

Deuda financiera neta

Emili Gironella Masgrau

Auditor de cuentas

Doctor en Ciencias Económicas y Empresariales

Académico Numerario de la Reial Acadèmia de Doctors

Col·legi d'Economistes de Catalunya

Barcelona, 27 de abril de 2015

- **Introducció**
- **Ejemplos de la terminología utilizada en los ámbitos financiero y contable**
- **Deuda financiera neta**
- **Naturaleza de la deuda financiera neta**
- **Cálculo de la deuda financiera neta**
- **Utilización de la deuda financiera neta**
- **Razonabilidad del indicador “deuda financiera neta”**
- **Conclusión**

En los últimos años viene siendo una constante y también una moda la aparición y existencia de una terminología técnica y a la vez sofisticada aplicada a los ámbitos económico, contable y financiero para expresar determinados hechos, conceptos y situaciones que, en la lengua de Cervantes, tan rica y con matices tan interesantes y claros, sería mucho más fácil de entender y de interpretar si en vez de hacerse con la terminología antes descrita, se efectuase con un lenguaje sencillo, de calle y fácilmente comprensible.

Introducción

Es tan apabullante la maraña de conceptos, expresiones, ratios de difícil asimilación por el común de los mortales, parámetros y relaciones entre varias magnitudes, en especial en el ámbito financiero, cuya comprensión no es nada fácil - en el supuesto de que algunos de ellos tengan algún sentido-, que la verdad sea dicha hay que pensar sí es necesario todo ello para poder apreciar si tienen utilidad.

Ejemplos de la terminología utilizada en los ámbitos financiero y contable

Àmbito financerio

- Deuda financiera neta
- Ebitda
- Ebit
- CAPEX
- Flujo de caja libre
- Valor actual de los flujos de caja futuros esperados
- Pay-back
- VAN
- TIR
- Estructura óptima de financiación
- WACC
- Apalancamiento financiero
- Apalancamiento operativo
- Tasa anual equivalente
- BAI
- BDI
- Resultado operativo
- Resultado de explotación
- Rentabilidad financiera
- Rentabilidad económica
- Operaciones de alta frecuencia
- Índice de las camareras calientes
- Capital especulativo (hot money)
- Comisión por intermediación (de seguimiento o de amortización)
- Swap de incumplimiento crediticio (CDS)
- Creación de valor para los accionistas...

Ejemplos de la terminología utilizada en los ámbitos financiero y contable

Àmbito contable

- Valor razonable
- Coste amortizado
- Valor en uso
- Unidad generadora de efectivo
- Instrumentos financieros
- Derivados con valor favorable o desfavorable para la empresa
- Instrumentos de patrimonio propio
- Coberturas contables
- Otros activos o pasivos financieros a valor razonable con cambios en la cuenta de pérdidas y ganancias
- Instrumentos financieros híbridos
- Instrumentos financieros compuestos
- Derivados que tengan como subyacente inversiones en instrumentos de patrimonio no cotizados cuyo valor razonable no pueda ser determinado con fiabilidad
- Contratos de garantía financiera
- Partidas monetarias y partidas no monetarias
- Diferencias temporarias deducibles
- Diferencias temporarias imponibles
- Transacciones con pagos basados en instrumentos de patrimonio
- Combinaciones de negocios
- Estados de flujos de efectivo
- Ajustes del resultado...

- **Deuda financiera neta es la traducción literal de la expresión inglesa “net financial debt”.**
- **Esta expresión financiera o indicador financiero no aparece ni:**
 - **En el PGC 2007.**
 - **En las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).**
 - **En la legislación mercantil o de otra índole española.**
 - **En otras legislaciones, que sepamos.**
- **Se trata de un indicador financiero utilizado en el mundo financiero, tanto internacionalmente como nacionalmente, del cual no existe regulación, ni legal ni profesional.**

- En realidad, se trata de un neologismo inventado años atrás por los jóvenes nuevos guerrilleros del mundo financiero.
- Actualmente es un término o expresión ampliamente utilizado por los grupos de sociedades que cotizan sus acciones en el mercado de valores, y también por grandes empresas, aunque sus acciones no coticen, hecho que hace necesario profundizar en el mismo para entender, como mínimo, los siguientes extremos:
 1. Su naturaleza.
 2. Su cálculo o determinación.
 3. Su utilización.
 4. Su razonabilidad.

