

NOVA

DIRECCIÓN FINANCIERA FUENTES DE FINANCIACIÓN

GRADO DE ADE (UB)

www.novaestudis.es

NOVA

DIRECCIÓN FINANCIERA

FUENTES DE FINANCIACIÓN

GRADO DE ADE (UB)

NOVA



www.academianovaonline.com

ÍNDICE

TEMA 1: LA FUNCIÓN FINANCIERA DE LA EMPRESA.....	3
1.1 CONCEPTO TRADICIONAL Y ENFOQUE MODERNO.....	3
1.2 LAS DECISIONES DE INVERSIÓN Y DE FINANCIACIÓN	4
1.3 LOS CICLOS FINANCIEROS	6
1.4 LAS NECESIDADES DE FINANCIACIÓN	8
1.5 ESTRUCTURA ECONÓMICA Y ESTRUCTURA FINANCIERA.....	9
1.5 CLASIFICACIÓN DE LAS FUENTES DE FINANCIACIÓN	10
1.6 DIFERENCIAS BÁSICAS ENTRE FUENTES DE FINANCIACIÓN PROPIAS Y AJENAS.....	11
1.7 CRITERIOS DE SELECCIÓN DE LAS FUNTES DE FINANCIACIÓN	12
TEMA 2: LA FINANCIACIÓN PROPIA EXTERNA	14
2.1 LAS AMPLIACIONES DE CAPITAL. CONCEPTO Y MODALIDADES.....	14
2.2 EFECTOS DE UNA AMPLIACIONES DE CAPITAL SOBRE LA COTIZACIÓN DE LAS ACCIONES.....	17
2.3 EL VALOR DE LAS ACCIONES	27
2.4 EL COSTE DEL CAPITAL DE LOS RECURSOS PROPIOS.....	27
2.5 OPERACIONES CORPORATIVAS CON ACCIONES (OPV, OPS, OPA, SPLIT).....	29
2.6 COLOCACIÓN DE ACCIONES EN EL MERCADO PRIMARIO	31
TEMA 3: LA FINANCIACIÓN PROPIA INTERNA.....	33
3.1 LA AUTOFINANCIACION. CONCEPTO Y MODALIDADES	33
3.2 LA AUTOFINANCIACIÓN EN EL BALANCE.....	34
3.3 LAS AMORTIZACIONES: SIGNIFICADO Y FUNCIÓN FINANCIERA.....	34
3.4 CAUSAS DE LA DEPRECIACIÓN	34
3.5 LA FUNCIÓN FINANCIERA DE LAS AMORTIZACIONES.....	35
3.6 EL EFECTO AMPLIACIÓN DE CAPACIDAD. EFECTO RUCHI-LOHMAN	35
3.7 AMORTIZACIONES ECONÓMICAS VERSUS AMORTIZACIONES FINANCIERAS ..	36
3.8 RESERVAS Y PROVISIONES.....	38
3.9 EFECTO MULTIPLICADOR DE LA AUTOFINANCIACIÓN	39
TEMA 4: LA FINANCIACIÓN AJENA A LARGO PLAZO.....	40
4.1 LA FINANCIACIÓN AJENA. CARACTERÍSTICAS Y MODALIDADES.....	40
4.2 PRÉSTAMOS Y CRÉDITOS	40
4.3 SISTEMAS DE AMORTIZACIÓN	41
4.4 CÁLCULO DEL COSTE DE UN PRÉSTAMO	42
4.5 LOS EMPRÉSTITOS OBLIGACIONISTAS	46
4.6 SISTEMAS DE AMORTIZACIÓN DE UN EMPRÉSTITOS.....	46
4.7 VALORACIÓN, COSTE Y RENDIMIENTO DE LOS EMPRÉSTITOS	46
TEMA 5: OTRAS FORMAS DE FINANCIACIÓN AJENA	63
5.1 CONFIRMING.....	63
5.2 FACTORING.....	64
5.3 FORFAITING	66
5.4 FINANCIACIÓN ESPONTANEA	68
5.5 LEASING	69
5.6 RENTING.....	70
5.7 EL CAPITAL RIESGO.....	71
5.8 PROJECT FINANCE O FINANPROYECTO	72
5.9 FINANCIACIÓN COLECTIVA (CROWDFUNDING/CROWDLENDING).....	73
5.10 LOS PRÉSTAMOS PARTICIPATIVOS	74
5.11 BUSINESS ANGELS	74
TEMA 6: FINANCIACIÓN INTERNACIONAL	75
6.1 CRÉDITO DOCUMENTARIO.....	75
6.2 PRÉSTAMOS Y CRÉDITOS EN DIVISAS	75
6.3 PRÉSTAMOS SINDICADOS O EUROCRÉDIROS	76



6.4 EMISIONES INTERNACIONALES.....	76
6.5 BONOS INTERNACIONALES SIMPLES Y EUROBONOS	77
TEMA 7: ESTRUCTURA FINANCIERA Y COSTE DEL CAPITAL	79
7.1 EL COSTE MEDIO PONDERADO DE CAPITAL WACC	79
7.2 ESTRUCTURA FINANCIERA Y VALOR DE LA EMPRESA	79
7.2 ESTRUCTURA FINANCIERA, RIESGO Y RENTABILIDAD	81

NOVA



BLOQUE 1: FUENTES DE FINANCIACIÓN

TEMA 1: LA FUNCIÓN FINANCIERA DE LA EMPRESA

1.1 CONCEPTO TRADICIONAL Y ENFOQUE MODERNO

EVOLUCIÓN DE LA FUNCIÓN FINANCIERA

En los años 60, Ezra Solomon describe la Función Financiera de la empresa, la cual debe dar respuesta a:

- Activos que debe tener una empresa (vertiente cualitativa) –INVERSIÓN (en base a la TIR).
- Volumen de activos- INVERSIÓN
- Cómo financiar esos activos – FINANCIACIÓN

También en los 60, Sharpe perfecciona a Markowitz con el modelo CAPM (Capital Asset Pricing Model) incluyendo 2 riesgos:

- Específico: diversificable (selección de valores).
- Sistemático o de mercado: no controlable.

En los años 70 se estudia binomio **Rentabilidad-Riesgo**:

- Cómo deben utilizarse los recursos financieros.
- Qué tipo de rendimiento se obtiene con el uso de los recursos.
- Riesgo que se asume por el uso de esos recursos.

Durante las décadas de los 80-90 hubo un fuerte crecimiento de los mercados financieros i aparecen nuevos productos (nace la teoría de valoración de opciones (Black & Scholes).

- Se desarrolla la valoración de activos financieros.
- Problemática de la gestión de patrimonios (aumenta rápidamente el volumen y activos negociados).
- Valoración de los nuevos instrumentos financieros.

LA FUNCIÓN FINANCIERA EN LA ACTUALIDAD

En la actualidad, el principal objetivo de la gestión financiera ya no consiste en la maximización de beneficios, porque la maximización del beneficio presenta dos inconvenientes:

- No considera el horizonte temporal.
- No considera el nivel de riesgo.

Actualmente, es de general aceptación que los objetivos financieros de la empresa son:

1. En primer lugar, **maximizar el valor de la empresa**. Este objetivo se concreta en:
 - **Maximizar la riqueza de sus** accionistas, es decir **maximizar el valor de mercado de las acciones** de la empresa (maximizar la cotización en bolsa de la compañía y política de dividendos).
 - Obtener recursos financieros que la empresa necesita para desarrollar su actividad productiva.
 - Determinar la estructura financiera más conveniente.
 - Seleccionar las inversiones necesarias para llevar a cabo las actividades productivas.

Sin embargo, hay que destacar que la consecución de este objetivo no tiene porqué ser incompatible con el objetivo de maximizar beneficios.



2. En segundo lugar, la **creación de valor** para todos los grupos que participan en la vida de la empresa.

EL MODELO MARKET VALUE TO BOOK VALUE (M/B)

Según este modelo la creación de valor está relacionada con la diferencia que existe entre dos valores de la empresa: el valor de mercado, que depende de las perspectivas futuras de la empresa, y el valor contable de sus capitales propios que depende de las aportaciones pasadas de los accionistas.

Según este modelo, la eficacia en la gestión de una empresa puede medirse a través del cociente:

$$\frac{\text{Cotización (valor de mercado)}}{\text{Valor Contable}}$$

El numerador expresa las expectativas de los inversores y el denominador refleja los estados contables de la empresa.

Este cociente puede tener tres valores:

- a) $M/B > 1$. El mercado valora más la empresa que lo que refleja la contabilidad. La empresa está creando valor, **su rentabilidad es mayor que el coste de capital**. Es decir, el precio que se paga en el mercado por estas acciones en función de las expectativas de futuro de las mismas es superior a la aportación histórica de los accionistas.
- b) $M/B < 1$. La empresa está destruyendo valor, puesto que los recursos generados son insuficientes para recuperar la inversión inicial (acción infravalorada).
- c) $M/B = 1$. La empresa ni crea ni destruye valor. La rentabilidad de las inversiones es igual al coste de su financiación. Equidad.

VALOR ECONÓMICO AÑADIDO (EVA)

Valor económico añadido (EVA): el beneficio económico que obtiene la empresa por sus activos con independencia de su estructura financiera, sistema fiscal, etc..

BAIT= EBIT (Earnings Before Interest and Tax) = Ingresos – Gastos de Explotación

EVA = BAIT– Coste Capital Ajeno – Coste Capital Propio (Tasa que accionista pide a la empresa para no poner su dinero en otros activos con diferente rentabilidad-riesgo)

EVA>0 → se crea valor una vez retribuido todo el capital

1.2 LAS DECISIONES DE INVERSIÓN Y DE FINANCIACIÓN

Los gestores de las empresas toman un conjunto de decisiones de inversión y financiación, y como consecuencia de estas decisiones, el mercado da un valor determinado a la empresa. Toda decisión financiera, ya sea de inversión o financiación va a condicionar el resultado de la empresa, y consecuentemente su valor.

Si la empresa crea valor significa que las inversiones han sido eficaces. Cuando la empresa crea valor, el valor del mercado de la empresa es mayor que su valor contable, es decir, el valor del patrimonio neto. Por valor de mercado, se entiende no solo el resultado de multiplicar el precio o cotización de una acción por el número de acciones que forman el capital social, en el caso de una empresa cotizada en Bolsa, sino también el valor que representa para el conjunto de todos los agentes económicos que se relacionan con ella.

Las **decisiones de inversión están relacionadas con el uso de recursos financieros**, a través del cual la empresa a cambio de inmovilizarlos a largo plazo si se destinan a la adquisición de activos no corrientes (inmovilizados o fijos), o a corto plazo si se destinan a la adquisición de activos corrientes



(circulantes), espera alcanzar los objetivos de la empresa, ya sea un aumento de valor de la empresa, ya sea un aumento de los niveles de rentabilidad.

Las decisiones de financiación están relacionadas con el origen de los recursos financieros que la empresa destina a financiar el desarrollo de sus actividades. En función de su origen estos recursos pueden clasificarse como recursos propios (patrimonio neto), o como recursos ajenos (pasivo, exigible o endeudamiento).

Estas decisiones no pueden tomarse de manera independiente, puesto que cada decisión de inversión lleva implícita una decisión de financiación. Aunque las **decisiones de inversión se analizan en función del valor creado o de la rentabilidad esperada**, y las **decisiones de financiación se analizan en función de su coste efectivo**, ambas decisiones están completamente interrelacionadas. Por ejemplo, la rentabilidad esperada de una inversión siempre deberá ser superior al coste de su financiación.



- **CONDICIÓN NECESARIA PERO NO SUFICIENTE PARA EQUILIBRIO:**

Rentabilidad activo > Coste pasivo ↔ Rentabilidad Inversión > Coste Financiación

- **¿CÓMO MAXIMIZAR CREACIÓN DE VALOR?**

Encontrar estructura financiera óptima que maximice el valor de la empresa o minimice el coste de capital utilizado.



1.3 LOS CICLOS FINANCIEROS

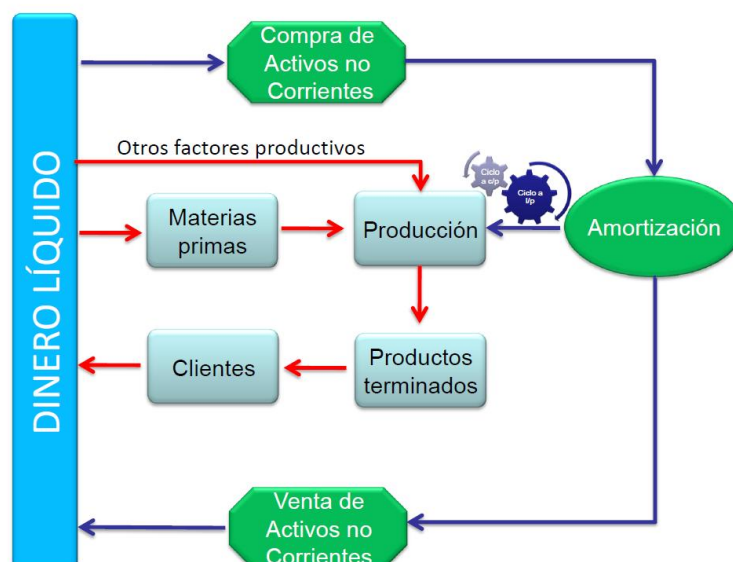
Existen dos ciclos financieros, el ciclo largo o de renovación de los activos inmovilizados y el corto o ciclo de explotación.

El **ciclo largo o de renovación de inmovilizado** está relacionado con la vida útil de los activos no corrientes o inmovilizados. Estos activos, cuya vida útil es superior a un año forman parte del equipo productivo de la empresa y suelen formar parte de los activos hasta que finaliza su vida útil o su grado de obsolescencia los convierte en activos poco eficientes, momento en el cual deberán ser remplazados por otros activos idénticos o similares. La inversión inicial efectuada para la adquisición de estos activos se va recuperando a lo largo de la vida útil, mientras colaboran en el proceso productivo, tiempo en el cual la empresa aportará periódicamente unas cantidades destinadas a fondos de amortización. Es por este motivo que a este ciclo también se le denomina **ciclo de inversión-financiación**, y su duración coincide con el tiempo durante el cual estos activos son utilizados y amortizados por la empresa.

Otros activos, los activos corrientes o circulantes, por ejemplo el stock en materias primas, el stock en productos acabados, el saldo de las cuentas por cobrar, etc., suelen tener una rotación mucho más elevada. El **ciclo de explotación** –también denominado ciclo de maduración, **ciclo a corto plazo (ciclo corto)**, ciclo del ejercicio o ciclo comercial– está constituido por una serie de procesos a través de los cuales la empresa recupera los recursos financieros que ha invertido en su activo circulante. El ciclo de recuperación de estos activos, va desde el momento en que se adquiere una materia prima hasta que se produce el cobro de las ventas del producto acabado y está relacionado con el período medio de maduración (PMM) y éste a su vez, con la liquidez.

El Período Medio de Maduración y el Ciclo de Caja son dos conceptos muy importantes en finanzas operativas. **La reducción del Ciclo de Caja es uno de los objetivos estratégicos de la dirección financiera y una buena gestión permite aumentar la liquidez de las empresas y disminuir su endeudamiento con los bancos.** Hace años se introdujo en las empresas el concepto de stock cero, es decir minimizar las inversiones en materias primas y componentes para la fabricación.

El Período Medio de Maduración Económico (PMME) puede definirse como el período de tiempo medido en días que por término medio tarda una empresa en llevar a cabo el ciclo operativo de actividad; es decir de la duración media calculada en días de su ciclo de explotación. **Por lo tanto el período medio de maduración es el tiempo que en promedio tarda el activo circulante en dar una vuelta.** Consiguientemente el período medio de maduración está estrechamente relacionado con el ciclo operativo de actividad de una empresa. Para conocer el período medio de maduración hay que calcular el tiempo que en promedio transcurre entre que el dinero sale de caja para comprar materias primas hasta que vuelve a la empresa al haber cobrado de los clientes.



El **período medio de maduración** es un dato muy útil para conocer las necesidades de financiación de las empresas y las necesidades de su fondo de maniobra.

El **Período Medio de Maduración Económico (PMME)** comprende a su vez cuatro períodos:

- PMA: Período medio de aprovisionamiento (almacenamiento de materias primas). Número de días que por término medio la empresa tarda en aprovisionarse de sus materias primas.
- PMP: Período medio de producción (fabricación de los productos). Número de días que por término medio la empresa tarda en fabricar sus productos.
- PMV: Período medio de venta (almacenamiento y comercialización de productos acabados). Número de días que por término medio la empresa tarda en vender sus productos.
- PMC: Período medio de cobros (cobro a clientes). Número de días que por término medio la empresa tarda cobrar a sus clientes.

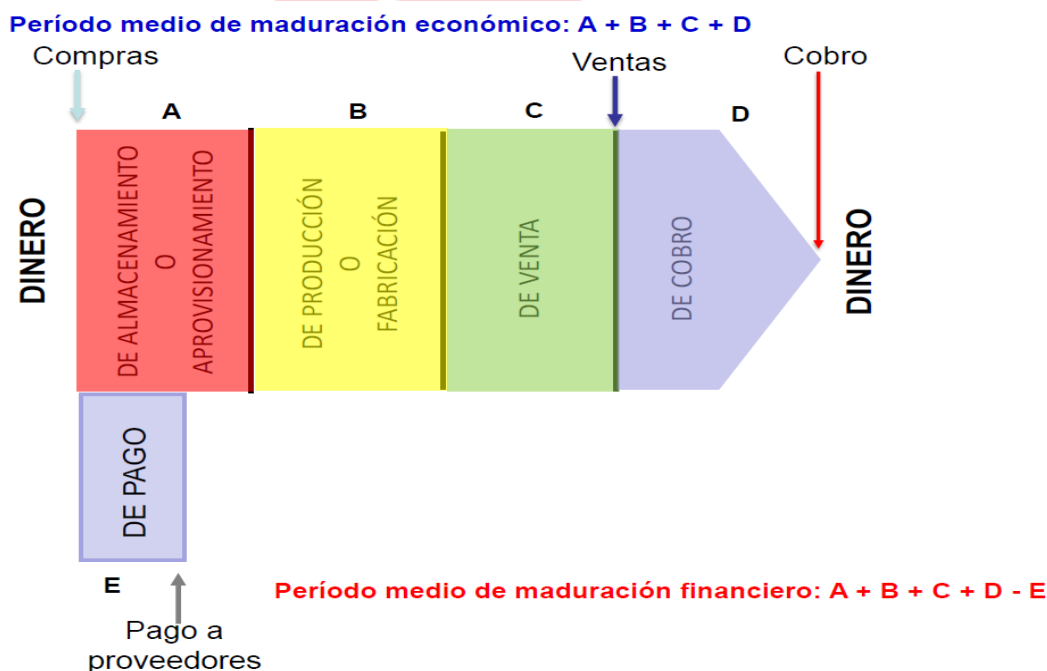
$$PMME = PMA + PMP + PMV + PMC$$

Al producirse un alargamiento del período medio de cobro se produce simultáneamente una dilatación del período medio de maduración del negocio.

El **Período Medio de Maduración Financiero** es igual al Período Medio de Maduración Económico menos el período medio de pagos.

Un principio básico es que cuanto mayor sea el período medio de maduración menor será la eficiencia de la empresa. Asimismo cuanto más largo sea el período medio de maduración menor será la rentabilidad del negocio. Esto es así puesto que necesitará financiar su actividad operativa durante un mayor período de tiempo y necesitará más tiempo para poder recuperar dicha inversión y realizar los beneficios. Por consiguiente el aumento del período medio de maduración implica siempre una disminución de la eficiencia de una compañía, ya que al completar el ciclo operativo en más tiempo, la empresa recupera más tarde los recursos líquidos invertidos en el proceso y no los puede realizar ni reinvertir en el negocio. **Otro aspecto importante es que el aumento también supone unas mayores necesidades de fondos para financiar el activo circulante y consecuentemente implica un importante incremento de costes financieros.**

$$PMMF = PMA + PMP + PMV + PMC - PMP$$



1.4 LAS NECESIDADES DE FINANCIACIÓN

Existe una relación muy estrecha entre los ciclos financieros y las necesidades financieras. En el desarrollo de sus actividades la empresa necesita disponer de volumen de recursos financieros suficiente y en el momento adecuado. En función de su uso o destino estas necesidades de financiación que tiene una empresa pueden agruparse en dos categorías:

1. Necesidades permanentes.

Estas necesidades son aquellas que la empresa va a requerir de manera continuada. Están **relacionadas con los activos fijos o no corrientes**, que son los que tienen una vida útil superior a un año, tales como inmuebles, maquinaria, instalaciones productivas o con una parte de los activos corrientes o circulantes, por ejemplo la financiación del *stock*, la financiación de las cuentas por cobrar, etc. Una de las reglas fundamentales del equilibrio económico-financiero consiste en que tanto los activos no corrientes como los activos permanentes inmovilizados deben financiarse con recursos financieros a largo plazo, ya sea en forma de recursos propios o en forma de endeudamiento a largo plazo.

- Relacionadas con el *ciclo largo* (adquisición de activos financieros) y con el *fondo de maniobra* (activo corriente a disposición de la compañía una vez cubiertas sus obligaciones financieras a CP).
- Fondo de Maniobra = Activo Corriente – Pasivo Corriente.
- Situación normal ($FM > 0$)

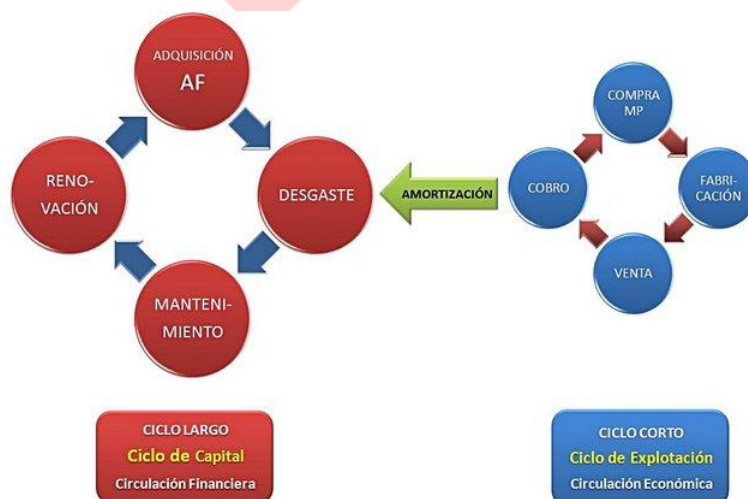
Pasivo No Corriente + Patrimonio Neto > Activo No Corriente;
Activo Corriente > Pasivo Corriente

- Situación de riesgo financiero ($FM \leq 0$)

Activo Corriente < Pasivo Corriente
Activo no Corriente está siendo financiado por Pasivo Corriente

2. Necesidades temporales.

Las necesidades temporales, también llamadas transitorias o estacionales **están relacionadas con aquellas situaciones o actividades empresariales que no se producen de manera continuada**. Se trata de situaciones cuyo carácter es estacional, ocasional o de imposible predicción. Un ejemplo de estas situaciones puede ser un aumento imprevisto de la morosidad en un pedido extraordinario que obliga a llevar a cabo una compra extraordinaria de materias primas, etc. Estas necesidades suelen financiarse a través de recursos financieros a corto plazo.



1.5 ESTRUCTURA ECONÓMICA Y ESTRUCTURA FINANCIERA

La estructura económica de una empresa indica cómo se han utilizado los recursos financieros, o sea, que inversiones ha llevado a cabo una empresa. En un Balance de Situación esta aplicación de los recursos financieros está registrada en el activo, y es el resultado de las decisiones de inversión que una empresa ha tomado hasta una determinada fecha.

