



Facultad de ADE
Universidad Pontificia Comillas, ICADE

ANÁLISIS DEL ENDEUDAMIENTO EN UNA EMPRESA COTIZADA: EL CASO DE PESCANOVA

Autor: Marta Cuenca Ruiz
Director: Aurora García Domonte

Madrid
Marzo de 2014

Marta
Cuenca
Ruiz

**ANÁLISIS DEL ENDEUDAMIENTO EN UNA EMPRESA
COTIZADA: EL CASO DE PESCANOVA**



RESUMEN

En esta investigación se estudia, en el marco de la información pública existente y la normativa contable internacional, la evolución de la deuda de una entidad cotizada en la coyuntura económica actual.

Se particularizará en un caso de gran trascendencia y mediatización hoy en día como es el caso de Pescanova, S.A. Se evaluarán los niveles de deuda actuales a través de un análisis contable y financiero, indagando en las causas y consecuencias de la quiebra empresarial y cuáles son las razones de que los niveles de deuda recogidos en las cuentas anuales no correspondieran con los realmente existentes.

Palabras clave: Pescanova, endeudamiento, empresa cotizada, análisis contable

ABSTRACT

This paper studies, within the framework of public information and the International Accounting Standards, the development of debt in a listed company in the current economic situation.

We will particularly focus our study on a mediated case as is Pescanova, S.A. Debt levels will be measured by an accounting and financial analysis, drawing conclusions on the causes and consequences of the company crisis. We will also investigate the reasons why the debt levels shown in the annual reports did not correspond to the real ones.

Keywords: Pescanova, indebtedness, listed company, accounting analysis

I. ÍNDICE

| | |
|---|-----------|
| I. Índice | 4 |
| II. Índice de Tablas | 5 |
| 1. Introducción | 7 |
| 1.1. Objetivos | 7 |
| 1.2. Metodología | 7 |
| 1.3. Contexto | 8 |
| 1.4. Estructura del trabajo | 9 |
| 2. Análisis económico-financiero | 10 |
| 2.1. Análisis de la rentabilidad | 10 |
| 2.2. Estructura financiera de la empresa | 10 |
| 2.3. Análisis de la solvencia empresarial | 11 |
| 2.3.1. Ratios de solvencia..... | 12 |
| 2.3.2. Ratios de endeudamiento | 15 |
| 2.4. Apalancamiento financiero y operativo | 16 |
| 3. Normativa contable NIC / NIIF | 19 |
| 3.1. Introducción histórica a la normativa contable en España | 19 |
| 3.2. Consecuencias de las NIC / NIIF en el análisis financiero..... | 20 |
| 3.3. Requerimientos de contabilización de la deuda financiera en las NIC / NIIF | 21 |
| 3.3.1. Presentación de los instrumentos financieros | 22 |
| 3.3.2. Tipología de pasivos financieros | 22 |
| 3.3.3. Requerimientos de información (NIIF 7)..... | 24 |
| 3.3.4. Valoración inicial y valoración posterior | 25 |
| 3.3.5. Compensación de activos financieros con pasivos financieros | 26 |
| 3.3.6. Baja en cuentas de un pasivo financiero (NIC 39) | 26 |
| 3.4. Modificaciones recientes en las NIC/ NIIF | 27 |
| 3.5. Normativa de Consolidación | 28 |
| 4. El caso de Pescanova | 30 |
| 4.1. Contexto de la compañía..... | 30 |
| 4.2. Causas del estado de insolvencia de la sociedad | 31 |
| 4.3. Evolución de la deuda desde el punto de vista contable..... | 32 |
| 4.3.1. Corrección de errores de contabilización..... | 32 |
| 4.3.2. Análisis de la deuda | 35 |
| 4.4. Análisis económico-financiero | 38 |
| 4.5. Régimen de responsabilidad por la no detección de fraudes y errores..... | 40 |
| 5. Conclusiones | 42 |
| 6. Bibliografía | 45 |
| 7. Anexos | |

II. ÍNDICE DE TABLAS

| | |
|--|----|
| I. Tabla 1 Resumen nivel de deuda | 33 |
| II. Tabla 2 Deudas tras correcciones contables..... | 35 |
| III. Tabla 3 Deudas antes de correcciones contables..... | 35 |
| IV. Tabla 4 Ratios financieros..... | 36 |

ABREVIATURAS

CNMV Comisión Nacional del Mercado de Valores

IAS International Accounting Standards

IASB International Accounting Standards Board

IFRS International Financial Reporting Standards

NIC Norma Internacional Contable

NIIF Norma Internacional de Información Financiera

PGC Plan General Contable

1. INTRODUCCIÓN

1.1. Objetivos

El objetivo principal del trabajo consistirá en realizar un estudio de la evolución de los niveles de deuda de Pescanova S.A a través del análisis de los estados financieros de la compañía. De este modo, se esbozarán las causas que han podido llevar a la quiebra de la misma.

En concreto, se centrará el estudio en analizar el pasivo y recursos propios dentro de los estados financieros puesto que son aquellos que podrán aportar una información más valiosa a la hora de extraer conclusiones.

Para conseguir esto a su vez se analizará la normativa contable aplicable a las empresas cotizadas, de manera que se entienda el efecto que tiene la misma en los niveles de deuda presentados por las empresas.

1.2. Metodología

Para conseguir dicho objetivo, se procederá a través de un análisis cuantitativo, dado que se trata principalmente de analizar la evolución del nivel de deuda, y por tanto esta metodología resulta la más adecuada. Así, el estudio gana objetividad y será mucho más preciso al extraer las causas y conclusiones que han provocado la quiebra de la compañía.

Se optará por un enfoque basado en la solvencia financiera a la hora de analizar los niveles de deuda. Para ello, se realizará un análisis de los estados financieros de la compañía desde el 2007 hasta el 2012. En un periodo de 5 años se podrá apreciar suficientemente la evolución de la deuda de la compañía y esclarecer qué ha llevado a los niveles tan grandes de deuda que se han descubierto en el último año.

La recolección de datos se encuentra a disposición pública, puesto que los estados financieros auditados de la compañía se pueden extraer online de la propia CNMV o de distintas bases de datos públicas. Por el contrario, una de las dificultades que se presenta es que no existe libre acceso a los datos del año 2013, ya que estos no han sido publicados y probablemente dicha información será confidencial por el momento. Esto se debe principalmente a la delicada situación

concurzal en la que se encuentra la compañía por lo que se retrasará la publicación de las cuentas anuales, con el correspondiente incumplimiento del plazo establecido, al igual que ocurrió con las cuentas anuales de 2012.

A la hora de realizar el estudio se opta por un enfoque inductivo, recogiendo en primer lugar todos los datos existentes, analizándolos y finalmente llegando a las conclusiones pertinentes.

1.3. Contexto

Dada la situación de crisis actual, el número de empresas que se encuentran en bancarrota ha aumentado considerablemente. Tras una época en la que parecía que la cotización de las empresas solo podía subir y los negocios prosperar, la economía española se encuentra en un escenario absolutamente diferente.

En la actualidad, Existen numerosas empresas de pequeño y gran tamaño que gozan de una presunta estabilidad financiera y se declaran en concurso de acreedores. El número de éstas se ha multiplicado de manera exponencial en los últimos años, debido a la imposibilidad de hacer frente a niveles de deuda demasiado altos. En España durante el último trimestre de 2013 se ha producido un aumento de un 10,9% de empresas concursadas¹ respecto al mismo periodo del año anterior. Esta situación tiene una gran repercusión, no solo en la empresa o el sector, sino en el conjunto de la economía.

En España en el tercer trimestre del año 2012 el número de concursos declarados ascendía a 1.668, un 22% más que el año anterior². Parece ser que dichas cifras han disminuido en el transcurso de este último año, alcanzando durante el último trimestre de 2013 un aumento de un 10,9% de empresas concursadas³ respecto al mismo periodo del año anterior. Esta situación tiene una gran repercusión, no solo en la empresa o el sector, sino en el conjunto de la economía. Los últimos datos publicados muestran que actualmente existen abiertos en España un total de 9319 empresas en situación de concurso⁴.

¹ Estadística del Procedimiento Concursal, Instituto Nacional de Estadística, 2013

² PONS ALBENTOSA, L. (2013, pp. 463-472)

³ Estadística del Procedimiento Concursal, Instituto Nacional de Estadística, 2013.

⁴ Véase Anexo 1

Las empresas cotizadas tienen unos niveles de deuda muy elevados, siendo los ratios de endeudamiento muy heterogéneos en función de los sectores y países en que se encuentren⁵. En este trabajo nos centraremos particularmente en el análisis de los niveles de endeudamiento de Pescanova S.A., por su especial impacto y repercusión mediática. Además, por el momento se ha escrito muy poco al respecto, por lo que podemos obtener conclusiones novedosas que serán extrapolables a la situación de otras compañías que también se encuentren con problemas de endeudamiento.

1.4. Estructura del trabajo

Partiendo de esta visión general, el estudio se centrará en analizar los niveles de deuda de una empresa cotizada como es el caso de Pescanova S.A., estructurando el trabajo en 5 partes. En la primera de ellas se presentan los objetivos de la investigación junto con los motivos para realizar este estudio. En un segundo lugar, se introduce un marco teórico, en el cual se analizarán las teorías de análisis económico financiero. En tercer lugar, se expone la normativa contable aplicable a las empresas cotizadas NIC/NIFF junto con la normativa de consolidación de estados financieros. El cuarto bloque consiste en una descripción de la compañía Pescanova S.A. y sus estados financieros, seguido de un análisis sobre la evolución de la deuda de Pescanova en los últimos años. Finalmente, se extraen las conclusiones del estudio.

⁵ BCE (2012, p. 97)

2. ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO

El análisis de una compañía en términos económicos y financieros no tiene otra finalidad que realizar un diagnóstico financiero de la empresa⁶, juzgando la gestión de la misma así como sus resultados. De esta forma, a través de los distintos ratios se muestra una información sintética de la compañía que nos permite: analizar la rentabilidad empresarial, estudiar la estructura financiera de la empresa y realizar un estudio de la solvencia de la empresa.

No obstante, éste tiene sus limitaciones puesto que se basa en datos históricos, lo que impide en muchas ocasiones analizar los datos con perspectiva a futuro. Además, los datos contables pueden ser manipulados, y en muchas ocasiones éstos se presentan a valor de adquisición, sin tener en cuenta los valores reales actuales, lo que resta realismo al estudio. Por último, la falta de datos comparativos en el sector en concreto hace difícil extraer conclusiones válidas de los datos analizados.⁷

Existe un amplio número de ratios que pueden utilizarse para analizar una compañía, sin embargo, no todos los ratios tienen el significado que se requiere para el presente trabajo. Deberá en consecuencia, acotarse el ámbito de los mismos, utilizándose para el análisis financiero ratios contables y prescindiendo de aquellos que se centran en presentar información de mercado.

2.1. Análisis de la rentabilidad

“La rentabilidad mide la relación entre los resultados monetarios de una actividad (reales o esperados) y los medios empleados para obtenerlos”⁸. Dentro de esta podemos diferenciar la rentabilidad económica, la rentabilidad de los fondos propios y la rentabilidad para el accionista. En el caso que nos ocupa no vamos a realizar un estudio profundo de la rentabilidad, por lo que no precisamos indagar más sobre esta cuestión.

2.2. Estructura financiera de la empresa

Es necesario medir las cantidades de inversión y de financiación del negocio para conseguir un equilibrio estructural. Para ello, se realiza un análisis financiero a través de una serie de ratios,

⁶ SÁNCHEZ ESTELLA, O. (2011, p. 69)

⁷ SÁNCHEZ ESTELLA, O., (2011, pp. 69-70)

⁸ TORRE, P. R., y GARCÍA, A. C. (1986, p. 19)

siendo el más destacado el “coeficiente básico de financiación”, el cual se expresa del siguiente modo:

$$\frac{\text{Recursos propios} + \text{Recursos ajenos a largo plazo}^9}{\text{Activos fijos} + \text{Fondo de rotación mínimo necesario}}$$

Este ratio relaciona los capitales permanentes y los recursos que posee la empresa a largo plazo, con aquellos activos que tienen un carácter estable en la compañía. De esta manera, se puede medir cual es el nivel de estabilidad de la empresa en el largo plazo.

Como afirman Torre y García (1986), en este ratio existe “una interrelación básica entre capacidad y actividad que lleva implícita, como se ha dicho, unos equilibrios de estabilidad inversión-financiación ligados asimismo a las rotaciones del ciclo de la explotación y a sus aspectos temporales”.

En el caso de que el resultado de este ratio sea cercano a 1, será indicativo de que existe una estabilidad financiera. Para poder obtener unos niveles óptimos de este ratio, se deberá: (1) entender la capacidad de funcionamiento de la empresa, es decir, cuál es la relación existente entre la inversión y los inmovilizados; (2) averiguar cuál es el nivel de actividad más recomendable para la compañía y; (3) tener suficiente capacidad de financiación, y una distribución adecuada de la misma, en términos de la cantidad de financiación ajena y recursos propios necesarios.

2.3. Análisis de la solvencia empresarial

El estudio de la solvencia tiene su sentido en el momento en que la empresa acude al apalancamiento financiero, endeudándose para poder financiar sus actividades. En este momento es cuando la empresa debe sopesar cual es la estructura financiera más adecuada para el negocio del que se trate, y esta va a afectar a la solvencia de la misma.

