



Tema 2. Financiamiento a largo plazo, una introducción

ÍNDICE

- 2.1. Algunas características de las acciones comunes y las preferentes
- 2.2. Deuda corporativa a largo plazo
- 2.3. Algunos tipos diferentes de bonos
- 2.4. Préstamos bancarios
- 2.5. Bonos internacionales
- 2.6. Patrones de financiamiento
- 2.7. Tendencias recientes en la estructura de capital





2.1. Algunas características de las acciones comunes y las preferentes

Características de las acciones comunes

1) **Derechos de los accionistas** → Los accionistas eligen a los miembros del consejo de administración en una asamblea anual (una acción, un voto). La votación puede ser de varios tipos;

$$* \text{ Acciones necesarias} = (\text{total} / 2) + 1$$

- **Votación directa** → Elección de 1 a 1 los miembros, tener más del 50% de las acciones asegura la elección de todos los miembros.
- **Votación acumulativa** → Protege a los socios minoritarios. El número total de votos = número de acciones x número de consejeros a elegir. Se eligen todos a la vez, los que reciben más votos son los nuevos miembros. Cada accionista puede distribuir sus votos como quiera.

En general, si hay "N" candidatos, entonces $1/(N+1)\%$ de las acciones más una le garantizará un puesto.

PREGUNTA EXAMEN;

• Una sociedad va a elegir a seis miembros del consejo de administración. El precio actual de sus acciones es de 12€. Si las acciones en circulación son 640.000, ¿cuánto cuesta asegurarse un puesto en el consejo con votación directa? ¿Y con votación acumulativa? Comente qué sistema es preferible.

$$N = 6 \quad 12\text{€ / acción} \quad 640.000$$

$$VD \rightarrow \text{Acciones necesarias} = 640.000 / 2 = 320.000 + 1$$

$$CT = 320.001 \times 12\text{€} = 3.840.012\text{€}$$

$$VA \rightarrow 1/(N+1)\% \rightarrow 1/(6+1) = 0,1429$$

$$n^{\circ} \text{ acciones} = (640.000 \times 0,1429) + 1 = 91.430$$

$$CT = 91.430 \times 12\text{€} = 1.097.160\text{€}$$





- 2) **Votación por apoderados** → En la asamblea anual los accionistas pueden votar en persona o transferir su derecho a votar a un tercero.
- 3) **Clases de acciones** → Algunas empresas emiten más de una clase de acciones comunes. Las clases se crean, por lo general, con derechos de votación desiguales. (no se cumpliría una acción un voto).
- 4) **Otros derechos** → Además del derecho a elegir a los miembros del consejo de administración, los accionistas tienen otros derechos:
 - Dividendos
 - Liquidación
 - Votación sobre asuntos importancia (ej; fusión) – asamblea anual/extraordinaria.
- 5) **Dividendos** → El pago de dividendos se realiza a criterio del consejo de administración.
Tributación dividendos:
 - Personas físicas (IRPF): retención del 19% - 28%.
 - Personas jurídicas (IS): Forma parte de la base imponible y tributa al 25% (sujeto a retención del 19%; excepción si se posee el 5% de las acciones o 20 millones al menos 1 año).

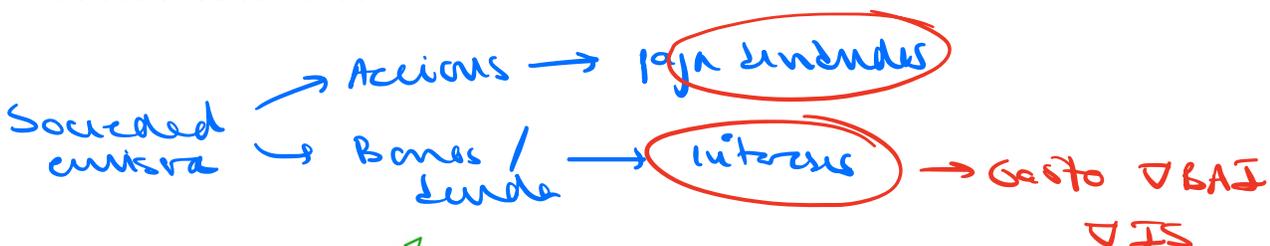
Características de las acciones preferentes

- 1) **Valor estipulado** → Algunos tipos de acciones preferentes, pueden tener un valor prefijado de liquidación.
- 2) **Dividendos acumulativos y no acumulativos** → Si los dividendos son acumulativos y no se pagan en un año específico, se trasladarán al siguiente ejercicio como un pago atrasado (se acumulan). Tanto los dividendos acumulados como los actuales deben pagarse antes de que los accionistas comunes reciban algo.
- 3) **¿Las acciones preferentes son deuda en realidad?** Se dice que son “deuda disfrazada”.

Semejanzas;

- Dividendo y percepción en caso de liquidación prefijadas
- En ocasiones reciben calificación crediticia (al igual que los bonos)
- Aunque no tienen vencimiento, a menudo son amortizables.

Las acciones preferentes se parecen mucho a la deuda. No obstante, para efectos fiscales, los dividendos de las acciones preferentes se tratan igual que los dividendos de las acciones comunes.





2.2. Deuda corporativa a largo plazo

Diferencias entre deuda y capital:

- La deuda no da derechos de propiedad ni, normalmente, de votación, el capital si.
- Los intereses son deducibles del impuesto, los dividendos no.
- La deuda es un pasivo exigible, por lo que puede conducir a la quiebra.