<u>ACTIVO</u>	<u>PASIVO y PN</u>	
<p>Activo No Corriente</p> <ul style="list-style-type: none"> • Inmovilizado intangible (patentes, fondo comercio) • Inmovilizado material (terrenos, construcciones) • Inversiones L/P (inmobiliarias, financieras) <p>Activo Corriente</p> <ul style="list-style-type: none"> • Existencias (materias primas, productos en curso y acabados,...) • Inversiones C/P • Efectivo 	<p>Patrimonio Neto</p> <ul style="list-style-type: none"> • Fondos propios (Capital, Reservas, Resultado ejercicio) • Subvenciones, Donaciones <p>Pasivo No Corriente</p> <ul style="list-style-type: none"> • Provisiones a L/P • Deudas a L/P <p>Pasivo Corriente</p> <ul style="list-style-type: none"> • Provisiones a C/P • Deudas a C/P • Proveedores 	<div style="display: flex; flex-direction: column; align-items: center;"> <div style="margin-bottom: 20px;">} No exigible</div> <div>} Exigible</div> </div>

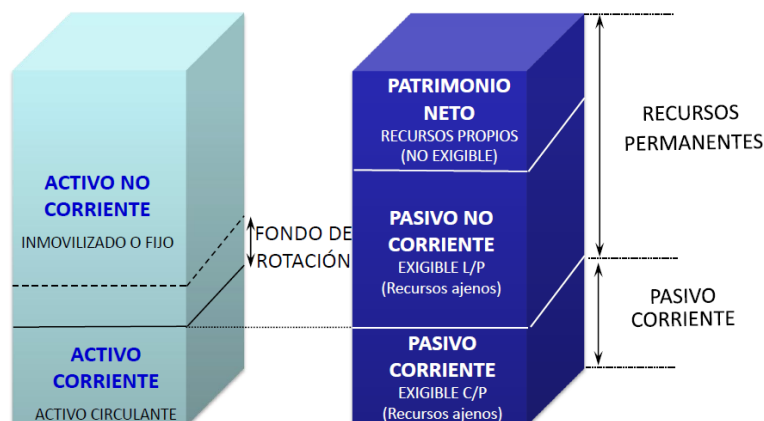
Ésta refleja cómo se han financiado las inversiones llevadas a cabo por la empresa, qué inversiones se han financiado con capitales propios y qué inversiones con endeudamiento. Este origen y composición de los recursos está registrado en los recursos totales.

ESTRUCTURA ECONÓMICA ACTIVO	ESTRUCTURA FINANCIERA RECURSOS TOTALES
ACTIVO NO CORRIENTE O ACTIVO FIJO	RECURSOS PROPIOS O PATRIMONIO NETO
ACTIVO CORRIENTE O ACTIVO CIRCULANTE	PASIVO, DEUDA O EXIGIBLE

En este pasivo debemos distinguir la deuda a corto plazo de la deuda a medio y a largo plazo (DMyLP). En los recursos propios debe distinguirse entre capital social y autofinanciación. La suma de los recursos propios y las deudas a medio y largo plazo se denominan recursos permanentes.

Para que exista equilibrio patrimonial los recursos permanentes deben financiar las inversiones en activos no corrientes o fijos más el fondo de maniobra. El fondo de maniobra es igual a la diferencia entre los activos corrientes y el exigible a corto plazo.

El fondo de maniobra se define como aquella parte de los recursos permanentes que se destina a la financiación de los activos corrientes o circulantes. Matemáticamente equivale a la diferencia entre los activos corrientes y el endeudamiento a corto plazo, es decir el denominado capital corriente o capital circulante.



1.5 CLASIFICACIÓN DE LAS FUENTES DE FINANCIACIÓN

Existen diversos criterios para clasificar las fuentes de financiación de la empresa. De la concepción clásica del término de financiación, deriva la consideración de dos formas de realizar las aportaciones financieras en la empresa:

- en primer lugar aquella que tiene lugar a través de la **financiación propia**.
- en segundo lugar la que tiene lugar mediante la **financiación ajena**.

• FINANCIACIÓN PROPIA:

- **Financiación propia externa:** aquella que aportan los accionistas desde el exterior de la empresa.
Por ejemplo el capital social.
- **Financiación propia interna o autofinanciación:** aquella generada por la propia empresa.
Por ejemplo los beneficios no distribuidos y fondos de amortización.

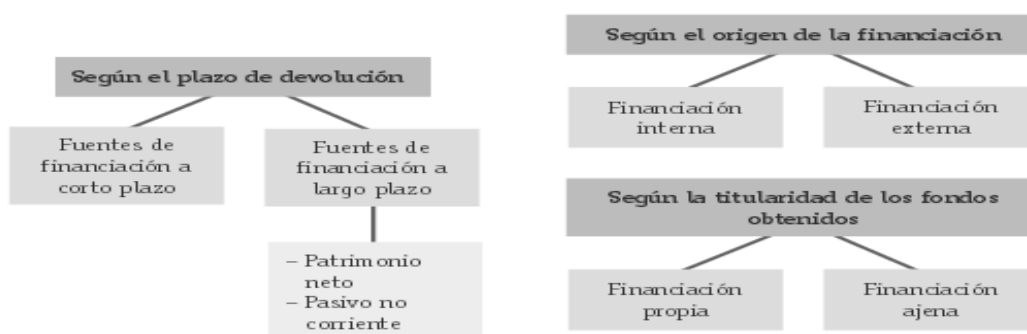
• FINANCIACIÓN AJENA (EXTERNA):

aquella que aportan los acreedores de la de la empresa. Por ejemplo los préstamos recibidos.

- **Financiación ajena a largo plazo:** más de 1 año (préstamos, leasings,...)
- **Financiación ajena a corto plazo:** menor o igual al año (descuentos comerciales, créditos a proveedores,...)

Según el origen de la fuente de financiación; se distingue entre:

- **Financiación endógena:** el desarrollo de las actividades de la empresa generan una financiación que surge de manera espontánea.
- **Financiación exógena:** los recursos financieros tienen un origen externo, provienen del exterior de la empresa.
 - **Financiación propia:**
 - **Endógena (interna):** originada por la propia empresa.
 - **Exógena (externa):** aportada a la empresa desde el exterior.
 - **Financiación ajena:**
 - **Directa (capital ajeno):** el que financia asume la figura de acreedor que percibe un interés.
 - **Indirecta:** el que financia asume la figura de proveedor.



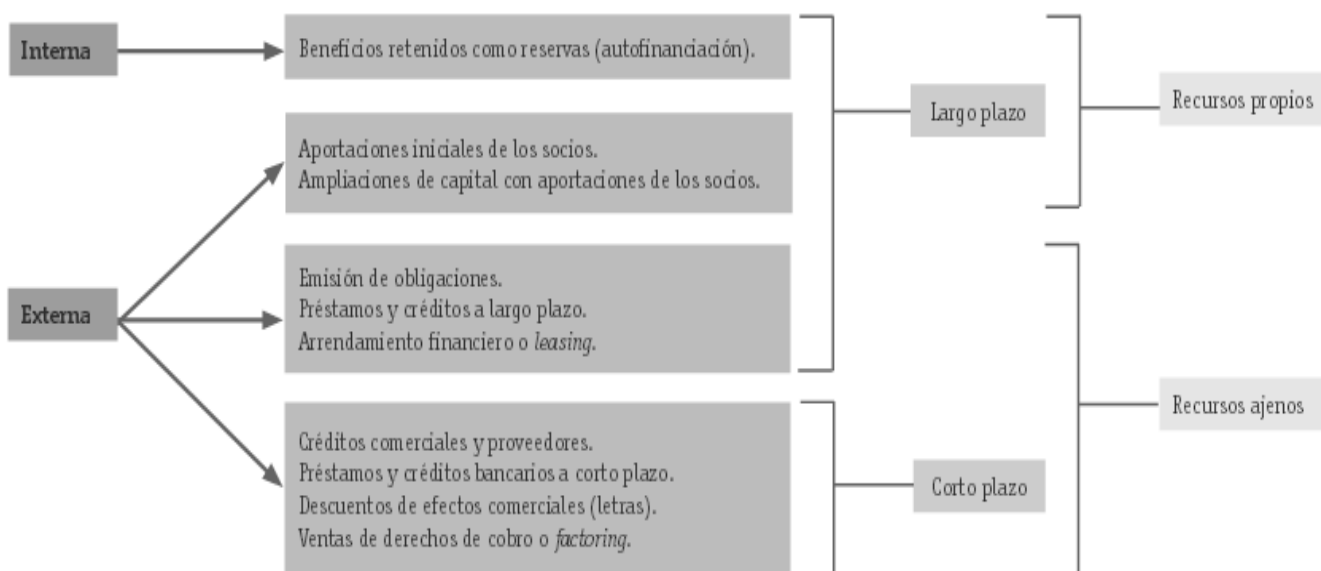
1.6 DIFERENCIAS BÁSICAS ENTRE FUENTES DE FINANCIACIÓN PROPIAS Y AJENAS

Existen diferentes clasificaciones de las distintas fuentes de financiación, según el plazo, según si exigibilidad y según su origen, en esta última se puede diferenciar **financiación propia** o **financiación ajena**.

- La **financiación interna** o **propia** está constituida por aquellos fondos que provienen de la propia empresa.

Los fondos propios de la empresa se componen, a grandes rasgos, de Capital Social, Reservas y Resultado. Estos fondos propios son utilizados en la mayoría de los casos de forma desacertada como fuente de financiación, ya que esta forma de financiarse genera altos costes financieros, los socios que aportan cantidades quieren recibir en función del riesgo que asumen y exigen mayores dividendos.

- La **financiación ajena** aparece cuando los fondos propios no son suficientes para financiarse, o son difíciles de encontrar. A primera vista esta financiación atrae, ya que los intereses de la financiación ajena son deducibles fiscalmente. Asimismo, en la financiación ajena se distinguen distintos tipos en función de su procedencia:
 - Financiación de **entidades de crédito**, como son los préstamos, las pólizas de crédito, *leasing* o *renting*, y más a corto plazo como son descuentos comerciales, *factoring* o *confirming*.
 - Financiación de **mercados organizados**, pagarés, bonos u obligaciones.
 - **Otros préstamos**, que pueden provenir de entidades de capital riesgo ECR, sociedades de garantía recíproca SGR, o préstamos de accionistas.
 - **Entidades públicas**, ayudas o subvenciones.



1.7 CRITERIOS DE SELECCIÓN DE LAS FUNTES DE FINANCIACIÓN

Las decisiones de inversión son una de las grandes problemáticas de la empresa y una parte importante de las decisiones financieras; sobre ellas gira el uso adecuado de los capitales generados y los fondos obtenidos por financiamiento:

1. Rentabilidad de la inversión > Coste de la financiación
2. Los flujos de caja de la inversión debe permitir pagar, con importes y vencimientos adecuados, los flujos de financiación.

Toda decisión de financiación no puede basarse sólo en una característica, sino que hay que considerar diversos criterios y analizar el impacto global de cada decisión de financiación sobre el conjunto de la empresa.

Los principales criterios que hay que considerar son:

- **Coste efectivo.**

Depende del tipo de interés (nominal- efectivo), comisiones (apertura, estudio) i gastos diversos (comisión de concesión y cancelación). En este apartado se incluiría el tipo de cambio si nos financiamos con divisas.

Para valorar este coste "global" se usa la T.A.E

- **Solvencia y rentabilidad.**

En general, y dado un comportamiento normal de los mercados de capitales, la financiación a corto plazo suele ser más económica que la financiación a largo plazo. Sin embargo reduce el nivel de solvencia financiera de la empresa.

Hay que priorizar teniendo en cuenta que la deuda no solo tiene un coste sino que también hay que devolverla.

- Recursos Propios vs. Recursos Ajenos (LP, CP)
- Coste capital propio > Coste capital ajeno
- Rentabilidad Financiera (ROE) = Beneficio Neto (BDT) / Recursos Propios (RP)

- **Finalidad o aplicación de la financiación.**

El destino que se va a dar a los recursos financieros es determinante para su elección. Para necesidades transitorias de recursos es más adecuada la financiación a corto plazo, como puede ser la póliza de crédito, mientras que para financiar inversiones en activo fijo es más adecuada la financiación a través de los recursos permanentes.

- **Disponibilidad de recursos.**

Se refiere tanto a aspectos internos de la empresa, relacionados con su estructura financiera y con su relación respecto al volumen de la inversión a efectuar, como con aspectos externos relacionados con la economía en general.

- **Aspecto Externo:** Aunque la deuda sea la mejor opción, depende del mercado obtenerla y también obtenerla a mejor/peor precio.

- **Aspecto Interno:** Capacidad de obtener financiación interna.



- **Vencimiento, plazo o reembolso.**

La fuente de financiación solicitada debe estar directamente relacionada con las disponibilidades de fondos que vaya generando el proyecto de inversión al que ésta ha sido destinado.

- **Garantías ofrecidas al financiador.**

Instrumentos cuyo objetivo es reducir o eliminar el riesgo sobre la recuperación del crédito.

- **Exposición al riesgo financiero.**

La exposición al riesgo financiero, fundamentalmente de tipo de interés y de tipo de cambio constituye un factor decisivo en la elección y características de una fuente de financiación.

- **Condiciones de la amortización.**

Por condiciones de la amortización se entiende el plazo hasta el vencimiento, la periodicidad en el pago de las cuotas, la posible existencia de carencia, etc. Este criterio está muy relacionado con el uso de fondos, puesto que la devolución de la financiación debe estar relacionada con el origen de fondos generado por la inversión.

- **Coste efectivo de la fuente de financiación.**

En la determinación del coste de una fuente de financiación, es fundamental la diferenciación entre el coste nominal y el coste efectivo. El coste efectivo de la fuente de financiación no depende sólo del tipo de interés aplicado, sino que depende de varios factores:

- Tipo de interés: puede ser fijo variable.

- Comisiones: de mantenimiento (administración, no disponibilidad, etc.)

- Gastos de estudio y seguimiento.

- Tipo de cambio: en el supuesto de obtener financiación en una divisa distinta a la propia, es fundamental la consideración de las diferencias de cambio que puedan producirse.

- **Fiscalidad.**

Tener en cuenta siempre el coste financiero después de impuestos.



TEMA 2: LA FINANCIACIÓN PROPIA EXTERNA

2.1 LAS AMPLIACIONES DE CAPITAL. CONCEPTO Y MODALIDADES

Una ampliación de capital es una operación financiera a través de la cual las empresas aumentan el volumen de su capital social. En la mayoría de las sociedades el capital social está representado por acciones. Cada acción es una parte alícuota del capital social.

Las ampliaciones de capital pueden instrumentarse mediante la puesta en circulación de nuevas acciones o mediante el incremento de valor nominal de las acciones existentes. Cuando el aumento de capital se realice elevando el valor nominal de las acciones en circulación, será preciso el consentimiento de todos los accionistas, salvo en el caso de que se trate de una ampliación íntegramente con cargo a reservas o beneficios retenidos de la sociedad.

La emisión de acciones es una forma de obtener recursos financieros a largo plazo por parte de la empresa, bien sea para la creación de capital o para la ampliación del mismo.

El Capital Social de una Sociedad Anónima se divide en partes iguales que son las acciones. El Capital Social es igual a la suma del valor Nominal de las acciones:

$$\text{Capital Social} = \text{Valor Nominal} \times \text{Número de acciones}$$

El Valor Nominal es un valor de tipo jurídico, no tienen porque coincidir con el precio de emisión (mercado primario, la primera vez que se vende la acción), o con la cotización (mercado secundario, como la Bolsa).

Las ampliaciones de capital constituyen una fuente de financiación propia, que se denomina externa ya que en general, se trata de recursos financieros aportados a la sociedad por sus accionistas. Si bien, a continuación trataremos las diferentes modalidades de ampliación de capital y sus implicaciones, ya que no todas las ampliaciones de capital suponen un aumento de recursos financieros para la empresa que lleva a cabo una operación de ampliación.

CONCEPTO, CARACTERÍSTICA Y MODALIDADES DE ACCIONES

Una acción es una parte alícuota del capital social de una empresa que otorga a su tenedor la condición de socio de una empresa.

Las acciones pueden instrumentarse como títulos o como anotaciones en cuenta. En ambos casos tendrán la consideración de valor mobiliario.

El valor nominal de una acción es el valor por el que se escrituran en el certificado de emisión. Mientras que el valor de mercado de una acción es el precio al que se vende o compra una acción en el mercado y es consecuencia de la oferta y la demanda de títulos existentes en un momento determinado.

Cuando una empresa amplía su Capital Social puede optar, si cumple los requisitos establecidos en la Ley de Sociedades Anónimas, a emitir distintos tipos de acciones que, otorgan distintos derechos a su poseedor.

En función de los derechos que otorgan dichos valores a su tenedor se distinguen distintas modalidades de acciones:

- **Acciones Ordinarias:** son las acciones tradicionales o clásicas, las cuales otorgan a sus tenedores los siguientes derechos.
 - Derecho a participar en los beneficios a través de los dividendos.
 - Derecho a participar en el reparto del patrimonio social que resulte de la liquidación de la empresa.
 - Derecho de voto en las Juntas de Accionistas.
 - Derecho de voto en la junta de accionistas
 - Derecho preferente de suscripción (DPS) de nuevas acciones, obligaciones y bonos convertibles.
 - Derecho a recibir información periódica sobre la marcha de la empresa.
 - Derecho a recibir información de carácter puntual, tales como modificaciones en las participaciones significativas en el capital social, nombramiento de nuevos consejeros, etc



- **Acciones Privilegiadas:** son acciones que conceden a su tenedor unos derechos preferentes frente a los accionistas ordinarios.
 - Derecho a participar en los beneficios de la sociedad mediante un dividendo privilegiado.
 - Derecho a participar con privilegio en el reparto del patrimonio social resultante de la liquidación de la empresa.
 - Derecho a voto en la Junta de Accionistas.
 - Derecho a recibir información sobre la marcha de la empresa.
 - Derecho preferente de suscripción de nuevas acciones, obligaciones y bonos convertibles.

La ley establece unas prohibiciones en materia de privilegio que son:

1. No es válida la emisión de acciones con derecho a percibir un interés, cualquiera que sea la forma de su determinación.
2. No podrán emitirse acciones que de forma directa o indirecta alteren la proporcionalidad entre el valor nominal y el derecho de voto.
3. No podrán emitirse acciones que de forma directa o indirecta alteren la proporcionalidad entre el valor nominal y el derecho preferente de suscripción.

- **Acciones sin voto:**

Las sociedades anónimas pueden emitir acciones sin derecho a voto por un importe nominal no superior a la mitad del capital social desembolsado. Si dicho límite se rebasa como consecuencia de reducciones de capital por pérdidas, la sociedad está obligada a restablecer la proporción en el plazo máximo de 2 años.

Estas acciones, salvo el derecho de voto, atribuyen a sus titulares todos los demás derechos de las acciones ordinarias con las siguientes particularidades:

- Derecho a percibir el dividendo anual mínimo fijo o variable que establezcan los estatutos sociales (en caso de que no haya suficientes beneficios para pagar ese dividendo las acciones recobran todos los derechos).
 - En las sociedades no cotizadas de no existir beneficios distribuibles o de no haberlos en cantidad suficiente, la parte del dividendo mínimo no pagada deberá ser satisfecha dentro de los 5 ejercicios siguientes. Mientras no se satisfaga el dividendo mínimo, las acciones sin voto tendrán derecho en igualdad de condiciones que las acciones ordinarias y conservando, en todo caso, sus ventajas económicas.
 - Sociedades cotizadas: en lo relativo al derecho preferente de suscripción, así como en lo referente a la recuperación del derecho de voto en caso de no satisfacción del dividendo mínimo y el carácter no acumulativo del mismo, se estará a lo que dispongan sus estatutos.
 - Tienen derecho preferente para obtener la cuota de liquidación.
- **Acciones rescatables:** son aquellas acciones que pueden ser únicamente emitidas por sociedades anónimas cuyas acciones coticen en bolsa. Su principal característica es que pueden ser rescatables bajo las condiciones que marca la Ley.
 - Límite emisión: por un importe nominal no superior a 25% del capital social.
 - Desembolso íntegro en el momento de la suscripción.
 - En el acuerdo de emisión deben fijarse las condiciones para el rescate.
 - Podrán ser rescatadas a solicitud de:
 - La sociedad emisora.
 - De los titulares de las acciones.
 - De ambos.
 - Si el derecho de rescate se atribuye sólo a la sociedad, éste no podrá ejercitarse antes de que transcurran 3 años a contar desde la emisión.
 - La amortización ha de realizarse con cargo a:
 - Beneficios.
 - Reservas.
 - Con el producto de una nueva emisión acordada por la Junta General con la finalidad de financiar esta operación de amortización.



- Si se amortizan con cargo a beneficios o reservas de libre disposición, la sociedad debe dotar una reserva por el importe del valor nominal de las acciones amortizadas.

- Si no existen beneficios o reservas libres en cantidad suficiente, ni se emiten nuevas acciones para financiar la operación, la amortización sólo puede llevarse a cabo con los requisitos establecidos para la reducción del capital mediante devolución de aportaciones.

MODALIDADES DE AMPLIACIÓN DE CAPITAL

Las ampliaciones de capital suelen clasificarse en:

1. Ampliaciones de capital a través de aportaciones dinerarias o no dinerarias:

- **Ampliaciones no dinerarias:** es decir cuando, el accionista realiza aportaciones que anteriormente eran ajenos a la empresa.

En el art. 155 de la LSA se establece que, cuando para el aumento hayan de realizarse aportaciones no dinerarias, será preciso que al tiempo de la convocatoria de la Junta se ponga a disposición de los accionistas, un informe de los administradores en que se describan con detalle las aportaciones proyectadas, las personas que hayan de efectuarlas, el número y valor nominal de las acciones que hayan de entregarse y las garantías adoptadas según la naturaleza de los bienes en que la aportación consista.

Las acciones emitidas en contrapartida de aportaciones no dinerarias como consecuencia de un aumento del capital suscrito deberán ser totalmente liberadas en un plazo de cinco años a partir del acuerdo del aumento.

- **Ampliaciones dinerarias.**

En el art. 154 de la LSA se establece que para todo aumento de capital cuyo contravalor consista en nuevas aportaciones dinerarias al patrimonio social, será requisito previo, salvo, para las sociedades de seguros, el total desembolso de las acciones anteriormente emitidas. No obstante podrá realizarse el aumento si existe una cantidad pendiente de desembolso que no exceda del tres por ciento del capital social.

2. Ampliaciones de capital mediante compensación de créditos. Se sustituye financiación ajena por propia, no hay entrada de financiación.

En el art. 156 de la LSA se establece que sólo podrá realizarse un aumento de capital por compensación de créditos contra la sociedad cuando concurren los siguientes requisitos:

- Que al menos un veinticinco por ciento de los créditos a compensar sean líquidos, vencidos y exigibles, y que el vencimiento de los restantes no sea superior a cinco años.
- Que al tiempo de la convocatoria de la Junta se ponga a disposición de los accionistas una certificación del auditor de cuentas de la sociedad que acredite que, una vez verificada la contabilidad social, resultan exactos los datos ofrecidos por los administradores sobre los créditos en cuestión.
- Cuando se aumente el capital por conversión de obligaciones en acciones, se aplicará lo establecido en el acuerdo de la emisión de obligaciones.

3. Con cargo a reservas:

- Puede ser parcialmente liberadas (el socio paga un precio inferior al nominal y la diferencia proviene de las reservas).
- Puede ser totalmente liberada, en este caso el socio tiene un derecho de asignación de acciones nuevas, le corresponden cierto número por cada x que tenga (se trata de acciones gratuitas).
- Las reservas pueden ser las de libre disposición y la reserva legal en el importe que exceda el 10% del capital ya ampliado.