En primer lugar, es necesario distinguir los conceptos de liquidez y solvencia. Ambos están estrechamente relacionados y por ello muchas veces considerados como sinónimos, pero tienen

⁹ TORRE, P. R., y GARCÍA, A. C., (1986, p. 29)

connotaciones distintas. La liquidez mide la celeridad con que una entidad puede liquidar sus activos, por lo que tiene mucho que ver con la velocidad de rotación de ciclo¹⁰.

Por otro lado, la solvencia es “la capacidad de la empresa para satisfacer sus obligaciones financieras (devolución del principal y gastos financieros) a vencimiento, consecuencia del endeudamiento”¹¹.

La falta de liquidez provocará dificultades a la empresa para atender a los pagos a corto plazo, para los accionistas probablemente supondrá la no percepción de dividendos, los acreedores tendrán retrasos en el cobro de sus créditos y los clientes y proveedores se verán afectados con la correspondiente desestabilización de sus operaciones, lo que puede repercutir en problemas de tesorería¹². Si bien se observa que la liquidez se mide en términos de activo mientras que la solvencia hace referencia a las deudas empresariales, se comprueba que la falta de una suele conllevar problemas en la otra.

Una vez aclarado el concepto de la misma, resulta necesario diferenciar entre la solvencia a corto plazo y la solvencia a largo plazo. La solvencia corto plazo está muy relacionada con la liquidez, pues ser solvente aquí implica tener la tesorería necesaria para poder pagar las deudas que vencen en los periodos más próximos. Por el contrario, ser solvente a largo plazo tiene más que ver con la capacidad de la empresa de obtener rentas con las que se pueda hacer frente a la totalidad de las deudas financieras.

2.3.1. Ratios de solvencia

Para el estudio de la solvencia financiera resultan de gran utilidad los ratios de solvencia, los cuales miden “la capacidad de la empresa para hacer frente a sus compromisos financieros futuros”¹³.

Existen numerosos ratios, cada uno expresando información interesante sobre la solvencia de la compañía. Podemos remitirnos a la clasificación de Torre y García¹⁴ de los ratios que los diferencia en función de si el análisis es a corto o largo plazo.

¹⁰ PINA MARTINEZ, V. (1994, pp. 381,382)

¹¹ TORRE, P. R., y GARCÍA, A. C., (1986, p. 25)

¹² PINA MARTINEZ, V. (1994, pp. 381,382)

¹³ SÁNCHEZ ESTELLA, O. (2011, p. 75)

Según éste, en el corto plazo existen dos maneras de afrontar el estudio de la solvencia. Por un lado, se puede utilizar un ratio de balance, a través del cual se muestra la liquidez de la empresa (disponible / Exigible a C/P). En segundo lugar, se puede utilizar otra forma que consiste en calcular la capacidad de la empresa de generar fondos con su propia actividad para poder amortizar la deuda a corto plazo (Cash-flow / Deuda a C/P).

En cuanto a la solvencia a largo plazo, también se encuentran 2 maneras de calcularla. Por un lado, utilizando las cuentas de balance y por otro, acudiendo a los flujos financieros.

Se puede utilizar un ratio que relaciona los capitales permanentes con el inmovilizado, mostrándonos la estructura financiera existente. A su vez, resulta muy útil el ratio Capitales ajenos / Capitales propios, puesto que este identifica la relación entre la deuda utilizada y la financiación propia.

El segundo método para calcular el nivel de solvencia a medio y largo plazo es analizando la capacidad de la empresa para generar rentas y poder hacer frente a la devolución de la deuda. Para ello se muestra, por un lado, un ratio que relaciona la capacidad de autofinanciación con los capitales ajenos. A su vez, también puede utilizarse un ratio cuyo numerador incluye los beneficios antes de impuestos y en su denominador los gastos financieros.

Siendo ésta una clasificación bastante completa, este documento se centrará en el estudio de algunos de ellos en mayor profundidad.

En primer lugar destaca el ratio de liquidez¹⁵, también conocido como ratio de solvencia a corto plazo. Éste permite conocer a grandes rasgos cuál es la capacidad de la empresa para hacer frente a las deudas. Se expresa del siguiente modo:

$$\text{Ratio de Liquidez} = \frac{\text{Activo corriente}}{\text{Pasivo corriente}}$$

¹⁴ Véase anexo 1

¹⁵ SÁNCHEZ ESTELLA, O. (2011, pp. 75-76)

En el caso de que el ratio de un resultado superior a 1 eso significa que los activos corrientes cubren las deudas a corto plazo, por lo que la empresa no tendrá problemas de solvencia. Los valores más recomendados de este ratio son entre 1,5 y 2. Si el ratio muestra un valor inferior a 1 eso significa que la empresa no es capaz de hacer frente a sus deudas a corto plazo, y va a necesitar tomar algunas medidas para no entrar en suspensión de pagos. Así por ejemplo, podrá renegociar sus deudas con los acreedores para convertir dichas deudas a corto plazo al largo plazo, o podrá pedir un préstamo a largo plazo.

Tan negativo resulta que el ratio sea demasiado bajo como que éste sea superior a 2. Esto implicaría que la empresa no está aprovechando todo su potencial, y podrá invertir en nuevos proyectos que reporten mayores beneficios a la compañía.

Por otro lado, también tenemos el ratio de tesorería. En éste sólo se tienen en cuenta los activos disponibles, no incluyéndose los stocks puesto que la capacidad de la empresa para liquidar dichos activos es muy variable. Los valores adecuados de este ratio se sitúan entre 1 y 1,2.

$$\text{Ratio de Tesorería} = \frac{\text{Disponible} + \text{Realizable}}{\text{Pasivo corriente}}$$

El ratio de disponibilidad es también conocido como ratio de tesorería inmediata. Éste sin embargo es menos útil en cuanto que la cantidad de efectivo disponible por la empresa va a depender mucho del tipo de empresa y el sector en que se encuentre.

$$\text{Ratio de Disponibilidad} = \frac{\text{Disponible}}{\text{Pasivo corriente}}$$

Uno de los ratios más conocidos es el del apalancamiento financiero. La acepción de apalancamiento financiero más aceptada es aquella que relaciona el nivel de endeudamiento con la rentabilidad financiera. Es evidente que un nivel de endeudamiento mayor es positivo en tanto en cuanto permite a la empresa disponer de una serie de recursos que podrá utilizar para explotar su actividad económica. Sin embargo, llega un punto en el cual si el nivel de dicha deuda es demasiado alto, esto va a provocar que la empresa se coloque en una situación de *distress*¹⁶. Es por ello que este ratio es muy visual y expresivo de la solvencia empresarial.

¹⁶ Término financiero utilizado para referirse al punto en que la compañía encuentra dificultades para hacer frente a sus deudas con los acreedores.

2.3.2. Ratios de endeudamiento¹⁷

Los ratios de endeudamiento sirven para estudiar la cantidad y calidad de la deuda así como analizar la estructura financiera de la empresa. Destacan 4 ratios principalmente.

En primer lugar está el ratio de endeudamiento total. Con este ratio se mide la relación entre el capital ajeno y el propio de la empresa. La estructura de los recursos de financiación pueden ser muy variables dependiendo del sector y de la propia empresa, pero en cualquier caso es recomendable que este ratio no sea superior a 0,5.

$$\text{Ratio de endeudamiento total} = \frac{\text{Pasivo no corriente} + \text{Pasivo corriente}}{\text{Patrimonio Neto}}$$

A su vez este ratio puede subdividirse en 2, de manera que se pueda apreciar cual es la importancia de la deuda a corto y largo plazo en relación con el patrimonio neto.

$$\text{Ratio de endeudamiento a L/P} = \frac{\text{Pasivo no corriente}}{\text{Patrimonio Neto}}$$

$$\text{Ratio de endeudamiento a C/P} = \frac{\text{Pasivo corriente}}{\text{Patrimonio Neto}}$$

El ratio de autonomía también es conocido como ratio de independencia financiera. Es básicamente el inverso del anterior, y muestra la cantidad de recursos propios que posee la empresa para cubrir las deudas. Los valores recomendados para este ratio son entre 0,7 y 1,5.

$$\text{Ratio de Autonomía} = \frac{\text{Patrimonio Neto}}{\text{Pasivo no corriente} + \text{Pasivo corriente}}$$

El ratio de garantía nos da una visión de la seguridad que tienen los acreedores de cobrar sus deudas. Los valores recomendados de este ratio son entre 1,5 y 2,5. Cuanto menor sea el resultado, la empresa tendrá más dificultades para hacer frente a las deudas y por tanto se situará en una posición más cercana a la quiebra.

$$\text{Ratio de Garantía} = \frac{\text{Activo}}{\text{Pasivo no corriente} + \text{Pasivo corriente}}$$

¹⁷ SÁNCHEZ ESTELLA, O (2011, pp. 78-80)

Por último se encuentra el ratio de calidad de la deuda. Éste relaciona la deuda a corto plazo con la deuda a largo plazo. Cuanto menor sea el resultado del ratio mayor será la capacidad de la empresa para devolver las deudas en cuanto a los plazos, puesto que implica que el peso del pasivo corriente es inferior.

$$\text{Ratio de Calidad de la Deuda} = \frac{\text{Pasivo corriente}}{\text{Pasivo no corriente} + \text{Pasivo corriente}}$$

2.4. Apalancamiento financiero y operativo

El apalancamiento operativo también es conocido como *efecto leverage*. Según Mascareñas (2011) el apalancamiento operativo aparece en el momento en que existen los costes fijos de explotación dentro de la estructura de costes de la empresa, y lo define como “el tanto por uno de variación del beneficio de explotación (BAIT) como consecuencia de un determinado tanto por uno de variación de las ventas. En otras palabras, sería el porcentaje de variación del BAIT ante una determinada variación del número de unidades vendidas”.

Por tanto, ante un incremento de la producción, se producirá un aumento de los costes variables por unidad producida, pero los costes fijos se mantendrán, siendo el incremento de los costes totales inferior al de los beneficios. Sin embargo, debemos entender esto en un doble sentido: si bien un aumento de la cifra de ventas supone un aumento de los beneficios relativamente mayor, una disminución de las ventas también supondrá una minoración relativamente mayor de los beneficios¹⁸.

El cálculo del apalancamiento operativo (AO) se define en la siguiente fórmula:

$$AO = \frac{\text{Margen s/Cv}}{\text{BAIT}}$$

Por otro lado, el apalancamiento financiero consiste en el incremento de la rentabilidad de los fondos propios a través de la utilización de deuda. Por tanto, este afecta directamente a los accionistas. El apalancamiento financiero amplía los efectos del operativo, de manera que al

¹⁸ SÁNCHEZ ESTELLA, O. (2011, p. 103)

aumentar el nivel de ventas el beneficio tendrá una variación relativa mayor.¹⁹ Es evidente que si el coste de deuda es inferior a la rentabilidad proporcionada por las inversiones empresariales, la financiación ajena resulta interesante.

El cálculo del apalancamiento financiero se realiza de la siguiente forma:

$$AF = \frac{BAIT}{BAT}$$

Por tanto, la utilización del endeudamiento puede ser muy beneficioso siempre y cuando el negocio en cuestión se encuentra en una fase de crecimiento o estabilidad económica. Algunos autores, como Cecchetti, Mohanty y Zampolli²⁰ consideran que “la deuda es una espada de doble filo”. Las empresas a la hora de determinar los métodos de financiación deben tener muy presente esto, puesto que si bien el "efecto palanca" permite potenciar el crecimiento, unos niveles muy altos de deuda también pueden hundir la compañía. En este sentido, es recomendable la utilización del endeudamiento en aquellas empresas con un riesgo económico bajo.

Resulta por tanto de vital importancia que las empresas conozcan el umbral de deuda a partir del cual la financiación interna pasa de ser beneficiosa a un peligro para la estabilidad financiera.

Existen diversas teorías relativas a la determinación de los niveles de financiación óptimos para una compañía²¹. Actualmente, destacan 2 teorías que tienen su punto de partida en la aportación de Modigliani y Miller (1958)²². En primer lugar nos encontramos con la **teoría de la jerarquía financiera** o **Pecking Order theory**. Ésta fue introducida por Myers y Majluf²³ (1984), por la que se establece que la existencia de información asimétrica entre las empresas y los mercados de capitales hacen que la estructura de capital de una empresa influya en su valor. Según esta teoría las empresas prefieren la financiación interna, y si requieren externa, optarán por emitir los títulos con menor riesgo.

¹⁹ SÁNCHEZ ESTELLA, O. (2011, p. 103)

²⁰ CECCHETTI, S. G., MOHANTY, M. S., y ZAMPOLLI, F. (2011, p.1)

²¹ MATO, G. (1990, pp. 63-83)

²² Éstos autores optaron por un enfoque de indiferencia, considerando que el valor de la firma no depende de su estructura de financiamiento. Sin embargo dicha teoría se fue flexibilizando con los años, entendiéndose posteriormente que la existencia de impuestos, costes de la agencia, información asimétrica y otros son factores influyen en la determinación de una estructura de capital u otra. Más información en MODIGLIANI, F., y MILLER, M. H. (1958, pp. 261-297)

²³ MYERS, S. C. y MAILUF, N. S. (1984, pp. 187-221)

En segundo lugar encontramos la **teoría de Trade-off o equilibrio estático**²⁴. En esta teoría se establece que para conseguir una estructura de capital óptima, se debe conseguir un equilibrio, puesto que los altos niveles de deuda entrañan a la vez beneficios y aspectos negativos. Por un lado, las deducciones que proporciona la deuda en relación con los impuestos pagados nos llevarían a aumentar el endeudamiento. Por el contrario, dicho aumento puede situar a la compañía en imposibilidad de hacer frente a la deuda, y dichos problemas financieros pueden provocar la quiebra.

