

5. EL COSTE DE LOS RECURSOS FINANCIEROS A LARGO PLAZO



En el tema anterior se trataban las diferentes formas de financiación de la empresa a corto plazo y el coste que suponía para la empresa esta financiación. En el presente tema se abordarán las distintas opciones de financiación que tiene la empresa a largo plazo y su coste.

No podemos olvidar que el activo no corriente de la empresa y parte de su activo corriente está financiado con recursos a largo plazo, tanto por fondos propios como por fondos ajenos, en lo que se denomina financiación básica de la empresa; por lo tanto, la adecuada estructura de estos fondos ajenos es de vital importancia.

La estructura o composición de las fuentes de financiación de la empresa, ya sean a corto o a largo plazo, internas o externas, deberán guardar relación y equilibrio en sus características (plazo, coste, riesgos, garantía, etc.) con los objetivos empresariales. Es por ello que la planificación financiera se convierte en una herramienta esencial en el ámbito empresarial.

5.1 OBJETIVOS

- Mercado primario y secundario de valores.
- La emisión de acciones.
- El coste del capital social.
- Emisión de deuda. Obligaciones y pagarés de empresa.
- El crédito a largo plazo.

La **financiación básica** de la empresa está constituida por los fondos propios de la sociedad más los recursos ajenos a largo plazo. Una de las características fundamentales de esta financiación es su carácter de permanencia o de financiación a largo plazo. Estos recursos son utilizados por la empresa para financiar principalmente el activo no corriente de la empresa (inmovilizado) y en un porcentaje para financiar el activo corriente, el denominado fondo de maniobra.

A medida que la empresa se va desarrollando y creciendo, los fondos propios de la misma, junto con los recursos que se han podido ir generando a través del resultado periódico (beneficios), no suelen ser suficientes para atender las crecientes necesidades financieras de la empresa.

Por lo tanto, suele ser necesario acudir a la financiación externa. En este sentido podemos hablar de dos fuentes de financiación externa a largo plazo de la empresa:

- **Financiación propia**, a través de la emisión de acciones, incrementando su capital social, etc.
- **Financiación ajena**, mediante la emisión de deuda (obligaciones) o financiación bancaria a largo plazo.

En este sentido conviene distinguir la **financiación externa** de la **financiación ajena**: mientras que la financiación ajena está constituida por todas las deudas contraídas por la empresa, la financiación externa comprende, además, el capital propio.

Cuando una empresa decide realizar una ampliación de capital, emitiendo nuevas acciones o elevando el valor nominal de las mismas, está aumentando a la vez sus recursos financieros propios y externos. Imaginemos, por ejemplo, una ampliación de capital, ofrecida al público, de una sociedad cotizada en la bolsa de valores.

El mercado de valores está formado por aquellos mercados en los que se emiten valores de renta fija y renta variable, tanto a medio como a largo plazo: mercado primario y mercado secundario oficiales, distinguiendo dentro de estos últimos la Bolsa de Valores, los Mercados de Deuda Pública representada por anotaciones en cuenta, y otros mercados de ámbito estatal en los que también se emiten valores representados por anotaciones en cuenta.

- Un **mercado de valores** es un mercado público para la compraventa de acciones de las compañías y sus derivados a un precio convenido (para más información ver anexo núm. 01.- Acciones).



*Ejemplo extraído de Enciclopedia financiera. Enlace www.encyclopediafinanciera.com

▪ **Renta fija:**

La renta fija se da en las inversiones en las que se conoce de antemano (o al menos en un nivel de predicción aceptable) cuáles serán los flujos de renta que generarán (y que no necesariamente tienen que ser constantes o regulares). Ejemplos de inversiones de renta fija son los activos financieros o títulos de valores tales como los bonos, las obligaciones, las letras, y los pagarés; los bienes raíces en alquiler y los sistemas de ahorros tales como los depósitos a plazo y las cuentas de ahorro.

En general, las inversiones de renta fija generan una menor rentabilidad que las inversiones de renta variable, pero presentan un menor riesgo. Habitualmente, estas inversiones se realizan a largo plazo.

▪ **Renta variable:**

Por otro lado, la renta variable se da en las inversiones en las que no se conoce de antemano cuáles serán los flujos de renta que generarán (y que incluso pueden llegar a ser negativos), pues dependen de diversos factores tales como el desempeño de una empresa, el comportamiento del mercado, la evolución de la economía, etc.

