

ESTRUCTURA DE CAPITAL EN LAS SOCIEDADES DE FAMILIA

POR GABRIEL EDUARDO MESSINA

Sumario

Necesidad de desarrollar un marco teórico sobre la estructura de capital en las sociedades familiares a fin de prevenir conflictos¹.

Introducción

Las características esenciales de la empresa familiar –organizada o no bajo la forma de sociedad comercial– se deben traducir en una modificación de la enraizada concepción de estructura de capital.

Tradicionalmente, el criterio de decisión debería ser el de seleccionar aquella estructura de capital que minimice el costo de los recursos que utiliza la empresa y, por ende, maximice el valor de la misma².

¹ “Desde el punto de vista empírico, poder conocer los fundamentos teóricos, permitirá que los empresarios identifiquen los factores relevantes que deben contemplarse, de manera que si se incorporan en el proceso de la toma de decisiones, podrán formular estrategias financieras diferentes acordes con la coherencia y consistencia de dicho proceso”. Aznarez, Julio; Vilaseca, Álvaro. “Estructura de financiamiento de la empresa familiar”. *Revista antiguos alumnos del IEEM*. Año 7, número 3, p. 18.

² “The goal of the firm, and therefore of all managers and employees, is to maximize the wealth of the owners for whom it is being operated”. Gitman, Lawrence J. “Principles of Managerial Finance (10th Edition)”. *Addison Wesley Publisher*, 10 edition, p. 15.

Los socios de sociedades de familia encontrarán una importante restricción a la hora de intentar alcanzar un óptimo³ en su estructura de capital: el objetivo de mantener el control sobre la empresa. De este modo, en la empresa familiar es probable que no se pretenda realizar una optimización en función de los costos sino más bien que se intente aplicar una política que permita realizar este particular propósito.

La errónea concepción de estos objetivos tendrá como consecuencia conflictos tanto en el corto como en el largo plazo. Asimismo, los diferentes fines perseguidos se traducirán en distintas estrategias financieras.

La situación planteada tiene numerosas manifestaciones en el ámbito jurídico, ya sea tanto en la política de dividendos empleada, razonabilidad de las reservas, responsabilidad de los administradores por la estrategia financiera adoptada, como en otras tantas potenciales situaciones de conflicto.

Nuestra intención será, entonces, contribuir al desarrollo de una adecuada teoría sobre la estructura de capital partiendo de un enfoque alternativo que intenta contener los especiales caracteres de estas firmas.

Fundamentación

El enfoque tradicional de la estructura de capital

En primer lugar, comenzaremos señalando que por estructura de capital entendemos la proporción (o composición) del financiamiento permanente a largo plazo de una empresa representado por la deuda, las acciones preferentes y el capital propio⁴, es decir,

³ Suponiendo que sea posible optimizar la estructura de capital ya que encontramos teorías que rechazan la existencia de una estructura óptima de capital subrayando la importancia de información asimétrica entre administradores e inversionistas, condiciones de mercado que afectan la valoración de las empresas, factores tecnológicos y sectoriales de las empresas o relaciones de control entre los grupos de interés que participan en las decisiones de financiamiento de las empresas.

⁴ Van Horne, James; Wachowicz, John. *Fundamentos de Administración Financiera*, México, Pearson Educación, 2002, p. 468. En el mismo sentido encontramos que "la estructura óptima de capital es aquella proporción entre deuda y recursos propios que simultáneamente minimiza el costo promedio de los recursos utilizados por la empresa (el WACC), maximiza el valor de la empresa, entendida como la suma de deuda más recursos propios a valor

que consiste en elección de cuánto financiar con deuda, y cuánto con recursos propios⁵.

La teoría financiera se consolidó en las décadas de los años setenta del siglo pasado con el desarrollo de principios como el del “valor total” o también conocido como teorema de Modigliani-Miller.

Estos autores, partiendo de un análisis estático de equilibrio parcial y bajo un conjunto de supuestos muy restrictivos, sostienen que el riesgo total para los tenedores de valores no se ve alterado por los cambios en la estructura de capital de la firma⁶. De este modo, y debido a que el valor total de las inversiones de una empresa depende de su riesgo y rentabilidad, su valor no se verá alterado con respecto a los cambios en la estructura de capital; y por ende, es indiferente a la combinación de financiamiento⁷.