Una ampliación de capital dineraria puede ser:

- **A la par.** El **precio de emisión es igual al valor nominal de la acción**. El volumen de financiación obtenido es igual a la cifra por la que se aumenta el capital social.
- **Con prima de emisión.** El **precio de emisión es superior al valor nominal de la acción**. Siendo el precio de emisión igual a la suma del valor nominal más la prima de emisión. En este caso, el volumen de financiación obtenido es superior a la cifra por la que se aumenta el capital social.
- **Parcialmente liberada.** Todas ampliaciones de capital parcialmente liberadas son a la par, aunque la aportación de los accionistas sea menor al valor nominal del título.

Las ampliaciones de capital dinerarias tienen por objetivo incorporar al capital social nuevos medios de financiación.

Tienen por finalidad incorporar al capital social medios de financiación que ya estaban en la empresa, pero que estaban contabilizadas en otras partidas del balance, ya sea en cuentas de reserva o en la de recursos ajenos.

- Si el precio de emisión > Valor Nominal \Rightarrow La entrada de fondos supera al aumento de capital
- Si el precio de emisión = Valor Nominal \Rightarrow La entrada de fondos es igual al aumento de capital
- Si el precio de emisión < Valor Nominal \Rightarrow La ampliación es parcialmente liberada y entran menos fondos que capital

Por ley están prohibidas las ampliaciones de capital por debajo de la par.

2.2 EFECTOS DE UNA AMPLIACIONES DE CAPITAL SOBRE LA COTIZACIÓN DE LAS ACCIONES

Las ampliaciones de capital suelen incidir en la cotización de las acciones de la empresa cuando el mercado conoce que la empresa va a ampliar capital o cuando la realiza. Los efectos económicos sobre la cotización de las acciones, que tienen lugar en momentos de tiempo distintos, se denomina “efecto anuncio” y “efecto dilución”.

EFECTO ANUNCIO

En una ampliación de capital el efecto anuncio mide el efecto que sobre el valor de la totalidad de las acciones, efecto anuncio global (EFAG), o sobre el valor de una acción (EFApa) tendrá un anuncio por parte de la empresa de que en una fecha próxima quiere realizar una ampliación de capital social.

El EFAG puede medirse a través de cualquier método que nos indique la rentabilidad adicional que va a generar dicho proyecto. Uno de los criterios de selección de inversiones, en función de la rentabilidad prevista más consensuados es el VAN.

VALORACIÓN DE INVERSIONES (VAN)

La realización de un proyecto de inversión depende de la incidencia que tengan sobre el valor de la empresa, de acuerdo con esta idea no debe realizarse ningún proyecto de inversión que no genere la rentabilidad suficiente para como mínimo atender a los recursos que la empresa ha empleado en su ejecución.

Evaluar un proyecto de inversión requiere por lo tanto determinar el rendimiento mínimo que la inversión debe proporcionar para que no disminuya el valor de la empresa.



Una inversión puede venir reflejada por el siguiente esquema:

$$VAN = -D_0 + \frac{CF_1}{(1+k)} + \frac{CF_2}{(1+K)^2} + \dots + \frac{CF_n + V_r}{(1+K)^n}$$

Siendo:

D_0 : desembolso inicial del proyecto de inversión.

CF_i : Flujo de caja generado en el período "i".

n: Duración de la inversión.

k: Tasa de actualización o tasa de descuento.

V_r : Valor residual de la inversión.

Si los flujos de caja de todos los períodos son constantes:

$$VAN = -D_0 + \frac{CF}{k}$$

La tasa de actualización, desde un punto de vista financiero, indica el coste de oportunidad de los recursos utilizados, que en caso de tratarse de una ampliación de capital, podrá considerarse que es igual al rendimiento que exigen los accionistas de la empresa por su inversión en acciones de la sociedad. En la fórmula anterior, y a efectos de simplificación, se supone que dicha tasa de descuento es constante e igual para cada uno de los períodos de tiempo considerados.

Pero como inversor lo que interesa es EFAPA, que se obtiene dividiendo el VAN por el número de acciones que tiene la empresa en su capital social, es decir:

$$EFA_{pa} = \frac{VAN}{N_0} = \frac{EFAG}{N_0}$$

Para poder calcular el VAN, es necesario conocer la tasa de actualización que se va a utilizar:

$$k = \frac{BPA}{P} = \frac{1}{PER}$$

Este ratio es precisamente el inverso del ratio PER (Price Earning Ratio), el cual indica en cuanto valora el mercado cada unidad de beneficio de la empresa.



EJERCICIO 1: EFECTO ANUNCIO

Con el objetivo de aumentar su eficiencia productiva una empresa quiere llevar a cabo un proyecto de renovación de parte de su inmovilizado. Esta renovación exige un desembolso inicial de 30 millones de euros, y se espera que, durante los próximos cinco años proporcione un aumento de 15 millones de euros en la cifra de cash flow anual.

Actualmente esta empresa tiene un capital social de 50 millones de euros, representado en acciones ordinarias de 5 euros de valor nominal. Estas acciones cotizan en los mercados de valores, y siendo su última cotización de 42 euros.

Si los beneficios brutos del último ejercicio ascienden a 60 millones de euros, y la empresa está sujeta a un tipo impositivo del 30% sobre los beneficios, determinar el precio de las acciones después del efecto anuncio



EFFECTO DILUCIÓN

Mientras que el efecto anuncio suele ser positivo y se produce antes de conocer las condiciones y características de una ampliación de capital, cuando ya se conocen estas características y se inicia la misma tiene lugar otro efecto, el efecto dilución, ya que el beneficio se va a diluir en un mayor número de acciones.

Las principales diferencias entre ambos efectos son las siguientes:

- El efecto anuncio se produce antes de la ampliación de capital y de conocer sus características. El efecto dilución se produce una vez se conocen las características de la ampliación de capital.
- El efecto dilución siempre es negativo, reduce el precio de las acciones, mientras que el efecto anuncio suele ser siempre positivo, aumenta el precio de las acciones.
- Mientras que el precio de emisión de las acciones nuevas tiene una influencia decisiva sobre la cuantía del efecto dilución, no tiene ninguna influencia sobre el efecto anuncio.

Durante en el período que tiene lugar una ampliación de capital, las acciones viejas siguen cotizando a un determinado precio, mientras que las acciones nuevas se colocan en el mercado a precio de emisión.

Para que la ampliación de capital tenga éxito y los inversores suscriban el mayor número de acciones, el precio de emisión de las acciones nuevas debe ser inferior al de las viejas.

Dado que $P_e < P_o'$, podemos afirmar que quien compre acciones en la ampliación está teniendo un beneficio, ya que las está comprando a un precio menor que el mercado.

Para no perjudicar a los accionistas se les da preferencia de compra de acciones nuevas otorgándoles un derecho por cada acción antigua que tuviesen. Cada accionista podrá utilizar esos derechos para ir a la ampliación o bien para venderlos en el mercado. Para anular este efecto negativo y poder compensar a los accionistas antiguos aparece el derecho preferente de suscripción (DPS).

En una ampliación de capital aparecen dos tipos de inversores, el inversor que ya posee acciones viejas y el que no posee acciones y quiere ser accionista.

- El antiguo accionista tiene un derecho de suscripción preferente, lo cual no significa que tenga obligación de ejercerlo, pudiendo plantearse varios casos:

- El accionista acude a la ampliación en la totalidad. Suscribe todas las acciones nuevas a las que tiene derecho.

El accionista suscribirá todas las acciones nuevas que le correspondan. En función de las acciones antiguas que posea y de la proporción de la ampliación se fijará el número de acciones nuevas que podrá solicitar y el número de derechos de suscripción que tendrá que entregar. El precio a pagar por cada acción nueva lo fijará previamente la sociedad emisora (precio de emisión).

- El accionista no desea acudir a la ampliación. Vende todos los DPS y no suscribe ninguna acción nueva.

En este caso venderá los derechos de suscripción preferente en el mercado secundario. Dichos títulos se venden también en el mismo mercado que las acciones, donde se valoran en la misma unidad monetaria, variando su precio en función de la oferta y la demanda. El valor real, tanto del derecho como de las acciones después de la ampliación, dependerá de la oferta y la demanda, y es imposible de determinar con exactitud. Pero el valor real estará, lógicamente, muy próximo a un valor teórico, que sí podremos estimar y que el inversor tomará como referencia para tomar su decisión de acudir o no a la ampliación. Se denomina valor teórico del derecho de suscripción o valor teórico del derecho al precio que teóricamente deben tener los derechos de suscripción de las acciones viejas al venderlos un accionista que no quiera acudir a la ampliación.

- El accionista acude a la ampliación, pero sólo en parte. Vende un porcentaje de DPS y ejerce el porcentaje restante suscribiendo acciones nuevas. Suscribirá un número concreto de acciones, entregando los derechos necesarios en función de la proporción de la ampliación, el resto de

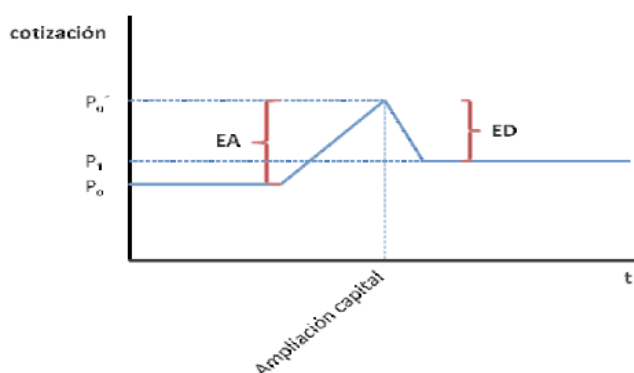


derechos los venderá al precio que tengan en el mercado en ese momento, deduciendo los gastos inherentes a la operación de venta.

Los derechos que venden los accionistas antiguos que no deseen acudir a la ampliación los puede comprar cualquier persona, accionista o no de la sociedad.

Un inversor, no siendo accionista de la sociedad, pueda acudir a la ampliación que ésta efectúe y tiene dos alternativas:

- Comprar en el mercado los derechos de suscripción necesarios, en función de la proporción de la ampliación y del número de acciones que quiera solicitar.
- Pagar a la sociedad el precio de emisión de las acciones que desea comprar.



Terminología a utilizar:

- D_0 = desembolso inicial
- P_0 = Cotización acción
- P_0' = Cotización desp. EA
- P_1 = Cotización desp. ED
- P_e = Precio emisión nuevas acciones
- N_0 = Núm. acciones viejas
- N_1 = Núm. acciones nuevas
- nd = Ratio cambio = N_0/N_1
- BN = B^0 Neto = $BB \times (1-t)$

DERECHO PREFERENTE DE SUSCRIPCIÓN

El valor teórico del DPS está relacionado con las características de la ampliación de capital, y el mismo dependerá de si:

- Las acciones nuevas y las viejas tienen igualdad o diferencia de derechos.
 - Las acciones nuevas y las viejas tienen el mismo o diferente valor nominal.
 - Del precio de emisión de las acciones nuevas.
- 1) Cálculo del valor teórico del DPS con igualdad de derechos económicos e igualdad de valores nominales:

$$ED = DPS = \frac{P_0' - P_e}{n_d + 1} \implies P_1 = P_0' - ED$$

- 2) Cálculo del valor teórico del DPS con distintos derechos económicos e igualdad de valores nominales:

$$ED = DPS = \frac{P_0' - P_e - \left(\text{div} \cdot \left(\frac{t}{\text{días}} \text{ o años}\right)\right)}{n_d + 1} \implies P_1 = P_0' - ED$$

div= dividendo anual

t = tiempo que la acción nueva no tiene derecho a dividendos

n_d : Número de derechos de suscripciones necesarias para suscribir una acción nueva.

$$n_d = \frac{N_0}{N_1}$$

y N_1 el número de acciones nuevas

$$N_1 = \frac{D_0}{P_e}$$



EJERCICIO 2: EFECTO ANUNCIO Y EFECTO DILUCIÓN

Una empresa quiere financiar un proyecto de expansión de sus actividades a través de una ampliación de capital que, actualmente es de 2.000 millones de u.m. Las acciones de esta sociedad tienen un valor nominal de 500 u.m. y cotizan en Bolsa a 2.000 u.m. por acción. Los recursos obtenidos a través de esta ampliación de capital, que ascienden a 500 millones de u.m., se destinarán a la adquisición de una determinada maquinaria que se utilizará en la fabricación de un nuevo producto. Se espera que a través de esta inversión se genere durante los próximos cinco años un cash flow anual de 200 millones de u.m. Los beneficios netos del último ejercicio ascienden a 1.500 millones de u.m.

En el supuesto de que la ampliación de capital sea a la par, y las acciones nuevas tengan los mismos derechos y valor nominal que las viejas, calcular el precio de las acciones después del efecto anuncio y del efecto dilución.



EJERCICIO 3: EFECTO DILUCIÓN CON IGUALDAD Y DIFERENCIA DE DERECHOS

Una empresa está estudiando la posibilidad de entrar en un nuevo mercado, ya que prevé que un fuerte aumento de la demanda durante los próximos años. El desembolso que debería efectuar sería de 100 millones de euros, esperando un cash flow anual indefinido de 15 millones de euros.

Actualmente esta empresa posee un capital social e 200 millones de euros representado en acciones ordinarias de 10 euros de valor nominal. La cotización actual de estas acciones es de 35 euros. La cifra de beneficios netos correspondiente al último ejercicio asciende a 70 millones de euros. La política de dividendos de esta empresa consiste en abonar anualmente un dividendo por acción de 2 euros.

Para financiar esta inversión, esta empresa está analizando la posibilidad de ampliar capital a través de la emisión de acciones nuevas con una prima de emisión el 100%. Esta ampliación de capital se llevaría a cabo entre el 16 y el 31 de marzo.

Calcular el precio de las acciones después del efecto dilución en los supuestos siguientes:

1. Las acciones nuevas y viejas tienen los mismos derechos y el mismo valor nominal.
2. Las acciones nuevas y viejas tienen distintos derechos y el mismo valor nominal.



OPERACIÓN BLANCA

Una operación blanca se realiza durante una ampliación de capital cuando un accionista desea suscribir acciones de la ampliación de capital que va a llevar a cabo la compañía y no tiene suficiente tesorería o no quiere emplearla para este fin.

Consiste en suscribir acciones nuevas mediante los recursos obtenidos a través de la venta de un porcentaje de derechos preferentes de suscripción.

Con el importe obtenido por la venta de los derechos hace frente al precio de emisión de las nuevas acciones, las cuales puede suscribir gracias a los DPS que ha mantenido en su cartera.

Así se calcula el porcentaje de DPS que tiene que vender:

$$\%DPS (vender) = \frac{P_e}{n_d \cdot DPS + P_e} \cdot 100$$

EJERCICIO 4: OPERACIÓN BLANCA

Un accionista que posee 1.000 acciones de una sociedad que está llevando a cabo una ampliación de capital, se está planteando la posibilidad de suscribir acciones. Sin embargo, en este momento no dispone de recursos suficientes para hacer frente al pago de la suscripción. Es por este motivo que se plantea realizar una operación blanca.

En estos momentos los derechos preferentes de suscripción cotizan a 5 euros, el precio de emisión de las acciones nuevas es de 10 euros, y la relación de emisión es de una acción nueva por cada dos acciones viejas.

Calcular el número de acciones nuevas que este accionista podrá suscribir a través de la operación blanca.



EJERCICIO 5: VALOR DEL DERECHO PREFERENTE DE SUSCRIPCIÓN

Una empresa necesita financiar una inversión que le exige un desembolso inicial de 100 millones de euros, de la que espera un cash flow anual de 30 millones de euros durante los próximos cinco años. Se espera que al final de los cinco años los activos afectos a esta inversión tengan un valor residual de 25 millones de euros.

Actualmente esta empresa tiene un capital social de 300 millones de euros representado en acciones ordinarias de 10 euros de valor nominal. Estas acciones cotizan en Bolsa a 30 euros por acción. Si los beneficios netos de esta empresa ascienden 150 millones de euros, calcular el valor del derecho preferente de suscripción en los supuestos siguientes:

1. La ampliación de capital se realiza a la par.
2. La ampliación de capital es parcialmente liberada en un 50%.
3. La ampliación de capital se realiza con una prima de emisión del 50%.

Solución:

1. 5,07 euros.
2. 10,11 euros.
3. 2,77 euros.



EJERCICIO 6: AMPLIACIÓN DE CAPITAL GRATUITA

Una empresa cuyas acciones cotizan en Bolsa quiere realizar una ampliación de capital totalmente liberada con cargo a las Reservas Voluntarias. A través de esta ampliación, la empresa quiere retribuir a sus accionistas.

Las condiciones de esta ampliación son las siguientes:

- Número de acciones nuevas emitidas: 2 millones.
- Relación de emisión: una acción nueva por cada cuatro acciones viejas.
- Cotización de cierre del mercado del día anterior al inicio de la ampliación: 20 euros.

Calcular el precio de las acciones una vez descontado el derecho de asignación.

Solución: 16 euros



2.3 EL VALOR DE LAS ACCIONES

El precio teórico de una acción cuyos dividendos a repartir en los próximos ejercicios crecen a una tasa anual acumulativa g hasta el infinito se calcula como un VAN.

$$P_0 = \frac{D_1}{k_e - g} \quad (7.6)$$

Siendo:

P_0 = Precio teórico de una acción (en u.m.)

D_1 = Próximo dividendo esperado (en u.m.)

k_e = Rendimiento esperado de la acción (asumiendo $E_i = k_e$) (en t.u.)

g = Tasa de crecimiento anual y acumulativa de dividendos (en t.u.)

2.4 EL COSTE DEL CAPITAL DE LOS RECURSOS PROPIOS

El cálculo del coste de los recursos propios (capital reservas) carece de coste explícito pero tienen un coste implícito o coste de oportunidad. Se trata de obtener una referencia del coste que representa para la empresa solicitar nuevas aportaciones de capital o bien retener beneficios.

DIFICULTAD: Establecer una estimación acorde al nivel de riesgo de la empresa

PROCEDIMIENTO PARA EL CÁLCULO DE LOS RECURSOS PROPIOS

1. Utilizar el Price Earning Ratio
2. Utilizar el modelo de valoración de activos financieros o CAPM (Capital Asset Pricing Model).
3. Utilizar la expresión del precio teórico de un título a través del modelo de descuento de dividendos.
4. Sumar una prima de riesgo adecuada a la rentabilidad de los bonos emitidos por la empresa.

1. PRICE EARNING RATIO (PER)

Con el PER medimos como el mercado valora cada unidad de beneficio (número de veces que el beneficio está recogido en la acción) o los períodos que inversor necesita para recuperar la inversión a través de beneficios de la compañía.

El PER es una medida relativa, solo adquiere sentido cuando la comparamos con el PER medio del mercado, PER medio del sector o PER medio del histórico de la acción. Cuanto PER más bajo, "en teoría" las acciones están más baratas.

El PER se puede calcular con:

- Beneficios históricos
- Beneficios futuros = proyección beneficios en base a hipótesis:
 - Crecimiento de negocio con inversión en calidad
 - Inversión con alto ROE (Return of equity) = rentabilidad recursos propios
ROE = Beneficio después Impuestos / Fondos Propios
 - Más o menos pay-out

Inconvenientes PER:

- Beneficios de la compañía están condicionados a la política de amortizaciones, y por tanto en lugar de usar BPA se debería usar CFA.

CFA = Cash Flow por acción =

= (Beneficio Neto + Amortizaciones) / Número acciones

Por lo que obtendríamos el PCF (Price Cash Flow por acción) =

= Cotización acción / CFA

- Hablar de recuperar la inversión en base al beneficio, queda algo "irreal" ya que la recuperación de la inversión fehaciente es en base a dividendos.



2. EL CAPM

La expresión del CAPM que nos proporciona el valor esperado del rendimiento de un determinado activo financiero es:

$$E_i = R_f + (EM - R_f) \beta_i$$

E_i = Rendimiento esperado de un determinado activo financiero.

R_f = Rendimiento proporcionado por un activo sin riesgo (deuda pública).

EM = Rentabilidad esperada del mercado de valores.

$(EM - R_f)$ = PRIMA que el mercado de valores paga por encima del rendimiento del activo sin riesgo.

β_i = Coeficiente Beta del activo financiero cuyo rendimiento esperado es objeto de cuantificación.

Coeficiente Beta es el factor de corrección que indica si un activo financiero es más, o menos arriesgado que el mercado de valores en su conjunto.

$\beta > 1$ El activo financiero es más arriesgado que el mercado.

$\beta < 1$ El activo financiero es menos arriesgado que el mercado.

$\beta = 1$ El activo financiero es igual de arriesgado que el mercado.

Si E_i es el rendimiento esperado por un inversor que adquiera las acciones de la empresa equivale a decir que ese es el coste implícito o coste de oportunidad de la empresa (k_e):

$$k_e = R_f + (EM - R_f) \beta_i$$

Empresas que no cotizan en Bolsa:

Se debe estimar el coeficiente beta, normalmente a partir de empresas similares que si cotizan en bolsa. Se acostumbra a aumentar el valor de k_e en un 20% de media por la dificultad de vender las acciones de empresas no cotizadas. Es lo que los analistas denominan prima de liquidez (normalmente los porcentajes más utilizados oscilan entre un 15% y un 25%).

3. EL MODELO DEL DESCUENTO DE DIVIDENDOS GORDON-SHAPIRO

El precio teórico de una acción cuyos dividendos a repartir en los próximos ejercicios crecen a una tasa anual acumulativa g hasta el infinito se calcula como un VAN.

$$P_0 = \frac{D_1}{k_e - g} \quad (7.6)$$

Siendo:

P_0 = Precio teórico de una acción (en u.m.)

D_1 = Próximo dividendo esperado (en u.m.)

k_e = Rendimiento esperado de la acción (asumiendo $E_i = k_e$) (en t.u.)

g = Tasa de crecimiento anual y acumulativa de dividendos (en t.u.)

Este modelo es muy útil en el caso de empresas cotizadas en bolsa puesto que se conoce P_0 y, por tanto, se puede despejar k_e en la expresión anterior:



$$k_e = \frac{D_1}{P_0} + g \quad (7.7)$$

Siendo:

P_0 = Precio teórico de una acción (en u.m.)

D_1 = Próximo dividendo esperado (en u.m.)

k_e = Rendimiento esperado de la acción (asumiendo $E_1 = k_e$) (en t.u.)

g = Tasa de crecimiento anual y acumulativa de dividendos (en t.u.)

Los dos modelos anteriores son muy útiles en caso de empresas que cotizan en bolsa. En las empresas no cotizadas, especialmente en las de menor tamaño, es habitual que los empresarios no repartan dividendos y, sin embargo, perciban una global en un sueldo de directivo, acostumbrando a reinvertir el beneficio neto en el negocio.

4. PRIMA DE RIESGO SOBRE LOS BONOS (O SOBRE LA DEUDA)

Una simplificación para el cálculo del coste de los recursos en este tipo de empresas, habitualmente utilizada por los analistas, es suponer que existe una prima de riesgo (PR) igual al coste de la deuda k_i . Es decir:

$$k_e = k_i + PR = k_i + k_i = 2 k_i \quad (7.8)$$

Siendo:

k_e = Coste de los recursos propios

k_i = Coste de la deuda

PR = Prima de riesgo

El coste de los recursos propios es más caro que el de los recursos ajenos.

2.5 OPERACIONES CORPORATIVAS CON ACCIONES (OPV, OPS, OPA, SPLIT)

OFERTA PÚBLICA DE VENTA (OPV)

Oferta Pública de Venta. Colocación de una empresa en bolsa, mediante la venta de acciones ya existente. Los fondos obtenidos van a los antiguos propietarios de las acciones

Operación que se realiza mercado bursátil activo financiero de una empresa o una sociedad (NO es ampliación de capital, las acciones 'cambian de manos'). La oferta pública de venta comprende la a través del mediante la cual un ofertante pone a la venta algún oferta pública general (la que se dirige al público en general) y la oferta pública restringida (la que se dirige a determinados grupos restringidos).