Las acciones, las participaciones en fondos de inversión, y los bonos y obligaciones convertibles son algunos ejemplos de renta variable.

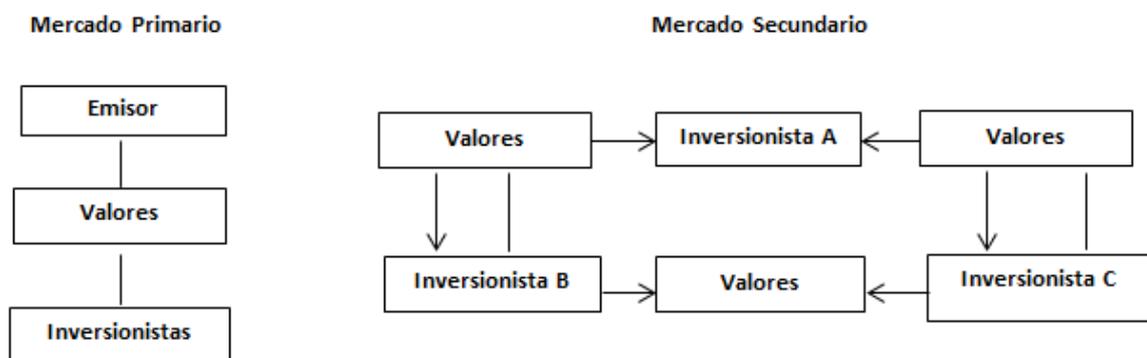
Las inversiones de renta variable suelen generar una mayor rentabilidad que las inversiones de renta fija, pero presentan un mayor riesgo. Normalmente, estas inversiones se realizan a corto o medio plazo.

La mejor manera de reducir o manejar el riesgo es a través de la diversificación, es decir, “no poniendo todos los huevos en una misma canasta”, sino más bien diversificar las inversiones.

Una forma de diversificar las inversiones es adquiriendo inversiones de renta fija e inversiones de renta variable, es decir, construyendo un portafolio que combine ambos tipos de inversiones.

La proporción de estas inversiones dependerá de los objetivos y el riesgo; si se busca una mayor rentabilidad, mayor deberán ser las inversiones de renta variable; y mientras menor sea la tolerancia al riesgo, mayor deberán ser las inversiones de renta fija.

5.2 MERCADO PRIMARIO Y SECUNDARIO DE VALORES



El **mercado primario de valores** o **mercado de nuevas emisiones** es aquel donde se venden por primera vez los valores mobiliarios (acciones, obligaciones, etc.), mientras que el **mercado secundario** o **bolsa de valores** es donde se negocian los valores una vez que han sido “colocados” en el mercado primario. El mercado secundario de valores es, pues, un mercado de “segunda mano” o mercado de reventa.

Las bolsas de valores son la parte más importante y mejor organizada del mercado secundario. Es una organización privada que brinda a sus miembros la facilidad para que se realicen compraventas de valores, acciones, bonos públicos, títulos, etc. Existen los demandantes de capital (empresas y organismos públicos), los oferentes de capital (ahorradores e inversores) y los intermediarios o corredores.

Del funcionamiento de las bolsas de valores depende en gran medida el mercado primario, pues si el mercado secundario no existiera, el mercado primario tendría graves

problemas de funcionamiento, ya que prácticamente nadie querría comprar acciones/obligaciones que luego no pudieran venderse con facilidad cuando las empresas necesitaran liquidez.

▪ **Bolsa de valores:**

Es un mercado organizado y regulado donde se centralizan las ofertas y demandas de valores mobiliarios, estableciéndose por el cruce de ambas un precio teórico de mercado.

De esta manera, todo tenedor de títulos que necesita liquidez puede acudir a una Bolsa (en el caso de que sus títulos se hallen admitidos a cotización oficial), ofreciendo vender estos valores a cambio de liquidez y viceversa con la garantía, además, de que la transacción se efectúa a un precio razonable de mercado. En cambio, aquellos inversores que tienen valores mobiliarios o que quieren adquirirlos y no han sido admitidos a cotización en una bolsa de valores, cuando desean realizar una operación, tienen que buscarse la contrapartida personalmente, lo que en muchas ocasiones no es posible.

Todos los días, el precio (valoración) de las acciones de las sociedades que cotizan en Bolsa fluctúa en función de las ofertas y demandas de títulos, de cuyo cruce se establece el precio, la **cotización** (cambio de un valor en Bolsa).