Esta teoría demostró, al incluir el efecto de los impuestos, que debido al “escudo” fiscal de los intereses sobre las deudas; el valor de una empresa tenderá a aumentar continuamente a medida que use más deuda y por lo tanto su valor se aproximará al máximo al acrecentar la utilización de deuda.

Esta tradicional visión supone que existe una estructura óptima⁸ donde la administración puede incrementar el valor de la firma mediante la utilización sensata del apalancamiento financiero, es decir, esta perspectiva sugiere que las empresas inicialmente pueden disminuir su costo de capital e incrementar

de mercado, y también maximiza el precio por acción”. Aznarez, Julio; Vilaseca, Álvaro. “Estructura de financiamiento de la empresa familiar”. *Revista antiguos alumnos del IEEM*, Año 7, número 3, p. 19.

⁵ Aznarez, Julio; Vilaseca, Álvaro. “Estructura de financiamiento de la empresa familiar”. *Revista antiguos alumnos del IEEM*, Año 7, número 3, p. 18.

⁶ “the average cost of capital to any firm is independent of its capital structure and it is equal to the capitalization rate of a pure equity stream of its class”. “The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment”. Franco Modigliani; Merton H. Miller. *The American Economic Review*, Vol. 48, No. 3, ps. 261-297.

⁷ “Modigliani and Miller (1958) were the first to landmark the topic of capital structure and they argued that it was irrelevant in determining the firm’s value and its future performance”. Matias Gamã, Ana Paula; Mendes Galvão, Jorge. “Performance, Valuation and Capital Structure: A Survey of Family Firms”. Departamento de Gestão e Economia da Universidade da Beira Interior. Texto para Discussão 07 2010, ps. 10.

⁸ Siendo la estructura óptima de capital aquella “que reduce al mínimo el costo de capital de la empresa y, por lo tanto, aumenta al máximo el valor de la misma”. Van Horne, James; Wachowicz, John. *Fundamentos de Administración Financiera*, México, Pearson Ecuación, 2002, p. 471.

su valor total aumentando el apalancamiento. De este modo, el problema se podría reducir solamente a la elección entre dos fuentes de financiación: deuda o recursos propios⁹; donde cada uno de los proveedores de estos recursos exigirán una rentabilidad apropiada. El costo de capital, entendido como la tasa de rendimiento requerida sobre los distintos tipos de financiamiento, será entonces el promedio ponderado de cada una de las tasas de rentabilidad requeridas (costos)¹⁰.

Y si bien el modelo de Modigliani-Miller es improbable que se cumpla en la práctica¹¹, resulta útil para entender la influencia del endeudamiento en la rentabilidad exigida por los acreedores y socios.

Como podemos inferir, aplicar llanamente esta lógica sin tomar en consideración las particularidades de las empresas familiares tendrá como corolario conflictos en el seno de la firma.

Las empresas familiares

Debemos comenzar señalando que no resulta una tarea sencilla enunciar una definición uniforme de empresa familiar, ya que no existe consenso acerca de qué se entiende por familia ni por empresa¹².

Sin embargo, es posible rescatar rasgos caracterizantes, comunes a todas ellas que nos permiten discernir cuándo estamos frente a una empresa familiar.

En este sentido, podemos afirmar que la empresa será familiar cuando exista una "organización de los factores de

⁹ Aunque también es común que esta decisión no sea el resultado de una política establecida, sino de las posibilidades que ofrece el mercado de crédito.

¹⁰ Este Costo Promedio Ponderado del Capital, o como se conoce por su sigla WACC (Weighted Average Cost of Capital), puede expresarse del siguiente modo:

$$\sum_{x=1}^n c_x P_x$$

Donde: C_x es el costo después de impuestos del método x de financiamiento,
 y

P_x es el peso (o ponderación) de ese método como porcentaje del financiamiento total.

¹¹ Debido a que parte de supuestos muy restrictivos como ser la inexistencia de costos de transacción ni de quiebra como también irrelevancia de los impuestos junto con la posibilidad de los particulares y las empresas puedan pedir prestado a iguales tasas de interés.