El vendedor puede ser la propia empresa, uno, varios o todos los accionistas mayoritarios. Los activos financieros ofrecidos en venta pueden ser obligaciones, pagarés o acciones. Las acciones ofrecidas pueden ser parte o la totalidad de la empresa. Los vendedores deberán hacer presentación de un folleto informativo donde se explican las condiciones de la OPV, que son registradas y verificadas por el órgano regulador de la bolsa correspondiente. El folleto informativo se pone gratuitamente a disposición de los interesados, quienes podrán aceptarlo o no, pero no modificarlo, y se abren los periodos de aceptación y finalización de la OPV.



Hay dos tipos de OPVs - ofertas públicas de venta de acciones:

- **OPV de acciones no cotizadas**, son empresas que no han cotizado anteriormente y quieren colocar por primera vez acciones de una empresa en bolsa. Como paso previo necesita una solicitud de admisión a cotización.
- **OPV de acciones cotizadas**, son empresas que ya cotizan y uno o más accionistas mayoritarios se quieren desprender de ellas.

Los motivos para la realización de una OPV:

- Para poder cotizar en bolsa.
- Para privatizar una empresa.
- Para conseguir mayor liquidez (No entra financiación en la empresa).

OFERTA PÚBLICA DE SUSCRIPCIÓN (OPS)

La OPS (oferta pública de suscripción) consiste en ampliar capital y emitir nuevas acciones antes de venderlas en bolsa; es decir, la sociedad u empresa mantiene su estructura de accionistas al tiempo que da entrada a nuevos a través de la colocación en bolsa.

La diferencia es que en la **OPV** se venden acciones ya **existentes**, y en la **OPS** se venden acciones que se emiten expresamente en una **ampliación de capital** destinada a ser vendida a través de la OPS. En algunas salidas a Bolsa se combina una OPV y una OPS a la vez, es decir parte de las acciones que se venden ya existían y parten proceden de una ampliación de capital.

A la hora de realizar las peticiones de acciones, revocaciones, etc. es indiferente para el inversor que se trate de una OPV, OPS o una combinación de ambas.

OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN (OPA)

Oferta Pública de Adquisición. Realizada por una compañía para adquirir todo o parte de otra de forma amigable u hostil. Cuando el consejo de administración de la empresa 'opada' no está de acuerdo con la operación, se dice que se trata de una '**OPA hostil**'. En caso contrario, cuando hay acuerdo entre consejos de administración, hablamos de una '**OPA amistosa**'.

Una 'oferta pública de adquisición' (OPA) es una operación del mercado de valores por las que una persona o entidad hace una oferta para comprar todas o parte de las acciones de una empresa que cotiza en bolsa a un precio determinado.

Las OPA son operaciones motivadas por demandas excepcionales de acciones y permiten adquirir muchas acciones de una empresa de un modo rápido y organizado, que de realizarse a través de operaciones ordinarias en bolsa podría resultar muy costoso, ya que la demanda continuada encarecería mucho el precio de esta acción.

La OPA cumple dos funciones, por un lado facilita al adquirente la obtención de un paquete amplio de acciones en un único momento y a un precio determinado, y por otro lado permite que todos los accionistas puedan vender en igualdad de condiciones.

Para que los accionistas acudan a la oferta y vendan sus acciones, el precio que se ofrece en una OPA es superior al de la cotización del mercado en ese momento (generalmente entre un 10% y un 20% por encima).

Es obligatorio lanzar una OPA sobre el 100 % de las acciones, en tres supuestos:

- 1) **Toma de control**. Adquirir más del 30 % de una sociedad cotizada u otras variantes de toma de control que contempla la ley,
- 2) **Exclusión de cotización bursátil**. Cuando una compañía decida dejar de cotizar en bolsa;
- 3) **Reducción de capital**. Al ser una modificación de estatutos significativa debe permitirse al 100% de los accionistas la posibilidad de vender sus acciones.

Ante una OPA los accionistas de la empresa 'opada' pueden optar por acudir a ella o por no hacerlo. Transcurrido el plazo de la oferta se comprueba si las aceptaciones superan el mínimo exigido y si es así se venden las acciones a la empresa que ha realizado la OPA; en el caso de que las acciones que acepten la oferta superen el máximo solicitado se prorratearán; y si no llegan al mínimo se podrá anular la OPA.



Puede haber '**OPA competidora**', cuando la oferta afecta a valores sobre los que ya se ha presentado otra OPA en la que todavía no ha expirado el plazo de aceptación.

Habitualmente, la entidad oferente suele intentar controlar un paquete minoritario antes de lanzarse a la aventura de la toma de control. Con la legislación actual, si se adquiere un 3% de una entidad cotizada, ya hay que comunicarlo a la CNMV, y cada 5% adicional que se adquiera es, asimismo, objeto de comunicación, por lo que, el factor "sorpresa" es difícil de conseguir.

SPLIT (DESDOBLAMIENTO DE ACCIONES)

Consiste en **dividir el valor nominal de las acciones de una sociedad en una proporción determinada** y, consecuentemente, multiplicar y dividir respectivamente y, en esa misma proporción, el número de acciones y el precio de mercado de las acciones.

La finalidad de esta operación es proporcionar mayor liquidez a los títulos de la sociedad, mejorar sus volúmenes de contratación y reducir el valor de las acciones en el mercado; es decir, se produce un aumento de la fraccionabilidad de la inversión del accionista. De este modo, el accionista poseerá mayor número de títulos pero con un precio proporcionalmente menor y serán más atractivas para la venta.

Esta operación **no supone ningún desembolso para el accionista**; es decir, se trata de una operación sin efecto económico-financiero pero con un claro efecto psicológico, al reducir el precio de las acciones en la proporción establecida.

La operación contraria es el agrupamiento de acciones o **contra-split**, que consiste en reducir, en una determinada proporción, el número de acciones en el mercado y multiplicar por esa misma proporción el precio de las mismas y su valor nominal. Es la operación contraria al desdoblamiento y con ella se pretende que, en el caso de una empresa cotizada con un número elevado de acciones y un precio muy reducido de las mismas, eliminar la volatilidad que se produce cuando la variación de una única unidad en el precio produce variaciones porcentuales muy elevadas.

2.6 COLOCACIÓN DE ACCIONES EN EL MERCADO PRIMARIO

La colocación de títulos en el mercado primario, tanto si se trata de títulos de renta fija como de títulos de renta variable, puede realizarse de varias formas, en función de la finalidad de la misma.

La finalidad de la colocación puede ser la colocación a inversores institucionales, inversores determinados o el público en general, o mixtas.

1. COLOCACIÓN DE UNA EMISIÓN A TRAVÉS DE INTERMEDIARIOS FINANCIEROS

La colocación de títulos a través de un intermediario financiero (IF) es el método más usual. Cuando se pretende colocar la emisión al público en general.

Las modalidades más habituales son:

- **Venta en firme:** El intermediario asume el riesgo de colocación, si no se colocan se los queda.
El IF asegura la colocación de todos los títulos en el mercado. El emisor traslada riesgo de la colocación al IF, compensándole mediante una remuneración. El IF adquiere los títulos a un precio inferior al de colocación en mercado. La diferencia entre precio de venta y el de compra es el beneficio del IF por asegurar la colocación.
- **Acuerdo Stand By:** El intermediario asume el riesgo de colocación, si no se consiguen colocar se los queda con una rebaja en el precio. El emisor traslada el riesgo colocación al IF. El IF recibe una remuneración igual a la diferencia entre el precio de venta y el de compra. En esta modalidad, el precio de adquisición de los títulos que se puedan colocar en el mercado, será superior al precio de los títulos que no se puedan colocar (en este supuesto, el IF los incorporará a su cartera de valores).
- **Best Effort Selling:** El emisor se queda con el riesgo de colocación, ya que el IF no asegura la colocación. El IF solo intenta colocar los títulos a cambio de una comisión.



2. COLOCACIONES PRIVADAS

Esta modalidad de colocación de títulos consiste en una colocación directa en el mercado por parte del emisor. Es decir, la entidad emisora vende los títulos a inversores institucionales (bancos, fondos de inversión, compañías de seguros, etc.)

Para el emisor de los títulos este tipo de colocación tiene un coste de colocación más reducido que si utiliza la intervención de un IF.

3. VENTA DIRECTA

La propia empresa se encarga de colocar los títulos en el mercado. Sin embargo y a diferencia de la colocación privada, en este caso los inversores no son grandes instituciones, sino que en general se trata de pequeños inversores que tienen una relación de proximidad con el emisor (empleados, proveedores, clientes,...)

FACTORES DETERMINANTES DEL ÉXITO DE UNA COLOCACIÓN DE UNA NUEVA EMISIÓN DE ACCIONES

Para que una emisión de acciones nuevas tenga una buena acogida por parte de los inversores, la empresa emisora debe tener en cuenta una serie de factores que serán determinantes en el éxito y facilidad de colocación de las acciones nuevas.

Factores:

- Precio de emisión de las acciones nuevas
 - Cuanto menor sea precio emisión, mayor será el valor del DPS. Será más fácil vender acciones nuevas aunque se obtendrán menos recursos.
 - Cuanto mayor sea precio emisión, menor será el DPS. Será más difícil colocar acciones nuevas, pero se obtendrán más recursos.
 - Si las acciones nuevas y viejas tienen las mismas características, el precio emisión de las nuevas siempre debe ser menor o igual al de las viejas.
 - El precio de emisión de las acciones nuevas no sufre ninguna modificación durante el período de la ampliación, el precio de las acciones nuevas debería ser inferior al de las viejas (en el caso de bolsa bajista, donde el precio acciones viejas fuera inferior al de las nuevas, se podría dar un fracaso de la ampliación de capital).
- Número de acciones nuevas emitidas: a mayor número de acciones nueva a emitir, más difícil colocarlas.
- Elección momento emisión en base al ciclo económico y ciclo bursátil. Siendo más fácil la colocación en fases expansivas de la economía y en tendencias alcistas bursátiles.
- Publicidad adecuada
- Grado concentración de las acciones viejas. Cuanta mayor concentración haya (pocos accionistas tengan muchas acciones), más volátil es la cotización lo que dificulta la colocación.
- Colocación a través intermediarios financieros para asegurar la colocación mediante su red comercial y experiencia.



TEMA 3: LA FINANCIACIÓN PROPIA INTERNA

3.1 LA AUTOFINANCIACION. CONCEPTO Y MODALIDADES

La financiación interna o autofinanciación, está integrada por aquellos recursos que la empresa genera por sí misma sin tener necesidad de acudir a los mercados financieros.

La autofinanciación se refiere a la financiación obtenida a través de medios internos. Se dice que existe autofinanciación cuando la empresa aplica a ella misma recursos financieros obtenidos en el desarrollo de sus actividades. Procede de los ingresos obtenidos por la empresa y que no han sido repartidos, tales como reservas, provisiones y amortizaciones, proceden del EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) generado por la propia empresa, que es la diferencia entre los ingresos y los gastos de explotación.

A través de la autofinanciación, la empresa atiende a tres importantes aspectos:

- Obtención de recursos financieros.
- Colocación de sus propios recursos financieros.
- Instrumentalización de un medio de incrementar su productividad.

La financiación interna puede ser libre u obligada, lo que da lugar a la creación de reservas voluntarias o legales. Y en relación a la segunda a las reservas obligatorias.

Con respecto a las reservas, hay que destacar que, aunque en un balance de situación exista un elevado volumen de reservas, si éstas se destinan a inversiones externas, o permanecen inactivas, no puede hablarse de autofinanciación en un sentido estricto.

Las distintas formas que puede adoptar la autofinanciación son las siguientes:

1. **Constitución de reservas.**
2. **Fondos de amortización y de provisión.**

Entre las modalidades de autofinanciación puede hacerse la siguiente distinción:

1. **Autofinanciación de mantenimiento.** Implica la financiación de inversiones que mantienen el valor productivo de la empresa.
2. **Autofinanciación de expansión o enriquecimiento.** Implica la financiación de inversiones de ampliación. También se denomina autofinanciación de decrecimiento empresarial.

La autofinanciación presenta un conjunto de ventajas e inconvenientes:

VENTAJAS	INCONVENIENTES
<ul style="list-style-type: none"> - Origina una mayor rentabilidad. - Economiza gastos bancarios y administrativos. -Evita los gastos notariales en la confección de escrituras. -Proporciona una mayor autonomía financiera. -En momentos de elevada incertidumbre monetaria puede constituir la única fuente de financiación posible. -Si se compara con una ampliación de capital, reduce los impuestos a pagar, ya que no está gravada por el Impuesto de Transmisiones Patrimoniales. 	<ul style="list-style-type: none"> - Reduce dividendos al accionista, por lo que al pequeño accionista puede no interesarle. - Aumenta la liquidez de la empresa, lo que le puede llevar a efectuar inversiones arriesgadas. - Disminuye la rentabilidad del patrimonio social. - El exceso de recursos puede hacer disminuir la efectividad en la gestión de la dirección de la empresa.



3.2 LA AUTOFINANCIACIÓN EN EL BALANCE

El balance de situación recoge los distintos elementos patrimoniales, entendiendo éste como el conjunto de bienes, derechos y obligaciones de la empresa, en términos de stock o fondo y no en términos de flujo.

La autofinanciación puede contemplarse como:

- a) **Stock.** Suma de las diferentes cuentas relativas a la autofinanciación. Se obtiene el montante de la autofinanciación en un momento dado.
- b) **Flujo.** Aumento o disminución de la autofinanciación durante un determinado período de tiempo. Autofinanciación generada.

La autofinanciación por enriquecimiento se halla recogida en el balance en las cuentas de reservas. Hay que tener en cuenta al respecto, la consideración de las reservas ocultas, las cuáles pueden provenir de:

- 1.- Fondos de amortización y provisiones dotadas en exceso.
- 2.- Activos no contabilizados o contabilizados por un valor inferior a su valor real.

La autofinanciación por mantenimiento se halla recogida en el balance en las cuentas relativas a los fondos de amortización y en las cuentas de provisiones.

3.3 LAS AMORTIZACIONES: SIGNIFICADO Y FUNCIÓN FINANCIERA

Los diferentes bienes propiedad de la empresa reflejados en las cuentas del activo fijo están sujetos a una pérdida de valor o depreciación. **La expresión contable de dicha depreciación del activo se denomina amortización.**

Por depreciación se entiende la pérdida de valor que experimentan los elementos del activo al colaborar en el proceso productivo o por el mero transcurso del tiempo. Sólo aquellos elementos patrimoniales que prestan servicio durante varios ejercicios económicos o períodos contables son susceptibles de ser depreciados. En aquellos otros que desaparecen con un solo acto de consumo, por ejemplo, en las materias primas, no cabe hablar de depreciación.

En definitiva, pueden experimentar depreciación todos aquellos elementos del activo cuya duración es superior a la duración del ejercicio económico.

Estos bienes, pierden valor de forma gradual hasta el momento en que los mismos han de ser sustituidos por otros de iguales características. Esta necesidad de tener que reponer los activos es lo que origina la amortización.

Se denomina amortización a la imputación o asignación de la depreciación al coste de producción industrial, y se denomina fondo de amortización a un fondo que se crea para compensar la pérdida de valor o depreciación que experimentan ciertos elementos patrimoniales.

Dicho fondo se va engrosando cada año por un importe igual al valor de la depreciación correspondiente y, al final de la vida económica del bien amortizable podrá el empresario reponerlo con el dinero acumulado con el fondo de amortización.

3.4 CAUSAS DE LA DEPRECIACIÓN

Existen tres tipos de causas de esta pérdida de valor del inmovilizado.

1. **Depreciación funcional.** Es la pérdida de valor por el uso y desgaste.
2. **Depreciación física.** Es la pérdida de valor debida al mero paso del tiempo, que origina pérdidas de cualidades en el bien.
3. **Depreciación económica u obsolescencia.** Esta depreciación puede obedecer a varios motivos:



- **Obsolescencia tecnológica.** El progreso técnico hace que los activos pierdan competitividad, lo que los convierte en antieconómicos.
 - **Obsolescencia por variaciones de la demanda.** Una máquina puede ser la mejor para un determinado nivel de demanda, es decir, para un determinado nivel de producción. Sin embargo, para demandas superiores o inferiores puede resultar anticuada dicha máquina, al producir a costes medios demasiado elevados.
 - **Obsolescencia por cambios en la retribución de los factores productivos.** La variación relativa de la retribución de los factores productivos puede inutilizar costosos equipos productivos. Un determinado tipo de maquinaria puede ser idóneo para un cierto nivel de salarios, pero para otro nivel distinto puede ser más conveniente otro tipo de maquinaria.
4. **Depreciación por agotamiento o caducidad.** En determinadas empresas, un gran número de activos fijos pierden valor al agotarse el recurso natural que se está explotando. Lo mismo ocurre con las empresas concesionarias.

El concepto de amortización tiene diversos significados:

1. **Desde el punto de vista económico,** representa la imputación a los costes de la depreciación de los activos que han intervenido en el proceso productivo.
2. **Desde el punto de vista técnico,** representa la puesta de manifiesto, a través del análisis valorativo que del activo se hace, de su menor capacidad o aptitud para el proceso productivo.
3. **Desde el punto de vista financiero,** supone una liquidación del activo fijo, es decir, su conversión en disponibilidades líquidas.

3.5 LA FUNCIÓN FINANCIERA DE LAS AMORTIZACIONES

El valor de la depreciación se imputa al coste de la producción por las siguientes razones:

1. Para recuperar el capital invertido en forma de activos de producción.
2. Para determinar con rigor los costes de producción, para fines de contabilidad de gestión.
3. Para incluir con fines fiscales la depreciación como un gasto de explotación.

La amortización técnica puede ser considerada sobre el precio de coste o sobre el precio de reposición. En períodos de fuerte inflación es importante utilizar el precio de reposición.

En función del método de amortización utilizado, las cuotas de amortización pueden ser constantes, crecientes o decrecientes.

La **función financiera de las amortizaciones** deriva de su consideración como un flujo financiero, ya que forman parte de los recursos generados por la explotación.

3.6 EL EFECTO AMPLIACIÓN DE CAPACIDAD. EFECTO RUCHTI-LOHMAN

Cuando se dan ciertas circunstancias, la amortización económica permite, no sólo el mantenimiento de su capacidad de producción, sino que además permite ampliar la capacidad de producción.

Las condiciones que deben cumplirse son las siguientes:

- La empresa debe encontrarse en una fase de expansión.
- Ausencia de obsolescencia tecnológica.
- El progreso técnico no debe afectar ni a la capacidad de producción de los activos, ni a su vida útil ni a su coste.
- El equipo productivo debe ser divisible.
- La capacidad de producción de los activos debe permanecer inalterada a lo largo de su vida útil.
- La inflación no debe afectar al coste de reposición de los activos.



3.7 AMORTIZACIONES ECONÓMICAS VERSUS AMORTIZACIONES FINANCIERAS

Las **amortizaciones económicas** constituyen un **origen de fondos**, son un **flujo financiero**. Es un gasto del ejercicio, porque la amortización refleja la pérdida de valor de los activos (depreciación). Es un gasto que no genera un pago. Supone un gasto fiscalmente deducible.

$$\begin{array}{r} \text{Ingresos explotación} \\ - \text{Gastos explotación} \\ \hline \text{Margen Bruto explotación (EBITDA)} \\ - \text{Amortizaciones} \\ \hline \text{BAIT o EBIT} \\ - \text{Gastos Financiación (intereses)} \\ \hline \text{BAT o EBT (earnings before tax)} \\ - \text{Impuestos} \\ \hline \text{BN (benefici net) o NE (net earnings)} \end{array}$$

Las **amortizaciones financieras** son una **aplicación de fondos**. Consisten en una devolución de un capital ajeno.

Existe una relación entre la amortización económica y la amortización financiera, puesto que la amortización económica debe permitir hacer frente a la amortización financiera.

La manera de amortizar no afecta al Cash-Flow Bruto, pero sí al neto debido a los impuestos.

$$\begin{array}{l} \text{BAT} + \text{Amortizaciones} \rightarrow \text{Cash-Flow Bruto} \\ \text{BN} + \text{Amortizaciones} \rightarrow \text{Cash-Flow Neto} \end{array}$$

Para que una empresa esté en equilibrio, la amortización económica debe ser superior a la amortización financiera.

La función financiera de la amortización económica consiste en su reinversión dentro de la empresa.

Esta función estará relacionada con la situación en la que se encuentre la empresa.

1. Fase de expansión: Reinversión en nuevos activos que permitan aumentar la capacidad de producción.
2. Fase de estancamiento: Reinversión en inversiones financieras permanentes o en activos circulantes.
3. Fase de recesión: Reducción de deudas o reducción de capital.

LOS MÉTODOS DE AMORTIZACIÓN

CONCEPTOS BÁSICOS

- **Tipo o tanto de amortización:** Es un coeficiente que se aplica sobre el valor amortizable para obtener la cuota de amortización del ejercicio económico correspondiente.
- **Base o valor amortizable:** Es igual a la diferencia entre el coste de adquisición del elemento patrimonial y el valor residual del mismo.

En épocas de fuerte inflación suele tomarse como base la diferencia entre el valor de reposición estimado del elemento patrimonial y su valor residual.



- **Cuota de amortización:** Es la expresión monetaria de la reducción del valor experimentada por el elemento patrimonial que se deprecia durante el ejercicio económico correspondiente. Se obtiene multiplicando el tipo de amortización por el valor amortizable.

1. MÉTODO LINEAL O DE CUOTAS FIJAS

Este método consiste en asignarle a todos los ejercicios económicos la misma cuota de amortización.

$$\text{Cuota de amortización} = \frac{V_0 - V_r}{n}$$

V_0 = Valor de adquisición.

V_r = Valor residual.

n = Años de vida útil del activo.

2. MÉTODO DEL TANTO FIJO SOBRE UNA BASE AMORTIZABLE DECRECIENTE

La aplicación de este método de amortización consiste en aplicar un tanto fijo t , que previamente hay que calcular, sobre el valor pendiente de amortización al comienzo de cada ejercicio, para calcular la cuota de amortización correspondiente.

Año 1	$A_1 = t V_0$	
Año 2	$A_2 = t V_1$	$= t(V_0 - tV_0) = t(1-t)V_0$
Año 3	$A_3 = t V_2$	$= t(1-t)^2 V_0$
⋮	⋮	⋮
Año n	$A_n = t V_{n-1}$	$= t(1-t)^{n-1} V_0$
	$A_1 > A_2 > A_3 >$	$\dots \dots \dots > A_n$

Como que $V_n = V_0(1-t)^n$

Entonces $t = 1 - \left(\frac{V_n}{V_0}\right)^{\frac{1}{n}}$

3. MÉTODO DE LOS NÚMEROS DÍGITOS O PROPORCIONAL A LA SERIE DE NÚMEROS NATURALES

Este método consiste en asignar a cada uno de los n años de vida útil del bien amortizable un dígito de la serie de números naturales.

Pueden darse dos casos:

- 1, 2, 3,, n-1, n amortización creciente.
- n, n-1,, 3, 2, 1 amortización decreciente.

a) Método creciente

Si se aplica este criterio, las cuotas de amortización seguirán una tendencia creciente.

Año 1	$A_1 = (V_0 - V_r) \frac{1}{1+2+3+4+\dots+n}$
Año 2	$A_2 = (V_0 - V_r) \frac{2}{1+2+3+4+\dots+n}$
⋮	⋮
⋮	⋮
Año n	$A_n = (V_0 - V_r) \frac{n}{1+2+3+4+\dots+n}$



b) Método decreciente

Si se aplica este criterio, las cuotas de amortización seguirán una tendencia decreciente.

$$\begin{array}{l} \text{Año 1} \quad A_1 = (V_0 - V_r) \frac{n}{1+2+3+4+\dots+n} \\ \text{Año 2} \quad A_2 = (V_0 - V_r) \frac{n-1}{1+2+3+4+\dots+n} \\ \vdots \\ \text{Año n} \quad A_n = (V_0 - V_r) \frac{1}{1+2+3+4+\dots+n} \end{array}$$

3.8 RESERVAS Y PROVISIONES

Una de las decisiones más importantes de la empresa, por afectar al valor de la misma es la relativa a la política de dividendos y, en consecuencia, la correspondiente a la distribución del excedente económico entre los accionistas y la autofinanciación.