Por otra parte, con la evolución de los títulos cotizados, se elaboran una serie de índices. Así, tenemos el IBEX 35, que es un índice que refleja la evolución de los 35 valores más representativos o capitalizados (con mayor volumen de movimientos) de la Bolsa Española. Un análisis temporal de la evolución de estos índices indica, en términos generales, el crecimiento/decrecimiento en la cotización de los títulos considerados.

Por ejemplo, si suponemos que un índice general se ha incrementado en un 10%, anual, pasando de una cotización de 100 a 110, se supone que por término medio los títulos considerados para la elaboración de este índice se han revalorizado también un 10%.

5.3 LA EMISIÓN DE ACCIONES

La emisión de acciones es una forma de obtener recursos financieros a largo plazo por parte de las sociedades, bien sea para la constitución de nuevas sociedades mediante la creación de capital social, o para la ampliación de dicho capital cuando la sociedad necesita mayores recursos.

Las acciones o particiones sociales representan partes alícuotas del capital social de la empresa. Por ley se establece el capital social mínimo que debe tener una empresa en función de su tamaño y características. De esta manera, el capital social mínimo de una Sociedad Limitada es de 3.000€, estableciéndose por Ley que en la Sociedad Limitada se debe desembolsar el 100% en el momento de la constitución y estableciendo un desembolso mínimo del 25% para las Sociedades Anónimas, que podrán realizarse en efectivo o con la aportación de bienes que deberán ser objeto de valoración.

Las acciones o participaciones sociales pueden ser emitidas **sobre la par, a la par o bajo la par**, según el precio de emisión de las mismas sea superior, igual o inferior al valor nominal. La Legislación española no permite la emisión de acciones bajo la par.

- **Valor nominal:**

Es el valor que resulta de dividir el capital social de la sociedad entre el número de acciones o participaciones emitidas.

Por ejemplo, si el capital social de una empresa es de 1.000.000€ y el número de acciones es de 500.000, el valor nominal de cada acción es de $1.000.000/500.000 = 2€$ de valor nominal por acción.

En toda ampliación de capital los accionistas antiguos podrán ejercer, dentro del plazo que se determine, el derecho a suscribir nuevas acciones proporcionalmente al número de acciones antiguas que tuviera. Es lo que se denomina el **derecho preferente**.

Este derecho tiene por objeto preservar los derechos de dominio y sobre las reservas o resultados de la sociedad, que podrían diluirse parcialmente como consecuencia de las ampliaciones de capital.

En este sentido es necesario hablar de valor **teórico de una acción** o **valor según libros**, que no es más que dividir el patrimonio neto entre el número de acciones:

$$\text{VALOR TEÓRICO DE LA ACCIÓN} = \frac{\text{Capital+Reservas (Patrimonio Neto)}}{\text{Número de acciones}}$$

Por ejemplo, si se supone una sociedad con esta estructura de balance:

Porcentaje	Capital social	Nº de acciones
25%	500.000€	500
25%	500.000€	500
50%	1.000.000€	1.000
Capital social	2.000.000€	
Reservas	250.000€	2.000
Valor teórico	1.125€	
Valor nominal	1.000€	

Como se ha indicado con anterioridad, para evitar la dilución, los antiguos accionistas pueden ejercer su derecho de preferencia en la suscripción de las nuevas acciones y así poder mantener su misma proporción de propiedad respecto del capital social.

Si suponemos, en el ejemplo anterior, que se desea realizar una nueva ampliación de capital a la par, es decir, manteniendo el precio de emisión igual al valor nominal de las acciones mediante la emisión de 500 nuevas acciones (1:4), esto es, que por cada cuatro acciones antiguas se puede suscribir una nueva, representan un importe de ampliación de 500.000€, por lo que los antiguos accionistas tendrán un derecho preferente de participar en un 25%, 25% y 50% de la ampliación de capital.

Si ninguno de los accionistas quisiera acudir a la ampliación de capital y entrara un nuevo accionista que suscribiera la totalidad de la ampliación, los porcentajes resultantes serían los siguientes:

Porcentaje	Capital social	Nº de acciones
20%	500.000€	500
20%	500.000€	500
40%	1.000.000€	1.000
20%	500.00	500
Capital social	2.500.000€	2.500
Reservas	250.000€	
Valor teórico	1.100€	
Valor nominal	1.000€	

Como se aprecia en el ejemplo, la entrada de un nuevo accionista que asume la totalidad de la ampliación de capital, al no ejercitar los antiguos accionistas su derecho de suscripción preferente, ha supuesto una disminución en el porcentaje de participación

en el accionariado de la sociedad, manteniendo cada antiguo accionista su número de acciones.