- **La deuda financiera neta se utiliza por grandes sociedades que cotizan sus acciones en el mercado de valores, y también como hemos indicado anteriormente, por grandes empresas que no los cotizan, tanto en:**
 - **Sus memorias.**
 - **Los documentos en que estas sociedades resumen anualmente la presentación de su situación financiero-patrimonial y los resultados de sus operaciones.**
 - **Los documentos que remiten a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).**
 - **Sus informes de gestión.**

- También se utiliza en infinidad de artículos, tanto técnicos como periodísticos, aunque no debe hacernos olvidar que esta expresión no es empleada en la grandísima mayoría de empresas de pequeño y mediano tamaño, que desconocen totalmente de lo que estamos hablando.
- Su naturaleza es clara: estamos hablando de “deuda”, es decir, del endeudamiento que tiene una empresa, por lo que hay que tener la idea clara desde un principio.
- El endeudamiento de cualquier empresa se refleja en el pasivo del balance, al tratarse de obligaciones actuales surgidas como consecuencia de hechos pasados, cuya cancelación se efectúa normalmente mediante el pago de dinero en efectivo.

- **Recordemos, no obstante, que su cancelación también puede realizarse mediante:**
 - a. **La entrega de otros activos que no sean efectivo.**
 - b. **La renovación o sustitución por otros pasivos.**
 - c. **La conversión de la deuda en patrimonio propio (caso de la ampliación del capital por compensación de créditos).**
 - d. **La prestación de servicios.**
 - e. **La condonación total o parcial (caso del concurso de acreedores).**
 - f. **La prescripción de los derechos de los acreedores después de superado un determinado período de tiempo...**

El endeudamiento de las empresas

- El endeudamiento de las empresas -a terceros no accionistas- se contabiliza en el pasivo del balance en los epígrafes:
 - B) Pasivo no corriente (a largo plazo).
 - C) Pasivo corriente (a corto plazo).
- Es conveniente llamar la atención sobre un tema que cada día se está poniendo más de moda, consistente en llamar apalancamiento al endeudamiento de las empresas. La idea que subyace en la palabra apalancamiento es pensar en una palanca o cuña para interpretar el endeudamiento, cuando la realidad es otra bien distinta.
- Recordemos que en el ámbito financiero se utilizan las expresiones:
 - a. Apalancamiento financiero.
 - b. Apalancamiento operativo.

El endeudamiento de las empresas

- El apalancamiento financiero consiste en la utilización de deuda para incrementar la rentabilidad financiera de una empresa.
- El apalancamiento operativo consiste en el incremento que se produce en el beneficio de una empresa como consecuencia de los aumentos de venta, una vez alcanzado su punto muerto o umbral de rentabilidad.
- Cuando se habla y se define el endeudamiento de una empresa, siempre hay que referirse al endeudamiento total, es decir, a la suma de las deudas recogidas en los citados epígrafes B) y C) del pasivo del balance.

El endeudamiento de las empresas

- **Nunca debemos referirnos ni calcular un endeudamiento parcial de forma aislada, para no inducir a engaño a terceros y por ser técnicamente incorrecto.**
- **Comentamos este hecho porque los analistas han creado infinidad de ratios en función de las magnitudes que pretenden comparar, en muchas de las cuales incluyen únicamente ciertas partidas de las deudas de la empresa.**
- **Por ejemplo, algunos analistas incluyen únicamente las deudas bancarias, ya sean a corto o a largo plazo como concepto de endeudamiento, porque estas deudas son las únicas que les interesan, lo cual evidentemente es un error porque las empresas tienen la obligación de pagar todas las deudas.**

Ratios para medir el endeudamiento

- **No existe unanimidad en cuanto al método de cálculo de la ratio de endeudamiento. Y este sí que es un tema importante, dado que su interpretación correcta, clara y sencilla es lo que interesa por encima de todo.**
- **Las 2 ratios habitualmente más utilizadas para determinar el endeudamiento de una empresa son las siguientes:**

- 1. Ratio del pasivo sobre el patrimonio neto.**
- 2. Ratio de endeudamiento total.**

Ratios para medir el endeudamiento

- El valor de las ratios reside en el conocimiento de las magnitudes que se comparan y del fondo o sustancia de las cifras por parte de los usuarios que las utilizan. Cuando se comprende su naturaleza y contenido se está en mejor posición para interpretarlas, a lo que hay que añadir que el conocimiento de las personas que las utilizan es conveniente para saber de lo que se está hablando.
- No obstante, aunque la persona sea profana en la materia, si la ratio se explica adecuada y claramente, el resultado siempre será bueno.
- Las ratios no son ninguna panacea y, por tanto, no deben interpretarse como tales, pues lo que importa es el concepto que hay detrás de las mismas y ponerlo en contexto. Son muy útiles su comparación entre ejercicios para saber la evolución que sigue la empresa, y obviamente siempre deben calcularse de forma homogénea.

