



DOCENTES DE ADMINISTRACIÓN FINANCIERA

**XXXII Jornadas Nacionales de Administración Financiera
Septiembre 2012**

EVIDENCIA SOBRE PRÁCTICAS DE ENDEUDAMIENTO EN EMPRESAS ARGENTINAS

**Javier Dusso
Martín L. Dutto**

Universidad Nacional del Litoral

SUMARIO: 1. Introducción; 2. Marco teórico; 3. Metodología; 4. Evidencia empírica; 5. Conclusiones.

Para comentarios: mardutto@gmail.com

1. Introducción

El objetivo de este trabajo es detectar los patrones de endeudamiento adoptados por grandes empresas de Argentina, y analizar el impacto que las mismas han tenido sobre su desempeño. Ello permitiría 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. Se pretende lograr que dicho sistema actúe como un mecanismo de alerta temprana en caso de que se pretendan adoptar decisiones de endeudamiento financiero inadecuadas.

Ya sea por la necesidad de implementar acciones estratégicas de mayor o menor relevancia, como por el hecho de atender situaciones que hacen a su operatoria habitual, las organizaciones suelen encontrarse ante el dilema de fondearse ó no recurriendo al uso de recursos financieros provenientes de terceros ajenos a las mismas.

Ante esta situación, la utilización de fondos suministrados por entes externos a la organización suele ser la alternativa más viable para el cumplimiento de los objetivos de la empresa, dado que es la opción que generalmente permite disponer de mayor cantidad de dinero en menor tiempo, independientemente del grado de aversión al riesgo con que los administradores gestionen la firma.

Adoptada la decisión de recurrir al uso de fondos de terceros, la modalidad con que se encare esta medida tendrá influencia directa sobre la capacidad financiera de la organización, lo cual incidirá en forma crítica sobre el éxito ó el fracaso de las estrategias adoptadas, de allí la importancia de su análisis.

Tal como se mencionó al tratar los objetivos del presente trabajo, el mismo se enfocará a brindar herramientas tendientes a lograr que los procesos de endeudamiento se desarrollen en forma armónica, compatibilizando las necesidades actuales de recursos de la organización con la obligación de reintegrar a futuro los fondos tomados. La intención no es abarcar absolutamente todas las herramientas posibles, sino contar con un conjunto coherente de instrumentos de análisis, el cual deberá ser periódicamente revisado, ya sea agregando nueva información que se adapte a la realidad cambiante como prescindiendo de aquella que pierde validez ante modificaciones del contexto en el que se desenvuelve la empresa.

De esta manera, partiendo del hecho de que en materia financiera no existe un modelo de endeudamiento que permita dilucidar inequívocamente el punto en que el pasivo financiero pasa a convertirse en una carga gravosa para la organización, se buscará sistematizar un conjunto de buenas prácticas de endeudamiento, basado en el cuerpo normativo de las finanzas corporativas, mediante un enfoque tendiente a analizar no sólo la cantidad sino la calidad del endeudamiento.

El trabajo se organiza de la siguiente manera. En el apartado 2 se describe el marco teórico. En la sección 3 se describe la metodología. En la sección 4 se expone la evidencia empírica, en el apartado 5 las conclusiones y en la sección 6 las referencias.

2. Marco teórico

La cuestión de la estructura de financiamiento corporativo, entendida como la relación óptima para una empresa entre los fondos aportados por sus accionistas y los suministrados por terceros, ha sido tratada por diversos autores a lo largo del siglo XX.

Al respecto, puede identificarse una corriente de pensamiento que la bibliografía habitualmente denomina como “enfoque tradicional del financiamiento empresarial”, la cual reúne el criterio predominante hasta la publicación del trabajo de Modigliani – Miller en 1958.

Esta corriente tradicional postula que a diferentes tramos de endeudamiento se corresponden distintos valores de mercado para la empresa.

De esta manera, sería factible determinar niveles de endeudamiento que maximicen la valuación que puede alcanzar la compañía, generándose así un punto de equilibrio en la relación capital ajeno vs. capital propio.