Ahora bien, la ampliación de capital ha tenido otro efecto, al no alterarse el balance de la sociedad y, de acuerdo con la expresión del cálculo del valor teórico de la acción, al incrementarse el número de acciones emitidas, este valor teórico ha disminuido pasando de tener un valor antes de la ampliación de 1.125€ a un valor de 1.100€ después de una ampliación; por lo tanto, la ampliación ha supuesto una dilución o pérdida de los antiguos accionistas, ya que el nuevo accionista pasa a participar también en las reservas (resultados acumulados no distribuidos) en las mismas condiciones que los antiguos, cuando en realidad su entrada en la sociedad ha sido posterior.

Esta pérdida de valor es, precisamente, que el valor teórico de suscripción se puede determinar de acuerdo con la siguiente expresión:

$$d = \frac{(P_0 - P_1)M}{N + M}$$

Donde:

N = número de acciones antes de ampliación.

P₀ = valor teórico de la acción antes de la ampliación.

M = número de acciones emitidas en la ampliación.

P₁ = precio de emisión de las nuevas acciones.

d = valor teórico del derecho de suscripción.

En nuestro ejemplo:

$$d = \frac{(1125 - 1000)500}{2000 + 500} = 25$$

Aplicando esta expresión resulta 25, que coincide con la diferencia entre el valor teórico de la acción antes y después de la emisión. Esta cantidad es el valor teórico de

suscripción, por lo tanto, si se trata de una ampliación 4:1 (una acción nueva por cada 4 antiguas), el nuevo accionista tendrá que realizar el siguiente desembolso para cada acción que desee adquirir.

- Compra de derechos de suscripción	100 (25 x 4)
- Desembolso del nominal (emisión a la par)	1000
- Total por acción	1100

El total del desembolso sería de $1100 \times 500 = 550.000\text{€}$, de los cuales 500.000€ irían a la sociedad como incremento de capital a la par (500×1.000) y 50.000 a los antiguos accionistas (25%, 25% y 50%), como compra de los derechos preferentes de suscripción (para más información ver anexo núm. 03.- Análisis de socios a la financiación de la compañía).

5.4 EL COSTE DEL CAPITAL SOCIAL

El coste de capital social de la empresa vendrá determinado en base a los dividendos aprobados por la sociedad, que a su vez estarán determinados por los resultados que obtenga la sociedad. Puesto que los resultados de la empresa, así como los dividendos aprobados en función de estos resultados, no son unas variables que puedan obtenerse directamente, es necesario hacer estimaciones.

Siempre que no se produzcan cambios importantes en la composición de los activos y de las fuentes de financiación de la empresa, es posible que el coste del capital social pueda estimarse de acuerdo a la siguiente expresión:

$$\text{CCS} = \frac{\text{Dividendo}}{\text{Capital Social}}$$

Esta expresión es válida siempre que los dividendos y el capital social se mantengan constantes. En el caso de no ser así, se utilizará una serie que representará la evolución de los dividendos con base en el capital social y, en función de esta serie, se estimará el coste medio.

De igual forma, a la hora de determinar el dividendo a repartir (sobre todo si consideramos grandes empresas con un importante número de pequeños accionistas que buscan más el dividendo periódico que la revalorización de la acción), es importante considerar la rentabilidad que se está dando al accionista y la rentabilidad del mercado como inversión alternativa, así como la rentabilidad sobre las acciones que están dando otras sociedades del sector y el mercado en general.

Para una empresa, el coste del capital social (entendemos que totalmente desembolsado) sería la tasa mínima de rendimiento de los activos que debe obtener con el capital social aplicado.

5.5 EMISIÓN DE DEUDA. OBLIGACIONES/PAGARÉS DE EMPRESA

La emisión de obligaciones constituye una fuente de financiación habitual, generalmente para las grandes sociedades. La obligación es, simplemente, una parte alícuota de una deuda emitida por una sociedad.

Supongamos que una sociedad necesita financiación por importe de 1.000.000€, para la que decide emitir 1.000 obligaciones, con un valor nominal por obligación de 1.000€. El poseedor de una obligación emitida por una empresa es, en definitiva, otro acreedor más de la sociedad, que recibe un interés constante por su suscripción de obligaciones.