Ratios para medir el endeudamiento

1. Ratio del pasivo sobre el patrimonio neto

- Esta ratio de endeudamiento compara el importe total de las deudas contraídas -incluidas en el pasivo no corriente y en el pasivo corriente- con el importe de su patrimonio neto, midiendo por tanto su grado de dependencia o de independencia financiera con respecto a terceros.
- Veamos un ejemplo práctico.

Patrimonio neto y pasivo	
	Euros
A) Patrimonio neto (PN)	600
B) Pasivo no corriente (PNC)	150
C) Pasivo corriente (PC)	250
	<hr/> 1.000

1. Ratio del pasivo sobre el patrimonio neto

Esta ratio dará el resultado siguiente:

$$\text{Ratio} = \frac{\text{PNC} + \text{PC}}{\text{PN}} = \frac{150 + 250}{600} = 0,66$$

La interpretación de esta ratio es: por cada euro que la empresa tiene de patrimonio neto, debe 0,66 céntimos de euro a terceros (acreedores).

- Esta ratio es ampliamente utilizada en el mundo contable y financiero, de tal manera que muchos analistas la consideran el método clásico de cálculo del endeudamiento de la empresa. No puede negarse que su comprensión es muy sencilla y clara.

1. Ratio del pasivo sobre el patrimonio neto

- La ratio ideal, según algunos expertos, sería aquella que diese un resultado inferior a 1, o como máximo de 1. El motivo es simple: estiman como regla general de prudencia y de equilibrio financiero que lo positivo es que las deudas totales contraídas por una empresa no deben superar nunca el importe de su patrimonio neto. En caso contrario, la empresa se encuentra financieramente en manos de sus acreedores, cuando lo más razonable es que sean los accionistas quienes aporten la mayor parte de su financiación.
- En consecuencia, siguiendo el criterio anterior, lo ideal sería que las deudas totales de la empresa no superasen nunca el 40-45% del importe de su patrimonio neto, dependiendo, eso sí, del sector en que opera y de las condiciones en que deben liquidarse las deudas.

1. Ratio del pasivo sobre el patrimonio neto

- Una empresa que posee un patrimonio neto elevado, o sólido si quiere decirse de otra manera, y unas deudas por debajo del 40% de la cifra de su patrimonio neto, es una empresa bien capitalizada, estando mucho más protegida contra los cambios de sentido negativos de la economía general que otra que tenga un endeudamiento elevado.
- Debemos remarcar aquí que el nivel de endeudamiento de una empresa tiene incidencia en su solvencia o garantía (que mide la distancia a la quiebra de una empresa, por lo que cuanto más alto sea el endeudamiento, menor será su solvencia), concepto evidentemente de vital importancia en el mundo empresarial. La ratio de solvencia se determina como sigue:

$$\text{Ratio} = \frac{\text{Activo total}}{\text{PNC} + \text{PC}}$$

2. Ratio de endeudamiento total

- Esta ratio calcula el nivel de endeudamiento de la empresa dividiendo el importe total del pasivo por el importe del patrimonio neto más el pasivo (deudas). Aplicando el ejemplo anterior, su resultado sería como sigue:

$$\text{Ratio} = \frac{\text{PNC} + \text{PC}}{\text{PN} + \text{PC} + \text{PC}} = \frac{150 + 250}{600 + 150 + 250} = 0,4 \text{ o } 40\%$$

- A nuestro criterio, esta es la ratio que refleja más adecuadamente el endeudamiento de la empresa. Adicionalmente, es la ratio que tiene una comprensión más clara, aspecto que no debe desmerecerse, claridad que se acentúa si se expone en porcentaje.

2. Ratio de endeudamiento total

- **Al 31 de enero de 2015, la ratio de endeudamiento total del grupo Inditex representaba un 32,55% del importe de su patrimonio neto más el de su pasivo, ratio que ya quisieran para sí muchas empresas españolas y también internacionales. Evidentemente se trata de un grupo empresarial con un fuerte músculo financiero (patrimonio neto elevado).**
- **Conviene destacar que en determinados casos la existencia de un volumen adecuado y asumible de deudas puede ser rentable para algunas empresas, debido al efecto del apalancamiento financiero, al incrementar su rentabilidad financiera o rentabilidad de los accionistas.**

2. Ratio de endeudamiento total

- El nivel de endeudamiento asumible en el sector público es idéntico al del sector privado. Existe evidencia empírica que demuestra que los Estados con una ratio (Gasto/PIB) inferior al 40% son más eficientes que aquellos en los que esta participación supera este porcentaje, y no hablemos de aquellos que superan holgadamente el 50%.
- En la actualidad en España dicha ratio es del 45%, y todos sabemos que el gasto del Estado es insostenible en la situación de crisis económica que estamos atravesando, provocando un déficit permanente que aumenta años tras año la deuda pública, que actualmente ya se encuentra en el 100% del PIB anual.
- Cuanto más elevado sea el endeudamiento de una empresa, más elevado es el riesgo de insolvencia, si bien para decir ello taxativamente existen otros factores que deben tenerse en cuenta.