Por lo antes expresado, resulta que con un endeudamiento por debajo de ese punto, se estarían desaprovechando oportunidades de canalizar recursos hacia actividades generadoras de efectivo que aumentarían el valor de la empresa, mientras que una vez sobrepasada la relación óptima, el riesgo comienza a subir rápidamente, lo cual encarece el costo del dinero tomado de terceros, produciéndose así una influencia negativa en los valores de la firma.

Es en el año 1958 cuando los economistas Franco Modigliani y Merton Miller (Premios Nobel de economía en 1985 y 1990 respectivamente) publican en la *American Economic Review* su trabajo *The Cost of Capital, Corporation Finance and Theory of Investment*, en el cual se sostiene que el valor de mercado de una firma es independiente de la estructura de financiamiento adoptada.

Esta afirmación se respaldaba con el teorema que lleva el nombre de los autores del trabajo, el cual, si bien era inobjetable desde el punto de vista de su desarrollo, sufrió fuertes críticas dada la rigidez de los supuestos en los que se sustentaba. Tales supuestos derivaban de la idea central de que las empresas operan en un mercado perfecto, en el cual los inversores actúan de manera absolutamente racional.

Ante las críticas recibidas, los autores corrigieron en 1963 el enunciado original de su teoría, destacándose como cambio fundamental la consideración del efecto que los intereses de los préstamos contraídos ejercen sobre los impuestos a la renta, generando así ahorros fiscales que mejoran el valor de la empresa. De esta manera, para el enfoque de Modigliani y Miller los impuestos sobre la renta, así como las variables que inciden sobre ellos, pasaron de ser un factor

que originalmente consideraban irrelevante en función del supuesto de los mercados perfectos a convertirse en un elemento crucial a la hora de definir la estructura de capital corporativa.

Este enfoque modificado incorpora la idea de que si bien a priori resulta más conveniente financiarse con capital ajeno, llega un punto en que ni las empresas desean seguir endeudándose - en función de los riesgos que ello representa- ni los acreedores quieren seguir prestando fondos, diluyéndose entonces las ventajas del ahorro impositivo que se logra al incrementar el endeudamiento. Sostienen entonces los autores, que una adecuada combinación de uso de fondos propios con endeudamiento financiero permite maximizar el valor de la empresa, con lo cual ya deja de ser irrelevante la estructura de capital adoptada por la organización.

En décadas posteriores, se fue profundizando este análisis, saliendo del enfoque circunscripto a la generación de valor para la compañía, adentrándose entonces en el estudio de los motivos por los cuales los directivos de las empresas suelen ser renuentes a recurrir al endeudamiento financiero, reconociendo que decisiones erróneas al momento de delinear e implementar la política financiera corporativa, pueden derivar en situaciones sumamente complicadas para la firma, de las cuales probablemente la única salida posible sea la quiebra o la convocatoria de acreedores.

En este sentido, autores como Richard Brealey y Stewart Myers (británico y estadounidense, respectivamente) sostienen que si bien la definición de la política financiera debe ser consecuente con las características fundamentales del negocio de la empresa, es finalmente la habilidad de la dirección corporativa a la hora de definir y aplicar esta política la que define el éxito de la misma (2004). Ello explicaría la aparente contradicción entre evidencias de estructuras de capital inherentes a determinados tipos de empresas (Harris y Raviv 1991; Rajan y Zingales 1995, ambos casos citados por Pascale en 2006) y el hecho de que no todas las compañías que desarrollan la misma actividad económica muestran idéntico patrón de financiamiento. (Brealey, Myers y Marcus, 2004)

Adhiriendo a esta postura se han manifestado autores más vinculados a la realidad argentina como Ricardo Fornero (2009) y Ricardo Pascale (2006), al expresar que si bien hay pautas generales a seguir para establecer la estructura financiera de la empresa, las mismas actúan como marco orientativo, pudiendo tomar los directivos decisiones sumamente exitosas que no necesariamente se adecuan a dicho marco.