Por otro lado, Donaldson (1962)²⁵ llegó a la conclusión de que el nivel de endeudamiento es algo que sólo se puede determinar desde la dirección de cada una de las empresas, puesto que son estos los que poseen la información necesaria y son los que deben decidir que riesgos quieren o pueden asumir.

²⁴ MOREIRA DA SILVA, C. A. y RODRÍGUEZ SANZ, J. A. (2006)

²⁵ DONALDSON, G. (1962, p.117-131)

3. NORMATIVA CONTABLE NIC / NIIF

3.1. Introducción histórica a la normativa contable en España

En España ya existía un Plan General de Contabilidad (1971) con algunas normas que pretendían establecer una normativa contable. Sin embargo, ésta estaba muy mal estructurada y la mayor parte de las normas estaban distribuidas en distintas normativas legales. Es por ello que hasta 1989 no se puede afirmar que existiera una normativa contable independiente y sistematizada, cuando se creó la ley de Reforma Parcial y Adaptación de la Legislación Mercantil a las Directivas de la Comunidad Europea, a raíz de la cual se publicó un nuevo Plan General de Contabilidad en 1990.²⁶

En el año 2000 la Comisión Europea hizo un comunicado recomendando a todas las empresas en el ámbito europeo la aplicación de las normas internacionales NIC/NIIF. Posteriormente en 2002 se estableció el proceso de adopción de las NIC/NIIF por Reglamento²⁷ disponiendo que dichas normas deberán ser obligatoriamente utilizadas a partir de 2005 para las cuentas consolidadas de empresas con valores admitidos a cotización.²⁸ Más adelante, para conseguir armonizar y acercar la normativa internacional contable a la española, se desarrolló el nuevo y actualmente vigente Plan General de Contabilidad en 2007²⁹.

En la actualidad la aplicación de las NIC/NIIF resulta obligatoria para los grupos cotizados, aplicándose generalmente el PGC 2007 para las cuentas individuales y consolidadas de grupos que no coticen en bolsa. En cualquier caso, estos tendrán la posibilidad de optar por la aplicación de la normativa NIC/NIIF si les resulta más conveniente. No obstante, una vez opten por esta no podrán volver a la regulación del PGC por necesidad de una cierta homogeneidad en la presentación de los resultados³⁰.

²⁶ MUÑOZ ORCERA, R. (2010, p. 121)

²⁷ Reglamento 1606/2002 de 19 de julio de 2002, del Parlamento y el Consejo europeo

²⁸ GARRIDO MIRALLES, P. y VÁZQUEZ VEIRA, P. J. (2011, p. 11)

²⁹ Publicado por el Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el Plan General de Contabilidad

³⁰ GARRIDO MIRALLES, P. y VÁZQUEZ VEIRA, P. J. (2011, p. 12)

3.2. Consecuencias de las NIC / NIIF en el análisis financiero

La finalidad que se pretende conseguir al preparar los estados financieros conforme a las NIC/NIIF es que se proporcione “información financiera útil para los usuarios en su proceso de toma de decisiones”³¹.

Existen numerosas diferencias entre las normas contables recogidas por el PGC 2007 y las NIIF, siendo algunas de mayor importancia que otras. Resultan destacables las siguientes características de las NIIF que se exponen en la siguiente tabla³²:

| Principales características | NIC/NIIF |
|-------------------------------------|--|
| 1. Tipo de normativa | Estas directrices consisten en criterios para la presentación de la información financiera de las empresas de manera homogénea |
| 2. Criterios de valoración | Importancia de la valoración de los elementos patrimoniales a valor razonable . |
| 3. Atributos de la información | Comprensibilidad, relevancia, fiabilidad y comparabilidad |
| 4. Principios contables preferentes | Principio de devengo, empresa en funcionamiento y prudencia |

Por otro lado, el hecho de que las empresas tengan diversas opciones de contabilización, permite que las entidades puedan elegir los criterios que mejor se ajusten a sus intereses o estrategias. Esto es un problema en tanto que se puede distorsionar la imagen fiel de la entidad, o manipular la percepción de los usuarios sobre la empresa en base a dicha información. Así surge lo que comúnmente conocemos como contabilidad creativa, por la que las empresas buscan la manera de ocultar aquello que pueda dar una imagen negativa de la empresa, o hacer que sus resultados parezcan superiores a los que realmente tienen. Las normas contables internacionales corrigen parcialmente esta situación tratando de proporcionar una homogeneidad en los métodos de contabilización.³³ Realmente, el PGC 2007 se ajusta mucho a la normativa internacional establecida por las NIC/ NIIF. Se podría incluso decir que se trata de una adaptación de las mismas donde las diferencias existentes son pocas, si bien significativas. Por ello, se va a proceder a estudiar los requerimientos contables exigidos para las empresas en función de la aplicación del PGC 2007 o las NIC/NIIF.

³¹ PULIDO, A. (2013, p.26)

³² Tabla de elaboración propia

³³ DE VALDERRAMA, J. L. S. F. (2006, pp. 10-11)

3.3. Requerimientos de contabilización de la deuda financiera en las NIC / NIIF

La propia NIC 1 define las NIIF como “las Normas e Interpretaciones adoptadas por el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad”, comprendiendo entre ellas las NIC, NIIF, las interpretaciones del Comité de Interpretaciones Internacionales de Información Financiera (IFRIC) y las antiguas interpretaciones (SIC).

Las Normas Internacionales de Contabilidad (NIC) o *International Accounting Standards (IAS)* y Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) o *International Financial Reporting Standards (IFRS)* son un “conjunto único de estándares de información financiera de alta calidad, de forzoso cumplimiento y aceptados globalmente”³⁴. En ambos casos se trata de normas contables de carácter internacional, creadas por la *International Accounting Standards Board (IASB)*, una asociación internacional encargada de la creación de las normas contables y adoptadas posteriormente por la Unión Europea. La distinción entre las NIC y las NIIF carece de mucha importancia, siendo la única diferencia entre ellas de carácter temporal. Las NIIF son las normas emitidas a partir del 2002 por el IASB, mientras que las NIC fueron emitidas por su predecesor anteriormente a 2002.

Las normas que regulan los requerimientos de contabilización de la deuda son principalmente la NIC 32, NIC 39, NIIF 7 y NIIF 9. La NIC 32 se encarga de las normas de presentación de los instrumentos financieros; por su parte, la NIC 39 regula el reconocimiento y valoración, y la NIIF 7 establece los requerimientos de información. Por último, en el año 2010 se emitió la NIIF 9, la cual viene a sustituir y modernizar la NIC 39 con el fin de reducir la complejidad de la regulación existente hasta el momento. Numerosos usuarios de estas normas habían apuntado que los requerimientos establecidos en la NIC 39 no eran muy claros, y por ello se creó esta nueva norma, que ha entrado en aplicación el 1 de enero de 2013 y será obligatoria a partir de 2015.

Por último, conviene hacer mención a la normativa de consolidación regulada por la NIC 27, así como la nueva normativa publicada por el IASB para su aplicación a los ejercicios que se inicien a partir del 1 de enero de 2013: NIIF 10, NIIF 11 y NIIF 12.

Una vez introducidas las normas que regulan los requerimientos contables, vamos a profundizar en lo que se establece en cada una de ellas.

³⁴ MANTILLA, S.A. (2013, p. 35)

3.3.1. Presentación de los instrumentos financieros

La NIC 32 se encarga de la presentación de los instrumentos financieros como pasivos o como patrimonio neto así como de la compensación de activos y pasivos financieros.

A este respecto, un instrumento financiero es “cualquier contrato que dé lugar, simultáneamente, a un activo financiero en una entidad y a un pasivo financiero o a un instrumento de patrimonio en otra entidad”³⁵. La clasificación del instrumento financiero tendrá lugar en el momento inicial por el emisor, y para ello tendrá en cuenta las definiciones establecidas en la NIC 32 de activo financiero, pasivo financiero y patrimonio neto.

Por ello, es preciso definir qué entendemos por pasivo financiero³⁶, siendo aquel que consista en:

Una obligación contractual de (1) entregar efectivo o un activo financiero a otra entidad, o (2) de intercambiar activos y pasivos financieros en condiciones potencialmente desfavorables; o

Un contrato que pueda ser liquidado utilizando instrumentos de patrimonio de la entidad, y sea (1) un instrumento no derivado, por la que la entidad pudiese estar obligada a entregar instrumentos de patrimonio propio; o (2) un instrumento derivado que pudiese ser liquidado mediante una forma distinta al intercambio mediante instrumentos de patrimonio propios.

El reconocimiento de un pasivo financiero se llevará a cabo cuando la empresa cumpla con los requisitos contractuales establecidos en el contrato que sea aplicable al instrumento financiero (art. 14 NIC 39)³⁷. Por tanto, las compras y ventas sólo podrán ser contabilizadas cuando la empresa tenga el derecho de recibir una contraprestación.

3.3.2. Tipología de pasivos financieros

Podemos dividir los instrumentos financieros en 2 clases: instrumentos financieros primarios e instrumentos financieros derivados. Los primeros consisten en transacciones tradicionales de compraventa e incluyen, las cuentas a cobrar y a pagar, valores, bonos e instrumentos de patrimonio.

³⁵ NIC 32 *Instrumentos financieros. Presentación e información a revelar*

³⁶ PULIDO, A. (2013, p.117)

³⁷ PULIDO, A. (2013, p. 129)

En cuanto a los instrumentos derivados, estos dependen de otros instrumentos financieros para su valoración y ejecución, e incluyen las opciones financieras, los futuros y los contratos a término.³⁸

La NIC 39 establece los distintos tipos de instrumentos financieros existentes, mientras que la NIIF 7 a raíz de esta clasificación identifica los requerimientos de información en función de dichas categorías. Así pues, resulta especialmente interesante la clasificación y definición de los distintos tipos de instrumentos financieros:

1. Pasivos financieros a valor razonable con cambios en resultados, dentro de los cuales se diferencian:

1.1. Los mantenidos para negociar cuando: (1) se adquiere con el objetivo de volver a comprarlo en un futuro próximo; (2) es parte de una cartera de instrumentos financieros identificados, que se gestionan conjuntamente y se van a utilizar para obtener beneficios a corto plazo; o (3) es un derivado (excepto los derivados que sean contratos de garantía financiera o instrumentos de cobertura y cumplan ciertas condiciones).

1.2. Aquellos que en el reconocimiento inicial, son designados por la entidad para ser contabilizados a valor razonable con cambios en resultados. Esto solo podrá tener lugar cuando esté permitido según lo dispuesto en el párrafo 11A³⁹, o cuando gracias a esta designación se obtenga información más relevante. Esta información relevante podrá obtenerse, por un lado, porque se reduzcan fuertemente las inconsistencias en la valoración, comúnmente conocidas como “asimetría contable”, lo cual puede acontecer por utilizar criterios diferentes de valoración de activos y pasivos. En segundo lugar, puede deberse a el rendimiento de un grupo de instrumentos financieros se recoja a valor razonable de acuerdo con una estrategia de inversión o de gestión del riesgo que la entidad tenga documentada, y de este modo se facilite internamente información sobre ese grupo.

2. Pasivos financieros valorados al coste amortizado, entendiéndose por coste amortizado “el importe al que fue valorado inicialmente el activo o el pasivo financiero, menos los reembolsos del principal, más o menos, según proceda, la imputación o amortización gradual acumulada,

³⁸ PULIDO, A. (2013, pp. 120-123)

³⁹ El apartado 11.A. explicita que en el caso de que un contrato contenga uno o más derivados implícitos, la entidad podrá designar a todo el contrato combinado como un pasivo financiero a valor razonable con cambios en resultados, salvo que: (1) los derivados implícitos no modifiquen significativamente los flujos de efectivo que, de otro modo, habría generado el contrato; o (2) resulte claro que al considerar por primera vez un instrumento combinado similar, está prohibida la separación del derivado o derivados implícitos.

utilizando el método del interés efectivo, de cualquier diferencia existente entre el importe inicial y el valor de reembolso en el vencimiento”.

4.3.3. Requerimientos de información (NIIF 7)

En esta NIIF se establecen los requerimientos de información que han de revelar las entidades, de manera que se pueda identificar el rendimiento de la entidad y el alcance de los riesgos que los instrumentos financieros conlleven.

Si la entidad designa un pasivo financiero como a valor razonable con cambios en resultados deberá informar de lo establecido a continuación:

En primer lugar, del importe de la variación del valor razonable del pasivo financiero durante el ejercicio siempre que se deba a cambios en el riesgo de crédito de ese pasivo. Consideraremos a estos efectos como cambios en el riesgo de crédito, la variación en el valor que no se deba a cambios en las condiciones de mercado de provocan el riesgo de mercado, así como el importe que se calcule por otro método si este resulta más razonable para la imagen fiel de la entidad.

