

TRIBUNA



Autor:

Gonzalo J. Boronat Ombuena

Director General. GB Consultores



COVID-19: Reflexiones económicas y financieras y efectos en las empresas

La crisis sanitaria desatada por el Covid-19 ha supuesto un hecho sin precedentes en la historia del siglo XXI. A la fecha en la que redactamos este artículo, el coronavirus ha afectado a más de once millones de personas con cerca de 550.000 fallecidos en todo el mundo. En España las cifras son igual de impactantes con más de 250.000 casos confirmados y cerca de 29.000 fallecidos. Si estas cifras son elocuentes podemos imaginar el violento impacto que esta crisis sanitaria ha provocado a nivel personal, económico, financiero y empresarial. Transcurridos en estos momentos casi cuatro meses desde el inicio «formal» de la pandemia es un buen momento para efectuar una serie de reflexiones del impacto que esta crisis ha supuesto para las empresas, de forma que podamos analizar las consecuencias de la misma, las actuaciones realizadas y el trabajo que habrá que realizar para recuperar la situación de partida que

supere de forma clara la denominada «nueva normalidad».

No es la primera vez que utilizo el vocablo VUCA para definir el entorno y escenario en que nos venimos moviendo⁽¹⁾ desde hace ya algunos años, pero es cierto que nunca con la visión que tenemos en estos momentos. Recordemos que VUCA son las iniciales de *Volatility, Uncertainty, Complexity, Ambiguity*, y lo definíamos como un entorno:

Volátil: en el que todo cambia a un ritmo cada vez más rápido, las situaciones son volátiles, no estables. El cambio es permanente en nuestras vidas

y en las empresas: reestructuraciones, fusiones, cambios culturales...

Incierto: El mundo de hoy es incierto. No tenemos certeza ni seguridad sobre nada. La incertidumbre sobre nuestro futuro es total. Nadie sabe qué va a suceder dentro de una semana, ni dentro de un mes.

Complejo: Las situaciones son cada vez más complejas para estar focalizado o para tomar decisiones. Hay mucha sobreinformación y estímulos, además de una conectividad global, que complejiza al máximo nuestro mundo.

Ambiguo: El mundo de hoy es ambiguo, no hay verdades absolutas ni incuestionables sobre nada. Las circunstancias y decisiones pueden abordarse desde puntos de vista muy diferentes.

El mundo VUCA no es solo el de las grandes compañías; es también el de

(1) Véase:

Gonzalo J. Boronat, Roxana Leotescu y Javier Navarro. «KPI's, KRI's y Cuadro de Mando Integral». *Técnica contable y financiera*. Número 13. noviembre 2018.

Gonzalo J. Boronat, Roxana Leotescu y Javier Navarro. «Las desviaciones en el plan financiero.» *Técnica Contable y Financiera*. Número 11.. Septiembre 2.018.

las PYMES, nuestras empresas más próximas. Es el mundo en el que vivimos y al que nos tenemos que adaptar. Las empresas viven en un entorno interconectado, en continuo cambio, compitiendo con empresas de todo el mundo y, cada vez más, en todo el mundo. Hay que abrirse a los nuevos tiempos e incorporar prácticas de gestión que, más allá de intentar descifrar el futuro (volátil, incierto, complejo y ambiguo), nos posicionen en disposición de abordar ese futuro lo que pasa por tres compromisos básicos:

- Con nuestra plantilla (desarrollo continuo).
- Con los clientes (entender y atender sus expectativas cambiantes) —ahora más que nunca-.
- Con la sociedad (política clara de RSE).
- Con una posición estratégica: la cooperación con otras compañías para estar en la mejor posición competitiva.

Del mismo modo, la identificación de los riesgos empresariales, así como

En el actual escenario económico, la posibilidad de poder anticiparse a situaciones adversas puede suponer una importante ventaja competitiva frente al resto de agentes

su evaluación, predicción y control es uno de los elementos clave en la gestión de las empresas y organizaciones. En el actual escenario económico, la posibilidad de poder anticiparse a situaciones adversas puede suponer una importante ventaja competitiva frente al resto de agentes. Es cierto que el riesgo es inherente y consustancial a la actividad empresarial, lo que implica una adecuada planificación y gestión, del mismo dado que, no siempre es posible su exclusión al cien por cien; en definitiva, se trata de gestionar adecuadamente la incertidumbre. Los fracasos empresariales vienen dados en gran medida por la errónea gestión del riesgo en toda su amplitud que a veces llega incluso en la ausencia de gestión del mismo. La incorrecta gestión de cualquier tipo de riesgo incrementa finalmente el riesgo financiero lo que provoca des-

equilibrios que a partir de un determinado nivel se vuelven irreversibles. Es en ese sentido cuando debemos establecer los procesos adecuados que permitan su detección con la suficiente antelación con el fin de minimizarlos, eliminarlos o, al menos, conocer las pérdidas ciertas que pueden llegar a provocar.