A darle un enfoque práctico a estas pautas orientativas, y a proporcionar un esquema de razonamiento que contribuya a delinear las políticas empresarias de endeudamiento se enfoca el presente trabajo.

3. Metodología

En función de los objetivos planteados, el trabajo se iniciará 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, 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 así el marco conceptual sobre el que se fundamentará el proceso de desarrollo y formulación de conclusiones.

La etapa mencionada da 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:

- 1) Estados contables de acceso público: A tales efectos, se utilizarán las cifras de los últimos cinco años contenidas en los estados financieros correspondientes a las empresas no banca-

rias que conforman el panel Merval25. Dicho panel está conformado por las 25 acciones más operadas en el mercado accionario argentino durante el año 2010.

Es así que, mediante un análisis transversal de la evolución económica y patrimonial de estas empresas, se entiende que se podrán detectar patrones de endeudamiento que permitan distinguir aquellos que resultaron saludables para la marcha de una compañía de aquellos que comprometieron su normal continuidad. El uso de los balances confeccionados por este tipo específico de empresas se fundamenta en los siguientes motivos:

- i) Disponibilidad de la información: Los estados contables de las firmas pertenecientes al mencionado panel son de uso público, pudiendo accederse a los mismos a través de diversas páginas de internet, algunas de ellas de índole oficial, como la de la Comisión Nacional de Valores o la de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, lo cual garantiza que las cifras allí expuestas se corresponden con los balances reales de estas compañías.
 - ii) Importancia relativa de las empresas cotizantes: La facturación anual de las mismas, depurado el efecto de empresas integrantes del panel que pertenecen a un mismo grupo económico, representa alrededor del 5% del PBI argentino (cifras al 31/12/2009), lo cual da una pauta de lo significativo de las firmas analizadas en cuanto a su influencia en la economía nacional. De esta manera, los patrones de financiamiento que se detecten -aunque no puedan adoptarse como regla general para todo el universo de empresas argentinas - permitirán brindar un panorama altamente representativo de las características más relevantes del financiamiento empresarial en nuestro país, al menos en lo que refiere a la magnitud de las cifras involucradas.
 - iii) Confiabilidad de la información obtenida: La veracidad de la misma es auditada por estudios contables sujetos a control de entes oficiales como la Comisión Nacional de Valores, lo cual hace válido suponer un bajo riesgo de manipulaciones significativas que distorsionen la presentación de la realidad económico financiera de cada una de las empresas del panel. Esto no implica que aquellas empresas cuyos estados contables no sean validados por estudios que auditan a las firmas del panel Merval25 elaboren balances con cifras manipuladas, lo que en todo caso puede afirmarse es que al trabajar con compañías de dicho panel, no será necesario efectuar controles adicionales tendientes a corroborar la razonabilidad de las partidas informadas, lo cual resulta de suma importancia al tratarse de información clave a utilizar para la tesis.¹
- 2) Indicadores económicos argentinos: A los fines de vincular la evolución de los indicadores económico financieros de las compañías del Merval25 con los de la economía argentina en su conjunto, se relevará, para similar período, el comportamiento de las principales variables económicas y financieras informadas por el Instituto Nacional de Estadística y Censos y por el Banco Central de la República Argentina. Con esta vinculación, se intentará mostrar la influencia del desenvolvimiento de la economía nacional sobre los resultados de una determinada estrategia de financiamiento corporativo.
 - 3) Indicadores de la economía mundial: Con el objeto de efectuar un análisis de similares características al mencionado en el ítem anterior, se trabajará con datos suministrados por el Fondo Monetario Internacional. El uso de indicadores económicos internacionales se justi-

¹ La no consideración de entidades bancarias cuyas acciones están incluidas en este panel obedece al hecho de que su endeudamiento financiero, configurado principalmente a través de la captación de depósitos del público, constituye la razón de ser de estas empresas. En consecuencia, en estos casos la compañía necesariamente tendrá que endeudarse, y los niveles y características del endeudamiento contraído deben adecuarse a lo dispuesto por normas legales y reglamentarias. De esta manera, es el mismo estado nacional quien a través de diversas disposiciones determina cuales son las buenas prácticas de endeudamiento para las entidades bancarias, no siendo relevante entonces, a los fines de esta tesis, considerar a estas firmas como objeto de estudio.

fica en la influencia que su evolución puede tener tanto sobre las variables de la economía argentina en su conjunto, como sobre las empresas fuertemente internacionalizadas que forman parte del panel analizado.