Por otro lado, la entidad deberá informar de la diferencia existente entre el valor en libros del pasivo y el importe que la entidad estaría obligada contractualmente a pagar al momento del vencimiento.

A parte de estas dos exigencias mencionadas, la entidad también tendrá la obligación de informar de los métodos utilizados para que se cumpla con la primera obligación analizada, relativa a los cambios en el riesgo de crédito.

Además, si la entidad creyese que la información facilitada no representa fielmente la variación del valor razonable del pasivo financiero por cambios en el riesgo de crédito, deberá informar de las razones por las que considera que se da esta circunstancia.

3.3.4. Valoración inicial y valoración posterior

La NIC 39 establece los requerimientos de valoración de los instrumentos financieros y, en particular, de los pasivos financieros. A estos efectos, se distingue entre la valoración inicial y la valoración posterior.

3.3.4.1 Valoración inicial

La entidad deberá valorar inicialmente a valor razonable ajustado por los costes de transacción que sean directamente atribuibles a la adquisición o emisión del pasivo financiero (art. 43. NIC 39).

En los casos en que la entidad utilice la contabilidad de la fecha de liquidación para un activo que posteriormente sea valorado al coste amortizado, el activo deberá ser reconocido inicialmente por su valor razonable en la fecha de contratación.

3.3.4.2 Valoración posterior

Después de la valoración inicial, la entidad deberá valorar al coste amortizado utilizando el método del tipo de interés efectivo, salvo en los casos que siguen:

- a) Los pasivos financieros que se contabilicen al valor razonable con cambios en resultados, los cuales se valorarán al valor razonable.
- b) Los pasivos financieros que tengan su origen en una transferencia de activos financieros que no cumpla con los requisitos para la baja en cuentas.
- c) Los contratos de garantía financiera, los cuales se valorarán por el mayor de entre el importe determinado de acuerdo con la NIC 37 y el importe inicialmente reconocido.
- d) Los compromisos de concesión de un préstamo a un tipo de interés inferior al tipo de mercado. Al igual que en el caso anterior, estos se valorarán por el mayor de entre el importe determinado de acuerdo con la NIC 37 y el importe inicialmente reconocido.

3.3.5 Compensación de activos financieros con pasivos financieros

El derecho de compensación consiste en una prerrogativa legal del deudor, por la cual puede cancelar todo o parte de lo debido al acreedor aplicando a ese importe otro importe debido por dicho acreedor. En casos excepcionales podrá compensarse con importes que le adeude un tercero, siempre y cuando exista un acuerdo entre las tres partes que establezca claramente el derecho del deudor para realizar tal compensación.

La compensación de activos y pasivos financieros solo tendrá lugar cuando la entidad tenga el derecho de compensar dichos importes o cuando pretenda liquidar el neto o realizar el activo y cancelar el pasivo de manera simultánea.

Cuando se proceda a contabilizar una transferencia de un activo financiero que no cumpla los criterios de baja en cuentas, la entidad no podrá compensar el activo transferido con el pasivo que le corresponde.⁴⁰

No obstante, los activos y pasivos financieros deberán presentarse por su importe neto cuando al hacerlo se reflejen los flujos de efectivo futuros esperados por la entidad provenientes de la liquidación de instrumentos financieros separados. En cualquier otra circunstancia, los activos y los pasivos financieros se deberán presentar por separado.

A su vez se establece que la compensación de un activo y un pasivo financiero reconocido presentándolo por su importe neto, no es equivalente a dar de baja el activo y el pasivo financiero. La baja en cuentas de un instrumento financiero implica la desaparición de la partida, y a su vez puede dar lugar al reconocimiento de una pérdida o una ganancia. Por el contrario, la compensación nunca va a dar lugar al reconocimiento de pérdidas o ganancias.

3.3.6 Baja en cuentas de un pasivo financiero (NIC 39)

Se considerará que la entidad da de baja un pasivo de su balance cuando éste se haya extinguido, es decir, “cuando la obligación especificada en el correspondiente contrato haya sido pagada o cancelada, o bien haya expirado”.

⁴⁰ A este respecto, el párrafo 36 de la NIC 39 establece que si se continúa reconociendo un activo cedido, el activo y el pasivo asociados no podrán ser compensados

Cuando se produzca un intercambio de instrumentos de deuda entre un prestamista y el prestatario, si dichos instrumentos tienen condiciones diferentes, o si hay una modificación sustancial de las condiciones del actual, se contabilizará cancelando el pasivo original y reconociendo uno nuevo.

Por otro lado, si una entidad recompra una parte de un pasivo financiero, distribuirá el importe en libros previo del pasivo financiero entre la parte que continúa reconociendo y la parte que se da de baja, en función de los valores razonables relativos de una y otra en la fecha de recompra.

Por último, en el caso de que se produzca una diferencia entre el valor contable del pasivo financiero cancelado y la contraprestación pagada ésta deberá ser reconocida como resultado del ejercicio en la cuenta correspondiente.

3.4. Modificaciones recientes en las NIC/ NIIF⁴¹

Como ya hemos introducido anteriormente, se ha producido una modificación importante en la normativa internacional de clasificación y valoración de los instrumentos financieros, puesto que se ha creado la NIIF 9 en sustitución de la NIC 39. Ésta entrará en aplicación a partir del año 2015, si bien inicialmente se preveía que fuera en 2013. Entre los aspectos más relevantes que se han modificado, destaca que los pasivos financieros que se encuentran en el marco de la NIC 39 actualmente se valorarán a coste amortizado o a valor razonable en el caso de los pasivos financieros mantenidos para negociar.

Además, en los pasivos financieros que se contabilicen a valor razonable con cambios en resultados, si esto conlleva una reducción de la asimetría contable. En el caso de que se utilice esta opción, deberá mantenerse en los ejercicios posteriores.

En cuanto a los pasivos valorados a valor razonable, siempre que no sean derivados o mantenidos para negociar, se deberá presentar “la variación de ajustar el valor razonable que excluya la derivada del riesgo de crédito propio” en la cuenta de pérdidas y ganancias.

⁴¹ PULIDO, A. (2013, p. 128)

3.5. Normativa de Consolidación

Ante la disminución de los préstamos bancarios ofertados en la actualidad, las empresas se han visto forzadas a la búsqueda de métodos de financiación alternativos, como puedan ser los préstamos otorgados por las empresas matrices a sus filiales (préstamo participativo). Éstos proporcionan grandes ventajas a efectos fiscales, pero deben en todo caso ser bien contabilizados, puesto que puede funcionar como agujero para la ocultación de deuda, problema que en la actualidad está más y más a la orden del día. Para evitar este tipo de situaciones, se ha establecido una normativa bastante rigurosa sobre las obligaciones de contabilización de las empresas matrices a la hora de presentar los estados consolidados. La norma vigente hasta 2013 era la NIC 27 *Estados financieros separados*, si bien en mayo de 2011 se publicaron las NIIF 10 y 12 que vienen a sustituir y mejorar la regulación existente. A partir del 1 de enero de 2013 éstas normas serán las que se apliquen para la consolidación de los estados financieros manteniéndose la regulación de la NIC 27 en algunos aspectos.

Un grupo de empresas presentará los estados financieros consolidados de tal manera que operen como si fuesen de una única entidad económica. Para empezar, conviene recordar ciertos conceptos. Los Estados financieros consolidados son “los estados financieros de un grupo, presentados como si se tratase de una sola entidad económica”⁴². Por otro lado, entendemos como filial la entidad controlada por la sociedad dominante o matriz, y en todo caso, los estados consolidados deberán incluir la información contable de todas sus sociedades dependientes.

La NIIF 10 va a modificar el concepto de control anteriormente existente, creando uno que afine mucho más en los requisitos que han de concurrir para que una entidad sea considerada filial. Así establece que “una entidad inversora controla una participada cuando está expuesto a, o tiene derecho a percibir rendimientos variables procedentes de su implicación en la participada y tiene la capacidad de influir en estos rendimientos a través de su poder sobre ésta”. Por el contrario, la regulación en la NIC 27 es mucho menos específica, estableciendo que el control es el poder para dirigir las políticas financieras y de operación de una entidad, para obtener beneficios en sus actividades.

Por lo tanto, ahora resultará necesario que cumpla todos los requisitos para que se pueda considerar que existe control: (i) deberá tener poder sobre la entidad participada, (ii) tener derecho

⁴² NIC 27 *Estados financieros consolidados y separados*

sobre los retornos en la medida en que participe en la misma, y (iii) potestad para influir en los retornos de la entidad utilizando su poder.

Por otro lado, a la hora de elaborar los estados financieros consolidados, las entidades deberán utilizar políticas contables y normas de valoración uniformes⁴³, puesto que de otro modo la información presentada se vería desvirtuada, y no se estaría cumpliendo con el principio de imagen fiel de la compañía. Para ello, se tendrán que hacer ajustes y eliminaciones por operaciones intragrupo, así como una homogeneización temporal que facilite la consolidación.

En cuanto a la NIIF 12, ésta establece la información mínima que ha de ser revelada sobre las participaciones en entidades, de manera que “permita a los usuarios de los estados financieros comprender los juicios y supuestos significativos”.⁴⁴ Para el estudio que nos ocupa, no resulta necesario indagar en mayor medida en la regulación de esta normativa.

⁴³ PULIDO, A. (2013, pp. 288-290)

⁴⁴ Resumen técnico de la NIIF 12 emitido por el IASB

4. EL CASO DE PESCANOVA

4.1. Contexto de la compañía

Pescanova, S.A. es una empresa española, fundada en 1960 con domicilio en Pontevedra. Consiste en un grupo empresarial cuya actividad consiste en la producción, distribución y comercialización de productos pesqueros para el consumo.

El 15 de abril de 2013 Pescanova S.A. presentó declaración de concurso por encontrarse en estado de insolvencia y posteriormente en el Auto de Pontevedra de 25 de abril de 2013 se declara el concurso de acreedores voluntario de la entidad, acordando que las facultades de administración de la propia compañía quedaban en suspenso y nombrando a Deloitte Advisory, S.L. “Deloitte” como administrador concursal.

Posteriormente, dos de las sociedades dependientes de la sociedad matriz se declararon en concurso voluntario, Acuinoval, S.L. y Pescafina, S.A., encontrándose en la actualidad la primera en procedimiento de liquidación. Además, Pesca Chile, S.A. fue declarada en quiebra en mayo de 2013 y Argenoval, S.A. en concurso preventivo en junio del mismo año.

El grupo ha continuado con su actividad empresarial, paralizando sin embargo el pago de los créditos anteriores al concurso y el devengo de intereses, como procede legalmente en los casos de concurso voluntario.

Actualmente Pescanova ha llegado a un convenio con los acreedores tras la oferta de la banca acreedora junto con la cervecera Damm y el fondo Luxempart⁴⁵. Si dicho convenio sale adelante, la compañía llevará a cabo una restructuración societaria, y contará en un futuro con una inyección de capital de hasta 150 millones de euros para garantizar la viabilidad de la empresa a largo plazo. La propuesta incluye una quita que asciende a un 97,5% de los créditos u una espera de 8 años y medio para la satisfacción del 2,5% de los créditos restante⁴⁶. Se prevé que “Nueva Pescanova” no obtendría beneficios hasta 2017 por las últimas informaciones que se han publicado. No obstante, la banca se está planteando la posibilidad de optar por la liquidación de la compañía, en caso de que de dicho modo la satisfacción de los créditos pendientes sea mayor.

⁴⁵ La empresa cervecera Damm y el fondo de inversión de Luxemburgo Luxempart son accionistas de la pesquera Pescanova S.A. (poseedoras de un 6,18 y 5,83 por ciento de participación respectivamente)

⁴⁶ Propuesta de convenio nº 201809, Pescanova, S.A., marzo de 2014

4.2. Causas del estado de insolvencia de la sociedad

Resulta altamente complicado poder extraer conclusiones sobre las fuentes de la insolvencia de la compañía, principalmente porque las prácticas contables de la misma no han sido veraces. No obstante, si que se conocen algunas de ellas⁴⁷:

1. La entidad ha llevado a cabo un intenso proceso de **inversión en actividades de acuicultura** desde 2007, requiriendo para ello unas cantidades de alrededor de 830 millones de euros principalmente para inversiones en inmovilizado. La financiación de estas inversiones se obtuvo en su mayoría a través de capital y créditos del grupo.

Posteriormente, se acudió a la financiación externa en un mayor porcentaje, a través de préstamos de entidades financieras. Esto ocasionó que los niveles de deuda acumulados fueran aumentando año a año.

2. De entre las sociedades que se encontraban en los estadios iniciales de inversión, Pescanova ha financiado durante los últimos años muchas de su operaciones, puesto que las filiales generaban **flujos de caja negativos** y no podían mantenerse a si mismas. Muchos de estos proyectos finalmente no han resultado fructíferos y por tanto dicha inversión no ha podido ser recuperada. Además, Pescanova ha financiado a aquellas de sus dependientes cuyos resultados resultaban negativos, repercutiendo esto negativamente en el conjunto del grupo.

Es difícil determinar con exactitud cuales eran los flujos de caja negativos de las filiales, puesto que muchas de ellas recibían recursos del grupo para encubrir los resultados o deuda financiera. Además, como se ha observado anteriormente, la mayor parte de la deuda del grupo es a corto plazo, por lo que se financiaban operaciones con retornos a largo plazo con recursos a largo. De esta manera, se han mantenido durante estos años resultados artificiosos que permitían pensar que la situación de la concursada era de solvencia, si bien dicha solución no era sostenible a largo plazo.