Hemos de tener en cuenta que en muchas ocasiones el riesgo proviene de entornos o situaciones muy distantes al de la empresa, lo que nos situaría en escenarios de la teoría del caos o del efecto mariposa(2). Efectivamente, en este escenario global cualquier situación de conflicto tiene a larga consecuencias directas o indirectas para todos. De ahí que lo que realmente se requiere tener en cuenta es la cobertura estratégica del riesgo. En el fondo lo que la empresa necesita es conocer



TRIBUNA

su grado de exposición al riesgo, identificando los procesos, cuantificando la probabilidad de que dichos sucesos se produzcan, midiendo el efecto económico y financiero asociado a su posible acontecer; lo que implica que la información que proporcione debe ser global e integrada y se efectuará mediante mapas no financieros que posteriormente se desarrollaran en mapas financieros con el fin de analizar sus últimos efectos en la suficiencia o no de capital.

Pues bien, si ya navegamos en un escenario VUCA, a él se ha unido un nuevo peligro: Que los rinocerontes grises se conviertan en cisnes negros, lo que enlaza con la teoría del cisne negro (*Nassim Taleb*), metáfora que describe un suceso sorpresivo de gran impacto socioeconómico y que, una vez pasado el hecho se racionaliza haciendo que parezca predecible o explicable, es decir dando la impresión de que se esperaba que ocurriera. Teniendo esta consideración, por ejemplo: el inicio de la primera guerra mundial, la gripe española, los atentados del 11 de septiembre y, actualmente la pandemia de coronavirus de 2020. Los rinocerontes son habitualmente animales solitarios y territoriales. Sólo a veces, constituyen grupos más numerosos, lo que describe a la perfección lo que ocurre cuando se presentan varios rinocerontes juntos de modo que un «crahs» de rinocerontes se convierte en cisnes negros. Con los rinocerontes grises, generalmente el dilema es cuándo ocurrirá (no si es que ocurrirá) y, cuando todos explotan simultáneamente, termina ocurriendo algo similar a lo acontecido el 2008 en la crisis subprime.

Lo que se ha producido es un parón brusco de la economía en un escenario volátil, incierto, ambiguo y

complejo sobre el que hay que actuar de forma rápida. Qué duda cabe que, si disponemos de un Mapa de Riesgos, pese a tratarse de una situación sobrevenida, conoceríamos, el cálculo de los efectos secundarios y el plan de acción inmediata. Si no lo hemos desarrollado tendremos que analizar de forma rápida la situación y dibujar los distintos escenarios en los que nos situamos y nos situaremos:

El punto de partida casi para todas las empresas, salvo ciertos sectores concretos (agroalimentario, logística, transporte.....) es una paralización por completo (o en un alto porcentaje) sus ingresos por ventas, cancelación de pedidos e incluso devolución de las operaciones comerciales realizadas, bien físicamente (materiales) y/o bien económicamente (impagados o aplazamientos). ¿Qué ha ocurrido? ¿A que nos enfrentamos?

Una de las cuestiones más importantes es la intervención y protagonismo del órgano de administración de la empresa que en la mayoría de ellas corresponderá al Consejo de Administración. Recordemos que entre sus funciones están:

- Proponer, presentar y aprobar el Plan de Negocios (Plan Estratégico) de la Empresa, revisarlo, actualizarlo y hacer su seguimiento periódico. Lo que implicará una revisión urgente del mismo ajustándolo a este nuevo escenario.
- Proponer, presentar y aprobar los Presupuestos Anuales, y controlar su evolución y cumplimiento durante el ejercicio para el que fueron aprobados. Es evidente que la realización de un Forecast urgente llevará consigo una revisión y modificación del presupuesto anual.