La retención de beneficios puede ser efectuada de una manera voluntaria u obligatoria.

A su vez, estas retenciones pueden encontrarse reflejadas contablemente en las cuentas de reservas, o por el contrario, darse el caso de que no tengan su oportuno reflejo. En este último supuesto nos encontramos ante las denominadas reservas ocultas, las cuales se originan por la subvaloración de activos o por la sobrevaloración de pasivos.

En general, son reservas todos aquellos beneficios realizados y no distribuidos. No obstante, teniendo en cuenta la terminología contable, hay que matizar los conceptos de reserva y provisión.

- **Reservas.** En un sentido amplio se identifican con la autofinanciación neta. Son una prolongación del capital permanente de la empresa. Se dotan con cargo al beneficio del período.

Las reservas pueden clasificarse atendiendo a varios criterios:

a) En función de su regulación:

- **Legales.** Están reguladas por la Ley de Sociedades Anónimas. Hay que dotar el 10% del beneficio neto hasta el que su dotación alcance el 20% del Capital Social. Sólo pueden utilizarse para compensar pérdidas.
- **Estatutarias.** Constituyen unas reservas obligatorias cuya dotación y utilización están reguladas por los Estatutos Sociales.
- **Voluntarias.** Como su nombre indica tienen un carácter voluntario y su aprobación la determina la Junta General de Accionistas.

b) En función del punto de vista contable:

- **Expresas.** Son aquellas reservas que aparecen en el Balance de Situación. Están contabilizadas.
- **Ocultas o tácitas.** Estas reservas no están contabilizadas. No aparecen en el Balance de Situación.

c) En función de su tratamiento fiscal:

- **Con trato fiscal favorable.** Su dotación no está sujeta al Impuesto sobre Sociedades. Un ejemplo lo constituyen las reservas por Actualización de Balances.
- **Sin trato fiscal favorable.**

d) Otra clasificación.

- **Especiales.** Aquellas que están constituidas al amparo de las leyes fiscales.
- **Prima de emisión.**
- **Remanente.** Beneficios de ejercicios anteriores pendientes de su distribución.



- **Provisiones.** Se refieren a riesgos conocidos y, que son en definitiva, ajustes valorativos, y por tanto, componentes de costes. Son una prolongación del capital a título provisional y, tienen objetivos muy concretos para atender a riesgos conocidos, pero probables en cuanto al valor de la pérdida y se dotan con cargo a la explotación, antes de la distribución de beneficios.

3.9 EFECTO MULTIPLICADOR DE LA AUTOFINANCIACIÓN

La política de autofinanciación incide en la estructura financiera o estructura de capital de la empresa. En este sentido hay que destacar que cualquier aumento de los recursos propios aumenta la capacidad de endeudamiento de la empresa. Para un nivel de endeudamiento dado, si los recursos propios aumentan a consecuencia de la autofinanciación se incrementará la capacidad de endeudamiento de la empresa. Este es el denominado **efecto multiplicador de la autofinanciación**.

Este efecto consiste en que dada una estructura financiera de la empresa, un incremento de la autofinanciación permite incrementar los recursos ajenos sin que se vea afectada la estructura financiera de la empresa.

$$P = C + A + D$$

Donde,

P = Total pasivo

C = Capital

A = Autofinanciación

D = Deudas

L = D/P Coeficiente de endeudamiento.

Entonces:

$$P = C + A + LP$$

Si aumenta la autofinanciación.

$$P + \Delta P = C + A + \Delta A + [L \cdot (P + \Delta P)]$$

$$\Delta P = \Delta A + (L \cdot \Delta P)$$

$$\Delta P - (L \cdot \Delta P) = \Delta A$$

$$\Delta P(1 - L) = \Delta A$$

$$\frac{DP}{DA} = \frac{1}{1-L} = K$$

K = Multiplicador de la autofinanciación



TEMA 4: LA FINANCIACIÓN AJENA A LARGO PLAZO

4.1 LA FINANCIACIÓN AJENA. CARACTERÍSTICAS Y MODALIDADES

La financiación ajena se obtiene del exterior de la empresa e implica una deuda. Su importancia es elevada y se debe, en parte, a su influencia directa en la estructura financiera de la empresa y de otra, a su influencia en la determinación del beneficio por acción.

Por lo que al primero de los aspectos se refiere, puede implicar efectos negativos al incrementar el riesgo financiero de la sociedad, si esta ya está suficientemente endeudada. Mientras en el segundo aspecto, produce un efecto positivo, denominado "efecto amplificador de la rentabilidad" al incrementarse el beneficio por acción, siempre y cuando la rentabilidad de las inversiones financiadas con dichos recursos sea superior al coste del capital de los mismos.

Existen diferentes clasificaciones de los recursos ajenos:

- **Financiación directa.** El financiador asume la figura de acreedor, lo que le reporta una remuneración sobre la cantidad prestada.

Ejemplos:

- Créditos y préstamos.
- Empréstitos.
- Descuento comercial.
- Factoring.

- **Financiación indirecta.** En este tipo de financiación asume la figura de proveedor.

Otra tipología es en función del plazo:

- **Financiación ajena a largo plazo.** Aquella cuyo plazo de amortización es superior a un año y se destina a la financiación de inversiones permanentes, ya sea en activos fijos o no corrientes o correspondan a la parte más estable del activo no corriente (capital circulante).
- **Financiación ajena a corto plazo.** Cuando su plazo de amortización es igual o inferior a un año. Se destina a financiar el ciclo de explotación.

4.2 PRÉSTAMOS Y CRÉDITOS

Las empresas piden préstamos a las instituciones financieras (bancos, cajas de ahorro, cooperativas de crédito, etc.) para financiar sus inversiones. Una vez aprobado, la empresa puede disponer del dinero de forma inmediata. La empresa debe devolver este dinero con los intereses correspondientes, según las condiciones acordadas con la entidad financiera.

Una operación de **préstamo** consiste en un contrato por el cual la entidad financiera (prestamista) entrega al cliente (prestatario) una cantidad de dinero pactada, obligándose éste último al pago de un interés y a la devolución del nominal o principal, de acuerdo con un determinado calendario de amortizaciones.

Un **crédito** es un contrato mediante el cual la entidad financiera pone a disposición de la empresa una cantidad determinada de dinero. La diferencia con el préstamo radica en que la empresa solo paga intereses por la cantidad empleada y el tiempo en que se ha utilizado dicha cantidad.

Todo producto tiene sus ventajas e inconvenientes y el empresario deberá elegir en cada momento el que más se ajuste a sus necesidades. Los créditos son especialmente adecuados para cubrir problemas de liquidez y presentan la ventaja de que solo se paga por lo dispuesto. Por otro lado, aunque se pueden renovar tantas veces como se necesite, suelen ser más caros que los préstamos. Además al tenerlos que renovar generalmente todos los años, obligan a incurrir en costes de notarios. Los préstamos, suelen tener un tipo de interés menor, pero las entidades financieras suelen exigir más garantías para concederlos.



4.3 SISTEMAS DE AMORTIZACIÓN

En relación al sistema de amortización empleado, los sistemas más usuales son:

1. SISTEMA FRANCÉS O DE ANUALIDAD CONSTANTE

Es la forma más frecuente de amortización de préstamos, y consiste en que vamos a pagar la misma cuota siempre, lo que varía son los intereses y el capital amortizado. Los intereses que se cobran en las cuotas se calculan sobre el importe pendiente de amortizar, es decir, lo que pagamos de intereses se va a ir reduciendo en una cuantía proporcional a la amortización del capital, ya que el capital pendiente de amortización será menor. En la primera fase, por tanto, se pagan principalmente intereses. Pero a medida que se van pagando cuotas, la parte de las mismas que corresponde a capital amortizado aumenta, disminuyendo así los intereses.

A_i : Cuota pagada en el período "i" que incluye los intereses y la devolución del principal.

C_i : Parte de la cuota pagada en el período "i" que corresponde a la devolución del principal.

I_i : Parte de la cuota pagada en el período "i" que corresponde al pago de los intereses.

Las cuotas, calculadas a través de un sistema francés de amortización, se mantienen constantes hasta la totalidad del préstamo.

$$A_1 = A_2 = A_3 = \dots = A_n$$

$$C_1 < C_2 < C_3 < \dots < C_n$$

$$I_1 > I_2 > I_3 > \dots > I_n$$

Cálculo cuota método francés:

$$\text{Cuota} = \text{Capital} \cdot \frac{i \cdot (1 + i)^{\text{periodos}}}{(1 + i)^{\text{periodos}} - 1}$$

2. CUOTA O DE ANUALIDAD DECRECIENTE O SISTEMA DE AMORTIZACIÓN CONATANTE

En este tipo de amortización de préstamos ocurre lo contrario. Se amortiza siempre la misma cantidad de capital de forma que los intereses se van reduciendo progresivamente y el total a pagar va descendiendo. Es decir, el importe de las cuotas desciende con el paso del tiempo.

A_i : Cuota pagada en el período "i" que incluye los intereses y la devolución del principal.

C_i : Parte de la cuota pagada en el período "i" que corresponde a la devolución del principal.

I_i : Parte de la cuota pagada en el período "i" que corresponde al pago de los intereses.

$$A_1 > A_2 > A_3 > \dots > A_n$$

$$C_1 = C_2 = C_3 = \dots = C_n$$

$$I_1 > I_2 > I_3 > \dots > I_n$$

Cálculo cuota de amortización:

$$\text{Cuota} = \text{Capital} / n$$

4.4 CÁLCULO DEL COSTE DE UN PRÉSTAMO

Para realizar el cálculo del coste de un préstamo calcularemos la tasa de descuento (k) que iguale la cantidad neta recibida en el momento presente al valor actualizado de las cantidades entregadas en el futuro.

Antes de impuestos:

$$E = N - G = \frac{C_1 + I_1}{(1+k)} + \frac{C_2 + I_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{C_n + I_n}{(1+k)^n} = \sum_{t=1}^n \frac{C_t + I_t}{(1+k)^t}$$

Siendo:

$E = N - G$: Flujos de fondos netos recibidos, cuyo importe es igual a la diferencia entre el principal del préstamo y los gastos y comisiones que implique su concesión.

C_t : Amortización del principal en el período "t".

I_t : Intereses pagados en el período "t".

K: coste efectivo de la fuente de financiación.

Después de gastos e impuestos (**coste efectivo**):

$$\begin{aligned} E &= N - G \cdot (1 - T) = \\ &= \frac{C_1 + I_1 \cdot (1 - T)}{(1+k)} + \frac{C_2 + I_2 \cdot (1 - T)}{(1+k)^2} + \dots + \frac{C_n + I_n \cdot (1 - T)}{(1+k)^n} = \\ &= \sum_{t=1}^n \frac{C_t + I_t \cdot (1 - T)}{(1+k)^t} \end{aligned}$$

Siendo:

T: Tipo impositivo sobre la renta de sociedades.



EJERCICIO 1: COSTE EFECTIVO DE UN PRESTAMO

Calcular el coste efectivo de un préstamo que tiene las siguientes características:

- Nominal préstamo: 1.000.000 euros.
- Comisión de apertura: 1%.
- Tipo de interés: 5%.
- Años hasta el vencimiento: 2 años.
- Amortización del capital a través de un sistema de cuota de capital constante.

De acuerdo a la información anterior, y si la empresa tributa a un tipo del 35% calcular el coste efectivo anual del préstamo después de impuestos en los siguientes supuestos:

1. Pago de las cuotas con periodicidad anual.
2. Pago de las cuotas con periodicidad semestral.



EJERCICIO 2: COSTE EFECTIVO DE UN PRESTAMO

Una empresa quiere financiar a través de un préstamo a cuatro años una inversión que requiere un desembolso de 100 millones de euros.

Las condiciones del préstamo son las siguientes:

- 14,00% de interés anual, pagadero por anualidades vencidas.
- 1,00% de comisión de apertura.

Si el tipo impositivo sobre los beneficios empresariales es de un 35%, calcular el coste efectivo del préstamo antes y después de impuestos en los supuestos siguientes:

1. La amortización se realiza mediante un sistema francés.
2. La amortización se realiza mediante un sistema de cuotas de amortización constantes.



EJERCICIO 3: COMPARACIÓN ENTRE UN PRÉSTAMO A TIPO FIJO Y UN PRÉSTAMO A TIPO DE INTERÉS VARIABLE

Para poder financiar parte de una inversión en activo fijo, una empresa quiere solicitar un préstamo a cuatro años.

Las características de este préstamo son las siguientes:

- Nominal del préstamo: 50 millones de euros.
- Comisión de apertura del 1% sobre el nominal.
- Gastos de estudio: 50.000 euros.
- Pago de las cuotas por anualidades vencidas.
- La amortización se realiza a través de cuotas lineales.

En relación al tipo de interés del préstamo, la entidad financiera ofrece a la empresa dos alternativas distintas:

1. Tipo de interés fijo del 8% anual.
2. Tipo Euribor a un año más un diferencial de un 0,50%.

Antes de tomar una decisión al respecto, el Departamento Financiero de la empresa ha realizado unas previsiones sobre la evolución del Euribor durante los próximos cuatro años. Estas, son las siguientes:

Año 0: 7,00%
Año 1: 7,50%
Año 2: 8,00%
Año 3: 8,50%
Año 4: 8,50%

Calcular el coste efectivo del préstamo a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable antes y después de impuestos



4.5 LOS EMPRÉSTITOS OBLIGACIONISTAS

Un empréstito consiste en una emisión de activos financieros de renta fija realizada por emisores públicos o por emisores privados. Estos activos son adquiridos por los inversores, los cuales se convierten en acreedores de la sociedad emisora y a cambio del pago del precio de emisión y en función de las características de la emisión percibirán unos cupones periódicos, y en la fecha de su vencimiento el precio de amortización. Estos títulos, que representan una parte alícuota de una deuda, suelen denominarse en España, bonos u obligaciones en función de su vencimiento.

- **Obligaciones:** vencimiento a largo plazo, superior a los 5 años.
- **Bonos:** vencimiento a medio plazo, inferior i igual a 5 años

Los empréstitos surgen cuando las necesidades de financiación son tan elevadas que resulta difícil obtener los fondos de un solo acreedor. Por ello se opta por fraccionar la deuda en pequeños préstamos, representados en títulos, que son suscritos por un número elevado de prestamistas.

Así, se puede definir el empréstito como un macro-préstamo de cuantía elevada que para facilitar el concurso de muchos acreedores se divide en partes iguales, las cuales se instrumentan en títulos.

Los títulos incorporan un derecho de cobro por parte del titular o poseedor del título de:

- Intereses(en forma de CUPONES).
- Recuperación del nominal.

Estos derechos se convierten en la obligación para la sociedad emisora que se materializa en el pago de interés y devolución del nominal.

4.6 SISTEMAS DE AMORTIZACIÓN DE UN EMPRÉSTITOS

Aunque en general, el sistema de amortización más utilizado para amortizar un empréstito consiste en amortizar la totalidad de los títulos emitidos en fecha de su vencimiento, existen diversos sistemas.

Estos son:

- Sistema de amortización de anualidad constante.
- Sistema de amortización de anualidad decreciente.
- Sistema de amortización de fondo de amortización.
- Sistema de amortización anticipada.

4.7 VALORACIÓN, COSTE Y RENDIMIENTO DE LOS EMPRÉSTITOS

Cuando una sociedad decide emitir un empréstito conoce la cuantía de las necesidades financieras que tiene y pretende obtener con los títulos que va a poner en circulación.

Asimismo, la emisión supone gastos (gastos de emisión) que también precisarán ser financiados, por lo tanto, el valor de emisión ha de cubrir dichas cuantías. Por esto, en toda emisión se cumplirá la siguiente expresión, desde el punto de vista del emisor:

$$\text{Necesidades financieras} + \text{Gastos de emisión} = \text{Valor emisión del empréstito}$$

Necesidades financieras + Gastos de emisión = Valor emisión del empréstito



COSTE DE CAPITAL DE UNA EMISIÓN DE BONOS U OBLIGACIONES

Coste de la emisión antes de impuestos:

$$NP_e - G = \sum_{t=1}^n \frac{N_t P_A + I_t}{(1+k)^t}$$

Siendo:

- N: Número de títulos emitidos.
- P_e : Precio de emisión de los títulos.
- G: Gastos de emisión.
- N_t : Número de títulos amortizados en el período t
- P_A : Precio de amortización de los títulos.
- I_t : Intereses pagados en el período t.
- k: Tasa de descuento.
- T: Tipo impositivo sobre los beneficios.

El coste después de gastos e impuestos (coste efectivo):

$$NP_e - G \cdot (1 - T) = \sum_{t=1}^n \frac{N_t P_A + I_t \cdot (1 - T)}{(1+k)^t}$$

VALOR TEÓRICO Y VALOR DE MERCADO DE UN BONO U OBLIGACIÓN

Desde la fecha de emisión y hasta el momento de su amortización los títulos tienen un valor teórico, el cual depende del tipo de interés ofrecido y de la rentabilidad ofrecida por las nuevas emisiones de títulos que tengan el mismo nivel de riesgo y les quede el mismo período de tiempo hasta su amortización.

Cálculo del valor teórico:

$$\begin{aligned} VT &= \frac{CUP_1}{(1+k)} + \frac{CUP_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{CUP_n}{(1+k)^n} + \frac{P_A}{(1+k)^n} = \\ &= \sum_{t=1}^n \frac{CUP_t}{(1+k)^t} + \frac{P_A}{(1+k)^n} \end{aligned}$$

Siendo:

- VT: Valor teórico del título.
- n: número de períodos hasta el vencimiento.
- P_A : Precio de amortización del título.
- k: Rentabilidad ofrecida por las nuevas emisiones.
- CUP_t : Cupón pagado en el período "t".

El valor del mercado del bono u obligación vendrá determinado, en cada momento por la oferta y la demanda existente.



La comparación entre el valor de mercado y el valor teórico nos indicará si este título de renta fija está infravalorado o sobrevalorado por el mercado.

- Si el valor teórico del título es superior a su valor de mercado, el activo está infravalorado.
- Si el valor teórico del título inferior a su valor de mercado, el activo está sobrevalorado.
- Si el valor teórico del título es igual a su valor de mercado, el activo está correctamente valorado.

Para calcular el valor del título deberemos tener en cuenta el tipo de interés del mercado (i_m):

- Si $i_m > i$. Si el tipo de interés de las nuevas emisiones es superior al tipo de interés ofrecido por el título, el valor teórico del título será inferior a su valor nominal.

- Si $i_m < i$. Si el tipo de interés de las nuevas emisiones es inferior al tipo de interés ofrecido por el título, el valor teórico del título será superior a su valor nominal.

- Si $i_m = i$. Si el tipo de interés de las nuevas emisiones es igual al tipo de interés ofrecido por el título, el valor teórico del título será igual a su valor nominal.

Para el cálculo del rendimiento deberemos hallar la TIR, o lo que es lo mismo, la k .

Antes de impuestos:

$$VT = \frac{CUP_1}{(1+k)} + \frac{CUP_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{CUP_n}{(1+k)^n} + \frac{P_A}{(1+k)^n}$$

Después de impuestos:

(Recordemos que estamos analizando el prisma del inversor, quien compra la obligación, por lo que los impuestos serán su IRPF):

$$VT = \frac{CUP_1 \cdot (1-t_{IRPF})}{(1+k)} + \frac{CUP_2 \cdot (1-t_{IRPF})}{(1+k)^2} + \dots + \frac{CUP_n \cdot (1-t_{IRPF})}{(1+k)^n} + \frac{P_A}{(1+k)^n}$$

EJERCICIO 4: COSTE DE UNA EMISIÓN DE BONOS

La Sociedad Metales, SA quiere llevar a cabo una emisión de bonos a cincoaños que tiene las siguientes características:

- Valor nominal de cada bono: 100.000 u.m.
- Número de bonos emitidos: 10.000
- La emisión se amortizará por su totalidad en la fecha de su vencimiento.
- Los gastos de emisión representan un 2% sobre el valor nominal emitido.
- Tipo de interés: 9,00%.

Si la empresa está sujeta a un tipo impositivo del 35% sobre los beneficios empresariales, calcular:

1. Coste efectivo del empréstito antes y después de impuestos si el pago del cupón se realiza por anualidades vencidas.
2. Coste efectivo del empréstito antes y después de impuestos si el pago del cupón se realiza por semestres vencidos



EJERCICIO 5: VALOR DE UNA OBLIGACIÓN ORDINARIA

Un inversor posee una obligación a la que le faltan tres años hasta su vencimiento.

Las características de esta obligación son las siguientes:

- Valor nominal: 100.000 euros.
- Precio de amortización: 100.000 euros.
- Tipo de interés: 4,00%.
- Pago del cupón por anualidades vencidas.

Determinar el valor de mercado de esta obligación si hoy, cuando de faltan tres años hasta su vencimiento, los tipos de interés de las nuevas emisiones a tres años son:

1. 5,00%.
2. 4,00%.
3. 3,00%



EJERCICIO 6: RENDIMIENTO DE UNA OBLIGACIÓN ORDINARIA

Un inversor posee una obligación a la que le faltan tres años hasta su vencimiento. Las características de esta obligación son las siguientes:

- Valor nominal: 100.000 euros.
- Precio de amortización: 100.000 euros.
- Tipo de interés: 4,00%.
- Pago del cupón por anualidades vencidas.

Determinar qué rentabilidad obtendría un inversor que comprara esta obligación a un precio de 101.500 euros y la mantuviera hasta su vencimiento.



BONOS/OBLIGACIONES ESPECIALES

1. EMISIONES CON BONIFICACIÓN FISCAL

Es un tipo de activo que tiene una ventaja de tipo fiscal, están reguladas por la ley, se limita la posibilidad de realización a las empresas concesionarias de autopistas y las empresas eléctricas. El objetivo de implantación consistió en favorecer e incentivar las inversiones de estos dos tipos de empresas.

Las empresas que llevan a cabo emisiones de estos títulos pueden obtener financiación a un coste inferior al coste de mercado, lo que supone un incentivo para que pongan en marcha nuevos proyectos de inversión, pero este menor coste no penaliza la rentabilidad finalmente obtenida por los tenedores de los títulos, ya que el menor tipo de interés de la emisión queda compensado por un beneficio fiscal que consiste en una disminución del pago del impuesto sobre la renta. Las emisiones con bonificación fiscal tienen una bonificación de un 95% sobre la retención a cuenta mientras que en una emisión normal la retención es del 18%.

A la hora de practicar la declaración de la rentase desgravan como si se hubiese retenido un 24% (cuando sólo se retuvo el 1,2%).

CUOTA INTEGRAL = Cupón x Tipo (IRPF)

Deducción = Cupón x 24%

Impuesto a pagar = CUOTA INTEGRAL - Deducción

Cupón NETO = Cupón - Cupón x 1,2%

Cupón NETO desp IMPUESTOS = Cupón NETO - Impuesto a pagar

La rentabilidad **financiero-fiscal** puede definirse como la rentabilidad anual bruta (antes de impuestos) que tendría que ofrecer una inversión alternativa, sin ventajas fiscales, para que el inversor teniendo en cuenta su tipo impositivo, obtuviera el mismo rendimiento anual neto (después de impuestos) que suscribiendo estas emisiones, beneficiándose de bonificación fiscal.

Para las empresas emisoras, esta modalidad de empréstito tiene unas ventajas evidentes, puesto que, sin que se vea reducida la rentabilidad efectiva de los inversores, pueden realizar la emisión a un tipo de interés nominal inferior al tipo de interés de mercado.