3. El grupo se ha visto inverso en un círculo vicioso, donde al no poder hacer frente a la deuda, recurría a un mayor endeudamiento para hacer frente al anterior. Por tanto, dados los altos

⁴⁷ Informe de administración concursal, Pescanova, S.A., 2013

niveles de deuda obtenidos a través de las entidades financieras, los **gastos financieros** se dispararon, y muchos de estos fueron cubiertos a través del endoso de créditos documentarios (de los cuales la gran mayoría correspondían a operaciones irregulares del grupo). Además, dichos gastos financieros en numerosas ocasiones no eran contabilizados, quedando éstos ocultos.

4. Como se observa en los estados financieros del grupo⁴⁸ el **patrimonio neto** del grupo tras las correcciones contables es negativo, situación que, si bien no empeora la insolvencia de la compañía, si hubiera entorpecido la obtención de financiación externa por parte del grupo.

5. Por último, y consecuentemente a la causa anterior, una vez las entidades financieras han conocido la situación real de la sociedad, los **flujos de crédito** han sido prácticamente paralizados. Si no resultaba ya suficientemente grave la situación empresarial, un recorte de la financiación provocó la incapacidad de la entidad para la continuidad en el ejercicio de su actividad, colapsándose y finalmente declarándose en concurso de acreedores.

4.3. Evolución de la deuda desde el punto de vista contable

En una primera aproximación al análisis de la deuda, se va a proceder a estudiarla desde el punto de vista de la contabilidad, estudiando las modificaciones y correcciones que han tenido lugar a lo largo del último año, y posteriormente viendo la evolución de los niveles de deuda para tener una mayor perspectiva de la evolución del endeudamiento que ha provocado la quiebra de la compañía.

4.3.1. Corrección de errores de contabilización⁴⁹

Para poder entender el nivel de endeudamiento de la compañía se procederá, en primer lugar, a ver la evolución de las distintas partidas de deuda recogidas en las cuentas anuales consolidadas publicadas por la CNMV. Al realizar esto, se tendrá en cuenta que a finales de 2013 los auditores de Pescanova S.A. han realizado correcciones de errores en los niveles de deuda existentes en los años previos. Por ello, los datos más relevantes y representativos para el estudio serán los relativos a los 3 últimos años.

⁴⁸ Véase anexo 2

⁴⁹ Memoria, Cuentas anuales consolidadas e informe de gestión consolidado (2012) Pescanova, S.A. y Sociedades Dependientes (Grupo Pescanova)

El 12 de marzo de 2013, se informó a la CNMV que habían detectado discrepancias significativas en la contabilidad, especialmente en los niveles de deuda financiera, razón por la cual Pescanova eligió a KPMG como auditora *forensic*, para realizar una investigación en profundidad de las cuentas anuales, y a raíz de lo cual se han llevado a cabo las correcciones que ya se habían anticipado. Estas han consistido principalmente en:

- Registro de deuda financiera por operaciones de factoring: han procedido a contabilizarse deudas por el valor de 299.151 miles de euros a 1 de enero de 2011 consistentes en la cesión de facturas de clientes.

- Registro de deuda financiera neteada con depósitos bancarios y otros activos: al formalizar operaciones de descuento de efectos la sociedad constituía un depósito bancario por el importe de dicha financiación, la cual compensaba contablemente con parte del pasivo financiero. Por ello, se han aumentado los activos y pasivos de la compañía en 209.598 miles de euros a 1 de enero de 2011.

- Reclassificación de deuda del pasivo no corriente al pasivo corriente por una cantidad de 395.169 miles de euros a 1 de enero de 2011.

- Variaciones en el perímetro de consolidación: se procede a incluir 7 sociedades que no estaban integradas y son las que siguen: American Shipping, S.A., Entrepuesto Frigorífico de Pesca de Mozambique, LDA., Porvenir, S.A. así como otras cuatro sociedades del Grupo de Sociedades del Atlántico Suroccidental. Podemos ver en la memoria de las últimas cuentas auditadas publicadas las entidades que se incluyen en el perímetro de consolidación⁵⁰. Un tema que ha sido muy discutido durante el último año es si la filial Novanam debería formar parte del perímetro de consolidación. Esta empresa tiene 23 empresas dependientes, que dado que no han sido auditadas resulta un misterio la cantidad de deuda que están puedan poseer.⁵¹A este respecto, Pescanova afirma que solo posee un 49% de la filial y por ello no ha incumplido al no incluirla y ocultarla de la auditora. No obstante, KPMG en su estudio forense ha determinado que la filial namibia estaba dirigida desde Vigo.

⁵⁰ Memoria, Cuentas anuales consolidadas e informe de gestión consolidado (2012) Pescanova, S.A. y Sociedades Dependientes (Grupo Pescanova) pp. 40-43

⁴⁰ LARA GRAÑA (2013) “La filial namibia de Pescanova esconde 23 empresas fuera del control de la auditora” El Faro de Vigo, 16 de Mayo de 2013

- Además, la sociedad dominante y las filiales realizaron una serie de operaciones de compra y venta en las que en realidad no había ningún movimiento de mercancías ni transacciones económicas. A este respecto, el informe de la administración concursal de Pescanova mostró que durante los años 2011 y 2012 Pescanova S.A. simuló el nivel de sus ventas en un 77% y 80% respectivamente. Para ser más precisos, en 2011 declaró unas ventas de 625.840.000€ de las cuales únicamente 144 millones eran reales. Del mismo modo, en 2012 de los 703.340.000€ de ventas sólo 140 millones de euros tenían base real. Estas operaciones también han sido corregidas en la última auditoría, si bien es cierto que existe una gran dificultad para identificar cuales de las transacciones eran falsas, y por tanto es posible que algunas de ellas no hayan sido correctamente clasificadas y contabilizadas.

- Durante los últimos años algunos de los créditos documentarios se formalizaron conforme a facturas proforma que no estaban directamente relacionadas con las transacciones de mercancía. Como se ha podido apreciar previamente, un porcentaje muy alto de las ventas eran simuladas, por lo que la entidad pudo aprovecharse de las compraventas con las sociedades instrumentales para obtener financiación bancaria a través del descuento de facturas en las entidades financieras. Por lo tanto, algunas de las operaciones no estaban bien contabilizadas, y se han hecho para los años 2011 y 2012 los ajustes correspondientes, reconociendo la deuda financiera correspondiente y dotando como contrapartida un derecho de cobro de 171.252 miles de euros yendo el resto de la deuda a la partida “Resultados negativos de ejercicios anteriores”.

Antes de profundizar en mayor medida en la contabilidad del grupo, ya se puede extraer de las anteriores correcciones que la compañía ha obviado la aplicación de parte de la normativa contable anteriormente analizada. En particular, se observa un incumplimiento de la NIC 32 relativa a los requerimientos para la compensación de activos y pasivos. La presentación de los activos por su importe neto solo puede llevarse a cabo en supuestos muy particulares, cuyos requisitos no concurrían cuando la empresa llevo a cabo la mencionada compensación.

Además, la compañía ha realizado una clasificación errónea de los pasivos de la entidad, contabilizando como deudas a largo plazo aquellas que realmente eran debidas a corto plazo. Si bien esta acción no lleva a engaño en cuanto a los niveles de deuda existentes, si que provoca que la compañía muestre unos ratios de solvencia más favorables de los que realmente tiene, dando una visión engañosa de la situación financiera de la compañía.

Por otro lado, la NIIF 10 establece de manera precisa los supuestos en que una entidad controla a otras, quedando las mismas como dependientes y dentro del perímetro de consolidación. No obstante, Pescanova, incumpliendo con dicha normativa, no había incluido en las cuentas consolidadas al menos 7 de sus filiales, resultando estas un lugar perfecto para la ocultación de parte de sus deudas.

Independientemente de estas correcciones efectuadas, es necesario ser precavido a la hora de realizar juicios y conclusiones, puesto que a pesar de que contemos con los datos de las últimas cuentas publicadas, no se puede afirmar con seguridad que estas cifras sean definitivas o si en un futuro serán modificadas. Sin embargo, dado que por el momento no se posee mayor información, se tomará esta como cierta para realizar el análisis.

4.3.2. Análisis de la deuda

Como se puede observar en las cuentas consolidadas de la compañía⁵², dentro del pasivo de la sociedad, los números más elevados se encuentran en el pasivo corriente, específicamente en la deuda financiera a corto plazo sin recurso. Este es el tipo de deuda más comúnmente facilitado por las entidades financieras, puesto que de este modo se aseguran que al menos parte de la deuda será pagada gracias a las garantías prestadas. La razón por la que ésta es tan elevada es que el grupo ha reclasificado la mayor parte de su deuda del largo al corto plazo, unido a las correcciones en los niveles de deuda a corto plazo que se han llevado a cabo.

Teniendo en cuenta los cambios corregidos del años 2010 y 2011, podemos extraer ciertos datos interesantes sobre la evolución del nivel de la deuda que se recogen en la tabla resumen⁵³ siguiente:

Tabla 1. Resumen nivel de deuda

| | 2012 | 2011 | 2010 |
|--------------------------|-----------|-----------|-----------|
| Total deuda | 4.218.489 | 4.068.717 | 3.494.810 |
| Deuda c/p | 3.819.073 | 3.393.279 | 2.958.939 |
| Deuda l/p | 399.416 | 675.438 | 535.871 |
| % incremento deuda total | 0,04 | 0,16 | |
| % incremento deuda CP | 0,13 | 0,15 | |
| % incremento deuda LP | -0,41 | 0,26 | |

⁵² Véase el anexo 2

⁵³ Tabla de elaboración propia

Así pues, en las cuentas de 2011 se ve un incremento de la deuda financiera a corto plazo de 2.635.684 miles de euros respecto a lo que había contabilizado, alcanzando una deuda financiera a corto plazo de 2.836.528 miles de euros. A su vez, en contraposición con el acrecimiento de las deudas a corto plazo, el pasivo no corriente ha disminuido en una cantidad de 239.819 miles de euros en 2011.

El nivel total de pasivo corriente ha pasado de una cifra de 2.958.939 a 3.393.279 euros en 2011, lo cual implica un incremento de un 15%. Dicho aumento es un poco inferior en 2012, alcanzando únicamente un 13%. Con respecto a la deuda a largo plazo, se observa que si bien ésta incrementa en 2011 en un 26% en relación con el 2010, en 2012 se produce una disminución pronunciada de en torno a un 40%.

En términos generales, el total de financiación ajena del grupo asciende a 3.494.810 miles de euros en 2010, produciéndose un aumento de la misma en un 16% en 2011, y reduciéndose dicho porcentaje en un 4% para 2012, y ascendiendo actualmente a una deuda de 4.218.489 miles de euros.

Estos nuevos resultados cambian el panorama de la compañía completamente. Independientemente de cuales sean las razones, el hecho es que la contabilidad de la empresa mostraba en 2011 una deuda que apenas superaba los 1700 millones de euros, cuando en realidad detrás había una deuda de más de 4.000 millones.

Viendo las cuentas anuales de la compañía, aparecen ciertos datos que nos llaman la atención particularmente. En primer lugar, resulta interesante apreciar que las correcciones efectuadas son en su mayoría en la deuda financiera, manteniéndose los niveles de deuda con acreedores comerciales bastante estables. Esto es bastante coherente con el análisis de las correcciones que se realizaron previamente, donde se observó que la empresa había obtenido una gran cantidad de financiación bancaria a través de documentos de crédito falsos, y que había neteado parte de su deuda con cuentas de activo.

Por otro lado, destaca que el valor de las obligaciones y valores negociables en 2012 disminuyen hasta un nivel de 3.000 euros en comparación con los 244.700.000 existentes en el año previo. Durante los años 2010 a 2012 Pescanova S.A ha emitido bonos a 5 años que ha contabilizado en la cuenta *obligaciones y valores negociables*. Sin embargo, a finales de 2012 ha

decidido registrar dicha deuda como pasivo financiero corriente. Esto explica la repentina desaparición de estos valores, que en realidad han ido a aumentar la deuda a corto plazo⁵⁴.

También llama nuestra atención que la cantidad de deuda por impuestos diferidos pasa de 880.000 € en 2010 a alrededor de 21 millones en 2011 y 24 millones de euros en 2012. Esto no resulta extraño puesto que la compañía ha tenido unos resultados negativos durante los últimos años, y por tanto es lógico que estos surjan para amortizar las pérdidas fiscales.

Después de analizar las cuentas del grupo, es preciso analizar conjuntamente los resultados del grupo con las cuentas anuales de la sociedad matriz. En las tablas⁵⁵ que se recogen a continuación se pueden apreciar los niveles de deuda de la compañía antes y después de que se realizaran las correcciones contables.

