carga de intereses (I). Este ratio ha de ser sustancialmente superior a 1 (de hecho cuanto más alto, en principio, mejor; pues en un síntoma de una adecuada cobertura de los intereses con los resultados de explotación).
- **Ratio de cobertura del servicio de la deuda;** calculado como el BAII + Amortizaciones (EBITDA) dividido por el servicio de la deuda (pago de capital en intereses). Este ratio ha de ser sustancialmente superior a 1 y mide la capacidad de la empresa en términos de caja de atender, también en términos de caja, el servicio de la deuda contraída en cada momento.
- **Ratio de cobertura de desembolsos exigibles;** calculado como el EBITDA dividido por el servicio de la deuda + intereses + dividendos. Este ratio ha de ser también, como el anterior, sustancialmente superior a 1 y mide la capacidad de la empresa en términos de caja de atender los compromisos exigibles con los prestamistas de fondos, con los accionistas y con el fisco.

#### Cuadro 4. Interrelación entre flujos de caja libre y deuda

Concepto	Horizonte Temporal				
	1	2	3	4	5
FCL (Cash Flow Libre)	-60,0	30,0	40,0	45,0	50,0
FCD (Cash Flow de la Deuda)	60,0	-22,0	-21,3	-20,7	0,0
Saldo Deuda al Inicio = 60	60,0	40,0	20,0	0,0	0,0
- Capital (Toma y amortización de deuda)	60,0	-20,0	-20,0	-20,0	0,0
- Intereses (netos del efecto fiscal)	0,0	-2,0	-1,3	-0,7	0,0
FC Acciones (Cash Flow de las Acciones)	0,0	8,1	18,7	24,4	50,0

#### Cuadro 5. Interrelación entre flujos de caja libre y deuda

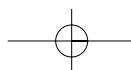
Concepto	Horizonte Temporal				
	1	2	3	4	5
FCL (Cash Flow Libre)	-60,0	10,0	18,0	32,0	50,0
FCD (Cash Flow de la Deuda)	60,0	-22,0	-21,3	-20,7	0,0
Saldo Deuda al Inicio = 60	60,0	40,0	20,0	0,0	0,0
- Capital (Toma y amortización de deuda)	60,0	-20,0	-20,0	-20,0	0,0
- Intereses (netos del efecto fiscal)	0,0	-2,0	-1,3	-0,7	0,0
FC Acciones (Cash Flow de las Acciones)	0,0	-12,0	-3,3	11,4	50,0

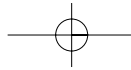
#### RESUMEN: 10 IDEAS PARA NO OLVIDAR

El tema del endeudamiento da para mucho más (análisis de estructuras financieras cuasióptimas, simulación de diferentes niveles de deuda para varios escenarios económicos en función del cumplimiento de diversos objetivos, maximización del valor de la empresa; etcétera) pero en este artículo sólo hemos pretendido crear un punto de reflexión para que el empresario analice si ha de endeudarse o no y, en su caso, qué aspectos debe tener en cuenta para hacerlo.

A continuación un breve resumen con los 10 aspectos clave a recordar:

1. La necesidad de endeudarse surge como consecuencia de la necesaria financiación del crecimiento de la empresa. Las inversiones en capital (activos fijos y necesidades operativas) como consecuencia del crecimiento de





la cifra de negocio demandan una financiación que, generalmente es muy superior a la aportada por la explotación de la empresa. Si no se desea demandar más fondos a los accionistas, la necesidad de endeudarse surge de forma inmediata.

2. Tomar deuda no es bueno ni malo en sí, va a depender de múltiples circunstancias que es preciso analizar en relación con la situación actual y futura (expectativas) de la empresa. De hecho, no por tener más deuda se está más endeudado (aunque resulte paradójico). Hay que prestar más atención a cómo es esa deuda, para qué se ha utilizado, cómo está estructurada, etcétera. Estos son aspectos de indudable relevancia.
3. Es preciso tener controlados los aspectos que determinan los flujos de caja libre de la empresa, su magnitud, solidez y temporalidad; de ellos va a depender la capacidad financiera de la empresa de hacer frente a los compromisos de la deuda (capital e intereses).
4. Se puede (y debe) utilizar deuda para financiar el crecimiento rentable de la empresa; entre otras cosas, además, porque la deuda es más barata que los recursos propios (los intereses son fiscalmente deducibles).
5. Los indicadores para medir la capacidad de endeudamiento de la empresa son útiles para medir la solidez con que la empresa es capaz de enfrentarse a los desembolsos exigidos como consecuencia de la toma de deuda. Calcúlelos, analice su evolución histórica y estudie las interrelaciones con los indicadores que miden el riesgo operativo en la empresa (riesgo operativo, sensibilidad del umbral de rentabilidad, etcétera).
6. Sólo debe utilizarse deuda para financiar el crecimiento rentable de la empresa. Por crecimiento rentable debemos entender aquel que se produce en un entorno de ROIC - WACC positivo. Si esto sucede, tome toda la deuda que pueda, pero vigile el cumplimiento en todo momento de la fórmula  $FCL = FCD + FC \text{ Acciones}$ , donde FC Acciones debe ser siempre positivo.
7. Preste especial atención al consumo de financiación como consecuencia del crecimiento de las NOF. Es una de las

primeras causas de estrangulación de la empresa. Por ejemplo, si desea comprar una máquina para aumentar la capacidad productiva de la empresa y su coste es 100 unidades monetarias y desea financiar la adquisición al 100% con deuda, no pida 100 unidades monetarias. Se quedará corto. Recuerde que esta inversión productiva supondrá un aumento de las NOF y mayores gastos de explotación que también deben ser financiados. Evalúe el impacto de las inversiones y gastos colaterales a la inversión principal.

8. Vigile el riesgo operativo y financiero de su empresa. Las mayores debacles empresariales se producen por no controlar estos aspectos que son especialmente demolidores en épocas de reducción de la cifra de ventas. Algunas empresas de nuestra comunidad del sector textil, calzado y mueble están sufriendo las consecuencias de la ausencia de una buena gestión financiera; pero la culpa siempre es del mercado; según dicen.
9. Elabore el presupuesto de tesorería para tener controlado en el corto plazo su capacidad de atender sus compromisos por la deuda adquirida y jamás, jamás, comprometa la liquidez de la empresa. Piense, además, cual sería el impacto en su empresa si las entidades financieras no le renovaran, digamos, el 20% de su endeudamiento a corto plazo. Consolide su compañía con una política financiera sana (el 100% de los activos fijos netos y una buena parte de las necesidades operativas de fondos deben ser financiadas con deuda de carácter permanente). Establezca una estructura financiera deseada a largo plazo en términos de D/D+E.
10. Piense que, por lo general, las sanas decisiones en materia de política financiera son las mejores para su empresa y para el accionista (es decir, para usted). Dé, por tanto, a la gestión financiera de su empresa la importancia que tiene, sobre todo desde la óptica de una adecuada política de endeudamiento.

Nada más por el momento. El tema da para mucho (no saben ustedes cuánto), pero lo dejamos aquí. Diez ideas claras y sencillas son lo mejor para ponerlas en práctica cuanto antes. La salud de su empresa y la suya me lo agradecerán. ■

Prestar adecuada  
**atención** a la  
estructura de la  
devolución de la  
**deuda** en función  
de la **magnitud,**  
**solidez** y  
**temporalidad** de  
los flujos de caja  
libre es crítico en  
la **empresa**