RFF = Rentabilidad financiero-fiscal

$$RFF = \frac{\text{Cupón NETO desp IMPUESTOS (\%)}}{(1 - t_{IRPF})}$$



EJERCICIO 7: TÍTULOS CON BONIFICACIÓN FISCAL

En una determinada fecha, dos inversores están analizando una posible inversión en renta fija, para la que disponen de dos alternativas:

Bonos con bonificación fiscal:

- Valor nominal: 100.000 euros.
- Títulos emitidos: 1000
- Cupón anual: 3,50%
- Precio emisión = valor nominal.
- Precio amortización = valor nominal.
- Gastos de emisión: 1%.
- Duración emisión: 4 años.

Bonos ordinarios:

- Valor nominal: 100.000 euros.
- Títulos emitidos: 1000
- Cupón anual: 4,50%
- Precio emisión = valor nominal.
- Precio amortización = valor nominal.
- Gastos de emisión: 1%
- Duración emisión: 4 años.

En función de la información anterior, y teniendo en cuenta que los tipos impositivos de los inversores son de un 40% y de un 25%, determinar:

1. Coste efectivo de la emisión de títulos bonificados si la empresa emisora tributa a un 30% sobre los beneficios.
2. Rentabilidad financiero-fiscal que obtiene el inversor cuyo tipo impositivo sobre el IRPF es de un 40%.
3. Rentabilidad financiero-fiscal que obtiene el inversor cuyo tipo impositivo sobre el IRPF es de un 25%.
4. Intereses netos después de IRPF que obtendría el inversor cuyo tipo impositivo es de un 40% para una inversión en ambos bonos.
5. Intereses netos después de IRPF que obtendría el inversor cuyo tipo impositivo es de un 25% para una inversión en ambos bonos.



2. OBLIGACIONES Y BONOS CUPÓN CERO

La principal característica de las emisiones de títulos cupón cero es que las mismas no pagan ningún tipo de cupón durante toda la vida de la emisión. En estas emisiones el precio de emisión siempre es inferior al precio de amortización, por lo que la rentabilidad finalmente obtenida depende de esta diferencia de precios.

El atractivo de estos bonos para el inversor reside en el diferimiento del pago de impuestos. Además en algunos ordenamientos fiscales de algunos países el pago de impuestos se ve reducido en función del plazo de la emisión.

Y desde el punto de vista del emisor la ventaja es no tener que hacer frente periódicamente al pago de intereses, aunque en el momento del vencimiento la cantidad a reembolsar sea superior.

$$P_e = \frac{P_A}{(1 + k)^n}$$

Donde k es la rentabilidad

3. OBLIGACIONES Y BONOS INDICIADOS

La principal característica de esta modalidad de empréstitos consiste en que tanto el coste efectivo para su emisor como la rentabilidad obtenida por el inversor no puede conocerse a priori. Ello se debe a que en estas emisiones el importe de los cupones o el precio de amortización de los títulos están directamente relacionados con un determinado índice de referencia.

Estos títulos suelen ligar la rentabilidad a la evolución de un determinado tipo de interés o la de uno o varios índices bursátiles. Los tipos de interés más utilizados son el líbor y el euríbor. Y los índices más utilizados son Dow-Jones, Nikkei, FTSE, etc.

4. EMISIONES CONVERTIBLES

Son activos que pueden cambiarse por acciones nuevas, pasando de ser acreedor a accionista. Una emisión de títulos convertibles puede considerarse como una ampliación de capital diferida en el tiempo, puesto que el tenedor de estos títulos tiene el derecho a entregar el bono o la obligación en unos plazos y condiciones determinados, y a cambio recibir un número determinado de acciones. No obstante debe diferenciarse entre una emisión de títulos convertibles o canjeables.

En una emisión de títulos convertibles siempre se entregan acciones nuevas, lo cual exige que la empresa emisora deba realizar una ampliación de capital, mientras que en una emisión de títulos canjeables se entregan acciones viejas, por lo que no se lleva a cabo ninguna ampliación de capital.

Los accionistas de la sociedad emisora tendrán derecho de suscripción preferente de las obligaciones convertibles. Igual derecho corresponderá a los titulares de obligaciones convertibles pertenecientes a emisiones anteriores, en la proporción que les corresponda según bases de la conversión.

Existen diversas modalidades de obligaciones o bonos convertibles, atendiendo a diferentes criterios.

En función de la convertibilidad, puede distinguirse entre:

- **Modalidad americana o convertibilidad permanente:** Si se puede acudir a la conversión en todos los períodos.
- **Modalidad europea:** Si la conversión sólo puede hacerse en periodos previamente fijados.



Según la forma de realizar la conversión, puede diferenciarse entre:

- **Proporción de canje variable:** cuando a priori no se conoce el número de acciones que se va a obtener. En este caso el ratio de canje variará en función de la cotización de las acciones en el momento de la conversión.
- **Proporción de canje fija:** cuando a priori se conoce cuál será el número de acciones que van a corresponder a cada título convertible.

Siempre que haya una conversión, sea fija o variable, debe cumplirse.

PRECIO CONV. OBLIGACIONES = PRECIO CONV. ACCIONES

Si la proporción es variable:

- Proporción de canje (ratio de canje) = $\frac{\text{Precio conversión bono}}{\text{Precio conversión acción}}$
(es el número de acciones que van a corresponder a cada título convertible)
- Valor conversión del bono = $\frac{\text{Nº acciones}}{\text{Bono}} \cdot \text{cotización acción} =$
= Ratio de canje x cotización de la acción.
- Prima de conversión por bono = Precio conversión bono – Valor conversión bono
- Prima de conversión por acción = Precio conversión acción – cotización acción

La prima de conversión es el importe extra que el inversor del bono u obligación convertible paga por la compra de las acciones, comparado con el importe de una compra del mismo número de acciones en el mercado.

El valor de la prima de conversión depende de:

- La situación del mercado bursátil.
- Las expectativas futuras de la empresa.
- Las expectativas futuras de los mercados financieros.

La prima de conversión podrá ser positiva o negativa. Hay que señalar que aunque el importe de la prima variará en función de que su cálculo se haya hecho desde el punto de vista de la acción o de la obligación, los signos deben coincidir. De modo que:

- Cuando la prima de conversión es positiva, la conversión no es favorable. Al inversor no le interesa realizar la conversión en acciones, ya que si lleva a cabo la conversión obtendrá una pérdida.
- Cuando la prima de conversión es negativa, la conversión es favorable. Al inversor le interesa la conversión en acciones, ya que si la lleva a cabo obtendrá un beneficio.

VENTAJAS DE UN EMPRÉSTITO CONVERTIBLE

Frente a las restantes modalidades de emisión de títulos de renta fija, los empréstitos convertibles tienen diversas ventajas tanto para la empresa emisora como para los inversores en estos títulos.

Para el emisor las ventajas de un empréstito de obligaciones convertibles son básicamente las siguientes:

- Implica una disminución de los gastos financieros, al ser el tipo de interés menor que en una emisión ordinaria debido al atractivo de la convertibilidad.



- Permite hacer emisiones de acciones con prima sobre las cotizaciones actuales de las acciones, al tratarse de una ampliación de capital diferida en el tiempo.
- El emisor puede beneficiarse de una alta volatilidad de la cotización de las acciones, ya que esta incrementa la probabilidad de conversión.
- Le permite una diversificación de sus inversores.
- No hay que amortizarlas si todos sus tenedores optan por la conversión.

Para el inversor o tenedor del título, la principal ventaja estriba en puede optar mantener los títulos convertible en su cartera asumiendo la figura de acreedor o aprovecharse de una tendencia alcista del mercado de acciones, o de unas expectativas favorables de la empresa y convertirse en accionista. De manera que:

Si prevé unas expectativas favorables para la cotización de las acciones optará por la conversión ya que posición de la accionista sí le proporcionará una mayor rentabilidad.

Mientras que se si sus expectativas sobre la entidad emisora son desfavorables optará por no ir al canje y mantenerse como acreedor de la compañía, permaneciendo como tal hasta la amortización del título y cobrando los intereses correspondientes en los plazos establecidos en las condiciones de la emisión.



Ejemplo 8: EMISIÓN DE OBLIGACIONES CONVERTIBLES

La Sociedad Industrial, SA realizó en mayo del 2004 una emisión de obligaciones convertibles en acciones de la propia empresa. Esta emisión tiene las siguientes características:

- Precio de emisión a la par.
- Vencimiento de la emisión: 10 años.
- Valor nominal de la obligación: 1.000 euros.
- Tipo de interés: 10%.
- Pago anual del cupón.
- Valor nominal de las acciones 50 euros.

En la fecha de su posible conversión, se sabe que:

- Cotización de la acción: 37 euros.
- Precio de conversión de las obligaciones: a la par.
- Precio de conversión de las acciones: 40 euros.

En función de la información anterior, calcular:

1. Ratio de conversión.
2. Valor de conversión de las obligaciones.
3. Prima de conversión por obligación.



NOVA



5. LAS OBLIGACIONES Y BONOS CON WARRANT

Las obligaciones o bonos con warrant son unos títulos ordinarios de renta fija que confieren a su tenedor el derecho (opción de compra o call) de comprar en cualquier fecha hasta el vencimiento (modalidad americana) o solo en unas determinadas fechas (modalidad europea) un número determinado de activos financieros de renta variable o de activos de renta fija, a un precio (precio de ejercicio) y en unas condiciones predeterminadas y explicitadas en las condiciones de la emisión.

El warrant es un activo financiero que está incorporado en el bono obligación, pero que es independiente del activo de renta fija y se negocia por separado en los mercados financieros.

El valor de una obligación o bono con warrant es igual a la suma del valor ordinario del título más el valor del warrant.

El warrant como todo activo financiero tiene un valor de mercado y un valor teórico. Su valor de mercado vendrá determinado por la oferta y la demanda existente en cada momento.

El valor teórico del warrant es:

$$W_t = N \cdot (P_s - P_e)$$

Donde P_s , significa Precio del subyacente que es el precio que un activo tiene en un momento determinado (es lo mismo que la cotización).

Este valor teórico no puede ser negativo porque si no nos interesa y no ejercitamos el warrant. Cuando el valor de mercado de las acciones suscritas es inferior al coste de suscripción del número de acciones, a las que le da derecho el warrant, el valor teórico del warrant es nulo



Ejemplo 9: BONOS CON WARRANT

El día 10 de mayo de 2003 una empresa llevó a cabo una emisión de bonos con las siguientes características:

- Nominal del bono: 1000 euros.
- Cupón anual del 4% pagadero por años vencidos.
- Precio de emisión = valor nominal.
- Precio de amortización = valor nominal.
- Duración de la emisión: 4 años.

Cada bono incorpora un Call modalidad americana sobre 10 acciones de la Sociedad X a un precio de ejercicio de 20 euros.

El día 10 de mayo de 2004, las acciones de X cotizan en Bolsa a 25 euros, y en esa fecha las nuevas emisiones de renta fija se emiten a un 3%.

De acuerdo a la información anterior, determinar:

1. Valor ordinario del bono el día 10 de mayo de 2004.
2. Rentabilidad obtenida por un inversor que compró un bono el día de su emisión, y el día 10 de mayo de 2004 ejerce el Call sobre acciones de x y posteriormente vende el bono en el mercado secundario.



Ejemplo 10: CÁLCULO DEL COSTE EFECTIVO DE UN EMPRÉSTITO

Una empresa ha realizado una emisión de bonos que tiene las características siguientes:

- Número de títulos emitidos: 10.000
- Valor nominal del título: 100.000 u.m.
- Tipo de interés: 10,00%.
- Cupón pagadero por anualidades vencidas.
- Gastos de emisión: 1% sobre el valor nominal.
- Vencimiento del empréstito: 5 años.
- Método de amortización: anualidad decreciente.

Si el tipo impositivo sobre la renta de sociedades es de un 35%, calcular después de impuestos el coste efectivo de este empréstito.

Solución: 6,75%



Ejemplo 11: OBLIGACIONES CON BONIFICACIÓN FISCAL

La Sociedad Catalana de Autopistas, SA ha llevado a cabo una emisión de obligaciones con bonificación fiscal, cuyas características son las siguientes:

- Plazo de la emisión: 10 años.
- Tipo de interés: 10%.
- Amortización al vencimiento de la totalidad de la emisión.
- Cupón pagadero por anualidades vencidas.
- Gastos de emisión: 1% sobre el valor nominal.

Si esta empresa está sujeta a un tipo impositivo del 35%, calcular el coste efectivo de la emisión:

1. Antes de impuestos.
2. Después de impuestos.

Calcular la rentabilidad financiero-fiscal que obtendrían dos posibles inversores cuyo tipo impositivo sobre el IRPFson:

3. 20%
4. 40%

Solución:

1. 10,16%
2. 6,59%
3. 12,58%
4. 13,80%



TEMA 5: OTRAS FORMAS DE FINANCIACIÓN AJENA

Existen otras formas de financiación ajena como el leasing, el *renting*, el *factoring*, el *confirming*, el *forfaiting* y la financiación espontánea.

También se pueden clasificar en:

- Financiación a corto plazo: *Confirming*, *Factoring*, *Forfaiting* y financiación espontánea
- Financiación a largo plazo: *Leasing* y *Renting*.

5.1 CONFIRMING

El *confirming* es una modalidad de financiación de las ventas a crédito realizadas por una empresa. En función del mercado donde se realizan las ventas, el *confirming* puede clasificarse como:

- *Confirming* nacional.
- *Confirming* internacional.

El *confirming*, en términos generales, consiste en una oferta de servicios y recursos financieros que una entidad financiera efectúa a una empresa para que esta pueda utilizarlos como un medio de pago y pueda hacer frente a las deudas con sus proveedores.

En esta modalidad de financiación la iniciativa de pago siempre parte de la empresa deudora, quien informa a la entidad financiera con la que trabaja, de las facturas que son conformes y que a su vencimiento se pagarán con normalidad, facilitándole información sobre la empresa acreedora. Una vez la entidad financiera recibe esta información, se pone en contacto con la empresa acreedora, el proveedor, informándole sobre la relación de facturas pendientes de cobro y que a su vencimiento serán pagadas con total normalidad, pero que si necesita disponer de financiación antes del vencimiento de las facturas, el banco se la facilitará a cambio del cobro de unos intereses y unas comisiones.

Cuando la empresa acreedora recibe la información de la entidad financiera tiene dos alternativas:

1. Esperar al vencimiento de la factura para realizar su cobro.
2. Aceptar la financiación anticipada del banco a cambio de pagar los intereses y las comisiones.

Para la **empresa deudora** el *confirming* tiene las siguientes **ventajas**:

- Simplifica y agiliza el sistema de pago a los proveedores.
- Reduce los costes y gastos asociados al proceso de pago de las facturas.
- Asegura la financiación a sus proveedores, lo que puede aumentar la fidelización de las relaciones cliente-proveedor.
- Evita las posibles incidencias y errores que pueden aparecer en el proceso de gestión de los pagos.
- Permite unificar sus flujos de pagos lo que le permite tener un mayor control de su tesorería.
- No modifica la estructura del balance de situación.
- Puede conseguir mejores condiciones bancarias por parte de su entidad financiera, puesto que a través del mismo canaliza todo el negocio a sus clientes.

Sin embargo, esta modalidad de pago también tiene sus **desventajas**:

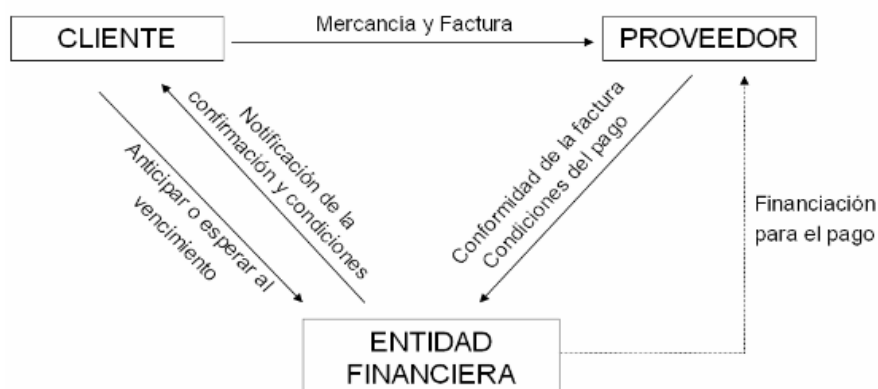
- Al utilizar esta modalidad de pago la empresa deudora renuncia a otras modalidades de pago que le pueden proporcionar un mayor float.
- Centraliza un gran volumen de negocio en una sola entidad financiera.



Para la **empresa acreedora**, el *confirming* tiene las siguientes **ventajas**:

- Al anticipar el cobro de las facturas se elimina el riesgo de morosidad.
- Se trata de un sistema de financiación flexible y rápido de las ventas.
- Permite agilizar el proceso de gestión del cobro de las facturas.
- Frente a otras modalidades de financiación, como puede ser el descuento comercial, se elimina el coste de los timbres.
- No consume sus líneas de crédito.

No obstante, la principales **desventajas** del *confirming* para la **empresa acreedora** consisten en que pierde la iniciativa en el cobro, puesto que la cede a sus clientes, y que su coste puede ser superior al de otras alternativas de financiación.



5.2 FACTORING

Desde un punto de vista legal el *factoring* consiste en ceder a un tercero o factor unos créditos una derechos de cobro. En concreto, el *factoring*, consiste en la cesión a un factor, que suele ser entidad financiera, los créditos derivados de las ventas a corto plazo, documentados en facturas o en documentos cambiarios.

El actual Código de Comercio, en su artículo 147 regula este tipo de operaciones. En dicho artículo se especifica que un acreedor podrá ceder los créditos mercantiles aunque no disponga del consentimiento o autorización del deudor. La única obligación que el acreedor tiene con eldeudor es informarle de la cesión. A partir del momento en que se realice la cesión el deudor queda obligado con el nuevo acreedor, y todos los pagos relacionados con la deuda deberá efectuarlos al nuevo acreedor.

- Servicios que ofrece la empresa de *Factoring*:

- Servicio de prestamista.
- Servicio de análisis de deudores (riesgo de los deudores).
- Servicio de aceptación del riesgo (solo afecta a *factoring* sin recurso).

Al ser financiación a corto plazo se destina a financiar el activo corriente:

- incremento de inventarios.
- incremento de tesorería (aumento de liquidez).
- realizar inversiones que sean rentables a corto plazo.
- cancelar créditos a corto plazo.

- **Ventajas** para la **empresa acreedora**:

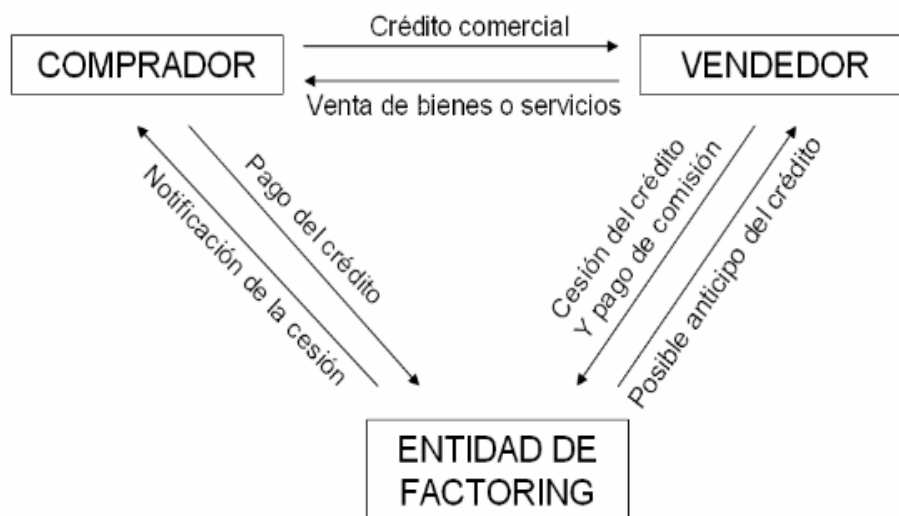
- Permite financiar las ventas mediante un anticipo de las cuentas por cobrar que puede representar hasta un 80% de las cuentas por cobrar.



- Puede adaptar la financiación a sus necesidades de liquidez.
- Clasificación de los clientes en función de su calidad crediticia. Se obtiene información sobre los clientes y establecer así los límites del crédito concedido.
- Gestiona todas las modalidades de cobro.
- Permite realizar la cobertura del riesgo de morosidad de los clientes que estén clasificados.
- Gestiona los impagados que puede tener una empresa.
- Reduce los costes relacionados con el proceso de gestión de cobro de las deudas.
- Se modifica la estructura del balance de situación, mejorando los ratios de la solvencia a corto plazo.
- No consume el crédito bancario de la empresa acreedora.
- Frente a otras modalidades de financiación, como puede ser el descuento comercial, se elimina el coste de los timbres.

- Inconvenientes para la empresa acreedora:

- Puede deteriorar la relación con sus clientes.
- El factor es quien determina la tipología de clientes y el límite de facturas que acepta.
- El coste puede ser superior a otras modalidades de financiación.
- Si el factor cobra intereses por la totalidad de facturas cedidas y solo anticipa un porcentaje de las mismas el coste efectivo de la operación puede ser muy elevado.



El *factoring* puede clasificarse atendiendo a distintos criterios:

1. En función de su ámbito geográfico:

- *Factoring nacional*. Las facturas cedidas y los cobros gestionados por el factor corresponden a ventas realizadas en el mercado nacional.

- *Factoring internacional o de exportación*. Las facturas cedidas y los cobros gestionados por el factor corresponden a ventas realizadas en los mercados internacionales.

2. En función de la financiación obtenida:

- *Factoring sin financiación*. La empresa no obtiene ningún tipo de financiación por parte del factor, que solo se encarga de realizar la gestión de el cobro de las facturas. No obstante el factor puede realizar todos los demás servicios.

- *Factoring con financiación*. La empresa obtiene financiación. El factor anticipa a la empresa acreedora la totalidad o parte de los derechos de cobro cedidos. Asimismo, el factor puede realizar todos los demás servicios.



3. **En función del recurso:**

- *Factoring sin recurso.* En el supuesto de impago por parte del deudor, el factor asume todo el riesgo de morosidad y no puede retroceder la operación. Para que el Factoring pueda ser sin recurso la empresa acreedora está obligada a realizar una cesión en firme del crédito comercial. La tarifas de esta modalidad son mucho más elevadas.

- *Factoring con recurso.* De producirse el impago de la deuda el factor retrocede la operación. El riesgo de morosidad lo sigue soportando la empresa acreedora.

DIFERENCIAS FACTORING VS CONFIRMING

CONFIRMING	FACTORING
<ul style="list-style-type: none"> • Existe acuerdo entre el cliente y la entidad financiera. • Se anticipa el total de las facturas. • La entidad financiera asume el riesgo de impago. • Menor coste. 	<ul style="list-style-type: none"> • No existe acuerdo entre el cliente y la entidad financiera. • Se anticipa solo una parte. • La entidad financiera no asume el riesgo de impago (con recurso). • Mayor coste.

5.3 FORFAITING

El *Forfaiting* es una modalidad de financiación de exportaciones que consiste en el descuento sin recurso, por parte de una entidad financiera, de los derechos de cobro de una serie de efectos mercantiles que el exportador recibe para instrumentar el pago diferido de operaciones comerciales de compra/venta. Los instrumentossusceptibles de ser financiados son las letras y los pagarés. Suele ser necesario el aval de un banco de primera línea.

