

2 de junio 84

### NUEVAS DIMENSIONES DE LA INSOLVENCIA

Es tema ampliamente debatido el nivel de endeudamiento a que han llegado los países así como las empresas de muchos de ellos.

Luego aparecen preguntas como: ¿ este país o esta empresa va a poder o no, pagar la deuda? ¿Esas dificultades en atender parte del servicio de la deuda constituyen una situación de insolvencia o de iliquidez?

El propósito de esta nota es presentar a un nivel de primera aproximación cuales han sido tradicionalmente los conceptos de solvencia e insolvencia, de liquidez, como la realidad las ha ido superando, que implicancias tiene este hecho para el análisis financiero y algunas reflexiones sobre el futuro.

El tema se puede enfocar desde muchos ángulos. Limitaciones de espacio impiden un tratamiento más amplio. Por este motivo, hemos orientado el planteo para el caso de las entidades (empresas privadas, entidades del Gobierno, etc.).

Eventualmente, algunos de los desarrollos que efectuaremos se aplican al caso del endeudamiento de países.

Las consideraciones asimismo no están desarrolladas para empresas de ningún país en particular y, en buena medida recogen la experiencia de muchos países del área.

Por otra parte, el enfoque es básicamente financiero, no abordándose el tema por notorias razones de especialización desde el ángulo jurídico.

### Insolvencia y liquidez

Un intento ~~de~~<sup>de</sup> definir la insolvencia a nivel de la firma lleva a establecer algunos desarrollos sobre distintos conceptos que se asocian a este término.

En esta nota, hemos creído oportuno hablar de tres ideas básicas en torno a este tema. Ellas son: a) insolvencia técnica; b) insolvencia en bancarrota y c) liquidez.

La insolvencia técnica se produce cuando la firma no puede hacer frente a sus obligaciones a su vencimiento. Esta insolvencia puede tener diferente duración, aunque en general se habla en esos términos en el caso de procesos en los cuales la insuficiencia para hacer frente a las deudas a su vencimiento se produce con cierta permanencia.

Insolvencia en bancarrota , implica un grado de dificultad financiera superior a la anterior. Se configura tal situación cuando la firma aparece con deudas superiores a los activos o sea, con patrimonio neto negativo, estando valuados sus activos a un valor "razonable". El estado de insolvencia en bancarrota conduce muy a menudo a la liquidación de la firma.

En la configuración de los distintos grados de insolvencia expuestos pesan varios factores. Sin embargo, es probable que tres tipos de elementos se destaquen en la mayor parte de los casos analizados. Naturalmente, la importancia relativa de cada uno varía según los casos.

Estos tres aspectos son: a) la estructura de los activos, b) la estructura financiera y c) la potencialidad de la firma de generar beneficios.

La estabilidad financiera de una empresa y su riesgo de insolvencia está altamente asociado al tipo de fuentes de fondos que ella ha dispuesto para financiar sus activos. De esta forma pueden pesar la relación de deudas y fondos propios utilizados, o dentro de las deudas, que proporción de moneda nacional y extranjera tiene , etc.

Asimismo, el riesgo citado está vinculado a los distintos tipos de activos con que cuenta la firma.

En una proyección de largo plazo, la generación de beneficios y algunas políticas relacionadas, son uno de los aspectos más importantes en la fortaleza financiera de la empresa.

Pasemos ahora a la liquidez. Una observación inicial parece útil. En esta definición existen diferencias cuando nos referimos a liquidez de una entidad (una empresa, por ej.), o liquidez de un activo o liquidez de la economía en su conjunto o liquidez internacional.

En este caso hablaremos de liquidez a nivel de la empresa. Habitualmente se entiende por ella la capacidad de la empresa de hacer frente a sus obligaciones en el corto plazo. Algunos rasgos deben destacarse. El corto plazo es uno de ellos. Un banco por ej., puede ingresar en una situación de iliquidez por tres o cuatro días lo cual lo puede solucionar con una operación de "call money" por ese período.

En este caso, se puede decir que esa institución presenta un problema de liquidez, pero no podríamos referirnos a un caso de insolvencia. Esta última tiene, por lo general, un sentido sustantivo de incapacidad de pagar las deudas y, no meramente circunstancial con el que puede estar asociados en muchos casos a la idea de iliquidez.

La liquidez también es un problema de grados.

Una falta de liquidez puede significar *La pérdida de* ~~perder de~~ efectuar buenos negocios y, en ese caso es una cierta restricción a la capacidad operativa de la firma.

Un grado más severo de falta de liquidez es cuando no se puede hacer frente a las deudas. La seriedad del problema de liquidez puede llevar a la firma a tener que vender activos y en una forma extrema puede llevar a la empresa a la insolvencia.