Terminado el relevamiento de los indicadores de las empresas analizadas, como el de los referidos a la evolución de las economías argentina y mundial, se procederá a exponer los patrones de financiamiento detectados, agrupándolos en categorías homogéneas.

El análisis de información secundaria que caracteriza a esta etapa del trabajo, se verá complementado con entrevistas a informantes clave, como expertos en mercados de capitales y ex funcionarios del Banco Central de la República Argentina. El aporte de estos informantes apunta a evitar omisiones de importancia al momento de definir las variables bajo estudio y a mitigar posibles sesgos subjetivos de parte del autor cuando deban interpretarse causas, efectos e interrelaciones en la evolución de los indicadores relevados.

Culminada esta etapa de relevamiento y análisis de información secundaria, complementada con entrevistas a informantes clave, se encarará la fase del trabajo consistente en vincular las modalidades de endeudamiento identificadas en las empresas bajo análisis con su consecuente desempeño económico financiero. En base a esta vinculación, se formularán las buenas prácticas de endeudamiento y se elaborará el tablero de control que permita seguir la evolución de las variables críticas para determinar si la gestión de los pasivos financieros de la empresa se adecua a dichas prácticas.

4. Evidencia empírica

De acuerdo a lo mencionado en los puntos precedentes, la presente parte del trabajo 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.

Para ello, se recurrió al relevamiento de las memorias y estados contables de las empresas que conforman el panel Merval 25, y tal como ya se explicó en la sección anterior, el análisis se centrará en las empresas no bancarias de dicho panel.

Es así que se analizaron las cifras correspondientes al período transcurrido entre los años 2006 a 2011, y a modo de avance, dado que el análisis final aún no está completo, se presentarán los resultados referidos a ocho de esas firmas, a saber:

- Alpargatas S.A.
- Aluar S.A.
- Celulosa Argentina S.A.
- Comercial del Plata S.A.
- Cresud S.A.
- Solvay Indupa S.A.I.C.
- HOLCIM Argentina S.A. (ex Juan Minetti)
- Ledesma S.A.A.I.

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:

$$\text{Rentabilidad de activos} = \frac{\text{BAII}}{0,5 (A_i + A_c)}$$

donde:

BAII: Ganancia (o pérdida, según el caso) antes de Amortizaciones, Intereses e Impuesto a las Ganancias (En el caso de empresas que consolidan estados contables con sus controladas, el BAII es previo a la corrección que se practica por la participación minoritaria de terceros en el resultado del ejercicio).

A_i: Total del Activo al inicio del ejercicio

A_c: Total del Activo al cierre del ejercicio

La elección de este indicador 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 financiera sobre el total de los activos, recordando lo que se mencionó en secciones anteriores respecto de que a los fines de esta tesis se entiende por deuda a la deuda financiera, tanto de largo como de corto plazo.

De esta manera, en base a los indicadores elaborados en función de las cifras expuestas en los balances de cierre de ejercicio anual de las compañías relevadas, se arriba a las cifras que se muestran en el cuadro 1, en el que las cifras en verde muestran a la más rentable y a la menos endeudada de cada año, mientras que las cifras en rojo indican la menos rentable y la más endeudada de cada período.