Cálculo de la deuda financiera neta

- Utilizando la lógica, el cálculo correcto debe determinarse como sigue:

Deuda financiera neta

+ B) Pasivo no corriente (deudas a largo plazo) de carácter financiero

+ C) Pasivo corriente (deudas a corto plazo) de carácter financiero

- B) Activo corriente:

VII. Efectivo y otros líquidos equivalentes (cuentas 57)

54. Otras inversiones financieras a corto plazo (determinadas cuentas únicamente)

Cálculo de la deuda financiera neta

- La “deuda financiera neta” se calcula como diferencia entre la totalidad de las deudas (pasivo) de la empresa de carácter financiero menos el efectivo y otros activos líquidos fácilmente convertibles en dinero a corto plazo (inversiones financieras temporales).
- Las partidas del cuadro anterior del pasivo no corriente y del pasivo corriente que deben incluirse son únicamente las de carácter financiero (la “deuda financiera bruta”), entendiendo como tales aquellas partidas que comportan gasto financiero (intereses, comisiones y otros gastos relacionados), ya sean explícitos o implícitos.

Cálculo de la deuda financiera neta

- **Ejemplos frecuentes de las partidas de pasivo son:**
 - **Préstamos, ya sean de entidades financieras o de sociedades o personas físicas.**
 - **Préstamos participativos.**
 - **Acreeedores por leasing o arrendamiento financiero.**
 - **Deuda subordinada.**
 - **Obligaciones y bonos.**
 - **Swaps.**
 - **Proveedores de inmovilizado.**
 - **Garantías recibidas.**
 - **Pagarés.**
 - **Intereses devengados pendientes de pago.**
 - **Hacienda Pública y Seguridad Social en aquellos casos en que existen acuerdos futuros de pago y la empresa debe satisfacer intereses.**

Cálculo de la deuda financiera neta

- Las deudas de carácter financiero anteriores (“deuda financiera bruta”) se encuentran identificadas en las cuentas siguientes del PGC 2007:
 - 14. Provisiones a largo plazo.
 - 529. Provisiones a corto plazo.
 - 16. Deudas a largo plazo con partes vinculadas.
 - 17. Deudas a largo plazo por préstamos recibidos, empréstitos y otros conceptos.
 - 18. Pasivos por fianzas, garantías y otros conceptos a largo plazo (únicamente ciertas cuentas).
 - 50. Empréstitos, deudas con características especiales y otras emisiones análogas a corto plazo.
 - 51. Deudas a corto plazo con partes vinculadas.
 - 52. Deudas a corto plazo por préstamos recibidos y otros conceptos.

Cálculo de la deuda financiera neta

- Las partidas del activo que deben restarse de la “deuda financiera bruta” para hallar la “deuda financiera neta” se encuentran identificadas en las siguientes cuentas del PGC 2007:
 - VII. Efectivo y otros activos líquidos equivalentes:
 - Tesorería.
 - Otros activos líquidos equivalentes.
 - IV. Inversiones en empresas del grupo y asociadas a corto plazo (algunas únicamente).
 - V. Inversiones financieras a corto plazo (algunas únicamente).
- Dado que no existe una regulación legal o profesional que establezca cómo determinar el importe de la deuda financiera neta, cada empresa la calcula a su manera, siguiendo el conocido refrán de “cada maestrillo tiene su librillo”.

- **Ejemplos de posibles interpretaciones sobre partidas que podrían considerarse como activos líquidos equivalentes o similares tenemos:**
 - **Una imposición a plazo fijo con vencimiento a 1 año, clasificada por tanto dentro del activo corriente de la empresa, pero que puede ser rescatada rápidamente y sin problemas.**
 - **Unas existencias que sean fácilmente convertibles en dinero y seguras de vender sin pérdidas.**
 - **Unos saldos a cobrar de clientes a corto plazo fácilmente recuperables y de los que no se esperan pérdidas por impago.**

- **Caso curioso.** La sociedad NH Finance, S.A., dominada al 100% por NH Hoteles, S.A. deduce de la “deuda financiera bruta” para el cálculo de la deuda financiera neta al 31 de diciembre de 2007, además de las 2 partidas citadas anteriormente -epígrafes 57 y ciertas cuentas del grupo 54 del activo-, el importe de la autocartera que poseía a valor de mercado. Ello significa que calificó a su autocartera asimilable o equivalente a una inversión financiera temporal, es decir, fácilmente convertible en dinero.