Cuando una empresa va transitando hacia una situación de insolvencia, ella comunmente lleva implícitos problemas muy serios de liquidez. Una incapacidad de generar beneficios, a la postre, además de provocar una insolvencia va a tener como una manifestación palpable, una situación de iliquidez.

Sin embargo y, aunque es un caso menos frecuente, una aguda crisis de liquidez, puede llevar a una empresa, bajo ciertas condiciones, a una situación de insolvencia.

#### Dimensiones de la insolvencia

Estos conceptos que hemos reseñado son los que cuentan con amplia aceptación doctrinaria y práctica.

La realidad de muchos países ha mostrado que la presencia de altas tasas de interés positivas en términos reales, unida a una recesión profunda y extendida en el tiempo, va afectando los niveles de beneficios de las empresas y también, por lo tanto, el valor de muchos de sus activos. Conforme a las ideas que hemos visto antes, el análisis de una gran cantidad de casos de sujetos de crédito daría, que se encuentran ya sea en insolvencia técnica e incluso en insolvencia en bancarrota.

Es destacable que ello toma en ciertas circunstancias generalidad y, la aplicación lisa y llana de acciones concordantes con la situación de insolvencia llevaría a resultados imprevisibles.

Ante esta realidad, más allá de que doctrinariamente haya evolucionado o no el concepto de insolvencia, la práctica del mercado financiero va mostrando nuevas dimensiones de la insolvencia.

Una aproximación a este tema puede ser la siguiente:

- a. En primer término el concepto de insolvencia técnica se ha visto superado en la realidad. Muchas empresas no pueden pagar el servicio de sus deudas y, ello ha llevado a ir corrigiendo regulaciones, etc. de forma tal que el concepto habitual de insolvencia técnica se vaya flexibilizando.
  
- b. El segundo grado visto, la insolvencia en bancarrota, también hoy es un concepto que se ve más lato. El hecho de que existan empresas que tienen patrimonios netos negativos, que en otras épocas hubiera provocado la liquidación de la firma, hoy es un hecho que si bien se reputa muy serio, no es definitivo del destino final de la firma. Puede ser de interés recordar que estas situaciones no se dan sólo en empresas de países menos desarrollados. Existen en Estados Unidos, firmas muy importantes en el ramo manufacturero que están operando con patrimonio neto negativo y que compiten en forma agresiva en sus mercados.
  
- c. Superados por la realidad, los tradicionalmente recibidos conceptos de solvencia e insolvencia, han aparecido en la práctica, como decíamos, nuevas dimensiones.

Una primera, acaso de las más severas que aparecen es que la empresa sería insolvente en la medida que no sea capaz de hacer frente al pago de los intereses de la deuda.

Aunque el concepto de insolvencia a nivel de país presenta algunas características específicas, puede ser de utilidad a nuestros efectos hacer algunas referencias a ciertos aspectos vinculados al tema.

La idea ha sido otorgarle períodos de gracia (esto es el período en el cual no se paga capital), de forma que sólo se paguen los intereses. Eso sería, en muchos casos, un logro remarcable.

En una situación tan generalizada de insolvencia en acepciones tradicionales, el mantener vivas las deudas mediante pagos de intereses, toma una importancia crucial.

- d. Esta nueva idea de solvencia, que la práctica ha impuesto, no ha tenido sin embargo, en muchos casos posibilidades ciertas de operar exitosamente.

El caso de algunos países con su deuda externa es quizás bien ilustrativo. Aún con el esfuerzo de ajuste realizado, no pueden sus economías generar recursos para pagar los intereses que la misma produce. Hace dos semanas se reunieron en Nueva York los representantes de una veintena de bancos centrales, la mayoría de países sede de los bancos acreedores, así como algunos de estos últimos para analizar la situación.



Una nueva dimensión de solvencia va a tener que irse generando, para que se adecúe a la realidad.

Esta es probable que se oriente a que se pague sólo una parte de los intereses, aquélla que supere la inflación. Esto es, -en términos de una expresión que podría afinarse matemáticamente- si la tasa de interés es el 13% anual y la tasa de inflación es el 6% anual, el interés que se pagaría será el 7%, o sea aproximadamente la tasa de interés real. El 6%, o sea el componente de inflación de la tasa de interés, se capitalizaría.

Esto es, en términos reales se mantendría la deuda.

Todo esto implica un sin número de cambios regulatorios y la solución de eventuales problemas de liquidez bancaria.

Sin embargo, no debería extrañar, que bajo esta forma o alguna otra formalmente diferente pero sustantivamente similar, el concepto de insolvencia tome una nueva dimensión.