Asumiendo desde ya la limitante de que se está trabajando con empresas que pertenecen a distintas industrias, salvo el caso de Celulosa y Ledesma, que coinciden en alguna de sus actividades, en lo que refiere al vínculo entre rentabilidad de las firmas (medida sobre activos totales) y niveles de endeudamiento, pueden subrayarse los siguientes hechos:

- 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 la firma más rentable es la más endeudada (Aluar, sin tener en cuenta Alpargatas en 2006), pero que también la segunda compañía más endeudada de la muestra (Celulosa) se encuentra entre las menos rentables entre 2006 y 2008.
Resulta importante tener en cuenta que 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 que terminaron haciendo eclosión en septiembre de 2008.
- En el año 2009, que es cuando mayor impacto tiene la crisis económica mundial desatada en el último trimestre de 2008, puede notarse un marcado fenómeno: Las tres compañías más rentables de la muestra pasan a ser las tres firmas menos endeudadas (Ledesma, Holcim y Cresud), y en idéntico orden (es decir, la más rentable es la menos endeudada, la segunda más rentable es la segunda menos endeudada, y así sucesivamente), mientras que por el contrario, las tres menos rentables son las tres más endeudadas (Aluar, Celulosa e Indupa).
En este sentido, a la hora de considerar a las menos rentables se segrega a Comercial del Plata, ya que la lectura de sus estados contables permite inferir con fundados argumentos que sus problemas de rentabilidad derivan de decisiones estratégicas tomadas hace más de diez años, con lo que cualquier análisis que se pretenda realizar para esta firma necesariamente excede al período relevado en la presente tesis.

Cuadro 1 Análisis relación endeudamiento / rentabilidad

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
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

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

- En los años 2010 y 2011 se mantiene la tendencia por la cual las tres empresas más rentables son las tres menos endeudadas. De todos modos, está muy cercana en el tiempo la crisis de 2008/2009 como para poder fijar un claro vínculo entre niveles de endeudamiento y rentabilidad, ya que bajos niveles de rentabilidad podrían deberse a que los mercados en los que operan las empresas analizadas no terminaron de absorber por completo los efectos de la recesión sufrida.

Un caso concreto en ese sentido es el de Indupa, donde los precios internacionales de los productos que comercializa (fuertemente “comoditizados”), seguían bajando en 2010, comenzando a recuperarse en 2011, todo lo cual necesariamente repercute en los niveles de rentabilidad sin que ello necesariamente se deba a su endeudamiento, que también se encontraba dentro del segmento más elevado.

Que a lo largo del período bajo análisis las dos empresas con mayores niveles de endeudamiento muestren desempeños dispares en cuanto a rentabilidad puede deberse a múltiples causas, motivo por el cual no sería correcto arribar a la conclusión de que esa diferencia de performance obedece pura y exclusivamente al modo en que ambas firmas se endeudaron, al menos no sin efectuar una serie de análisis más complejos que trascienden a este trabajo. Cabe aclarar asimismo que dicho análisis se complica más aún al tratarse de firmas que operan en distintas industrias (Una principalmente siderúrgica y otra eminentemente papelera), con lo cual incluso esas diferencias podrían deberse a la rentabilidad promedio inherente a uno y otro sector industrial.

De todos modos, para el caso de estas dos compañías, resulta un hecho destacable que pese a que ambas vieron afectada su rentabilidad durante la crisis de 2008/2009 en una proporción mayor a las de las firmas con menos deudas, una sufrió el impacto de una manera mucho más drástica, ya que en el caso de Celulosa su rentabilidad fue lisa y llanamente negativa, y sus 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 firmas 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 compañías, pueden detectarse las siguientes características del endeudamiento tomado por una y otra (cuadro 2).

Con base en este análisis comparativo pueden destacarse las siguientes diferencias y similitudes entre el proceso de endeudamiento encarado por ambas compañías:

a) Diferencias:

- 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 productiva o en prefinanciaciones de exportaciones, es decir créditos más bien vinculados con la financiación de capital de trabajo.
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 variaciones en la tasa de interés variable.
- 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).

b) 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).