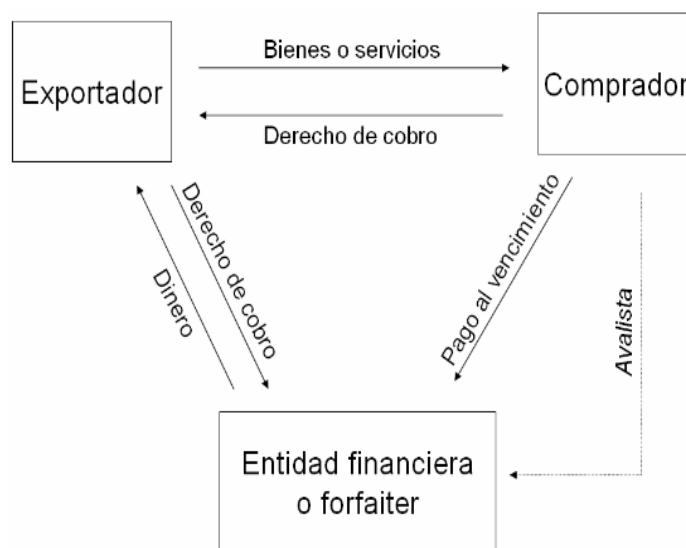
Las características del *Forfaiting* son las siguientes:

- **Abstraible:** cualquiera que sea la documentación utilizada, tiene que permitir la separación entre los derechos adquiridos con la compra del instrumento y la operación comercial que ha originado su emisión. Esto quiere decir que ni el deudor ni el banco garante pueden utilizar los incumplimientos, disputas comerciales u otras incidencias como excusa para recusar el pago de la deuda.
- **Negociable:** los créditos objeto de una operación deben ser libremente transferibles.
- **Comercial:** en una operación de *Forfaiting* el crédito surge como consecuencia de un contrato de compraventa de bienes y por tanto se califica como crédito comercial.
- **Sin recurso:** una vez finalizada la operación, el vendedor puede desinteresarse totalmente de los acontecimientos que afectan al crédito cedido, mientras que el comprador no tiene ninguna posibilidad de devolver el crédito al vendedor en caso que el deudor no pague, salvo en el caso de fraude.

El *forfaiting* es una solución sencilla frente a otras alternativas, para penetrar en mercados como los de Europa del Este, Marruecos, India, Vietnam ocualquier otro mercado considerado como país de riesgo.



El *forfaiting* es una herramienta que permite conseguir liquidez, reducir los riesgos de crédito y los derivados del tipo de cambio y de interés, mantener las líneas crediticias con bancos y mejorar los ratios contables. Para una empresa que tenga limitado acceso al mercado bancario, esta técnica puede ser interesante tanto en términos de disponibilidad como de coste.



- Ventajas:

- El exportador mejora su liquidez al cobrar al contado, no alterando su capacidad de endeudamiento.
- Puede conocer el coste de la operación y repercutirlo al cliente.
- Elimina tanto los riesgos políticos y administrativos futuros, como el comercial y de tipos de cambio de las divisas involucradas, permitiendo conocer previamente el coste de la operación a un tipo de interés fijo.
- Ahorra costes de administración y gestión de cobros.
- Permite financiar el 100% del importe de la operación.
- No se precisa de pago inicial.
- La mejora de sus ratios contables
- Permite ofrecer al importador condiciones de pago que incluyen plazos muy amplios.

- Inconvenientes:

- La principal desventaja reside, al igual que en el *factoring* y el *confirming*, en los altos tipos de interés.
- Los controles de cambio y administrativos que tienen algunos países.
- Poca predisposición de los importadores a facilitar una garantía o aval.



DIFERENCIAS FORFAITING VS FACTORING

	<i>Forfaiting</i>	<i>Factoring</i>
Servicios	Financiación	Financiación y otros
Bienes financiables	Normalmente bienes de equipo	Normalmente existencias, bienes intermedios y productos de consumo
Plazos	Puede llegar hasta 7 años	Rara vez excede de 180 días
Ámbito	Normalmente operaciones de comercio exterior	Operaciones interiores y de comercio exterior
Número de operaciones	Se estudia caso por caso	El límite se fija analizando al cliente importador
Recurso	Sin recurso	Con y sin recurso
Documentos	Básicamente letras y pagarés	No requiere documentos concretos
Relación con el exportador	Esporádica o nula	Habitual
Forma de disponer de la financiación	Por todo el importe o por una parte del mismo, fijado previamente	Flexible: una vez cedido el crédito puede disponerse de financiación en el momento que desee y por el importe elegido

5.4 FINANCIACIÓN ESPONTANEA

Proviene de los clientes y proveedores, son los superávits o déficits de caja ocasionados por los diferentes periodos de cobros de clientes y de pagos a proveedores.

FINANCIACIÓN CON PROVEEDORES

Financiación que se obtiene por el aplazamiento de pago que nos conceden los proveedores.

- Ventajas:

- Bajo coste de negociación y tiempo empleado.
- Si las relaciones son estables hay mejores tipos de interés.
- Documentación casi nula.
- Coste explícito casi siempre nulo.

- Inconvenientes:

- El plazo depende del sector y no de las necesidades de la empresa.
- Depende de la fortaleza financiera del proveedor.
- Esta tiene un coste implícito (normalmente si se paga al momento se conceden descuentos pronto pago).

FINANCIACIÓN CON CLIENTES

Una forma de aumentar la liquidez de la empresa es acortar los periodos de cobro de los clientes, pero para ellos debemos ofrecerles un descuento pronto pago.



5.5 LEASING

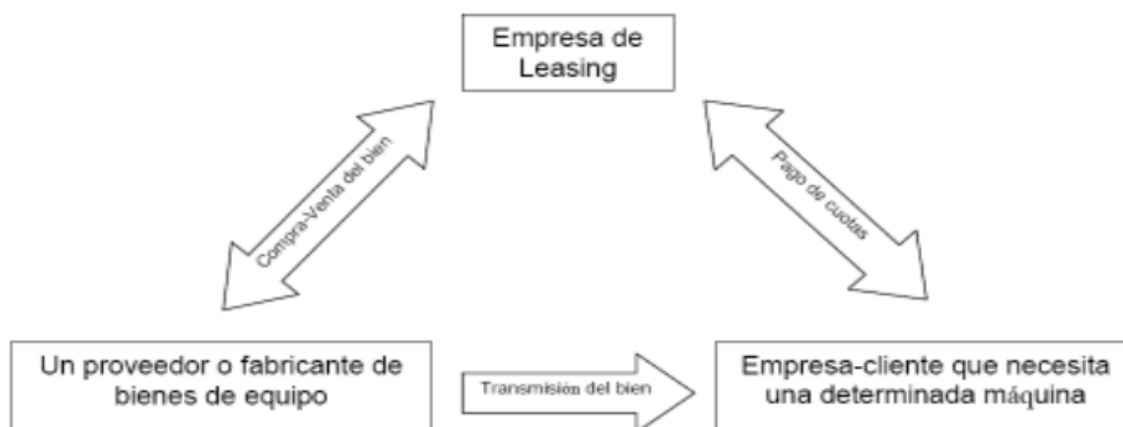
Con independencia de cuál sea el tipo, el leasing es una fuente de financiación externa a medio o largo plazo, que se utiliza para financiar el uso de activos tales como maquinaria, locales o vehículos. El término leasing proviene del verbo inglés *to lease*, que significa arrendar o dejar en arriendo. El leasing tiene como fundamento jurídico un contrato de arrendamiento de bienes muebles o inmuebles con opción de compra a favor del usuario.

En el leasing intervienen tres sujetos:

- El arrendador.
- El arrendatario
- El proveedor, fabricante o distribuidor del activo.

El *leasing* es un contrato de arrendamiento por el cual un fabricante o un arrendador garantiza a un usuario o arrendatario el uso de un bien a cambio de un alquiler que este deberá pagar al arrendador durante un periodo de tiempo determinado, teniendo la posibilidad, al finalizar el periodo de arrendamiento, de comprarlo a un valor residual.

Al vencimiento del contrato existen tres posibilidades, que el arrendatario compre el activo a un valor pactado en el contrato, que se renueve el contrato o que expire. Los bienes que son objeto de leasing no son propiedad del arrendatario, por lo que no figuran como tales en el activo de su balance. Tampoco en el pasivo aparece ninguna fuente de financiación. Se trata de un arrendamiento, por lo tanto está sujeto al impuesto sobre valor añadido.



En función de las cláusulas o condiciones del contrato existen dos tipos de leasing:

- **Leasing financiero:** consiste en una operación de arrendamiento financiero a través de la cual una empresa financiera adquiere un determinado activo, y posteriormente a cambio del cobro de una cuota periódica, cede este activo a un arrendatario. Al finalizar el contrato de arrendamiento la empresa arrendataria tiene el derecho a ejercer la opción de compra del activo y adquirir la propiedad del bien arrendado. En el leasing financiero la conservación y mantenimiento del bien cedido suele estar a cargo del arrendatario.

La principal **ventaja** del leasing financiero consiste en que a diferencia de otras modalidades de financiación, como por ejemplo los préstamos hipotecarios, permite financiar el 100% del valor de adquisición del activo. Tiene ventajas también de carácter fiscal, puesto que permite deducirse de la base imponible del impuesto de sociedades o del IRPF una cantidad equivalente al doble de la amortización o el triple de la misma si se trata de pymes. También permite adecuar el pago de las cuotas a la evolución de las ventas. No incrementa el coeficiente de endeudamiento de la empresa. El tiempo de tramitación de la operación es inferior al del préstamo bancario.

- **Leasing operativo:** en este tipo de leasing la duración habitual del contrato suele oscilar entre los tres y cinco años, y a diferencia del leasing financiero, el mantenimiento del bien cedido suele estar a cargo del arrendador. Esta modalidad de leasing o suele incluir la opción a compra, aunque al finalizar el contrato el arrendatario puede optar entre varias posibilidades: devolver el bien al arrendador, renovar el contrato de leasing o adquirir el activo por su valor residual.



A diferencia del leasing financiero, en este caso sí puede rescindirse el contrato antes de tiempo el contrato. Este es uno de los motivos por los que el coste leasing operativo sea superior al del leasing financiero.

Suele ser practicado por fabricantes o distribuidores como medio de financiar sus ventas. En este contrato, el arrendador no es la empresa de leasing sino el propio proveedor del bien.

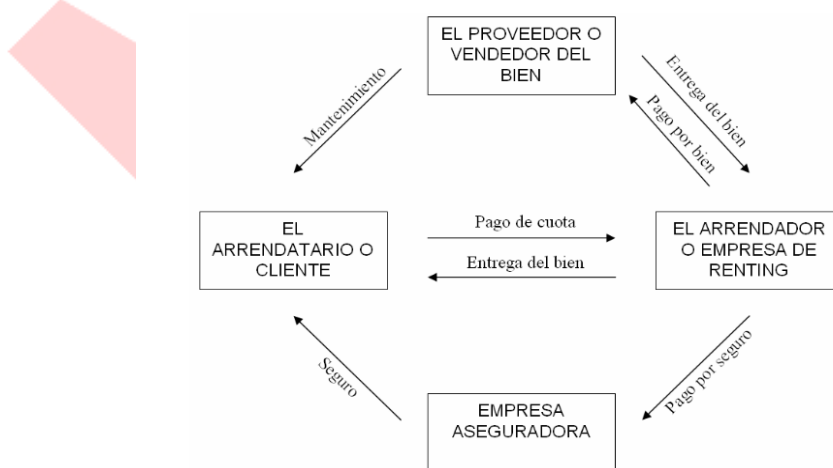
- **Lease-back:** o leasing con pacto de recompra está compuesto por dos contratos mercantiles:
 - Un contrato de compra-venta del activo.
 - Un contrato de leasing financiero.

En esta modalidad de leasing, una empresa que necesita obtener financiación acuerda con una entidad de leasing la venta de un bien de su propiedad. A cambio de la venta del bien, La empresa cobra el precio de venta, con los que transforma en liquidez un activo no corriente.

5.6 RENTING

En realidad el *renting* consiste en un contrato de alquiler a largo plazo, a través del cual una empresa puede utilizar unos determinados activos fijos a cambio del pago periódico de una cuota de alquiler. En el contrato, además de especificar las características del activo, también se especifican los servicios adicionales que la empresa arrendataria necesita. Estos servicios pueden ser tan variados y amplios como se pacte en el contrato, por ejemplo, en un *renting* de automóviles el arrendador puede hacerse cargo de todos los servicios relacionados con el mantenimiento del vehículo, las pólizas de seguros, tributos, etc. El arrendatario solo se haría cargo de la factura del carburante.

Aunque no todos los activos pueden adquirirse a través del *renting*, este suele utilizarse para de activos fijos que sufren una rápida amortización, como son los equipos informáticos, de telecomunicación, electrónicos y vehículos de transporte.



- Ventajas:

- El riesgo de obsolescencia del activo, así como los gastos asociados a su mantenimiento, lo soporta el arrendador o empresa de renting.
- La empresa no necesita inmovilizar recursos financieros. Solo paga una cuota periódica.
- El importe de las cuotas tiene la consideración de gasto deducible.
- Aunque la empresa arrendataria utiliza los activos, su valor no se contabiliza en el activo.
- El nivel de endeudamiento de la empresa arrendataria no se modifica.

- Inconvenientes:

- Solo se podrán realizar sobre determinados bienes.
- No se adquiere la propiedad del bien.



- Se acuerda penalización por cancelación anticipada.
- Las reparaciones deben realizarse en el taller concretado por la empresa de renting.

Diferencias del *renting* con el *leasing* financiero:

RENTING	LEASING FINANCIERO
1. Alquiler sin opción de compra .	1. Arrendamiento financiero con opción final de compra .
2. El valor residual es su valor en el mercado de segunda mano o el pactado en su momento entre las partes, atendiendo a la vida útil del bien.	2. El valor residual (precio de la opción de compra) es simbólico , normalmente el importe de una cuota mensual del leasing.
3. Los posibles arrendatarios son todas las personas, tanto físicas como jurídicas , aunque en el caso de particulares no es habitual.	3. Solo podrán ser titulares de un contrato de leasing los empresarios o profesionales dados de alta en el Impuesto Municipal de Actividades Económicas .
4. No existe amortización al ser el bien propiedad de la Compañía de Renting.	4. Se produce la amortización fiscal acelerada del bien , al aplicarse como gasto la recuperación del coste del bien (amortización) con un límite del duplo o del triple (PYMES) del coeficiente fiscal de amortización.
5. No se registra contablemente el bien.	5. El bien se registra contablemente .
6. El contrato incluye servicios (seguros, mantenimientos, asistencia, dependiendo del material) que no se incluyen en el leasing . La duración del contrato oscila entre un mínimo de 12 meses y un máximo de 60 , en función de la vida útil del bien.	6. No incluye servicios asociados en la cuota aunque sí es obligatoria la contratación de un seguro por parte del cliente.

5.7 EL CAPITAL RIESGO

El capital riesgo es un instrumento financiero que consiste fundamentalmente, en la participación de manera temporal y minoritaria, de una entidad de capital riesgo, en el capital social de una empresa. Es decir, la entidad pone a disposición del proyecto empresarial recursos económicos, convirtiéndose en socio-accionista de la empresa financiada, participando, por tanto, de modo directo en los riesgos y resultados de la aventura empresarial.

El capital riesgo no se debe confundir con el endeudamiento bancario tradicional. En un préstamo, la entidad financiera tiene derecho a un tipo de interés determinado y al reembolso del dinero prestado independientemente de la evolución de la empresa, garantizando, habitualmente dicho reembolso, en caso de fracaso empresarial.

Sin embargo, en el caso del capital riesgo hay una entrada de dinero como contrapartida a la toma de una participación minoritaria en el capital de la empresa, por lo que la rentabilidad y el reembolso de los recursos aportados por la sociedad inversora dependen directamente de la rentabilidad y éxito empresarial del proyecto.

Principales rasgos que caracterizan a esta modalidad de financiación:

- La sociedad inversora asume un elevado nivel de riesgo.



En general, las Sociedades de Capital Riesgo (SCR) que adquieren una participación en el capital social de otra empresa asumen un nivel de riesgo superior al que puede considerarse normal, puesto que asumen el riesgo del negocio de la empresa en la que participan.

- La participación en el capital social es minoritaria.

Aparte de las consideraciones legales, el motivo de que la participación en el capital social sea minoritaria estriba en que el objetivo de esta toma de participación no consiste en tomar el control político o económico de la sociedad receptora, sino que su fin principal consiste en ayudar a financiar el inicio de las actividades de una empresa de reciente creación, o en facilitar financiación a una empresa ya creada, pero que necesita una inyección adicional de recursos para poder conseguir su despegue definitivo. Aunque la participación sea minoritaria, la empresa inversora no se limita a ser accionista pasivo, sino que se convierte en un socio muy activo en todo lo que respecta a la gestión de la sociedad receptora.

- El horizonte temporal de la inversión es limitado.

Una característica principal del capital riesgo consiste en que la aportación de la sociedad inversora tiene una vocación de temporalidad. Una vez la empresa participada se implante de forma definitiva en su mercado, la sociedad inversora procederá a la enajenación de su participación habiendo obtenido una plusvalía en la venta de las acciones.

Los actores del capital riesgo

- **Las Sociedades de Capital-Riesgo (SCR)** son sociedades anónimas cuyo objeto social principal consiste en la toma de participaciones temporales en el capital de empresas no financieras cuyos valores no coticen en el primer mercado de las Bolsas de Valores. Para el desarrollo de su objeto social principal, las Sociedades de Capital-Riesgo podrán facilitar préstamos participativos, así como otras formas de financiación, en este último caso únicamente para sociedades participadas. De igual modo, podrán realizar actividades de asesoramiento.

- **Los Fondos de Capital-Riesgo (FCR)** son patrimonios administrados por una Sociedad gestora, que tendrán el mismo objeto principal que el definido en el punto anterior, correspondiendo a la Sociedad gestora la realización de las actividades de asesoramiento señaladas en el mismo.

- **Las sociedades gestoras de Entidades de Capital-Riesgo (SGECR)** son sociedades anónimas cuyo objeto social principal es la administración y gestión de Fondos de Capital-Riesgo y de activos de Sociedades de Capital-Riesgo. Como actividad complementaria, las SGECR podrán realizar tareas de asesoramiento a las empresas con las que mantengan vinculación como consecuencia del ejercicio de su actividad principal.

También podrán gestionar Fondos de Capital-Riesgo y activos de Sociedad de Capital-Riesgo, las Sociedades gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva reguladas en la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva.

5.8 PROJECT FINANCE O FINANPROYECTO

El project finance es un mecanismo de financiación de inversiones que se sustenta en la capacidad del proyecto para generar flujos de caja positivos y no en la solvencia de los patrocinadores que proponen el negocio a financiar.

La financiación, cuando se emplea project finance, no depende tanto del valor de los activos que los patrocinadores puedan poner como garantía del proyecto, sino más de la capacidad del proyecto para generar recursos propios que le permitan pagar la deuda contraída y remunerar el capital invertido.

Un Project Finance o 'Finanproyecto', es un mecanismo financiero **destinado a la materialización de proyectos de inversión de gran envergadura**, y por tanto, necesitado de financiación especializada.



Los **rasgos distintivos** de un project finance son:

- El deudor es una sociedad creada por los patrocinadores específicamente para desarrollar el proyecto.
- Los prestamistas aportan los recursos ajenos siendo su única garantía los flujos de caja y los activos del proyecto.
- Los riesgos del proyecto se asignan de manera equitativa entre todas las partes que participan en la transacción, con el objetivo de conseguir una mejor gestión y control de los mismos.
- Los flujos de efectivo generados deben ser suficientes para cubrir los gastos operativos y devolver el capital e intereses de la deuda. Dado que este es el destino prioritario de los flujos de tesorería, sólo los fondos residuales que quedan después pueden destinarse al pago de dividendos a los patrocinadores.

Los **tipos de proyectos** en los que suele aplicar son:

- Energéticos, en especial los proyectos sobre energías renovables con una importancia creciente.
- Creación de nuevas autopistas, aeropuertos y puertos pesqueros.
- Grandes obras civiles como hospitales, puentes, universidades, etcétera.

Es más costoso, pero tiene **sus ventajas**:

- El project finance permite asignar riesgos entre los participantes en la transacción. Así, el proyecto puede soportar un ratio de endeudamiento mayor al que podría soportar con otros mecanismos de financiamiento. Y esto implica un importante impacto sobre el retorno de la inversión para los patrocinadores.
- La financiación realizada en forma tradicional suele requerir la prestación de garantías, muchas veces a través de los propios activos de los patrocinadores. En el caso de las operaciones de project finance, las garantías sobre los préstamos se afectan únicamente a los activos relacionados con el proyecto de inversión. De este modo los activos de los patrocinadores pueden garantizar, en caso de que sea necesario, una financiación adicional.
- La realización de un proyecto a través de un project finance reduce el riesgo de los inversores.

5.9 FINANCIACIÓN COLECTIVA (CROWDFUNDING/CROWDLENDING)

El micromecenazgo o crowdfunding es un mecanismo colaborativo de financiación de proyectos desarrollado sobre la base de las nuevas tecnologías. Prescinde de la tradicional intermediación financiera y consiste en poner en contacto a promotores de proyectos que demandan fondos mediante la emisión de valores y participaciones sociales o mediante la solicitud de préstamos, con inversores u ofertantes de fondos que buscan en la inversión un rendimiento. En dicha actividad sobresalen dos características: la unión masiva de inversores que financian con cantidades reducidas pequeños proyectos de alto potencial y el carácter arriesgado de dicha inversión.

Se trata de un vehículo de financiación colectiva on line, basado en pequeñas contribuciones realizadas por un gran número de personas, que ha sido posible gracias a la tecnología digital y al desarrollo de las redes sociales. El riesgo es que se tiene que mostrar a todo el mundo el proyecto para poder conseguir financiación.

El crowdlending permite a todo tipo de empresas financiarse directamente por un grupo grande y diverso de personas sin tener que pedir el dinero bajo las condiciones de la banca tradicional.

En el modelo crowdlending las personas prestan pequeñas cantidades de dinero a una empresa a cambio de un retorno financiero estipulado en un contrato de préstamo.

Con el crowdlending las empresas tienen otra alternativa para conseguir la financiación de sus inversiones, y con la que beneficiarse de ventajas como la diversificación de sus fuentes de crédito, o la notoriedad derivada de utilizar el crowdlending como fuente de financiación.

Por otra parte, los inversores particulares se benefician de una mayor rentabilidad, son concededores y deciden el uso que se le da a su dinero y a su vez generan impacto positivo con él.



5.10 LOS PRÉSTAMOS PARTICIPATIVOS

Los préstamos participativos son un instrumento de financiación de empresas que se caracterizan por la **participación de la entidad prestamista en los beneficios de la empresa financiada**, además del cobro de un interés fijo. Está considerado una figura intermedia entre los fondos propios de la empresa y los recursos ajenos.

Se trata de un préstamo a largo plazo, mediante el cual la entidad va prestando el dinero según se van consiguiendo los objetivos del plan de negocios.

Tradicionalmente se ha utilizado para proporcionar subvenciones o ayudas públicas por parte de prestamistas de capital público como la Empresa Nacional de Innovación, S.A. (ENISA).

Pero también puede ser utilizado por entidades o inversores privados para **financiar una startup**. Un hecho que implicaría la posibilidad de entrar como socio en la empresa ya que en el contrato se establece un periodo de tiempo tras el cual el inversor podrá pedir la devolución del préstamo o decidir convertirlo en un porcentaje de participación en el capital de la sociedad. De este modo, si la empresa no ha tenido los resultados esperados, el inversor puede optar por reclamar la devolución del préstamo y renunciar a entrar como socio de la empresa.

5.11 BUSINESS ANGELS

Los Business Angels (BA) a diferencia de las SCR son inversores privados que de manera individual aportan directamente recursos propios o ajenos a empresas en vías de creación (seed capital), o de reciente creación (start up) o empresas que se enfrentan a una fase de crecimiento con muy buenas expectativas. Si bien, al igual que las SCR aportan un valor añadido al proyecto empresarial, (conocimientos técnicos, experiencia, contactos...), sin involucrarse en la operativa diaria, con la esperanza de obtener un plusvalía a largo plazo.