Las obligaciones pueden ser nominativas y al portador, se pueden emitir a la par, sobre la par y bajo la par. Cuando las obligaciones se emiten bajo la par, es decir, por debajo de su valor (en nuestro ejemplo podríamos tomar 900€), estamos hablando de una prima de emisión de obligaciones.

También las obligaciones pueden emitirse sobre la par, cuando el valor de reembolso es superior al nominal. Así, en nuestro ejemplo, si tomáramos 1.100€, estaríamos ante una prima de reembolso de obligaciones. En ocasiones pueden existir ambas primas de emisión y de reembolso cuando las obligaciones se emiten por debajo del nominal y se amortizan por encima de la par (para más información ver anexo núm. 04.- Bono).

▪ **Obligaciones:**

Se trata de una deuda a medio-largo plazo utilizada por grandes empresas para conseguir dinero como préstamo.

Las obligaciones son la forma más común de préstamos a largo plazo que pueden ser adoptadas por una empresa. Las obligaciones generalmente son préstamos con una fecha de devolución fija, aunque algunas obligaciones son títulos no amortizables (conocidas también como obligaciones irredimibles).

La mayoría de bonos pagan una tasa fija de interés. Se requiere que este interés se pague antes que los dividendos se paguen a los accionistas.

Además, la mayoría son bonos garantizados con los activos del prestatario.

a) Titulares de las obligaciones: los titulares de obligaciones (normalmente se conocen como inversores) no tienen derecho a voto en la Junta General de la empresa, aunque tienen reuniones por separado, donde sí pueden votar otros asuntos como, por ejemplo, sobre los cambios en los derechos inherentes a las obligaciones.

b) Ventajas de las obligaciones: la principal ventaja de las obligaciones para las empresas es el hecho de que tienen una tasa de interés más baja y, por lo general, la fecha de reembolso es muy amplia en relación con otros métodos de financiación como los préstamos. La ventaja para el inversor es que las obligaciones son fáciles de vender en las bolsas de valores y no poseen tanto riesgo como la renta variable.

c) Tipo de obligaciones:

- **Las obligaciones convertibles:** los bonos convertibles confieren al obligacionista el derecho a convertir, en unas condiciones estipuladas, sus obligaciones en acciones. Son bonos que se pueden convertir en acciones ordinarias de la compañía emisora después de un período predeterminado

de tiempo. Los bonos convertibles son más atractivos para los inversores y para las empresas, ya que suelen tener menores tasas de interés que los bonos corporativos no convertibles. En este caso, en el momento de reembolso de las obligaciones, la empresa no necesitará disponer de los fondos para reembolsar la amortización de las obligaciones; además, al incrementar sus fondos propios como consecuencia de la conversión, sus ratios de endeudamiento mejorarán.

- **Las obligaciones no convertibles:** bonos regulares que no se pueden convertir en acciones ordinarias de la empresa responsable. Como no tienen la capacidad de ser convertidos, por lo general llevan mayores tasas de interés que las obligaciones convertibles.

- Otra modalidad de obligación la constituyen las **obligaciones con warrant:** el *warrant* confiere al titular de la obligación un derecho de compra de un determinado número de acciones de la sociedad emisora de la obligación. No se trata de una conversión, sino de la posibilidad de adquirir acciones de la sociedad para el poseedor de la obligación en unas condiciones determinadas previamente. La emisión de obligaciones con *warrant* presenta mayores atractivos para los inversores.

La constante inflación ha hecho que la inversión en obligaciones sea cada vez menos atractiva. Para paliar en alguna medida este efecto, han surgido las denominadas **obligaciones indexadas** y las **obligaciones participativas** en los resultados de las empresas.

En las obligaciones indexadas se salvaguarda la posible pérdida que pudiese tener el inversor mediante la indexación que contemple de alguna forma la variación de la tasa de inflación (para más información ver anexo núm. 05.- Bono indexado).

En el caso de obligaciones participativas, la remuneración de la obligación se divide en un tramo fijo (75%) y una parte variable (25%), en función de los

resultados (beneficios o pérdidas) de la sociedad. Por ejemplo, supongamos una obligación que remunera el 75% de su nominal al 5% y al 25% de su nominal en base al porcentaje de variación del resultado de la sociedad. Si el resultado en el período de tiempo considerado fuesen pérdidas, este tramo no se remuneraría.

Otra modalidad de emisión de obligaciones es fijando un tipo de interés variable, referenciado, por ejemplo, al Euribor más un diferencial.

