

LA DEUDA DE LA EMPRESA Y SU IMPACTO EN EL VALOR

Cuando una empresa tiene deuda, ¿qué impacto tiene ésta en su valor?

No es un asunto sencillo. El autor, en su vida profesional, se ha encontrado con empresarios convencidos de que la deuda debía sustraerse del precio, como norma, aunque sin saber exactamente porqué. Pero también se ha encontrado con expertos financieros que afirmaban que la deuda había que añadirla al precio. Es decir, posturas totalmente contrarias sobre un mismo concepto. No es extraño, pues, que el tratamiento de la deuda sea a menudo la causa del desacuerdo de las partes en muchas operaciones de compra-venta o fusión de empresas.

En este capítulo voy a tratar de aclarar cómo tratar la deuda. Primero, concretar de qué tipo de deuda estamos hablando, y, segundo, si la deuda debe sumarse al valor calculado según nuestra "fórmula mágica" ($V = B/R$; el valor equivale al beneficio promedio anual estimado, dividido por la rentabilidad esperada de la inversión), o debe restarse, o ni lo uno ni lo otro.

A qué deuda nos referimos

Ante todo, debemos aclarar de qué deuda estamos hablando.

En el pasivo de una empresa hay, simplificando el asunto a los efectos que aquí nos interesan, cuatro grandes conceptos, los cuáles, ordenados por su grado habitual de exigibilidad y maduración, de menor a mayor, son los siguientes:

1. Capital y Reservas, lo que entendemos por fondos propios, o en inglés "Equity", es decir, aquello que corresponde directamente a los accionistas.
2. Financiación a Largo Plazo, en forma de préstamos bancarios, o de títulos u obligaciones suscritos por los inversores en el mercado de capitales, a los que se paga un interés, y que tienen su vencimiento a un plazo mayor de 1 año.
3. Financiación a Corto Plazo, en forma de préstamos de circulante, a plazos habitualmente inferiores a un año, normalmente ligados a las operaciones comerciales (financiación por descuento de efectos, por ejemplo).

4. Acreedores Comerciales, fruto de la negociación normal de plazos de pago, por lo general sin un coste financiero (al menos explícito). Es lo que se viene a llamar el "Pasivo Espontáneo".

Los conceptos 2 y 3 conforman lo que podría denominarse como "deuda financiera" o "deuda" en sentido estricto, y son los que conllevan una carga financiera asociada, con su consiguiente impacto en la cuenta de resultados.

Pero, cuando se trata de ver la relación entre deuda y valor (o precio) de una empresa, no es a la deuda a corto plazo (3) a la que se alude, sino, en todo caso, a la Deuda a Largo Plazo (2), o deuda "permanente". La Deuda a Largo Plazo es aquella que, de algún modo, es sustitutiva del capital. Aquella a la que la empresa, es decir los accionistas, recurren, como alternativa a la aportación por parte de los propios accionistas de más capital.

Usar más deuda a largo plazo y menos capital supone aprovechar lo que técnicamente se conoce como el "efecto apalancamiento". Sus ventajas son obvias si los accionistas pueden conseguir dicha financiación a un coste inferior al rendimiento que obtienen de las inversiones que hacen con esos fondos. Es lo que se llama el "efecto apalancamiento positivo".

En este contexto, pues, **hablaremos de "Deuda" para referirnos a la financiación a largo plazo.**

La deuda a corto plazo no se pone en cuestión, porque se supone que encaja en la financiación normal del circulante de la empresa. Toda empresa debe financiar la diferencia entre sus necesidades de capital de trabajo neto (Activo Circulante-Pasivo Espontáneo) y sus disponibilidades de fondo de maniobra (Capital + Reservas + Financiación a Largo Plazo - Activo Fijo Neto). Esa financiación suele ser bancaria, a corto plazo, adaptándose de manera flexible a las necesidades del día a día, a través de líneas comerciales. Tiene un coste, y ese coste se deduce, lógicamente, del resultado (B) que usamos para calcular el valor de la empresa.

La Deuda y el Valor

La Deuda a Largo Plazo (en adelante, "la deuda"), tiene, como ya hemos dicho, un coste en forma de intereses. Y dicho coste ya está deducido de la cifra de resultados previstos cuando estimamos el valor de los beneficios anuales promedio estimados (B) en la fórmula de

cálculo del valor de una empresa que venimos propugnando en este libro:

$$V = B / R$$

En ese sentido, pues, **si en la cifra de beneficios ya está deducido el coste de la deuda, al valor (V) de la empresa, NO habría que sumarle ni restarle la cifra de Deuda.**

El comprador que pague V por la empresa, pasará a ser titular de las acciones o participaciones sociales de la sociedad, y con ello asumirá la titularidad inducida sobre todos los activos y pasivos de la misma, incluida la Deuda.

¿Cuándo habría que restar la deuda al valor?

Si a la hora de calcular V utilizamos un valor de B calculado sin contar al coste financiero de la deuda, es decir, **si usamos el Beneficio antes de Intereses de la Deuda a Largo Plazo, entonces, en puridad, al valor V calculado debemos restarle el importe de la deuda.**

En un ejemplo: Si B antes del coste de la deuda es 100 y R es 0,2, el valor de la empresa es 500 (100/0,2). Pero ése es el valor de una empresa sin deuda. Si la empresa tiene una deuda de 200, entonces el precio que debería pagar el comprador serían 300 (500-200). Es decir, debería deducir la deuda del valor, a la hora de calcular el precio.

De hecho, es como si el comprador pagase 300 al propietario y 200 al prestamista (no pagándole directamente, sino asumiendo su deuda).

¿Cuándo habría que sumar la deuda al valor?

En circunstancias normales, **nunca.**

Si se calcula V a partir del beneficio después de intereses, la deuda ya está asumida en el valor. Si se calcula V en base al beneficio antes del coste de la deuda, el importe de ésta habría que restarlo del valor de V, como hemos visto.

En mi opinión, **sólo se puede hablar de sumar la deuda al valor cuando la deuda a largo plazo no se pueda mantener tras la compra de la empresa**, es decir, cuando, habiendo calculado V en

base al beneficio después de intereses, y con ello obtenido el precio a desembolsar por el capital de la empresa, el comprador se encuentre ante la tesitura de tener que amortizar la deuda a largo plazo.

Si el comprador pudiera renovar la financiación, aunque fuese con otro/s prestamista/s, en iguales o parecidas condiciones, el valor no variaría, salvo leves ajustes por la diferencia que pudiera haber de costes financieros.

Si no pudiera (o no quisiera) renovar la financiación, el comprador debería, o sumar la deuda al valor V calculado en base al beneficio después de intereses, que es la única ocasión en que la deuda se sumaría al valor, o, **mucho mejor y más exacto, rehacer el cálculo del valor en base al beneficio antes de los intereses de la deuda**, y al valor obtenido restarle el importe de la deuda, para fijar el precio de compra.

Un consejo

En general, en empresas de **bajo apalancamiento**, es decir, de poca deuda a largo plazo, se debe **calcular V en base al beneficio después de costes financieros, y no tener en cuenta la deuda** para fijar el precio.

En empresas de **alto apalancamiento**, se debe **calcular V en base al beneficio antes de los costes de la deuda, y restarle al valor de V el importe de la deuda a largo plazo**, para fijar el precio a ofrecer al propietario de la empresa.