Cuadro 2 Comparativo de 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>
<p>4. <u>Tasa de Interés:</u> 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 pico 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. <u>Tasa de Interés:</u> 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. 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>

Cuadro 2 Comparativo de políticas de endeudamiento (cont)

ALUAR	CELULOSA
<p>5. <u>Plazo promedio de devolución de los préstamos:</u> 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. 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. <u>Plazo promedio de devolución de los préstamos:</u> 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>
<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. 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>

Cuadro 2 Comparativo de políticas de endeudamiento (final)

ALUAR	CELULOSA
<p>8. Principales evidencias de complicaciones vinculadas con el endeudamiento:</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. Principales evidencias de complicaciones vinculadas con el endeudamiento:</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
<p>9. Medidas encaradas para revertir el impacto de las complicaciones financieras:</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. Medidas encaradas para revertir el impacto de las complicaciones financieras:</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.

- 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 encarados 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 desprendió 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).

Cuadro 3 Evolución de margen bruto sobre ventas entre las empresas más endeudadas de la muestra

Empresa	Margen bruto sobre ventas					
	2006	2007	2008	2009	2010	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).

Cuadro 4 Evolución de resultados antes de diferencias de cambio e intereses
(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

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.

Al respecto, resulta importante mencionar que las dos firmas 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 cuadro 5 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.

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).

Ahora bien, un análisis similar practicado con las empresas menos endeudadas de la muestra (Holcim, Ledesma y Cresud), muestra (cuadro 6) cómo el impacto de las diferencias de cambio en los resultados de estas firmas resulta ser de escasa significatividad, a diferencia de lo que pudo observarse en los casos de Aluar y Celulosa:

Cuadro 5 Evolución del tipo de cambio \$/US\$ en el período 2006-2011

<i>Fecha</i>	<i>Tipo de cambio vendedor</i>	<i>Tipo de cambio comprador</i>	<i>Promedio</i>	<i>Variación respecto período anterior</i>
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

Cuadro 6 Evolución de resultados antes de diferencias de cambio e intereses (millones de pesos)

Empresa	Concepto	2007	2008	2009	2010
Holcim	Resultado antes de dif. de cambio e intereses	53	75	189	216
	Diferencia de cambio	-5	-17	-23	-2
	Resultado después de dif. de cambio y antes de intereses	48	58	166	214
Ledesma	Resultado antes de dif. de cambio e intereses	157	175	225	348
	Diferencia de cambio	1	-1	-61	-13
	Resultado después de dif. de cambio y antes de intereses	158	174	164	335
Cresud	Resultado antes de dif. de cambio e intereses	81	45	449	890
	Diferencia de cambio	0,2	2	-174	-92
	Resultado después de dif. de cambio y antes de intereses	81	47	275	798

En el caso de Holcim y Ledesma, se trataba de dos empresas cuya deuda financiera estaba tomada mayoritariamente en Dólares (un 78,5% promedio de la deuda total en el año 2009), mientras que la incidencia del endeudamiento en moneda extranjera era mucho más baja para Cresud (24% en 2009).

Más allá de que para estas tres firmas un bajo nivel de endeudamiento contribuye a atenuar el impacto de las diferencias de cambio, incluso para aquellas endeudadas principalmente en Dólares, no puede soslayarse el buen desempeño que las mismas tuvieron en materia de facturación y márgenes de ventas, lo cual también permite sortear sin mayores inconvenientes los efectos de la depreciación de la moneda local, tal como puede apreciarse en los cuadros 7 y 8.

Cuadro 7 Evolución de ventas de empresas menos endeudadas

Empresa	VENTAS 2007	VENTAS 2008	VENTAS 2009	VENTAS 2010
Holcim	916.234.550	1.106.282.149	1.285.247.597	1.540.678.005
Ledesma	1.425.371.000	1.486.582.000	1.852.158.000	2.452.709.000
Cresud	110.317.488	162.581.000	1.252.704.000	2.049.320.000
Variación Ventas Holcim		21%	16%	20%
Variación Ventas Ledesma		4%	25%	32%
Variación Ventas Cresud ²		47%	671%	64%