Tabla 2. Deuda tras correcciones contables

| | 2012 | 2011 | 2010 |
|--------------------|----------------|----------------|----------------|
| Total deuda grupo | 4218489 | 4068717 | 3494810 |
| Deuda c/p grupo | 3819073 | 3393279 | 2958939 |
| Deuda l/p grupo | 399416 | 675438 | 535871 |
| Total deuda matriz | 2955003 | 2872336 | |
| Deuda c/p matriz | 2951432 | 2624350 | |
| Deuda l/p matriz | 3571 | 247986 | |

Tabla 3. Deuda antes de correcciones contables

| | 2012 | 2011 | 2010 |
|--------------------|------|----------------|----------------|
| Total deuda grupo | | 1744591 | 1712976 |
| Deuda c/p grupo | | 820316 | 902026 |
| Deuda l/p grupo | | 924275 | 810950 |
| Total deuda matriz | | 670269 | 457535 |
| Deuda c/p matriz | | 112970 | 82336 |
| Deuda l/p matriz | | 557299 | 375199 |

Se observa que del total de 4.218.489 miles de euros de deuda existentes del grupo para el año 2012, 2.955.003 miles de euros corresponden a la sociedad matriz, lo que representa un 70% del total.

⁵⁴ Memoria, Cuentas anuales consolidadas e informe de gestión consolidado (2012) Pescanova, S.A. y Sociedades Dependientes (Grupo Pescanova) pp. 58-60

⁵⁵ Tablas de elaboración propia

Más interesante resulta ver que en el año 2011 la deuda de la matriz, una vez realizadas las correcciones, asciende a 2.872.336 miles de euros, de la cual, únicamente 670.269 miles de euros estaban contabilizados anteriormente. Por otro lado, del total de deuda del grupo de 4.218.489.000€ sólo se había contabilizado 1.744.591.000€, quedando sin contabilizar alrededor de 2.500 millones de euros. De estos, 2.200 millones de euros de la deuda del grupo estaban ocultos en la sociedad matriz, quedando unos 300 millones ocultos pertenecientes a las filiales. De este modo, se puede concluir que, si bien inicialmente se podría considerar que la ocultación de deuda en las entidades dependientes podía haber sido la razón de la mala contabilidad, sólo 300 millones de los ocultos pertenecían a las mismas. No obstante, dado que estas cuentas no reflejan la deuda de la filial Novanam, y por ende de las 23 empresas dependientes de la misma, los niveles de deuda ocultos en las filiales podrían ser muy superiores.

4.4. Análisis económico-financiero⁵⁶

Una vez estudiada la deuda desde el punto de vista contable, resulta necesario acudir a un análisis económico-financiero para poder determinar hasta que punto dicha deuda impide el funcionamiento de la empresa, y cuales pueden ser las necesidades de financiación para reflotar la empresa. Los ratios utilizados para el análisis se recogen en la tabla resumen⁵⁷ siguiente:

Tabla 4. Ratios financieros

| | 2012 | 2011 | 2010 | Var % |
|-----------------------|-------|-------|-------|---------|
| R.Liquidez | 0,37 | 0,50 | 0,50 | -36,26 |
| R.Tesorería | 0,22 | 0,28 | 0,29 | -35,65 |
| R.Disponibilidad | 0,08 | 0,11 | 0,07 | 8,91 |
| R.Endeudamiento total | -2,84 | -5,15 | -7,03 | -147,71 |
| R.Endeudamiento a L/P | -0,27 | -0,85 | -1,08 | -301,15 |
| R.Endeudamiento a C/P | -2,57 | -4,29 | -5,95 | -131,66 |
| R.Autonomía | -0,35 | -0,19 | -0,14 | 59,63 |
| R.Garantía | 0,65 | 0,81 | 0,86 | -32,46 |
| R.Calidad de la deuda | 0,91 | 0,83 | 0,85 | 6,48 |

⁵⁶ Véase anexo 2

⁵⁷ Tabla de elaboración propia

Desde el punto de vista de la solvencia, la empresa muestra un ratio de liquidez de 0,36 en 2012, un 36,26% inferior al año previo. En cualquier caso, el hecho de que dicho ratio muestre unos valores tan inferiores a la unidad implica que la empresa tiene graves dificultades para hacer frente a la deuda, y como bien sabemos ha entrado en concurso de acreedores. El ratio de tesorería nos lleva a unas conclusiones muy similares, puesto que sus valores desde 2010 han sido inferiores a 0,3, situándose actualmente en 0,22. Los valores ideales de este ratio se situarían entre 1 y 1,2, por lo que la capacidad de la empresa para hacer frente a sus compromisos financieros es muy dudable.

Por otro lado, vemos que el ratio de disponibilidad también presenta unos resultados muy bajos, no llegando si quiera al 1% en 2012. En cualquier caso, este no es el ratio más representativo, en cuanto que los niveles de efectivo son muy variables, y dependerán mucho los resultados de este ratio en función del sector en que se encuentre.

A través de estos ratios se observa que la empresa tiene una cantidad de deuda financiera a corto plazo muy superior a la que puede cubrir con sus activos corrientes. Vamos a utilizar los ratios de endeudamiento para medir el riesgo financiero. Resulta impactante que todos los ratios muestran resultados negativos, lo que invita a indagar en las razones de estos resultados. En este caso, se debe a que el patrimonio neto de la entidad es negativo. La razón de que Pescanova S.A. muestre un patrimonio neto negativo se debe simplemente a que, con las correcciones contables el nivel de deuda ha aumentado exponencialmente, y por tanto, dado que no existe contrapartida de activos para estas cantidades, la compañía se otorga un gasto equivalente como contrapartida, provocando una disminución de los recursos propios.

El ratio de garantía es el único que no presenta resultados negativos, puesto que no tiene en cuenta el patrimonio neto. Por otro lado, éste muestra la relación entre el activo total y las deudas a corto y largo plazo. Así pues, muestra la capacidad de la empresa de hacer frente, con todo su activo a las deudas empresariales. En este caso, presenta unos valores inferiores a la unidad, situándose en 2012 en 0,65. Los valores recomendados de este ratio se situarían entre 1,5 y 2,5, por lo que los resultados actuales se encuentran muy por debajo de este rango.

Se ha de tener en cuenta que el hecho de que el ratio de un resultado inferior a 1 implica que aunque la empresa vendiera la totalidad de sus activos, no tendría suficiente para cubrir todas las

deudas existentes. Eso sin contar con el hecho de que en un corto plazo la empresa no es capaz de liquidar la totalidad de sus activos.

Por último, el ratio de calidad de la deuda nos muestra la cantidad de pasivo corriente existente respecto del total de deuda. Se observa que el resultado de este ratio es muy alto, lo cual se explica en cuanto que la cantidad de deuda a corto plazo es muchísimo más grande que la deuda a largo plazo.

4.5. Régimen de responsabilidad por la no detección de fraudes y errores

Ante una situación de contabilidad fraudulenta como es la que se presenta en el caso de Pescanova, se debe determinar la responsabilidad de las partes que hayan intervenido o debieran haber evitado dicha situación.

Los auditores tienen como misión principal la eliminación de las prácticas fraudulentas. Su actividad consiste fundamentalmente en la revisión de la información facilitada por la empresa para dotarla de mayor fiabilidad. Se podría decir que la auditoría persigue un fin público, permitiendo que los terceros interesados en la compañía puedan confiar en la veracidad de la información presentada. Es por ello de gran importancia que estos agentes actúen con la diligencia requerida por su cargo⁵⁸.

El auditor va a responder frente a la entidad auditada por los daños y perjuicios derivados del incumplimiento de obligaciones. Las razones de este incumplimiento pueden ser muy variadas. La más habitual es el cumplimiento defectuoso, es decir cuando el informe ha sido realizado con una ineficiente revisión de la contabilidad, o una errónea revisión de ciertas cuentas. En cualquier caso será necesario que se pruebe la culpa del auditor para poder exigirle responsabilidad⁵⁹.

En este caso en particular, la auditora BDO ha sido la encargada de auditar las cuentas de Pescanova S.A. durante los últimos 10 años, y no encontró ningún tipo de irregularidad a pesar de las grandísimas cantidades de deuda ocultas. Por ello ha sido imputada en octubre de 2013 por un presunto delito de falseamiento de información económica-financiera. A su vez, Pescanova ha

⁵⁸ GARRETA SUCH, J.M. (2002, pp. 170-174)

⁵⁹ GARRETA SUCH, J.M. (2002, pp. 174-175)

demandado a la auditora puesto que considera que no llevó a cabo su trabajo correctamente. No obstante, el administrador concursal Deloitte ha decidido que BDO debe ser la que continúe con la auditoría durante 2013, considerándola la más preparada puesto que tiene un conocimiento amplio sobre la compañía. Para 2014 se convocará un concurso para determinar quién será el nuevo auditor de cuentas.

No obstante, a pesar de lo que comúnmente se cree, no puede recaer sobre el auditor la responsabilidad total de la detección de fraudes materiales. Este tiene ciertas limitaciones por las que es posible que algunas actuaciones fraudulentas no lleguen a su conocimiento.

En este sentido, se ha regulado una responsabilidad imputable a la entidad y al presidente de la misma. El Código Penal español establece que se sancionará a aquellos que “en procedimiento concursal presentaren, a sabiendas, datos falsos relativos al estado contable” (art. 261 CP).

Por otro lado, en el artículo 99 letra ñ, de la Ley del Mercado de Valores⁶⁰, se establece una sanción por la remisión a la CNMV y su difusión al Mercado de información inexacta, no veraz o engañosa.

A este respecto, el 20 de febrero de 2014 la CNMV ha emitido una resolución⁶¹ imponiendo sanciones por infracción muy grave a la entidad Pescanova, S.A. por importe de 100.000 € y a su Presidente, don Manuel Fernández de Sousa-Faro por 200.000 €. El fundamento de esta sanción se base en la presentación y difusión en el mercado de información relevante que contiene datos engañosos sobre la entidad. Dicha resolución es firme en vía administrativa, por lo que podrá ser recurrida por ambas partes.

Se trata de un caso muy complejo, donde por el momento no se obtendrá una respuesta firme en sede judicial sobre la responsabilidad de este masivo ocultamiento de deuda hasta que se obtenga un pronunciamiento de los tribunales. La experiencia lleva a pensar que en estas situaciones no existe un solo culpable, y lo más probable es que todas las partes estuvieran involucradas en el asunto⁶².

⁶⁰ Ley 24/1998, de 28 de julio, del Mercado de Valores

⁶¹ Resolución de 20 de febrero de 2014, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se publican las sanciones por infracción muy grave, impuestas a Pescanova,S.A. y a su Presidente don Manuel Fernández de Sousa-Faro

⁶² ADAM ADAM, A. (2002, pp. 31-37)

5. CONCLUSIONES

En el marco de la coyuntura actual resulta imprescindible manejar los instrumentos contables y financieros para poder evaluar la viabilidad de las empresas, tanto en términos de solvencia como de endeudamiento y rentabilidad. En este sentido, la presentación de la información contable de acuerdo con las normas internacionales de información financiera (NIC/NIIF) permite una uniformidad de criterios, y facilita el entendimiento y comparabilidad de los distintos negocios. Esto propicia las operaciones en el mercado puesto que otorga una cierta seguridad a los operadores financieros sobre los negocios en que se involucran. No obstante, hoy en día se encuentran numerosas situaciones en las que la información proporcionada por las empresas no se ajusta a la normativa contable, pudiendo ser los resultados extraordinariamente gravosos para los acreedores e inversores en sus negocios.

En el presente documento se realizó un análisis económico financiero de los niveles de deuda presentados por la entidad Pescanova, S.A. Las causas principales de la quiebra empresarial tienen su origen en una serie de inversiones desafortunadas, para las cuales la entidad aportó recursos propios y aumentó su endeudamiento. A esto hay que añadirle las operaciones ficticias intragrupo documentadas con instrumentos de crédito. Según iban venciendo las deudas a corto plazo, estas eran cubiertas con nuevo pasivo circulante y con créditos documentarios que nunca iban a verse liquidados. Todo esto, unido a un ocultamiento sistemático de deuda por parte de la entidad, que permitió alargar la concesión de financiación externa a lo largo de los últimos años, ha provocado el colapso del grupo llegando hasta su situación actual.

A través de un estudio detallado de los estados financieros de la compañía, se han podido extraer conclusiones sobre las partidas o entidades donde la deuda permanecía oculta de las cuentas publicadas. En términos generales, se ha detectado para el año 2011 una cantidad de deuda total por un importe de 4.068.717.000 € siendo previamente a las correcciones de 1.744.591.000 €. Se detecta por tanto una diferencia de contabilización de más de 2.000 millones de euros, cuyas principales fuentes de ocultación son las que siguen:

1. La cesión de facturas de clientes a través de operaciones de factoring por un valor de aproximadamente 300 millones de euros.
2. La compensación de deuda financiera con depósitos bancarios por un importe de 200 millones de euros.

3. La clasificación de deuda a corto plazo como deuda a largo plazo con un valor de 400 millones de euros, lo cual resulta engañoso en términos de solvencia empresarial.
4. La ocultación de filiales no incluidas en el perímetro de consolidación. Particularmente se han detectado 7 sociedades que no estaban integradas. Tras un análisis de las cuentas consolidadas y de la matriz, hemos concluido que la cantidad de deuda correspondiente a estas filiales no incluidas asciende aproximadamente a 300 millones de euros. No obstante, no son pocas las entidades que están siendo analizadas para determinar si deberán ser incluidas como dependientes de Pescanova en las próximas cuentas consolidadas. Entre ellas destaca el caso de la filial namibia Novanam junto con las 23 dependientes de la misma, donde se sospecha que la compañía ha ocultado cantidades importantes de deuda.
5. Por último, la contabilización de operaciones de compra y venta ficticias en las que en realidad no había ningún movimiento de mercancías ni transacciones económicas. Se estima que la compañía ha simulado el nivel de sus compras en un porcentaje que ronda el 80% de las ventas.
6. La formalización de créditos documentarios correspondientes a transacciones de mercancía simuladas. De las transacciones contabilizadas por la compañía, parte han sido utilizadas para obtener financiación bancaria a través del descuento de dichas facturas “falsas” en las entidades financieras.