- **Pagarés de Empresa**

Otra forma de financiación de la empresa es a través de la emisión de pagarés de empresa.

- **Pagaré:**

Es un título por el que una persona, denominada firmante, se obliga a pagar a otra (tenedor) una determinada cantidad en una fecha y lugar determinados.

Los pagarés son instrumentos que son endosados en una entidad financiera y, posteriormente, recolocados por esta entidad entre sus clientes. En este caso, la entidad financiera, además de respaldar la operación mediante el descuento inicial de los pagarés, concede un préstamo a la empresa emisora para su reembolso.

Por ejemplo: imaginemos que una empresa necesita financiación y acuerda con una entidad financiera la emisión de pagarés de empresa por un valor total de 1.000.000€; estos pagarés son descontados en el banco a un porcentaje de un 90%, por lo tanto, la sociedad recibe 900.000€. A su vez el banco recoloca estos pagarés con una tasa de descuento de un 95%, así que la entidad financiera recibe 950.000€ y consigue traspasar el riesgo a los adquirentes de estos pagarés de empresa. En el momento del reembolso, el

banco concede un préstamo a la sociedad por importe de 1.000.000€, que es utilizado por la sociedad para el rescate de los pagarés emitidos.

5.6 EL CRÉDITO A LARGO PLAZO

Los créditos a largo plazo forman los capitales permanentes de la empresa y deben financiar, como el resto de la deuda a largo plazo junto con los fondos propios, su activo no corriente más una parte de su activo corriente, el fondo de maniobra.

Al igual que ya se trató cuando se analizó la financiación a corto plazo de la empresa, en el largo plazo también es posible acudir a la financiación vía préstamos y créditos a través de alguna institución financiera.

- **Crédito:**

Es la transferencia temporal del poder de disposición de un capital a cambio de la garantía, por parte del deudor, de pagar al acreedor unos intereses y devolver el capital prestado en una fecha prefijada.

Por regla general los préstamos a largo plazo son utilizados por las empresas para la consecución de inversiones en su activo no corriente. Algunos ejemplos de operaciones de este tipo pueden ser la adquisición de maquinaria necesaria para su proceso industrial (altos hornos, la construcción de una central hidroeléctrica, construcción de una línea de producción de vehículos, adquisición o construcción de un edificio o nave industrial) o para la consecución de la compra de alguna sociedad (inmovilizado financiero) que pueda suponer una expansión de la empresa (integración horizontal, vertical, diversificación, internacionalización), o la compra de alguna patente o *royalties* que sea imprescindible para el desarrollo industrial (patentes farmacéuticas, patentes industriales, etc.).

Cuando el volumen de la financiación es muy elevado, o ante la necesidad de una diversificación de riesgo, las entidades financieras se agrupan formando los denominados sindicatos de bancos, que no son más que agrupaciones de bancos con el

objetivo de financiar tales operaciones. Estas agrupaciones son lideradas por un banco concreto (para más información, ver anexo núm. 12.- Sindicatos de bancos).

Una de las principales características de los préstamos a largo plazo, a diferencia de los préstamos a corto plazo, es la generación de liquidez. La financiación a largo plazo se debe utilizar, como norma general, para la financiación de inversiones cuyo retorno de liquidez no es inmediato. Por ejemplo, pensemos en la construcción de un barco. Durante el proceso de construcción, esta inversión no genera ningún retorno de tesorería, que empezará a producirse cuando el barco esté totalmente construido y operativo. Es por esta circunstancia que, en muchas ocasiones, durante la fase inicial de estos préstamos se establece un período de carencia en la amortización de principal, es decir, únicamente las cuotas de amortización comprenden el pago de intereses. En el momento de la puesta en servicio del bien, y con la generación de tesorería, las cuotas de amortización comprenden la devolución del principal del préstamo más los intereses.

Por regla general, el coste de la financiación a largo plazo suele ser inferior al coste de la financiación a corto plazo, estando, al igual que los préstamos a corto plazo, referenciada a tipos de interés variable (Euribor), a los que se les añade un diferencial. Este hecho ha propiciado la necesidad, y a veces la imposición para la empresa, de la cobertura de tipos de interés mediante la utilización de productos derivados que, a grandes rasgos, eliminen la posible incertidumbre de la variación de estos tipos a futuro, estableciendo un intervalo de coste máximo y mínimo en la financiación a largo plazo.