¹² Ambos conceptos han ido evolucionando.

producción para el desarrollo de una actividad económica de producción e intercambio de bienes y/o servicios con un fin económico, cuyo elemento personal está compuesto por personas vinculadas entre sí, en todo o en parte, por vínculos familiares (conyugales y/o derivados del parentesco)¹³.

Advertimos que estas firmas comparten numerosas fortalezas como son la definición de una estrategia en base a la filosofía y las metas de la familia, la mayor cohesión del grupo directivo familiar por los valores compartidos, la tutela del nombre de la familia que se impone como marca, los sólidos vínculos de los directivos que afianzan la conducción. Sin embargo, aquellas ventajas van acompañadas de debilidades tales como el solapamiento de los ámbitos familiares y de la empresa, descapitalización y falta de programación del financiamiento, problemas estrictamente familiares que pueden acarrear la liquidación de la empresa, administración deficiente acompañada de una anarquía en el manejo de recursos.

Muchos de estos elementos resultarán relevantes a la hora de decidir el financiamiento de la empresa.

Una aproximación a la estructura de capital en las sociedades de familia

Partiremos nuestro análisis bajo el supuesto de que existen diferencias entre las firmas familiares y no familiares en cuanto a las decisiones de financiación¹⁴.

¹³ Calcaterra, Gabriela y Krasnow, Adriana (directoras). *Empresas de Familia*, Buenos Aires, La Ley, 2010. p. 15. En un sentido similar hallamos que hay empresa familiar "cuando los integrantes de una familia dirigen, controlan y son propietarios de una empresa, la que constituye su medio de vida, y tienen la intención de mantener tal situación en el tiempo y con marcada identificación entre la suerte de la familia y de la empresa". Favier Dubois (h), Eduardo. "La financiación de la empresa familiar y sus resultados contables frente a la liquidación de la sociedad conyugal". *La Ley*, 7 de junio de 2010.

¹⁴ Ya que, por ejemplo, encontramos como resultado de algunos estudios empíricos que "... los contrastes planteados evidencian que las empresas familiares no muestran patrones estratégicos particulares". García-Borbolla Fernández, A.; Herrera Madueño, J.; Larrán Jorge, M.; Sánchez Gardey, G.; Suárez Llorens, A. "Análisis empírico de la influencia de la propiedad familiar sobre la orientación estratégica de las pequeñas y medianas empresas". *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*. Vol. 15, N° 1, 2009. p. 54. Aunque vale mencionar que los estudios de estas

Y a pesar de que la literatura especializada no ha ofrecido tipologías específicas para describir las orientaciones particulares en la dirección estratégica de las empresas familiares, podemos esperar que la interacción entre los sistemas familiar y empresarial influya de alguna manera sobre el modo en que estas organizaciones formulan e implantan sus estrategias así como en la determinación de sus objetivos.

Asimismo, la mayor parte de los trabajos que se han planteado analizar las particularidades de las empresas familiares han sido desarrollados a partir de la teoría de la Agencia y de los Costos de Transacción, que ofrecen argumentos para suponer que existen diferencias significativas entre ambos tipos de organizaciones en lo que a sus modelos estratégicos refiere.

La teoría nos enseña que existe una compleja conjunción de factores¹⁵ que influyen en las decisiones de financiación de los administradores de empresas familiares (en especial si son propietarios).

Entre los elementos que han demostrado incidir a la hora de escoger una estructura de capital encontramos a las características empresariales; la experiencia del emprendedor en esta área; los objetivos de la empresa, el ciclo de vida del negocio; las preferencias hacia cierto tipo de financiación; la visión acerca del corto y largo plazo, los ratios capital-deuda y el control; su

características no han resultado concluyentes. En igual sentido citamos a García-Borbolla Fernández, Amalia; Giner Manso, Yolanda; Jorge, Manuel; para los cuales "no aparece ninguna relación significativa entre el carácter familiar de la empresa y su nivel de endeudamiento, en consonancia con los resultados de Brau (2002), y en contra de los resultados de Albarrán y otros (2000), que obtienen que las pymes dirigidas por su propietario presentan un menor ratio de endeudamiento y de Cardone y Cazorla (2001) que obtienen la relación inversa, ya que según esto autores, siguiendo la Teoría de la Jerarquía Financiera, relacionan la menor separación entre la propiedad y control empresarial con el mayor nivel de endeudamiento". "Empresa familiar y racionamiento de crédito". *Revista Internacional de la Pequeña y Mediana Empresa*, Vol. 1. n° 3. p. 17.