- La formulación de las cuentas anuales y su presentación a la Junta General. Que como todos sabemos va a suponer una actualización de las correspondientes al año 2019 con indicación expresa de los efectos económicos y financieros derivados de la crisis sanitaria.
- Aprobar la estrategia de financiación operativa. Que habrá que reajustar de inmediato con las operaciones financieras derivadas del necesario plan de ajuste.
- Aprobar las decisiones de inversión/desinversión y asignación de recursos. Es evidente que esta situación requerirá una revisión de dichas decisiones y una reasignación de recursos.
- Aprobará los incentivos que proponga el director general para todo el grupo. Aprobar el sistema y política de retribuciones, así como las retribuciones de todo el personal. Este nuevo escenario va a provocar en muchas empresas la revisión del sistema de retribuciones y del plan de incentivos ajustándolos a esta compleja realidad.
- Establecimiento de la política de comunicación e información a los accionistas. Es el momento de informar de forma clara y concisa a todos los accionistas del impacto de esta crisis en la empresa y los efectos sobre la valoración de la misma.
- Establecimiento de la política de inversiones y financiación, la política de control y gestión de riesgos y su seguimiento y control. Muy probablemente se vean afectadas de forma importante las políticas de inversiones y financiación por lo que se hará necesario establecer un nuevo Capex.



- Proponer la política de dividendos, así como la de autocarartera fijando los límites de la misma. Será en muchos casos necesaria la modificación de la política de dividendos, bien por problemas de liquidez, bien por las obligaciones derivadas por los covenants asociados a las nuevas operaciones financieras realizando la oportuna comunicación a los accionistas.

Como vemos, la actuación del Consejo de administración en toda esta toma de decisiones es vital para coordinar las acciones y actuaciones a poner en marcha de forma inmediata alineando a toda la organización en un mismo sentido.

La primera gran pregunta que habría que hacerse es, si el problema derivado del Covid-19 se encuadra asociado a cuestiones relativas a:

- Ventas Diferidas (recuperables)

Es decir, se han parado y poco a poco volverán a situarse más o menos en los niveles habituales con lo que la evaluación más importante será el plazo de dicha recuperación.

- Ventas Perdidas (no recuperables)

Es decir, aquellas que no se realizan ni se realizarán dada la incapacidad de poder llevarse a cabo como por ejemplo en la actividad hotelera, turística y restauración donde lo no vendido no podrá ser recuperado.

- Ventas Incrementadas (puntual o estructuralmente)

Aquellas que, debido al escenario han crecido por un incremento de la demanda y/o por un cambio en los hábitos de consumo o de la composición de la cesta de la compra.

Esto ha tenido en casi todas las empresas un doble efecto:

- Financiero a corto plazo: Al dejar de inyectar liquidez se produce un efecto inmediato: la posición de déficit de tesorería y la incapacidad de hacer frente a los pagos comprometidos que necesita de moratorias, aplazamientos y carencias.
- Financiero a medio plazo: Hablamos de la pérdida de rentabilidad.

La caída en ventas difícilmente recuperable en este ejercicio lo que lleva a una disminución del beneficio y, en muchos casos, a la entrada en pérdidas o la disminución del EBITDA. En definitiva, la imposibilidad de generar el *cash flow* suficiente para atender el servicio de la deuda comprometido lo que necesitará de una reestructuración del endeudamiento financiero y una recomposición del fondo de maniobra.

En este sentido deberemos de actuar con acciones de emergencia para parar este fuerte golpe, cuya capacidad de respuesta dependerá de la posición de partida (nivel de liquidez, tesorería, endeudamiento, solvencia, autofinanciación) y la utilización de las medidas y operaciones aprobadas por el Gobierno para paliar esta difícil situación. En cualquier caso, es muy importante analizar la duración de la misma y actuar en función de los escenarios posibles. Tenemos sobre la mesa un primer análisis que nos dibujará dos escenarios: Uno seguro: con un efecto pérdida hasta los meses de verano de 2.020, y otro probable: con un efecto pérdida que podría prolongarse hasta el mes de diciembre de 2020 o incluso el próximo año.

TRIBUNA

El comercio, los servicios y el mundo de la cultura son los más afectados por esta crisis y, más en particular, todas las actividades ligadas al turismo que es un pilar básico de la economía española: hoteles; restaurantes, transporte de viajeros, lavanderías, catering..... Los sectores industriales verán una recuperación gradual por el lento restablecimiento del consumo interior unido a la prudencia (por ejemplo, con el importante incremento de los depósitos bancarios) y una más que probable modificación de los hábitos de consumo tras esta situación. La exportación se va a ver afectada por el carácter global de la pandemia y con una recuperación que probablemente no veremos hasta bien entrado el año 2021.

Todas las actuaciones han debido de realizarse de forma inmediata pero siempre:

- Diagnosticando la posición de partida. Capacidad financiera.
- Proyección de distintos escenarios para 2020.
- Proyección de estabilidad a medio plazo 2021/2022.