Cálculo de la deuda financiera neta

- **El sorprendente caso de Inditex**

Inditex. Posición financiera neta	Miles de euros	
	31.01.2015	31.01.2014
Caja y equivalentes	3.798	3.847
Inversiones financieras temporales	222	213
Deuda financiera corriente	(8)	(3)
Deuda financiera no corriente	<u>(2)</u>	<u>(2)</u>
Posición financiera neta	<u>4.010</u>	<u>4.055</u>

Cálculo de la deuda financiera neta

- **No cabe hablar de “deuda financiera neta” en este grupo de sociedades que dispone de una sólida situación financiera, sino de “posición financiera neta”, que ascendía a 4.010 millones de euros y a 4.055 millones de euros al 31 de enero de 2015 y 2014, respectivamente, dado que el monto de la suma de (caja y equivalentes + inversiones financieras temporales), es decir, de los activos considerados líquidos, era sensiblemente mayor que el de su “deuda financiera bruta” reflejada en el pasivo de su balance, que era prácticamente inexistente, conforme puede constatarse en el cuadro anterior. Está visto que en Inditex tener deuda financiera (pasivo) es pecado mortal. Los bancos en este grupo de sociedades no tienen nada que hacer...**

- **Los detalles que aparecen en los documentos contables, financieros o corporativos sobre la deuda financiera neta son:**
 - **Algunas sociedades únicamente detallan el importe de la deuda financiera neta al cierre del ejercicio.**
 - **Otras las partidas que la componen.**
 - **Otras la evolución que ha tenido en el último ejercicio.**
 - **Otras el desglose por mercados.**
 - **Otras presentan el detalle de la deuda financiera neta por tipo, compañía y vencimiento.**

Cálculo de la deuda financiera neta

Amadeus. Deuda financiera neta	Millones de euros	
	31.12.2014	31.12.2013
Definición según contratos de financiación ¹		
Contrato de financiación Senior (EUR)	74,4	265,9
Contrato de financiación Senior (USD) ²	157,1	253,6
Bonos a largo plazo	1.150,0	750,0
Préstamo BEI	350,0	350,0
Otras deudas con instituciones financieras	46,5	60,7
Obligaciones por arrendamiento financiero	44,8	21,4
Programa de recompra de acciones propias	288,8	-
Deuda financiera ajustada	2.111,6	1.701,6
Tesorería y otros activos equivalentes, netos	(373,0)	(490,9)
Deuda financiera neta según contratos de financiación	1.738,6	1.210,7
Deuda financiera neta según contratos de financiación / EBITDA según contratos de financiación (últimos 12 meses) ³	1,32x	1,01x
Conciliación con estados financieros		
Deuda financiera neta (según estados financieros)	1.450,6	1.207,3
Intereses a pagar	(18,7)	(20,6)
Gastos financieros diferidos	8,3	12,3
Ajuste préstamo BEI	9,6	11,7
Programa de recompra de acciones	288,8	-
Deuda financiera neta según contratos de financiación	1.738,6	1.210,7

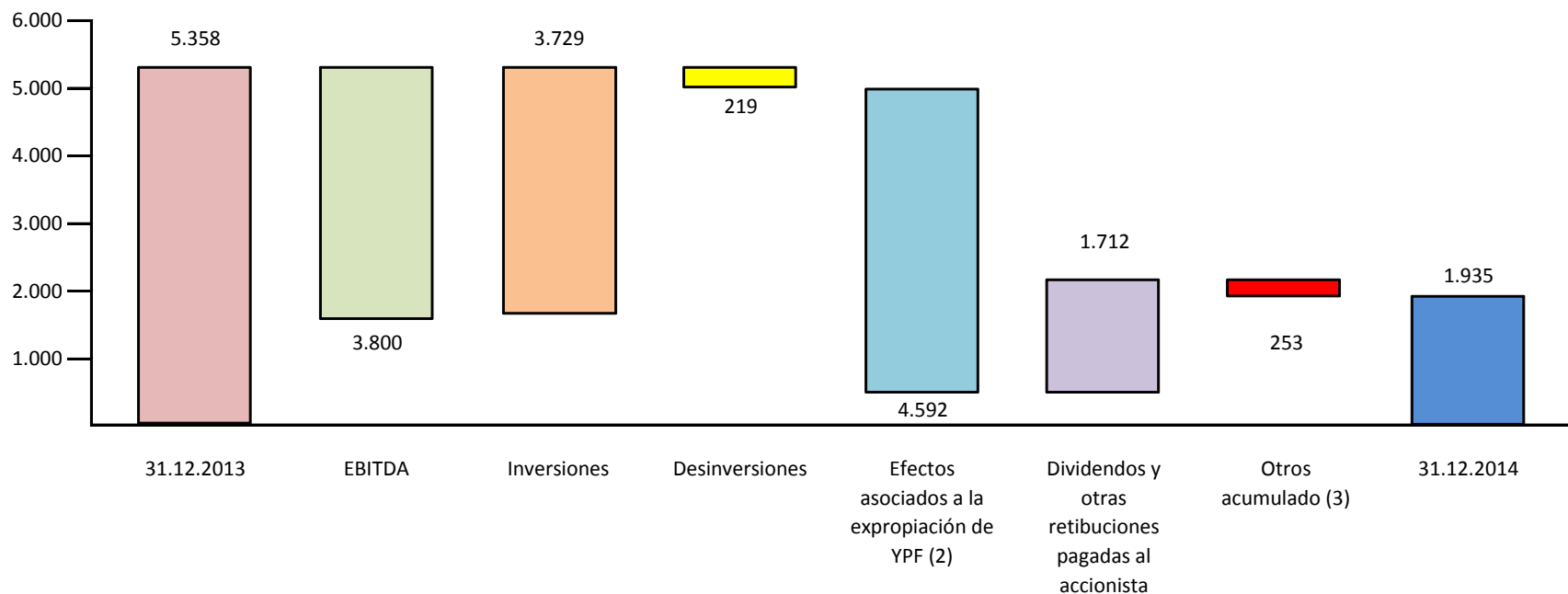
1 Basado en la definición contenida en los contratos de financiación bancaria *Senior*.