Cuadro 8 Evolución de margen bruto sobre ventas entre las empresas menos endeudadas

Empresa	Margen bruto sobre ventas			
	2007	2008	2009	2010
Holcim	29,69%	29,51%	36,50%	33,74%
Ledesma	32,57%	33,99%	34,36%	34,82%
Cresud	10,14%	11,43%	48,85%	41,67%
Variación Margen Holcim		-0,62%	23,69%	-7,56%
Variación Margen Ledesma		4,36%	1,11%	1,34%
Variación Margen Cresud ³		12,71%	327,48%	-14,70%

En gran parte de la evidencia recabada, puede apreciarse la decisiva influencia que la variación en el tipo de cambio tiene en la rentabilidad de las empresas bajo análisis.

Bajo este contexto, puede resultar de utilidad complementar el análisis de rentabilidad de los activos depurando el efecto que en dicho indicador tienen las diferencias de cambio, máxime cuando el grueso de las compañías analizadas ha tomado su deuda principalmente en moneda extranjera.

Mediante esta depuración se intentará identificar la existencia de factores vinculados con la estructura de financiamiento corporativo que siendo ajenos a la cuestión cambiaria puedan estar teniendo influencia significativa en la performance de las empresas relevadas, factores que obedecerían principalmente a la presencia de los llamados “costos indirectos de insolvencia”.

² En el caso de Cresud, el fuerte aumento en las ventas operado en 2009 se debe a que la firma se fue haciendo con el control mayoritario de diversas compañías en las que hasta ese momento era inversor minoritario.

³ Cresud aumenta en forma espectacular su margen debido a que la reorganización corporativa mencionada en la nota anterior implicó la incorporación de las actividades inmobiliarias de IRSA, mucho más rentables que el tradicional negocio agropecuario explotado por la firma.

De esta manera, con un esquema de análisis muy similar al del cuadro 1, se obtienen las cifras del cuadro 9.

Cuadro 9 *Análisis relación endeudamiento / rentabilidad
(depurando diferencias de cambio)*

Empresa / Indicador	2006	2007	2008	2009	2010	2011
ALPARGATAS						
Rentabilidad s/ activos	0,4831	0,3014	0,0843	0,0619	0,0994	0,0703
Deuda financiera s/ activos	-	-	-	-	0,0052	0,0052
ALUAR						
Rentabilidad s/ activos	0,4013	0,3487	0,2757	0,1581	0,1946	0,2398
Deuda financiera s/ activos	0,2506	0,3910	0,3913	0,4490	0,2020	0,1380
CELULOSA						
Rentabilidad s/ activos	0,1465	0,1322	0,1189	0,0791	0,1349	0,1481
Deuda financiera s/ activos	0,2510	0,2513	0,2600	0,5172	0,4360	0,3969
COMERCIAL DEL PLATA						
Rentabilidad s/ activos	-0,3632	0,1214	0,1608	0,1683	0,1176	-0,4127
Deuda financiera s/ activos	0,0716	0,0054	0,0035	0,0027	0,0793	0,0691
CRESUD						
Rentabilidad s/ activos	0,0805	0,0762	0,0327	0,1264	0,1456	0,1114
Deuda financiera s/ activos	0,1890	0,1376	0,0945	0,2349	0,2798	0,3496
INDUPA						
Rentabilidad s/ activos	0,2405	0,2431	0,1690	0,0305	0,0771	0,0952
Deuda financiera s/ activos	0,0935	0,1524	0,2141	0,2790	0,2778	0,2971
HOLCIM						
Rentabilidad s/ activos	0,1526	0,1112	0,1020	0,1709	0,1800	0,1937
Deuda financiera s/ activos	0,1244	0,0966	0,1187	0,1124	0,0662	0,0234
LEDESMA						
Rentabilidad s/ activos	0,1773	0,1654	0,1744	0,1513	0,1963	0,2084
Deuda financiera s/ activos	0,0715	0,0780	0,1227	0,1769	0,1475	0,2199

Las cifras expuestas en el Cuadro 9 no arrojan ni siquiera indicios que permitan suponer la existencia de costos indirectos de insolvencia, ya que incluso, bajo el criterio de medir la rentabilidad prescindiendo del efecto de las diferencias de cambio generadas por pasivos, la firma más endeudada es la más rentable en cuatro de los seis ejercicios económicos bajo análisis.