Primero debemos saber nuestra capacidad de respuesta y aguante y, en segundo lugar, dibujar los escenarios más probables basando nuestro análisis en el más pesimista para, en tercer lugar, diseñar una proyección a medio plazo. Muchas empresas han utilizado los expedientes de regulación temporal de empleo como medida de ajuste de costes de personal y las líneas ICO-COVID como fórmula para solucionar el importante déficit de tesorería derivado de la disminución/desaparición de la corriente de ingresos generando el consiguiente problema de liquidez.

Pero no olvidemos que lo que hemos estado realizando es una compra de tiempo mediante una reacción natural de supervivencia empresarial. Es cierto que ha habido dinero fácil, mas del habitual y que muchas empresas lo han aprovechado para resolver un problema sobrevenido de liquidez y, al mismo tiempo, algún otro problema estructural. Pero no olvidemos que estamos pasando un problema de corto a medio plazo y que tras el año de carencia (aproximadamente abril de 2020) habrá que comenzar a devolver las operaciones financieras formalizadas. De ahí que es muy importante analizar el servicio de la deuda futuro y, la rentabilidad, *ebitda* y *cash flow* que vamos a necesitar; las ventas que habrá que realizar; el nuevo pool bancario derivado de los préstamos ICO-Covid y las modificaciones que se han producido en la concentración bancaria y financiera.

Según parece, las operaciones ICO-Covid, alcanzaran los 100.000 Millones de Euros (a la fecha de redacción de este artículo el volumen de financiación según datos del Ministerio de Economía se situaban cerca de los 70.000 MM). esto supondrá una amortización de capital de unos 25.000 millones adicionales para los años 2021-2025, es decir, implica la generación de ese *cash flow* mínimo anual para volver a la posición de endeudamiento bancario Pre-COVID. Entendamos, por otra parte, de esa necesaria autofinanciación de equilibrio financiero no permitirá nuevas inversiones con fondos propios por el mismo importe (siempre que queramos mantener la estructura de financiación lo que entendemos sería aconsejable).

¿Cómo volveremos a la situación de partida?: Durante este período hemos oído hablar de los distintos tipos de recuperación: en forma de: «V», «U», «W», «L» y parece ser que hay un consenso generalizado en una recuperación me-

dante una curva en forma de logo de Nike, es decir, importante caída con una lenta recuperación que afectara en distinta medida a cada uno de los sectores económicos. Dispondremos de un abanico con distintas pendientes siendo conscientes de que las de menor ángulo serán las relativas a los sectores de turismo, restauración, transporte, automóvil, compra venta residencial y ciertos sectores industriales por lo que habrá que adaptar sus estructuras financieras a la evolución de dicha pendiente dada la incapacidad de generar flujos de caja a mayor velocidad.

No olvidemos en este recorrido el impacto derivado en el sector de alimentación y bebidas en su canal Horeca con una fuerte incidencia a la baja o el sector del textil y calzado cuya recuperación no se prevé se inicie hasta mediados del próximo año al que hay que añadir; además, un posible cambio de hábitos de compra que perjudiquen, por ejemplo, a ciertos canales de venta como los centros comerciales. Tengamos en cuenta el brusco frenazo de la economía con la mayor tasa de caída del PIB desde la gran recesión, pero también tengamos en cuenta los efectos secundarios tanto positivos como negativos derivados de cuestiones como: mayor digitalización, mayor consumo en el hogar; aumento del teletrabajo, diversificación de proveedores, automatización, incremento de protocolos y controles.... en definitiva, se hace necesario ahora más que nunca lo que indicábamos al principio de este artículo: la necesaria implicación y colaboración cliente-proveedor en toda la cadena de valor: Conocer de primera mano los cambios de hábitos, las tendencias, las nuevas necesidades o nuevos productos para anticiparse y reaccionar lo más rápido posible a una nueva situación.

Tengamos en cuenta que partíamos de un modelo de inversión ajustado a un

modelo de financiación que reflejaba nuestra estrategia, nuestro equilibrio. Modelo que se ha roto por el lado de la financiación y por el lado de la inversión: desajuste de los stocks, incremento de los deudores, disminución de la tesorería junto con disminución del beneficio o entrada en pérdidas. Las empresas han forzado el equilibrio y gracias a las operaciones ICO-Covid han vuelto a disponer de fondo de maniobra a costa de un incremento del endeudamiento (solo 100.000 MM) lo que implica una disminución del fondo de maniobra, un incremento del coeficiente de endeudamiento, una disminución del *ratio* de solvencia/garantía y, en definitiva, una disminución del rating empresarial.