2 Los saldos pendientes denominados en dólares se han convertido a euros utilizando el tipo de cambio USD-EUR de 1,2141 y 1,3791 (tipo oficial publicado por el BCE a 31 de diciembre de 2014 y 31 de diciembre de 2013, respectivamente).

3 EBITDA de los últimos doce meses según las definiciones incluidas en los contratos de financiación bancaria *Senior*.

Cálculo de la deuda financiera neta

REPSOL. Variación de la deuda financiera neta entre 2013 y 2014 ⁽¹⁾ (en millones de euros)



(1) Véase el ANEXO II dónde se describe la composición de la deuda neta y su reconciliación con la deuda neta con los estados financieros NIIF

(2) Incluye principalmente la venta de bonos de la República Argentina recibidos para pago de la compensación por la expropiación de YPF y la venta de las acciones no expropiadas de YPF, S.A.

(3) Incluye fundamentalmente pagos por impuesto sobre beneficios, intereses netos y la variación del fondo de maniobra comercial. Igualmente se incluye los movimientos por operaciones interrumpidas.

Cálculo de la deuda financiera neta

Anexo II: Reconciliación de otras magnitudes con los estados financieros NIIF adoptados por la Unión Europea

Deuda neta (Millones de euros)	Financiación neta negocios conjuntos	Reclasificación de negocios conjuntos (1)	Deuda financiera neta según balance
Instrumentos financieros no corrientes (activo)	284	248	532
Otros activos financieros corrientes	1.708	805	2.513
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	5.027	(389)	4.638
Pasivos financieros no corrientes	(7.613)	1	(7.612)
Pasivos financieros corrientes	(1.532)	(2.554)	(4.086)
Valoración neta a mercado de derivados financieros extipo de cambio (2)	191	-	191
Total	(1.935)	(1.889)	(3.824)

(1) Incluye fundamentalmente la financiación neta del Grupo Repsol Sinopec Brasil desglosada en los siguientes epígrafes: Efectivo y otros activos líquidos equivalentes por importe de 15 millones de euros y Pasivos financieros corrientes por préstamo intra-grupo de importe 2.535 millones de euros minorado en 37 millones de euros por préstamos con terceros.

(2) En este epígrafe se elimina el valor neto a mercado por derivados financieros diferentes a derivados de tipo de cambio.

Cálculo de la deuda financiera neta

Telefónica. Deuda financiera neta más compromisos al 31 de diciembre de 2014

	<u>Millones de euros</u>
Deuda financiera a largo plazo	50.688
Acreeedores y otras cuentas a pagar a largo plazo	1.276
Deuda financiera a corto plazo	9.094
Acreeedores y otras cuentas a pagar a corto plazo	210
Activos financieros no corrientes	(6.267)
Activos financieros corrientes	(2.932)
Deudores y otras cuentas a cobrar a corto plazo (inversiones en activos financieros con vencimientos a menos de 1 año)	(453)
Efectivo y equivalentes de efectivo	<u>(6.529)</u>
Deuda financiera neta	<u>45.087</u>
Ratio de endeudamiento: Deuda financiera neta / OIBDA	2,74 veces