El comportamiento de las variables analizadas en dicho cuadro tampoco permite afirmar categóricamente el efecto inverso, es decir que un mayor apalancamiento necesariamente se traducirá en mayores recursos volcados a actividades rentables, y por ende en una mejor performance de los activos.

5. Conclusiones

En base a las evidencias obtenidas, y considerando las ya mencionadas limitantes de comparar cifras de empresas que en general pertenecen a distintas industrias se puede concluir que:

- Las empresas más endeudadas tienden a ser más vulnerables ante la volatilidad de los mercados, tal como queda evidenciado en el análisis del Cuadro 1.
- Vinculado con el punto precedente, un descenso en los márgenes sobre ventas, persistente en el tiempo, estaría evidenciando mayores niveles de vulnerabilidad, máxime cuando la deuda se toma mayoritariamente 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.
- Tampoco surgen evidencias concluyentes de que el destino dado a los fondos tomados en préstamo se traduzca en una diferente performance de las empresas.
- Lo expuesto en los cuadros 1,7 y 8, evidencia que en tanto sus niveles de facturación y margen sobre ventas evolucionen positivamente, las empresas tienden a preferir el fondeo con recursos propios. Lo mencionado, en cierta medida se corresponde con la teoría del “Pecking Order” formulada por Myers y Majluff.
- La evolución de la tasa LIBOR, en continuo descenso a lo largo del período bajo análisis, constituye un fuerte indicio 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 con la modalidad en la que se pactaron las tasas de interés
- Lo que queda en claro de lo relevado, tanto para las firmas más endeudadas (Aluar y Celulosa) como para las que menos lo estaban, (Holcim, Ledesma y Cresud) 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.
- La rentabilidad de los activos una vez depurado el efecto de las diferencias de cambio (Cuadro 9) no permitió identificar de manera relativamente sólida la existencia de beneficios o perjuicios operativos derivados de la estructura de financiamiento adoptada por las firmas bajo análisis.
- Lo analizado en el presente trabajo no permite suponer la existencia de una fórmula que de manera sencilla contribuya a determinar qué niveles de endeudamiento son los recomendables para una empresa, pero sí ha ido delineando el marco conceptual en el que deberán encuadrarse las herramientas de análisis de información que se desarrollen para orientar adecuadamente la política de endeudamiento corporativo.
- El desarrollo de las herramientas de análisis mencionado en el punto anterior deberá consistir fundamentalmente en tratar como una carga de estructura más a todos los gastos vinculados al proceso de endeudamiento encarado por la empresa, de manera tal que dichos gastos sean una variable crítica a tener en cuenta a la hora de definir la estrategia empresarial.

REFERENCIAS

- 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.
- 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
- 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: "Decisiones Financieras". Quinta edición. EDICON, Fondo Editorial Consejo, Consejo Profesional de Ciencias Económicas de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires. Buenos Aires, 2006.
- 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.
- SUMMERS, Lawrence y CUTLER, David M. "The Costs of Conflict Resolution and Financial Distress: Evidence from the Texaco – Pennzoil Litigation". RAND Journal of Economics, 19: 157-172. Verano, 1988.
- www.indec.gov.ar: Sitio web oficial del Instituto Nacional de Estadística y Censos de la República Argentina.
- www.bcra.gov.ar: Sitio web oficial del Banco Central de la República Argentina.
- www.imf.org: Sitio web oficial del Fondo Monetario Internacional
- www.nobelprize.org: Sitio web oficial del Premio Nobel
- SABINO, Carlos: "Como hacer una tesis y elaborar todo tipo de escritos". Editorial Lumen/Humanitas. Buenos Aires, 2005.