Se puede afirmar con rotundidad después de este estudio que la entidad ha incumplido numerosas normas de contabilidad recogidas en las NIC/NIIF. La normativa de consolidación establecida en las NIIF 10 y 12 no ha sido debidamente aplicada, lo cual ha resultado en una ocultación de deuda bastante elevada. Además, también se ha incumplido con las normas de compensación de activos y pasivos, unido a la contabilización de operaciones intragrupo realmente inexistentes.

Resulta cuestionable hasta que punto se puede exigir responsabilidad a la auditora por la no detección de estos niveles tan altos de deuda, así como la incorrecta utilización de la normativa internacional contable. Para ello los tribunales deberán pronunciarse sobre el conocimiento por parte de la misma de del fraude que estaba teniendo lugar.

En cualquier caso, es evidente que con unas diferencias tan grandes entre la deuda real y la presentada en las cuentas anuales, nadie podía esperarse la repentina caída de la compañía, lo que ha tenido enormes repercusiones en el conjunto de los acreedores y accionistas de la misma.

Actualmente no se sabe con seguridad cual será el futuro de Pescanova S.A. La entidad está luchando por sacar adelante un convenio con Damm, Luxepart y la banca. No obstante, parece que la banca valora favorablemente la posibilidad de liquidación, puesto que considera que recuperará una cantidad del crédito debido mayor.

6. BIBLIOGRAFÍA

ADAM ADAM, A. “Enron-Andersen. Un caso para análisis y reflexión” en *Contaduría y Administración*, nº 207, 2002

ALONSO, P. D. A. "Determinants of bank debt in a continental financial system. Evidence from Spanish companies", en *Financial Review*, nº 40, 2005, pp. 305–333.

ALTMAN, E. I., y HOTCHKISS, E. (2006). “Corporate financial distress and bankruptcy: Predict and avoid bankruptcy”, *analyze and invest in distressed debt*, Wiley, nº 289, 2006

BCE, “El endeudamiento de las empresas en la zona euro”, en *Boletín Mensual de febrero 2012*

CECCHETTI, S. G., MOHANTY, M. S., & ZAMPOLLI, F. “The real effects of debt” en *Bank for International Settlements, Monetary and Economic Department*, 2011, p.1.

DE VALDERRAMA, J. L. S. F., “Las consecuencias de las NIC/NIIF para el Análisis Financiero”, en *Análisis financiero*, Nº 100, 2006

DONALDSON, G. “New Framework for Corporate Debt Policy”, en *Harvard Business Review*, nº 40, 1962, p. 117-131

GARCÍA GARCÍA, J. “Análisis fundamental de sociedades cotizadas”, Universidad de Oviedo, 2013

GARRETA SUCH, J.M. La responsabilidad de los auditores por no detección de fraudes y errores, Marcial Pons, Madrid, 2002, pp. 139-202

GARRIDO MIRALLES, P. y VÁZQUEZ VEIRA, P. J. “NIIF vs. PGC 2007: las diferencias más notables” en *Partida Doble*, nº 232, 2011

GUERRERO, E. D. “Pescanova entra en preconcurso ante la incapacidad de hacer frente a su deuda”, en *Revista alimarket*, nº 270, 2013, pp. 4-6.

HERNANDEZ-MORA, J. A. V., RENART, M. A., y ENGUIX, M. D. R. M. “An Analysis of the Dependence of the Spanish Fisheries Industry on the Financial Instrument for Fisheries Guidance”, en *European Financial and Accounting Journal*, nº 2, 2009, pp. 34-64.

JIMENEZ CARDOSO, S.M. “Una evaluación crítica de la investigación empírica desarrollada en torno a la solvencia empresarial”, en *Revista española de Financiación y Contabilidad*, vol. 25, nº 87, 1996, pp. 459-479

MANTILLA, S.A. *Estándares/Normas Internacionales de Información Financiera, (IFRS/NIIF)*, Ecoe Ediciones, Bogotá, 2013

MATO, G., Un análisis econométrico de la política de endeudamiento de las empresas con datos de panes, en *Investigaciones Económicas*, vol. 15, nº 1, 1990, pp. 63-83

MASCAREÑAS, J. “Análisis del apalancamiento” en *Universidad Complutense de Madrid*, 2011

Memoria, Cuentas anuales consolidadas e informe de gestión consolidado de Pescanova, S.A. y Sociedades Dependientes (Grupo Pescanova), 2012

MODIGLIANI, F., y MILLER, M. H. “The cost of capital, corporation finance and the theory of investment” en *The American economic review*, 1958, pp. 261-297.

MOREIRA DA SILVA, C. A. y RODRÍGUEZ SANZ, J. A. “Contraste de la teoría del pecking order versus la teoría del trade-off para una muestra de empresas portuguesas”, 2006.

MUÑOZ ORCERA, R., *Fundamentos de Contabilidad, IT&FI*, Madrid, 2010

MYERS, S. C., y MAILUF, N. S. “Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have” en *Journal of financial economics*, vol. 13, nº2, 1984, pp. 187-221.

NIC 27. Estados financieros consolidados y separados

NIC 32. Instrumentos financieros: Presentación e información a revelar

NIC 39. Instrumentos financieros: Reconocimiento y valoración

NIIF 7. Instrumentos financieros: Información a revelar

NIIF 9. Instrumentos financieros

NIIF 10. Estados financieros consolidados

NIIF 12. Información a revelar sobre participaciones en otras entidades

PERRAMON, J. *NIC/NIIF Diferencias con la normativa contable española*, Gestión 2000, Barcelona, 2005

PINA MARTINEZ, V. “Principios de análisis contable en la administración pública” en *Revista española de Financiación y Contabilidad*, nº 79, 1994, pp. 381,382)

PONS ALBENTOSA, L. “Declaraciones de concurso durante el tercer trimestre del año 2012 en España y entorno comparado” en *Revista de derecho concursal y paraconcursal: Anales de doctrina, praxis, jurisprudencia y legislación*, nº 18, 2013, pp. 463-472

PULIDO, A., *Las Normas internacionales de Información Financiera (NIIF/NIC). Una visión actual*, Garceta, Madrid, 2013

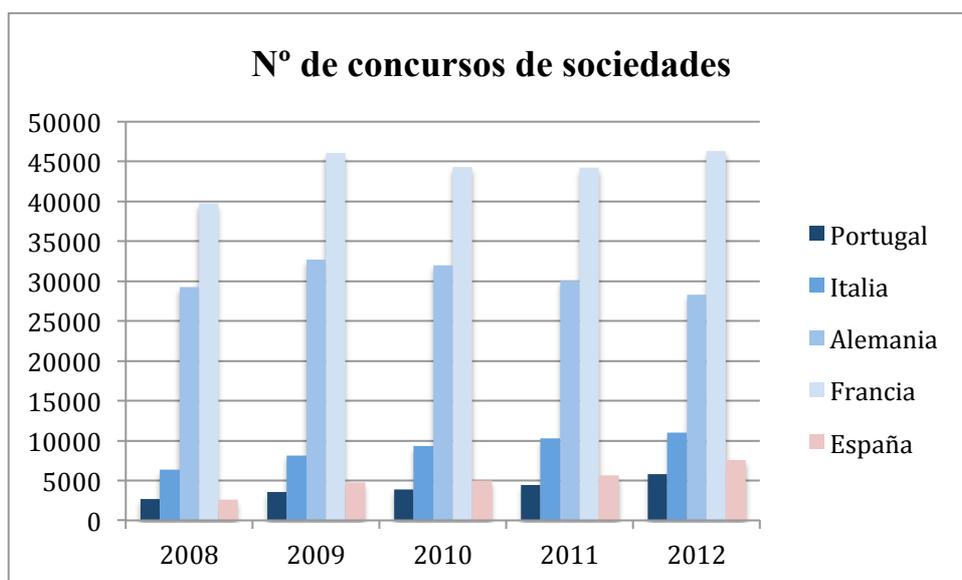
SÁNCHEZ ESTELLA, O., *Análisis contable y financiero*. Paraninfo, 2011

TORRE, P. R., y GARCÍA, A. C. “El análisis económico-financiero de la empresa”, en *Revista española de Financiación y Contabilidad*, nº 49, 1986

VILLARROYA LEQUERICAONANDIA, M.B. “Alteraciones y manipulaciones de la contabilidad”, 2001

www.icac.meh.es

ANEXO 1

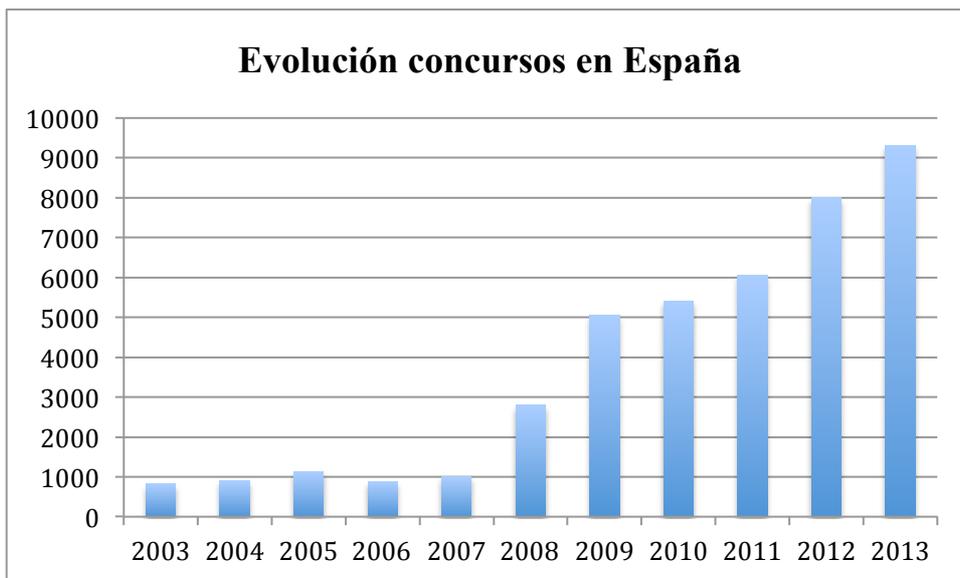


Evolución del número de concursos en el marco europeo

| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Portugal | 2718 | 3587 | 3884 | 4436 | 5796 |
| Italia | 6339 | 8151 | 9294 | 10299 | 11024 |
| Alemania | 29291 | 32697 | 31998 | 30099 | 28297 |
| Francia | 39765 | 46073 | 44338 | 44211 | 46327 |
| España | 2629 | 4778 | 5012 | 5637 | 7540 |

*Se excluyen los concursos autónomos

Fuente: Informa D&B, Informa D&B Portugal, Altares, Cribis, Destatis



Evolución de concursos en España

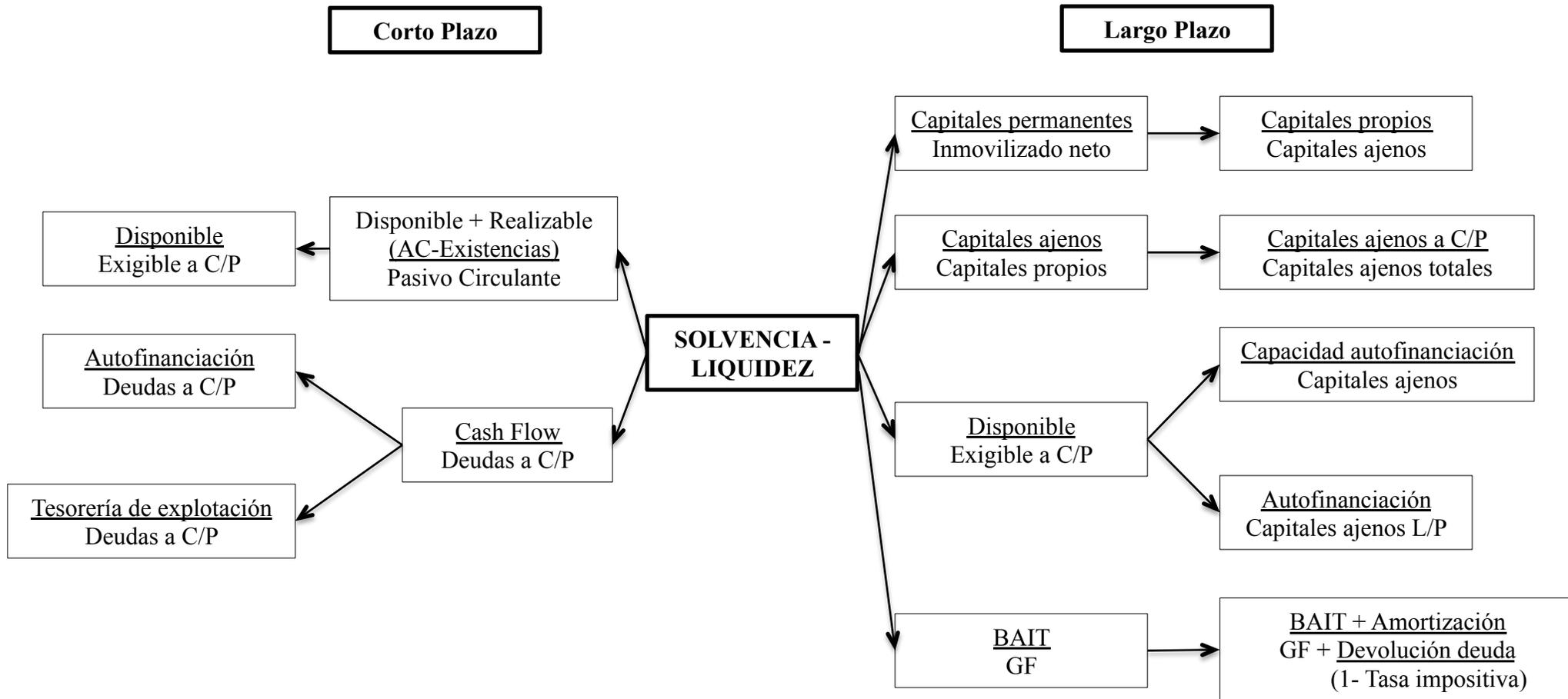
| | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 |
|--------|------|------|------|------|------|------|
| España | 819 | 892 | 1124 | 876 | 1000 | 2793 |

| 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|------|------|------|------|------|
| 5054 | 5407 | 6056 | 7998 | 9310 |