Las principales características de los BA son:

- Invierten su propio dinero mientras que las entidades de capital riesgo suelen invertir recursos de terceros.
- Suelen tomar una participación minoritaria en el capital de la empresa.
- En término medio invierten importes mucho menores a las SCR.
- Se trata de inversiones a largo plazo. Oscilando el horizonte temporal entre 5 y 10 años.
- Aceptan rentabilidades esperadas inferiores a las que aceptan las entidades de capital riesgo.
- Están dispuestos a entrar en fases más tempranas de la vida de una empresa que las SCR.
- No realizan estudio de viabilidad tan amplios y detallados como las SCR.



TEMA 6: FINANCIACIÓN INTERNACIONAL

6.1 CRÉDITO DOCUMENTARIO

El crédito documentario es el medio de pago que ofrece un mayor nivel de seguridad en las ventas internacionales, asegurando al exportador el cobro de su operación. El crédito documentario es una orden que el importador da a su banco para que proceda al pago de la operación en el momento en que el banco del exportador le presente la documentación acreditativa de que la mercancía ha sido enviada de la manera convenida. El banco del importador va a pagar si la documentación está en regla, con independencia de que en ese momento el importador tenga saldo o no. Es decir, el banco del importador garantiza la operación.

El procedimiento comienza cuando el importador instruye a su banco para aperturar un crédito documentario y se lo comunica al exportador, indicándole la documentación que debe remitir. Acto seguido, el exportador procede al envío de la mercancía al lugar convenido y, paralelamente, a través de su banco, remite al banco de importador la documentación acreditativa de que la mercancía ha sido enviada en las condiciones acordadas. El banco del importador recibe esta documentación, comprueba que está todo en regla y procede al pago.

Son operaciones de financiación a corto plazo. El objetivo es cubrir el periodo durante el cual las mercancías están en camino. Al exportador le interesa cobrar en el momento en el que envía la mercancía, pero el importador no quiere pagar hasta que lleguen estas.

Intervienen en esta operación cuatro partes:

- ORDENANTE: el importador.
- BANCO ORDENANTE: banco del importador. Al recibir la documentación que confirme que la mercancía ha sido entregada deberá pagar al banco del exportador. El banco ordenante asume el riesgo en caso de que el importador no pague.
- BANCO BENEFICIARIO O INTERMEDIARIO: banco del exportador.
- BENEFICIARIO: el exportador.

6.2 PRÉSTAMOS Y CRÉDITOS EN DIVISAS

Los préstamos en divisas son aquellos en los que la moneda en la que está denominado el préstamo es distinta de la moneda nacional. Al igual que en los préstamos en moneda nacional, en los préstamos en divisas el tipo de interés aplicado puede ser fijo o variable. En este tipo de préstamos, tanto la amortización del principal del préstamo como el pago de los intereses deberá efectuarse en la moneda en la que está denominado el préstamo. Teniendo en cuenta que el tipo de cambio entre la moneda nacional y la moneda en la que está denominado el préstamo no suele permanecer estable, ya que se negocia en los mercados de divisas, su evolución afectará a su coste efectivo, por lo que no puede conocerse a priori su coste efectivo.

PRÉSTAMOS Y CRÉDITOS EN DIVISAS A INTERÉS FIJO

En esta modalidad se conoce a priori en la moneda extranjera el importe de todas las cuotas, pero no puede conocerse el importe de las mismas en la moneda nacional, ya que este dependerá de la evolución del tipo de cambio. En estos préstamos existe una elevada **exposición al riesgo de tipo de cambio**. Una apreciación de la moneda nacional o depreciación de la moneda extranjera producirá una disminución del coste efectivo del préstamo. Una depreciación de la moneda nacional o apreciación de la moneda extranjera aumento del coste efectivo producirá un del préstamo.

PRÉSTAMOS Y CRÉDITOS EN DIVISAS A INTERÉS VARIABLE

En esta modalidad no se conoce a priori moneda extranjera el importe de todas las cuotas, puesto que este depende de la evolución del tipo de interés de referencia. Por lo tanto, tampoco se conocerá su importe en la moneda nacional, ya que además de la evolución del tipo de interés, éste dependerá de la evolución del tipo de cambio.



Estos préstamos están expuestos a los riesgos de tipo de interés y de tipo de cambio. Para minimizar este riesgo buscaremos monedas estables.

En el mercado de cambios se distinguen se distinguen dos segmentos básicos, en función del tiempo que media entre el inicio y el cierre de las transacciones, que configuran dos grupos específicos de operaciones y dos precios o tipos de cambio diferenciados:

- El mercado de contado (spot)
- El mercado a plazo (forward)

MERCADO DE CONTADO (SPOT)

En él se realizan las operaciones de compra y venta de divisas contra la moneda nacional cuya entrega es inmediata a la contratación de la operación.

El tipo de cambio se forma por la oferta y la demanda, aunque puede haber interferencias por parte de los bancos centrales.

MERCADO A PLAZO (FORWARD)

Las operaciones a plazo consisten en la compra de divisas contra moneda nacional, cuyo cambio se fija en la fecha de contratación y su entrega o liquidación se realiza en el futuro, a partir del tercer día hábil posterior al de la contratación. El contrato Forward permite la posibilidad de cubrir el riesgo y enfrentar la incertidumbre que implican las fluctuaciones cambiarias en las divisas que operan las empresas, fijando por anticipado el tipo de cambio que regirá en una transacción en la fecha futura determinada en la negociación del contrato.

6.3 PRÉSTAMOS SINDICADOS O EUROCRÉDIROS

Un préstamo sindicado consiste en una operación crediticia de tan elevado importe que para asumir su riesgo es necesario que se unan varias entidades financieras, en forma de sindicato, para concederlo. Es concedido por varios prestamistas y es estructurado, arreglado y administrado por uno o varios bancos comerciales o bancos de inversión, conocidos como organizadores.

Hay un solo préstamo y varios prestamistas y existen:

- Banco director de la sindicación (LEAD MANAGER): de forma conjunta con el prestatario diseña la operación y sus funciones acaban en el momento en que se firma el préstamo.
- Banco Agente (gestión y administración): a partir de la firma del préstamo se encarga de canalizar todas las relaciones entre el prestatario y el sindicato.
- Bancos participantes (proporcionan la concesión del préstamo): solo participan en parte del préstamo.
- Banco asegurador: asegura el crédito, es decir, garantiza una financiación mínima.

En este tipo de préstamos es difícil conocer el coste, ya que existen varias divisas y diferentes tipos de cambio.

6.4 EMISIONES INTERNACIONALES

Las emisiones internacionales de bonos y obligaciones son aquellas en las que los activos financieros emitidos se colocan en mercados distintos al mercado del emisor y están denominados en divisas.

Los prestatarios suelen ser grandes instituciones que gozan de una elevada calidad crediticia y con un nivel de solvencia clasificado por las Agencias de Rating.

Estos emisores pueden ser:

- Grandes corporaciones.
- Entidades financieras.
- Administraciones Públicas.



En función de las características de la emisión, existen dos tipos de títulos:

- Emisiones internacionales que se emiten en el mercado internacional de bonos. (International Bonds Market).
- Euroemisiones. Se trata de emisiones de eurobonos y euroobligaciones que se emiten en el euromercado. (EurobondsMarket).

Frente a las emisiones nacionales o domésticas, las emisiones internacionales tienen las siguientes características:

1. Suele tratarse de una financiación sindicada. Se colocan a través de un sindicato bancario.
2. Las condiciones y características de la emisión deben anunciarse públicamente.
3. Existen diversas posibilidades de amortización. Amortización única, amortización anticipada y amortización forzosa.
4. Suelen emitirse a un plazo muy largo.

Sus principales ventajas, desde el punto de vista de la entidad emisora, en relación con las emisiones domésticas son:

1. Suelen tener un menor coste. El tipo de interés aplicado suele ser inferior al aplicado en las emisiones nacionales.
2. Se colocan en mercados cuya capacidad de absorción es mayor que el mercado nacional.
3. Se pueden realizar emisiones a un mayor plazo de amortización.

6.5 BONOS INTERNACIONALES SIMPLES Y EUROBONOS

Las emisiones de bonos de bonos internacionales simples consisten en una emisión de bonos realizada por un prestatario extranjero en la moneda del país en cuyo mercado se realiza la colocación.

Estas emisiones suelen estar sujetas a la legislación del país donde se colocan. Los emisores de estos títulos son grandes empresas e instituciones que gozan de una elevada solvencia crediticia. Estas emisiones tienen un nombre característico del país donde se colocan, por ejemplo:

- Las emisiones en EE.UU. se denominan bonos Yankee.
- Las emisiones en libras en el Reino Unido se denominan bonos Bulldog.
- Las emisiones en yens en Japón se denominan bonos Samurai.
- Las emisiones realizadas en pesetas antes de la introducción del euro se denominan bonos matador.

Las euroemisiones consisten en emisiones de bonos u obligaciones realizadas por un emisor extranjero en una moneda distinta a la del país o mercado de colocación. Pueden emitirse en una sola o en varias divisas y pueden colocarse en distintos mercados.

Con respecto a las emisiones internacionales simples, los eurobonos tienen las siguientes características:

- En una emisión internacional simple coincide la divisa y el mercado de colocación, mientras que en una euroemisión la divisa de la emisión es distinta del mercado de colocación.
- Los eurobonos pueden colocarse simultáneamente en varios mercados.
- Una euroemisión no está sujeta a la legislación del país o mercado de colocación.

Un ejemplo de emisión de eurobonos sería la colocación en Estados Unidos por parte de Telefónica de títulos denominados en yens.

Una emisión de eurobonos se realiza a través de un sindicato bancario, dentro del cual las entidades participantes ejercen distintas funciones. Las entidades que participan son:

- El banco director (Lead manager) o bancos codirectores (Comanagers). Estas entidades reciben el encargo del prestatario y sus funciones consisten en realizar los procedimientos documentarios, administrativos y comerciales. Participan tanto en la dirección de la operación como en la colocación de los títulos en el mercado.
- Los bancos aseguradores (Underwriters). Estas entidades garantizan la colocación de los títulos en el mercado.



- Los bancos colocadores (Dealers). Su función solo consiste en la comercialización de los títulos en el mercado.
- Comisario de los inversores (Trustee). Actúa en representación de los inversores y se encarga de velar por sus intereses.

Las etapas mediante las cuales se desarrolla el proceso de emisión son:

1. Anuncio de la emisión. Se da a conocer la emisión y se ofrece a distintas entidades financieras participar en ella.
2. Período de oferta. Se determinan los términos y condiciones de la emisión, y posteriormente se lleva a cabo la oferta de los títulos en el mercado.
3. Cierre de la emisión. El emisor recibe la financiación obtenida por la colocación de los títulos.

EL DISEÑO DE UNA EMISIÓN DE EUROBONOS

En el diseño de una emisión de eurobonos, los factores más relevantes a tener en cuenta son:

1. Elección de la divisa.
2. Tipo de interés y periodicidad de pago de los cupones.
3. Valor nominal de los títulos que se van a emitir.
4. Capacidad de absorción de los mercados de emisión de los títulos.
5. Duración de la emisión. Plazo hasta su total amortización.
6. Coste financiero de la emisión
7. Riesgo de cambio de la divisa.

En relación a la elección de la divisa, conviene señalar que existen diferentes posibilidades. Denominación en una determinada divisa, la cual se mantiene hasta la total amortización de la emisión, en cuyo caso habrá que analizar la futura evolución de la misma, su estabilidad y su volatilidad. Opción de cambio de divisa. Durante la vida de la emisión puede cambiarse la divisa del pago de intereses o del pago del precio de amortización. Emisiones en cestas de monedas. Por lo que al tipo de interés de la emisión se refiere, dependerá lógicamente de la divisa elegida. Y en el caso de tratarse de una cesta de monedas, el tipo de interés será una media ponderada de los diferentes tipos de interés de las distintas monedas. El valor nominal de los títulos dependerá del segmento de mercado al que se dirija la emisión y a la práctica habitual en el mismo.

La capacidad de absorción de los mercados de emisión de los títulos es muy importante con la colocación de los títulos, sino también a fin de que exista un mercado secundario en el que se pueda negociar la misma.

La duración de la emisión dependerá del proyecto o proyectos a financiar y de la práctica habitual en el mercado de emisión en cuestión. y En relación al coste financiero, hay que diferenciar entre el coste implícito, que se deriva de la evolución del tipo de cambio, el coste explícito que depende del tipo de interés, forma de pago, comisiones pagadas a los bancos participantes, precios de emisión y amortización y gastos de emisión. Asimismo, conviene señalar que el riesgo de cambio que corre el emisor suele cubrirse con las técnicas adecuadas a tal efecto, como son las opciones y los swaps, con el objetivo de minimizar el riesgo de una evolución desfavorable del tipo de cambio. En los euromercados existen una gran variedad de títulos que pueden emitirse

1. Eurobonos a tipo de interés fijo. El tipo de interés de la emisión es un tipo de interés fijo. El importe del cupón permanece constante
2. Eurobonos a tipo de interés variable. Se emiten a un tipo de interés variable. El importe de los cupones se fija de una forma periódica y está determinado por el comportamiento de un determinado índice de referencia, por ejemplo el libor.
3. Eurobonos convertibles. Similares a los bonos convertibles domésticos, pero denominados en divisas y colocados en diferentes mercados internacionales.
4. Eurobonos con warrant. Similares a los bonos con warrant domésticos, pero denominados en divisas y colocados en diferentes mercados internacionales.
5. Eurobonos cupón cero. Similares a los bonos cupón cero domésticos, pero denominados en divisas y colocados en diferentes mercados internacionales.



TEMA 7: ESTRUCTURA FINANCIERA Y COSTE DEL CAPITAL

7.1 EL COSTE MEDIO PONDERADO DE CAPITAL WACC

Una vez conocido el coste de las diversas fuentes financieras (recursos propios y deudas), procede la estimación del coste de capital como coste medio ponderado (Coste Ponderado de Capital) o WACC (Weighted Average Cost of Capital) se calcula ponderando los costes parciales de acuerdo con el peso que representen los fondos propios RP y la deuda D en la estructura financiera. El **WACC es igual al coste de la estructura financiera de la empresa.**

$$WACC = k_0 = k_e \frac{RP}{RP + D} + k_i (1 - t) \frac{D}{RP + D}$$

Siendo:

k_0 = WACC

k_e = Coste de los recursos propios

k_i = Coste de la deuda

RP = Recursos propios

D = Deuda

t = Tipo impositivo en el impuesto de sociedades.

7.2 ESTRUCTURA FINANCIERA Y VALOR DE LA EMPRESA

REFLEXIONES

- No existe ninguna fórmula exacta para determinar la relación óptima entre deudas y recursos propios.
- Normalmente no se observan empresas con niveles extremadamente elevados de deuda.
- La deuda es una fuente financiera más barata y su gasto fiscalmente deducible.
- En la empresa endeudada aparecen los costes de insolvencia.

$$\begin{array}{|c|} \hline \text{Valor de} \\ \text{la empresa} \\ \hline \end{array} = \begin{array}{|c|} \hline \text{Valor de} \\ \text{la empresa no} \\ \text{endeudada} \\ \hline \end{array} + \begin{array}{|c|} \hline \text{Valor actual} \\ \text{de los ahorros} \\ \text{fiscales} \\ \hline \end{array} - \begin{array}{|c|} \hline \text{Valor actual} \\ \text{de los costes} \\ \text{de insolvencia} \\ \hline \end{array}$$

FACTORES DETERMINANTES DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL

La teoría financiera tradicional señala que el objetivo de la empresa es maximizar la riqueza de los accionistas, esto es, maximizar el valor de mercado de la empresa para sus accionistas. El problema se presenta en términos de encontrar la estructura de capital, la relación entre recursos ajenos y propios, que maximice el valor de la empresa para sus accionistas, o equivalentemente, que minimice el coste de capital medio ponderado de la empresa.

TEORÍAS DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA

Las distintas aportaciones y estudios sobre este tema pueden agruparse en dos categorías:

- 1) Aquellos cuyo objetivo es maximizar la riqueza de los accionistas:
 - Enfoque de Resultado Neto (RN).
 - Enfoque de Resultado de Explotación (RE).
 - Enfoque Tradicional.
- 2) Aquellos, basados en las teorías directivas, cuyo objetivo se plantea en términos de la maximización de la utilidad de los directivos.



TEORÍA DEL RESULTADO NETO

Existe relación entre el valor de la empresa y la estructura financiera. El valor de mercado de las acciones solo depende del volumen de los beneficios netos mientras que el valor de mercado de la empresa depende de su nivel de endeudamiento, medido a través del cociente entre el volumen de endeudamiento y el patrimonio neto o recursos propios. Consiste en suponer que tanto el coste de los recursos propios como el coste del endeudamiento permanecen constantes y por lo tanto son independientes de la composición de la estructura financiera. Como el coste del capital propio es superior al coste del endeudamiento ($k_e > k_i$), y ambos costes permanecen constantes, si la empresa sustituye fondos propios por endeudamiento irá disminuyendo el coste medio del capital, por tanto aumentará el valor de la empresa. Si se acepta este criterio, la estructura óptima será aquella compuesta únicamente por endeudamiento, puesto que sería la que minimizaría el coste del capital.

TEORÍA DEL RESULTADO DE EXPLOTACIÓN

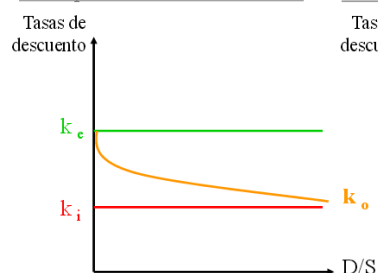
A diferencia del criterio del resultado neto, los defensores de esta teoría consideran que no existe ninguna relación entre el valor de la empresa y su estructura financiera, entonces el valor de la empresa solo depende de su capacidad de generar beneficios, o sea de la rentabilidad que le proporcionan sus inversiones. El valor de la empresa solo depende de su estructura económica y es independiente de su estructura financiera. Consiste en suponer que mientras el coste del endeudamiento permanece constante, el coste de los fondos propios tiene una relación directa con el nivel de endeudamiento. Si aumenta el nivel de endeudamiento, disminuya la solvencia de la empresa y por lo tanto su exposición al riesgo financiero, por consiguiente los accionistas de la empresa exigirán una mayor rentabilidad. Entonces si se sustituye financiación propia por financiación ajena, el coste medio del capital permanecerá sin variación, ya que el menor coste de la deuda quedará anulado por el menor coste de la financiación propia.

TEORÍA DEL ENFOQUE TRADICIONAL

Según este criterio existe una determinada estructura financiera óptima que minimiza el coste del capital y por lo tanto maximiza el valor de la empresa. De acuerdo a esta tesis el coste del endeudamiento permanecerá constante hasta que la empresa alcance un determinado nivel de endeudamiento, a partir del cual empezará a aumentar puesto que los acreedores exigirán una prima de riesgo adicional. Por otro lado, a medida que va aumentando el nivel de endeudamiento irá aumentando el coste del capital propio, puesto que los accionistas exigirán que se les compense su mayor exposición al riesgo financiero.

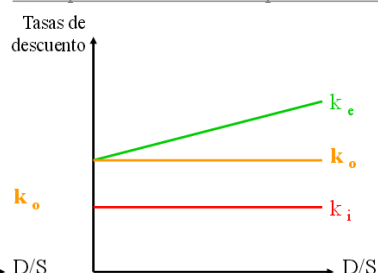
Los defensores de este criterio consideran, que el coste medio del capital irá disminuyendo hasta un determinado nivel de endeudamiento, a partir del cual aumentará, puesto que tanto los accionistas como los acreedores exigirán una mayor rentabilidad a los recursos aportados a la empresa.

Enfoque Resultado Neto RN

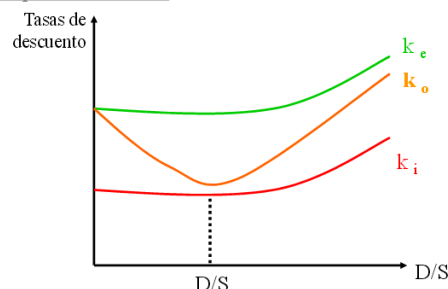


Siendo: k_e = Coste de los Recursos Propios (S)
 k_i = Coste de la Deuda (D)
 k_o = Coste Medio de Capital

Enfoque Resultado de Explotación RE



Enfoque Tradicional



Siendo: k_e = Coste de los Fondos Propios (S)
 k_i = Coste de la Deuda (D)
 k_o = Coste Medio de Capital

7.2 ESTRUCTURA FINANCIERA, RIESGO Y RENTABILIDAD

Se pueden distinguir dos dimensiones del riesgo que afecta a la empresa:

- riesgo económico
- riesgo financiero

Riesgo económico: es el que se deriva de la inestabilidad del beneficio de explotación o Bruto (BAIT). La mayor incertidumbre que afecta a la empresa es la derivada de la variabilidad de las ventas, lo que hace que se desconozca el comportamiento futuro del beneficio operativo (BAIT).

Viene determinado por:

- la política de inversiones
- el riesgo de la propia actividad empresarial

$$\text{Riesgo Económico} = RE = \text{BAIT} / \text{ActivoTotal}$$

Riesgo financiero: depende de la variabilidad del Beneficio Neto (Bruto - Intereses), antes o después de los impuestos. Es el riesgo adicional de los accionistas como resultado de la decisión de la empresa de usar deuda para su financiación. La probabilidad de insolvencia es tanto mayor cuanto mayores sean las cargas financieras fijas a pagar, las cuales pueden ser o no cubiertas por el beneficio operativo.

Viene condicionado por el pasivo:

- A mayor deuda, mayores intereses a pagar y menor BN.

$$\text{Riesgo Financiero} = RF = \text{BeneficioNeto} / \text{RecursosPropios}$$

Por tanto, surgen dos escenarios financieros:

- $RE > K_d$ se produce el efecto apalancamiento positivo: a más deuda, mayor rentabilidad esperada por el accionista y mayor riesgo soportado.
- $RE < K_d$ la empresa obtiene un efecto apalancamiento reductor: al accionista no le interesa la deuda ni por rentabilidad ni por riesgo.

RENDIMIENTO DEL ACTIVO – COSTE DEL CAPITAL

¿Cómo podemos aumentar la rentabilidad económica?

RE = RENDIMIENTO ACTIVO O RENTABILIDAD ECONÓMICA

$$RE = \frac{\text{BAIT}}{\text{Tot. Activo}} = \underbrace{\frac{\text{Ventas}}{\text{Tot. Activo}}}_{\substack{\Delta \text{ si} \\ \text{Venden más o} \\ \text{Reducen activo}}} \cdot \underbrace{\frac{\text{BAIT}}{\text{Ventas}}}_{\substack{\Delta \text{ si} \\ \text{Venden más caro o} \\ \text{Reducen costes}}}$$

Cuanto más elevada sea la rentabilidad económica mejor, ya que indicará una mayor productividad del activo.

Comparando RE y coste del capital observamos si el beneficio de la empresa es suficiente para atender el coste de financiación.

RE > Coste capital => Apalancamiento financiero

Alternativas para mejorar el rendimiento:

- Baja rotación x Margen elevado.
- Elevada rotación x Bajo margen



RENTABILIDAD FINANCIERA

¿Cómo podemos aumentar la rentabilidad financiera?

RF = ROE = RENTABILIDAD FINANCIERA

$$RF = \frac{BN}{\text{Fondos Propios}} = \underbrace{\frac{BN}{\text{Ventas}}}_{\text{Margen}} \cdot \underbrace{\frac{\text{Ventas}}{\text{Tot. Activo}}}_{\text{Rotación}} \cdot \underbrace{\frac{\text{Tot. Activo}}{\text{Fondos Propios}}}_{\text{Apalancamiento}}$$

Para aumentar la rentabilidad financiera se puede:

- Aumentar el margen.
- Aumentar la rotación.
- Aumentar el apalancamiento.