- OIBDA = Resultado operativo antes de amortizaciones y deterioros.
- Si el OIBDA se calculase excluyendo las plusvalías/pérdidas por venta de compañías y considerando la venta prevista de O2 UK y el ajuste cambiario de Venezuela, la ratio de endeudamiento daría 2,15 veces

Cálculo de la deuda financiera neta

Colonial. Deuda financiera neta al 31 de diciembre de 2014

	<u>Millones de euros</u>
Préstamo sindicado	1.040
Deuda hipotecaria/leasings	275
Deuda no hipotecaria y otros	156
Bonos	<u>1.200</u>
Deuda financiera bruta	2.671
Efectivo y otros medios líquidos equivalentes (*)	<u>(126)</u>
Deuda financiera neta consolidada	<u>2.545</u>
Vida media de los saldos dispuestos (años)	3,9
Coste financiero % (sin comisiones)	3,76%

(*) Sin deducir la caja destinada a pagos ya comprometidos por importe de 36 millones de euros.

- Las entidades crediticias exigen a las empresas -en especial a grandes empresas y a grupos de sociedades, tanto nacionales como multinacionales- a las que prestan dinero, el cumplimiento de una serie de condiciones especificadas en los contratos de préstamos -obligaciones financieras y no financieras (*covenants*)-, entre las que deben destacarse el mantenimiento de determinadas ratios financieras e indicadores de forma consolidada al cierre de cada ejercicio económico, tanto de endeudamiento como de actividad.

- **Las ratios y otros indicadores financieros o no financieros más utilizados, a los efectos que aquí nos interesan, son los siguientes:**
 - 1. Deuda financiera neta/ebitda. No debe superar la proporción de X.**
 - 2. Deuda financiera neta/Fondos propios. No debe superar la proporción de X.**
 - 3. El importe máximo de la deuda financiera neta no debe exceder en ningún momento de X euros.**
 - 4. Deuda financiera neta/Valor de los activos. No debe superar la proporción de X.**
 - 5. Deuda financiera neta/Cash flow de explotación. Esta ratio indica la capacidad de la empresa para hacer frente a su deuda financiera neta a través de la caja o efectivo que genera en la actividad propia de su negocio. No debe superar la proporción de X.**

- **Adicionalmente, también les exigen, en ciertos casos, la retención y/o no disposición de un porcentaje determinado del importe del préstamo concedido, por ejemplo en forma de imposición a plazo, la limitación o incluso eliminación del pago de dividendos a los accionistas durante un cierto período de tiempo, y la limitación de las inversiones en ciertos bienes de activo independientemente de las efectuadas con el dinero del préstamo concedido.**

- De todas las ratios anteriores, la más empleada es la primera (***Deuda financiera neta/ebitda***). Según una publicación especializada, *“es una ratio que muestra la salud financiera de una compañía, relacionando la deuda financiera neta con su flujo de caja medido por el ebitda. Mientras menor sea el valor de la ratio mayor será la capacidad de pago de la empresa. Si la ratio es menor de 2 se está en presencia de una compañía con buena capacidad de repago de la deuda. Si supera 4 la empresa puede afrontar algún problema financiero. Puede medirse tanto respecto a la deuda financiera neta como a la deuda financiera total”*.

- Hemos visto anteriormente que en Amadeus, la anterior ratio era de 1,32 veces al 31 de diciembre de 2014, y de 1,01 veces al 31 de diciembre de 2013.
- El incumplimiento de los *covenants* pactados puede dar lugar a la cancelación anticipada de la financiación prestada por las entidades crediticias, si bien, en la práctica, en la gran mayoría de ocasiones las dos partes llegan a un acuerdo para evitar que la sangre llegue al río.

Razonabilidad del indicador “deuda financiera neta”

- **¿El concepto de deuda financiera neta tiene suficientes cimientos lógicos y la utilización que se le está dando es correcta? Esta es la pregunta del millón.**
- **Tres son las preguntas que debemos hacernos al respecto:**
 - 1ª. ¿El análisis que realiza del endeudamiento es correcto?**
 - 2ª. ¿El concepto de neta tiene lógica?**
 - 3ª. ¿La ratio o relación entre la Deuda financiera neta/ebitda es útil?**

Razonabilidad del indicador “deuda financiera neta”

1ª. ¿El análisis que realiza del endeudamiento es correcto?

- Conforme lo hemos manifestado anteriormente, el análisis del endeudamiento de una empresa debe hacerse sobre el total, no parcialmente.
- La deuda financiera bruta (pasivo) únicamente considera para su cálculo la deuda financiera de la empresa, es decir, excluye todas las deudas que no tengan esta naturaleza, que son muchas y que además pueden implicar importes muy elevados.
- Por tanto, no analiza el endeudamiento total de la empresa sino únicamente una parte, lo cual altera o desfigura la información financiera. El endeudamiento de la empresa es el que es, y su análisis debe ser total, no parcial.