En realidad, de alguna forma ello se viene haciendo. Los fondos frescos que reciben los países cuando llegan a algún acuerdo de refinanciación, se efectúa en gran medida para pagar intereses de las deudas anteriores.

### Implicancias para el análisis financiero

El análisis financiero que precede muchas veces al estudio crediticio de las empresas por parte de los bancos o financiadores, se efectúa a través de ciertos instrumentos como ratios, análisis de tendencias, cuadros de fuentes y usos de fondos, etc. El énfasis en ellos es, en la mayoría de los casos, básicamente histórico.

Cuando en algunos casos, <sup>o</sup> ~~las~~ empresas que han venido soportando estos años de crisis, se aplican lisa y llanamente las prácticas habituales de análisis financiero, se encontrará que los indicadores pueden arrojar resultados que en tiempos "normales" corresponderían a empresas muertas o que están muy cerca de ello. La realidad muestra, sin embargo, en muchos de esos casos, que la empresa está viva.

Podríamos asimilarlo al caso de un médico que estuviera estudiando a un enfermo y, que los indicadores paraclínicos mostraran que el mismo está muerto o muy próximo a la muerte. Sin embargo, el médico a través de la clínica comprueba que el enfermo está vivo, piensa, camina, come, habla, etc.

En el análisis de muchas empresas sucede algo similar, los indicadores calculados por ej. un ratio de endeudamiento, o vinculados a capital de trabajo, permiten observar resultados que durante muchos años se han asociado a empresas ya sin vida.

Sin embargo, si se observa a la empresa, se aprecia que ella está con vida. Vende vigorosamente, produce, compra, paga sueldos, etc.

Esto nos lleva, en esta oportunidad a dos reflexiones:

- a. El análisis financiero hoy día puede llegar a conclusiones no correctas, si sólo se observa históricamente y manejando variables de stock y en algún caso considerando las de stock con las de flujo.

La capacidad de repagar un préstamo por parte de una empresa (sin ingresar en las garantías) va a estar indisolublemente asociada a su capacidad de generar fondos. Ello se obtiene sustantivamente mirando la empresa hacia adelante y, tomando del pasado elementos que sean un aporte para el futuro.

En nuestro país, hemos observado esfuerzos importantes en estos aspectos de análisis crediticios tanto del Banco Central del Uruguay como de la banca pública y privada.

b. En el análisis crediticio además de los indicadores que puedan usarse -que son muchos y algunos se han ido refinando extraordinariamente y, que constituyen para esta área del conocimiento, algo similar que lo que es para el médico del ejemplo anterior, la paraclínica-, no debe olvidarse la "clínica" y ver lo que ella nos arroja.

Si los indicadores dicen que la empresa murió y, sin embargo ella tiene todos los síntomas vitales y no se espera que cambien por cierto tiempo, debemos recordar que la clínica es soberana.

Por ello decíamos en el punto anterior, aunque brevemente, que el énfasis del análisis financiero debe variarse en muchos aspectos. Uno de ellos es mirando hacia el futuro de la empresa como elemento fundamental.

### Mirando el futuro

La idea de solvencia e insolvencia ha ido evolucionando, por lo menos en la práctica financiera y, es probable que lo siga haciendo. El análisis financiero tradicional se muestra en muchos casos insuficiente.

Qué consideraciones podrían hacerse sobre el futuro, aunque no sea muy lejano, para aquéllas empresas que han sobrevivido a

En términos amplios, podemos decir que el pago de obligaciones de las deudas contraídas deberá resultar de un compromiso entre:

- a. La capacidad de pago de una empresa, en la que necesariamente va a tener que hacer nuevas inversiones, particularmente en lo atinente a comercialización, que vayan asegurando su vida futura, y
- b. La necesidad de contar con un sistema bancario que aunque estabilizado, pueda participar activamente en la intermediación apoyando una recuperación.

A poco que se sigan estos razonamientos se apreciará que se hace imprescindible la presencia de fondos externos a esos fines.

En alguna nota futura volveremos a ampliar algunos de los puntos que hemos señalado aquí.

Sin embargo, queremos recalcar que ~~se~~ mirar permanentemente el lado financiero de las empresas, ~~les~~ hace perder energías imprescindibles para su supervivencia. Los arreglos financieros, muy útiles en muchos casos, vitales en otros, si no se acompañan de una mejoría en el campo real son de corto alcance. Lo importante, pasada estas primeras olas de angustia financiera, es volcar las energías en las políticas comerciales de las firmas y, en definitiva diseñar, con concenso, políticas financieras acordes con aquéllas.

Ricardo Pascale