¹⁵ "Our findings suggest that the interplay between multiple social, family, and financial factors is complex". Romano, Claudio; Tanewskib, George; Smyrniosc, Kosmas. "Capital structure decision making: A model for family business". *Journal of Business Venturing*. Volume 16. Issue 3. p. 1.

actitud hacia el riesgo empresarial y personal¹⁶; y el fenómeno del racionamiento del crédito¹⁷.

Muchas de estas relevantes variables, como ser la antigüedad¹⁸ no podrán ser tenidas en cuenta en esta etapa inicial de análisis¹⁹. Por ejemplo, no consideraremos que las primeras generaciones habitualmente ya tienen su patrimonio vinculado a la empresa, y difícilmente puedan aportar nuevos recursos financieros para su crecimiento y en aquellos casos en que han pasado varias generaciones de familiares, al existir más propietarios que tienen menor vinculación con la empresa, les lleva a demandar repartos de dividendos y no estar dispuestos a invertir parte de su patrimonio para sostener el crecimiento de la empresa, con la promesa de futuras rentabilidades²⁰.

Las características esbozadas en el anterior acápite nos permiten afirmar que la intención de mantener el control de la empresa²¹, la mayor aversión al riesgo debido a la concentración del patrimonio familiar en la firma²², los mayores costos de “ban-

¹⁶ Romano, Claudio; Tanewskib, George; Smyrniosc, Kosmas. “Capital structure decision making: A model for family business”. *Journal of Business Venturing*. Volume 16, Issue 3. p. 1.

¹⁷ Fenómeno que es compartido con numerosas empresas pero parece intensificarse para el caso de las empresas familiares.

¹⁸ Menéndez Requejo, Susana. “Estrategia financiera de la empresa familiar” en *Manual de la Empresa Familiar*. Juan Corona (editor), Barcelona, Ediciones Deusto, 2005, p. 150.

¹⁹ Tampoco pretendemos realizar un abordaje empírico propio de los estudios econométricos.

²⁰ Menéndez Requejo, Susana. “Estrategia financiera de la empresa familiar” en *Manual de la Empresa Familiar*. Juan Corona (editor), Barcelona, Ediciones Deusto, 2005, p. 150.

²¹ “Es que el objetivo de mantener el control de la empresa, junto con la aversión al riesgo que puede predominar en la empresa familiar, motivan una preferencia por la autofinanciación frente a las ampliaciones de capital o al endeudamiento. Favier Dubois (h), Eduardo. “La financiación de la empresa familiar y sus resultados contables frente a la liquidación de la sociedad conyugal”. *La Ley*, 7 de junio de 2010.

²² “Indeed, family controlled firms, typically have undiversified portfolios. This way, when the analysis refers to family business, the risk is strongly linked to the company’s viability [...]. In this way, the costs of financial distress (the costs of bankruptcy) are presumably as high as higher are the debt levels, and the owner’s decisions about the capital structure of family firms are strongly linked to the viability of the company”. Matias Gama, Ana Paula; Mendes Galvão, Jorge. “Performance, Valuation and Capital Structure: A Survey of Family Firms”. Departamento de Gestão e Economia da Universidade da Beira Interior. Texto para Discussão #07_2010, p. 13.

carrota”²³ como también el horizonte de largo plazo resultarán determinantes a la hora de diseñar las vías de financiamiento.

Estos condicionamientos se traducirán en una preferencia hacia la financiación interna, y en particular, hacia el autofinanciamiento²⁴.

De este modo, la optimización de la estructura de capital no aparece como la teoría más adecuada a la realidad de las sociedades familiares.