Razonabilidad del indicador “deuda financiera neta”

2ª. ¿El concepto de “neta” tiene lógica?

- Se le denomina “neta” porque se descuenta de la deuda financiera bruta (pasivo) la tesorería con que cuenta la empresa más las inversiones financieras temporales, por ser activos fácilmente convertibles en dinero sin pérdidas.
- Craso error conceptual lo de “neta”, al considerar que la tesorería y las inversiones financieras temporales son bienes que están disponibles exclusivamente para reducir la deuda financiera, cuando ello no es así.
- Pensar que el dinero incluido en los dos epígrafes del activo anteriores está disponible para reducir la deuda financiera únicamente es una falacia. Las empresas destinan su dinero a lo que sea menester y prioritario, y no puede presumirse en modo alguno que se destinará en su integridad a disminuir la deuda financiera. Por tanto, dicha premisa no tiene razón de ser porque es desconocer la realidad de la dinámica empresarial.

Razonabilidad del indicador “deuda financiera neta”

2ª. ¿El concepto de “neta” tiene lógica?

- El análisis del endeudamiento de una empresa debe fundamentarse en el análisis de sus deudas (pasivo), y en dicho cálculo no debe restarse ninguna partida del activo, porque entonces ya no se trata de endeudamiento, sino de otra cosa.
- Restar de las deudas del pasivo determinadas partidas del activo es una palmaria presentación engañosa, al camuflar por arte de birlibirloque la realidad de una parte del endeudamiento de la empresa, constituyendo una construcción ficticia que no puede tener ningún argumento válido a su favor. Se mire por donde se mire.
- Si las empresas destinasen la totalidad del importe del efectivo más las inversiones financieras únicamente a reducir su deuda financiera, seguro que entrarían en una situación de insolvencia a corto plazo, al no hacer frente al resto de sus deudas no financieras, especialmente aquellas que contribuyen a su ciclo productivo, y ello les crearía un gran problema.

Razonabilidad del indicador “deuda financiera neta”

3ª. ¿La ratio o relación entre la Deuda financiera neta/ebitda es útil?

- El numerador de esta ratio (deuda financiera neta) ya hemos expuesto previamente que conceptualmente no tiene ningún sentido. Por tanto, a partir de este hecho el resultado de dicha ratio queda contaminado y es de escasa utilidad.
- El denominador de esta ratio (ebitda), contracción del inglés de earnings before interests, taxes, depreciations and amortizations, es decir, beneficio antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones es una cifra que indica un margen parcial del beneficio, que no flujo de caja como algunos confunden erróneamente. Este margen de beneficio o de pérdida el Grupo Red Eléctrica lo califica acertadamente de “resultado bruto de explotación”, y el Grupo Inditex de resultado operativo, a nuestro criterio también acertadamente.

Razonabilidad del indicador “deuda financiera neta”

3ª. ¿La ratio o relación entre la Deuda financiera neta/ebitda es útil?

- De forma análoga a lo manifestado sobre la deuda financiera - no la neta- sino únicamente la bruta, que recoge únicamente una parte del endeudamiento de la empresa, el margen de beneficio ebitda también refleja una parte del beneficio generado o de la pérdida sufrida por la empresa, no el total, con lo que nos encontramos de nuevo con un margen parcial. En consecuencia, esta ratio no tiene sentido alguno.
- Es bien sabido que normalmente las deudas se pagan con dinero, por lo que cualquier ratio lógico y sensato que pretenda aplicarse para medir las posibilidades de retorno o reembolso de las deudas debe pasar necesariamente por dividir las deudas por el cash flow generado en la explotación. Todo lo demás es perder el tiempo.

Razonabilidad del indicador “deuda financiera neta”

3^a. ¿La ratio o relación entre la Deuda financiera neta/ebitda es útil?

- Es bien conocido que los matices deductivos se fundan en una o más premisas que, a través de un proceso argumentativo, conducen a una determinada conclusión. Si la premisa es errónea, tal como ocurre con el concepto “deuda financiera neta” y también con el “ebitda”, contamina todo el argumento ulterior e invalida la conclusión.

- 1^a. La deuda financiera neta tiene alma de bolero y es un término que carece de utilidad tal como está planteada.**

- 2^a. Recomiendo a los asistentes a esta conferencia que no se dejen embaucar y eviten que les den “*deuda financiera neta por liebre*”.**

¡¡Muchas gracias!!