Recordemos que si la demanda financiera es la resultante entre los capitales disponibles y la financiación espontánea necesaria para los activos estimados, es el momento de revisar y ajustar los activos empresariales, tarea que implica una serie de plazos, al menos el período medio de maduración en el caso del circulante y un período mayor para los activos fijos ociosos o no rentables.

La empresa es riesgo y rentabilidad y ambas variables se van a ver afectadas: La rentabilidad tanto económica (ROI), como financiera (ROE) y sobre ventas (ROS) se va a ver afectada a la baja. El riesgo lo solemos medir con las métricas de endeudamiento y solvencia. Controlamos el riesgo operativo a través del apalancamiento operativo y el riesgo financiero a través del apalancamiento financiero de las empresas. Podemos deducir como indicábamos una reducción de las variables asociadas a la rentabilidad y solvencia y, un incremento de las asociadas al endeudamiento. El problema se nos plantea sobre todo con la reducción del Ebitda. De hecho, las empresas están acuñando un nuevo concepto de medida: Ebitdac (Beneficio antes de intereses, impuestos, amor-

tizaciones y coronavirus) con el fin de observar la capacidad habitual de generación de recursos líquidos y la derivada del actual escenario de modo que nos indique el posible desajuste entre una situación Pre-COVID donde el Ebitda era igual o mayor que el servicio de la deuda a una situación Post-COVID donde la ecuación se invierte.

Todo ello acompañado por una adecuada liquidez que se ha visto afectada por un desajuste entre las NOF y el Fondo de Maniobra, junto a una disminución del *free Cash Flow* que puede implicar un posible default financiero. Será necesaria una reconfiguración del apalancamiento operativo que nos indique las ventas mínimas necesarias para el *break even*, el nuevo margen de seguridad de costes fijos y variables y un recalcule de la eficiencia comercial o bien de la sensibilidad a la cifra de ventas. Reconfiguración también en el apalancamiento financiero que nos marque los volúmenes máximos de endeudamiento y el tipo de interés máximo asumible.

Tengamos en cuenta que la pérdida de ventas e ingresos afecta directamente a la liquidez de la compañía, pero, dicha reducción implica una caída de beneficios o la entrada en pérdidas lo que afecta directamente al patrimonio neto. Hemos comprado tiempo mediante las operaciones ICO-Covid para ajustar ese déficit de liquidez, pero esta operativa pasara factura y tendrá efectos secundarios sobre el pool bancario, modificara las cuotas de banquero futuras y sobre el volumen del servicio de la deuda.

Del mismo modo se verán incrementadas las necesidades de caja, de generación de Ebitda y de *cash flow*. Tendrá efectos sobre el coste financiero incrementándose el volumen de gasto y reduciendo la rentabilidad y el flujo de caja libre.

Todo este argumentario nos lleva una importante conclusión: La necesidad de una importante reestructuración operativa lo que supone un nuevo plan estratégico, de negocio, comercial y operativo y, sobre todo, la puesta en marcha de un proceso de reestructuración financiera para ajustar del mejor modo posible la relación entre el servicio de la deuda y el Ebitda. A las nuevas operaciones formalizadas habrá que añadir el servicio de la deuda preexistente y podemos afirmar tras un seguimiento y análisis de un buen número de empresas que la sobrecarga de *cash flow* necesario para absorber este volumen de servicio de la deuda supone un desequilibrio que hace necesaria la reestructuración de la deuda.

Invitamos a todas las empresas a realizar este análisis de forma urgente lo que es posible que lleve a iniciar dichos procesos de refinanciación, bien de forma preventiva (ante posibles variaciones negativas o por mantener un margen de seguridad), bien de forma necesaria al observar la imposibilidad de hacer frente a dicho volumen a través de los flujos de caja generados vía cuenta de resultados y tenerlo que hacer a través del balance, es decir utilizando líneas de corto plazo (anticipos, descuentos...) para pagar los vencimientos del largo plazo lo que provocaría un desequilibrio financiero por la reducción del fondo de maniobra.

Al área económica y financiera de las empresas van a asumir un importante trabajo en estos momentos derivado de los diagnósticos de situación y el desarrollo de los planes y proyecciones necesarias para evaluar el impacto de esta crisis sanitaria, así como en establecer, coordinar, desarrollar y negociar los planes financieros con los que dar la solución de estabilidad y de necesario equilibrio financiero a medio plazo. ●