Por otro lado, las conclusiones de la teoría de la jerarquía de las fuentes (*pecking order theory*)²⁵ parecen explicar con mayor precisión la realidad financiera de las empresas familiares. De acuerdo a este enfoque, las empresas, al enfrentar costos diferenciales de acceso a los distintos mercados de recursos, presentan un orden jerárquico en cuanto a sus decisiones de financiación. En consecuencia, las empresas prefieren financiarse con recursos propios en primer lugar, acudiendo luego al financiamiento externo (deuda) y, posteriormente, a acciones cuando las necesidades de financiamiento superan la disponibilidad de estos recursos.

Como consecuencia de lo antedicho, podemos concluir que las empresas familiares tendrán estructuras de capital menos apalancadas que las no familiares debiendo soportar un costo medio de financiación más elevado²⁶.

²³ Considerando como costos de bancarrota no sólo los asociados al proceso de quiebra de la empresa sino también los “costos sociales” como ser la fuerte identificación que existe entre la familia y la empresa que lleva a afirmar que los propietarios de las empresas familiares no distinguen la quiebra del negocio de una quiebra personal.

²⁴ “Las dificultades para ampliar capital en las empresas familiares hacen que la autofinanciación (básicamente la reinversión de beneficios) sea la fuente de financiación primordial, habida cuenta de su típica reticencia al endeudamiento...”, p. 150. Menéndez Requejo, Susana. “Estrategia financiera de la empresa familiar” en *Manual de la Empresa Familiar*. Juan Corona (editor), Barcelona, Ediciones Deusto, 2005, p. 150.

²⁵ Enunciada por Myers y Myers y Majluf (1984). Estos autores plantean que los inversionistas (prestamistas o potenciales compradores de bonos o acciones de la empresa) no conocen con certeza el valor presente neto de las oportunidades de inversión de las empresas, ni tampoco lo que ellas pueden ser valoradas si estas oportunidades no se aprovechan. Esto implica que las firmas, al enfrentar costos de selección adversa, emiten deuda o capital por menos de lo que ellas realmente vale.

²⁶ “The above considerations suggest that effects of ownership on leverage and firm value will vary between owner-managed family and other non-family firms, possibly even to the extent of working in different directions”. Driffield, Nigel; Mahambare, Vidya; Pal, Sarmistha. “How Does Ownership Structure

A modo de conclusión

Observamos que existe una compleja conjunción de factores que influyen en la configuración de la estructura de capital de las sociedades de familia.

Sin embargo podemos suponer, avalados incluso por la evidencia empírica, que las empresas de familia presentarán un bajo nivel de deuda. Esta situación puede ser interpretada como una manifestación de la mayor aversión riesgo de la firma²⁷, constituyendo un claro desafío la teoría tradicional sobre estructura de capital.

Bajo el enfoque propuesto, cambios en el coeficiente de endeudamiento no implicarán un movimiento hacia el óptimo sino más bien una alternativa para mantener el control de la sociedad. La interacción del sistema familiar y empresarial resultará decisiva a la hora de decidir el nivel de endeudamiento.

Los mayores costos de financiamiento que soportan estos emprendimientos parecen compensarse holgadamente con los beneficios que observan por mantener el control de la firma y asumir una estrategia más conservadora (ya que un mayor nivel de deuda puede conspirar contra la estabilidad que pretende el sistema familiar).

Existe la necesidad de plantear este nuevo escenario a fin de que sea tomado en cuenta por los operadores jurídicos tanto en el momento en que se redacta el protocolo familiar o cuando ya se ha planteado una situación conflictiva a raíz, por ejemplo, de la distribución de dividendos o responsabilidad de los administradores.

Affect Capital Structure and Firm Performance? Recent Evidence from East Asia". *Economics and Finance Discussion Papers* 06-23. School of Social Sciences, Brunel University, p. 6.

²⁷ "Furthermore, the low debt level of family firms is considered as an external manifestation of a firm's control risk aversion". Matias Gama, Ana Paula; Mendes Galvão, Jorge. "Performance, Valuation and Capital Structure: A Survey of Family Firms". Departamento de Gestão e Economia da Universidade da Beira Interior. Texto para Discussão #07 2010, p. 1.