*Se incluyen los concursos autónomos

Fuente: Informa D&B, Informa D&B Portugal, Altares, Cribis, Destatis

ANEXO 2 - LA SOLVENCIA DE LA EMPRESA



ANEXO 3

Balance Pescanova S.A
Patrimonio Neto y Pasivo

| PATRIMONIO NETO Y PASIVO | 2012 | 2011* | 2010* |
|--|-------------------|------------------|------------------|
| PATRIMONIO NETO | -1.487.061 | -790.757 | -497.342 |
| De la sociedad Dominante | -1.496.759 | -818.484 | -531.435 |
| De accionistas minoritarios | 9.698 | 27.727 | 34.093 |
| PASIVO NO CORRIENTE | 399.416 | 675.438 | 535.871 |
| Ingresos Diferidos | 97.305 | 105.892 | 119.677 |
| Provisiones a L/P | 3.787 | 3.526 | 3.535 |
| Obligaciones y Otros Valores Negociables | 3 | 244.708 | 104.257 |
| Deuda Financiera a Largo | 250.290 | 275.556 | 289.040 |
| Otras Cuentas a Pagar a Largo | 23.526 | 24.094 | 18.482 |
| Impuestos Diferidos | 24.505 | 21.662 | 880 |
| PASIVO CORRIENTE | 3.819.073 | 3.393.279 | 2.958.939 |
| Deuda Financiera a Corto Sin Recurso | 127.838 | 130.123 | 122.216 |
| Deuda Financiera a Corto Con Recurso | 3.167.139 | 2.706.405 | 2.266.284 |
| Acreedores Comerciales y Otras Cuentas a C/P | 524.096 | 556.751 | 570.439 |
| TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO | 2.731.428 | 3.277.960 | 2.997.468 |

*Las cuentas de 2011 y 2010 han sido reformuladas en el último informe publicado por la CNMV

ANEXO 3

Balance Pescanova S.A
Patrimonio Neto y Pasivo

| PATRIMONIO NETO Y PASIVO | 2011 | 2010 | 2009 | 2008 | 2007 |
|--|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| PATRIMONIO NETO | 531.890 | 477.166 | 444.459 | 322.309 | 311.246 |
| De la sociedad Dominante | 505.610 | 448.484 | 415.998 | 294.095 | 282.100 |
| De accionistas minoritarios | 26.280 | 28.682 | 28.461 | 28.214 | 29.146 |
| PASIVO NO CORRIENTE | 924.275 | 810.950 | 642.647 | 755.433 | 507.627 |
| Ingresos Diferidos | 111.522 | 119.677 | 125.831 | 117.662 | 41.598 |
| Provisiones a L/P | 2.622 | 3.450 | 8.722 | 7.295 | 7.262 |
| Obligaciones y Otros Valores Negociables | 244.704 | 104.254 | - | - | - |
| Deuda Financiera a Largo Sin Recurso | 125.320 | 120.046 | 102.513 | 85.895 | - |
| Deuda Financiera a Largo Con Recurso | 390.059 | 395.543 | 338.977 | 482.554 | 432.461 |
| Otras Cuentas a Pagar a Largo | 50.048 | 67.980 | 66.604 | 62.027 | 26.306 |
| PASIVO CORRIENTE | 820.316 | 902.026 | 991.168 | 988.657 | 723.127 |
| Deuda Financiera a Corto Sin Recurso | 4.803 | 2.170 | 2.293 | 3.295 | - |
| Deuda Financiera a Corto Con Recurso | 196.041 | 172.418 | 206.068 | 250.292 | 86.458 |
| Acreedores Comerciales y Otras Cuentas a C/P | 619.472 | 727.438 | 682.807 | 735.070 | 636.669 |
| TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO | 2.276.481 | 2.190.142 | 2.078.274 | 2.066.399 | 1.542.000 |

ANEXO 3

**Balance Pescanova S.A
Patrimonio Neto y Pasivo**

| | 2012 | 2011 | 2010 | Var % |
|-----------------------|-------|-------|-------|---------|
| R.Liquidez | 0,37 | 0,50 | 0,50 | -36,26 |
| R.Tesorería | 0,22 | 0,28 | 0,29 | -35,65 |
| R.Disponibilidad | 0,08 | 0,11 | 0,07 | 8,91 |
| R.Endeudamiento total | -2,84 | -5,15 | -7,03 | -147,71 |
| R.Endeudamiento a L/P | -0,27 | -0,85 | -1,08 | -301,15 |
| R.Endeudamiento a C/P | -2,57 | -4,29 | -5,95 | -131,66 |
| R.Autonomía | -0,35 | -0,19 | -0,14 | 59,63 |
| R.Garantía | 0,65 | 0,81 | 0,86 | -32,46 |
| R.Calidad de la deuda | 0,91 | 0,83 | 0,85 | 6,48 |

| | | | |
|------------------------|-----------|-----------|--|
| Activo circulante | | | |
| 1.396.145 | 1.690.269 | 1.473.974 | |
| Disponibile+realizable | | | |
| 826.485 | 957.612 | 868.628 | |
| Disponibile | | | |
| 297276 | 369532 | 209807 | |

| | 2012 | 2011 | 2010 |
|--------------------------|-----------|-----------|-----------|
| Total deuda | 4.218.489 | 4.068.717 | 3.494.810 |
| Deuda c/p | 3.819.073 | 3.393.279 | 2.958.939 |
| Deuda l/p | 399.416 | 675.438 | 535.871 |
| % incremento deuda total | 0,04 | 0,16 | |
| % incremento deuda CP | 0,13 | 0,15 | |
| % incremento deuda LP | -0,41 | 0,26 | |

ANEXO 4

Balance Pescanova S.A
Patrimonio Neto y Pasivo (matriz)

| PATRIMONIO NETO Y PASIVO | 2012 | 2011* |
|--|-------------------|-------------------|
| PATRIMONIO NETO | -1.522.549 | -1.051.535 |
| Fondos Propios | -1.522.902 | -1.051.784 |
| Capital suscrito | 172.426 | 116.683 |
| Prima de emisión | 121.617 | 57.043 |
| Reservas | 37.560 | 34.627 |
| Reserva legal | 18.576 | 18.576 |
| Otras reservas | 18.984 | 16.051 |
| Acciones y participaciones en patrimonio propias | -2.406 | -1.967 |
| Resultado de ejercicios anteriores | -1.282.121 | -989.527 |
| Resultado del ejercicio | -569.978 | -292.594 |
| Otros instrumentos de patrimonio | - | 23.951 |
| Subvenciones, donaciones y legados recibidos | 353 | 249 |
| PASIVO NO CORRIENTE | 3.571 | 247.986 |
| Deudas a L/P | 3.571 | 247.986 |
| Obligaciones y Otros Valores Negociables | - | 244.704 |
| Otros pasivos financieros | 3.571 | 3.282 |
| PASIVO CORRIENTE | 2.951.432 | 2.624.350 |
| Deudas a corto plazo | 2.469.590 | 2.158.723 |
| Obligaciones y Otros Valores Negociables | 369.300 | - |
| Deudas con entidades de credito | 2.100.192 | 2.105.675 |
| Otros pasivos financieros | 98 | 53.048 |
| Deudas con empresas del grupo y asociadas a corto plazo | 44.935 | 267.451 |
| Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar | 436.907 | 190.412 |
| Proveedores | 18.862 | 11.861 |
| Proveedores empresas del grupo y asociadas | 398.455 | 168.358 |
| Acreedores varios | 5.240 | 5.078 |
| Personal (remuneraciones pendientes de pago) | 274 | 416 |
| Otras deudas con las Administraciones Públicas | 14.076 | 4.699 |
| Periodificaciones a corto plazo | - | 7.764 |
| Total Patrimonio neto y Pasivo | 1.432.454 | 1.820.801 |

*Las cuentas de 2011 han sido reformuladas en el último informe publicado por la CNMV

ANEXO 4

Balance Pescanova S.A
Patrimonio Neto y Pasivo (matriz)

| PATRIMONIO NETO Y PASIVO | 2011 | 2010 | 2009 | 2008 | 2007 |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| PATRIMONIO NETO | 262198 | 242256 | 229163 | 125929 | 120178 |
| Fondos Propios | 261949 | 242132 | 229147 | 125892 | 120085 |
| Capital suscrito | 116683 | 116683 | 116683 | 78000 | 78000 |
| Prima de emisión | 57043 | 57043 | 57043 | - | - |
| Reservas | 50075 | 49608 | 44015 | 36234 | 29123 |
| Reserva legal | 18576 | 17031 | 15600 | 15600 | 14932 |
| Otras reservas | 31499 | 32577 | 28415 | 20634 | 14191 |
| Acciones y participaciones en patrimonio propias | -1967 | -2747 | -2901 | -1936 | - |
| Resultado del ejercicio | 16164 | 15448 | 14307 | 13594 | 12962 |
| Otros instrumentos de patrimonio | 23951 | 6097 | - | - | - |
| Subvenciones, donaciones y legados recibidos | 249 | 124 | 16 | 37 | 93 |
| PASIVO NO CORRIENTE | 557299 | 375199 | 206233 | 294814 | 213506 |
| Provisiones a largo plazo | - | 673 | 1472 | 1437 | 1403 |
| Otras provisiones | - | 673 | 1472 | 1437 | 1403 |
| Deudas a largo plazo | 557299 | 374526 | 204761 | 293377 | 212103 |
| Obligaciones y otros valores negociables | 244704 | 104254 | - | - | - |
| Deudas con entidades de crédito | 311062 | 270000 | 204710 | 293300 | 212000 |
| Otros pasivos financieros | 1533 | 272 | 51 | 77 | 103 |
| PASIVO CORRIENTE | 112970 | 82336 | 175775 | 128506 | 31370 |
| Deudas a corto plazo | 81938 | 57800 | 148770 | 102864 | 1475 |
| Deudas con entidades de credito | 81938 | 57800 | 148770 | 102864 | 1475 |
| Deudas con empresas del grupo y asociadas a corto plazo | 2015 | 1478 | 1726 | 1454 | 3449 |
| Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar | 22484 | 23033 | 24754 | 20056 | 22577 |
| Proveedores | 8149 | 9638 | 12966 | 13162 | 9419 |
| Acreedores varios | 6348 | 4140 | 3796 | 2436 | 5678 |
| Personal (remuneraciones pendientes de pago) | 416 | 514 | 521 | 454 | 404 |
| Otras deudas con las Administraciones Públicas | 7571 | 8741 | 7471 | 4004 | 7076 |
| Periodificaciones a corto plazo | 6533 | 25 | 525 | 4132 | 3869 |
| Total Patrimonio neto y Pasivo | 932467 | 699791 | 611171 | 549249 | 365054 |

ANEXO 4**Balance Pescanova S.A
Patrimonio Neto y Pasivo (matriz)****Después de las correcciones**

| | 2012 | 2011 | 2010 |
|--------------------|----------------|----------------|----------------|
| Total deuda grupo | 4218489 | 4068717 | 3494810 |
| Deuda c/p grupo | 3819073 | 3393279 | 2958939 |
| Deuda l/p grupo | 399416 | 675438 | 535871 |
| Total deuda matriz | 2955003 | 2872336 | |
| Deuda c/p matriz | 2951432 | 2624350 | |
| Deuda l/p matriz | 3571 | 247986 | |

Antes de las correcciones

| | 2012 | 2011 | 2010 |
|--------------------|------|----------------|----------------|
| Total deuda grupo | | 1744591 | 1712976 |
| Deuda c/p grupo | | 820316 | 902026 |
| Deuda l/p grupo | | 924275 | 810950 |
| Total deuda matriz | | 670269 | 457535 |
| Deuda c/p matriz | | 112970 | 82336 |
| Deuda l/p matriz | | 557299 | 375199 |