Algunas veces no está claro si un valor en particular es deuda o capital. Por ejemplo, suponga que una corporación emite un bono perpetuo con intereses pagaderos únicamente con beneficios si, y solo si, se generan beneficios.

Este sería un intento de combinar la ventaja fiscal de la deuda sin el riesgo de quiebra que implica la deuda.

| Característica | Capital | Deuda |
|------------------|--|---|
| Ingresos | Dividendos | Intereses |
| Situación fiscal | Los dividendos se gravan como ingreso personal, aunque actualmente con un límite de 23.8% a nivel federal en Estados Unidos. Los dividendos no son un gasto de la empresa. | Los intereses se gravan como ingresos personales. Los intereses son un gasto de la empresa y las corporaciones pueden deducir el pago de intereses cuando calculan la carga fiscal corporativa. |
| Control | Por lo general, las acciones comunes tienen derechos de votación. | El control se ejerce mediante el contrato de préstamo. |
| Incumplimiento | No se puede obligar a las empresas a declararse en quiebra por falta de pago de dividendos. | La deuda sin pagar es un pasivo de la empresa. La falta de pago da como resultado la quiebra. |

Lo esencial: la situación fiscal favorece la deuda, pero el incumplimiento favorece al capital. Las características de control de la deuda y el capital son diferentes, pero unas no son mejores que las otras.

CARACTERÍSTICAS BÁSICA DE LA DEUDA A LARGO PLAZO

- **Vencimiento:** a largo plazo (más de un año).
- **Títulos:** Obligaciones, Pagarés (10 años o menos), o bonos (más de 10 años).
- **Emisión:** pública o privada (se emite para un prestamista concreto).
- Las características se detallan **en el contrato**.





EL CONTRATO → Documento firmado entre el prestatario y los acreedores que incluye las estipulaciones:

1. Los términos básicos de los bonos

- Valor nominal o principal
- Se pueden emitir de forma registrada (el bono está registrado a nombre de una persona) o al portador (el certificado es la prueba fundamental de la propiedad y la sociedad pagará al “Portador” de este).

2. Garantía: en función de la garantía que protege a los tenedores de los bonos:

- **Colateral:** valores (activos subyacentes) que entrega la sociedad emisora como garantía de pago de la deuda (acciones comunes en poder de la corporación).
- **Títulos hipotecarios:** están garantizados por una hipoteca sobre bienes inmuebles del prestatario (bienes inmuebles).

3. Prelación: preferencia sobre otra deuda (primaria vs. Secundaria o subordinada).

4. Los acuerdos para el pago → los bonos se pueden amortizar al vencimiento o bien pueden pagarse en parte o en su totalidad antes del vencimiento.

5. Las cláusulas de recompra (amortización anticipada) → Una cláusula de rescate permite que la compañía recompre o amortice parte o toda la emisión de bonos a un precio preestablecido durante cierto periodo especificado. En general, el precio de recompra es superior al valor estipulado. **Prima de recompra** = diferencia entre el precio de recompra y el valor nominal.

6. Detalles de las cláusulas de protección:

- **Cláusula negativa:** mandamiento restrictivo. Limita o prohíbe acciones que podría poner en marcha la empresa emisora de los bonos. (Por ejemplo, limitar los dividendos en relación con alguna fórmula).
- **Cláusula positiva:** mandamiento permisivo. Especifica una acción que la compañía debe emprender o una condición que debe cumplir. Por ejemplo; la empresa debe mantener su capital de trabajo un nivel mínimo o por encima.





2.3. Algunos tipos diferentes de bonos

Vemos algunos bonos con características inusuales:

- **BONOS DE TASA FLOTANTE** → Indiciados a una tasa de interés (como los préstamos a tipo variable). La mayoría de los bonos de tasa flotante tienen las siguientes características:
 - Cláusula de opción de venta (el tenedor puede venderlo de nuevo al valor a la par después de cierto período especificado).
 - Existe una horquilla de tasas de interés (límite mínimo y máximo).
- **OTROS TIPOS DE BONOS:** Características inusuales o exóticas:
 - Warrant: derecho de compra de acciones a un precio fijo. *→ acción (Bonde)*
 - Bonos sobre ingresos: los pagos del cupón dependen de los ingresos de la compañía (poco frecuente). *→ accionista (Esp.)*
 - Bono convertible: se puede canjear por un número fijo de acciones en cualquier momento antes de su vencimiento, a opción del tenedor.
 - Bono con opción de venta: permite al tenedor obligar al emisor a recomprar el bono a un precio establecido.

2.4. Préstamos bancarios

Además de emitir bonos, una empresa puede simplemente pedir prestado a un banco.

- **Líneas de crédito:**
 - Se determina una cantidad máxima (límite del crédito) que la empresa podrá utilizar.
 - Se pagan intereses sobre el saldo dispuesto y comisiones sobre el saldo no dispuesto.
- **Créditos sindicados:** aquel en el que se presta una gran cantidad de dinero a una gran empresa por parte de varios bancos (en lugar de hacerse cargo una única entidad, como ocurre con los préstamos). El banco que actúa como interlocutor se le conoce como Banco Agente y será el que centralice la operación.





2.5. Bonos internacionales

Eurobonos (bonos internacionales) → No se refiere a que sean bonos en moneda Euro. Son bonos emitidos en varios países y denominados en una moneda (normalmente, la del emisor). Se negocian principalmente en Londres.

Bonos extranjeros → Una empresa de un país los emite en otro país, denominados normalmente en la moneda de donde se emiten.

Con frecuencia, los bonos extranjeros tienen un nombre relacionado con el país donde se emiten; bonos yanquis (EEUU), bonos samurái (Japón)...

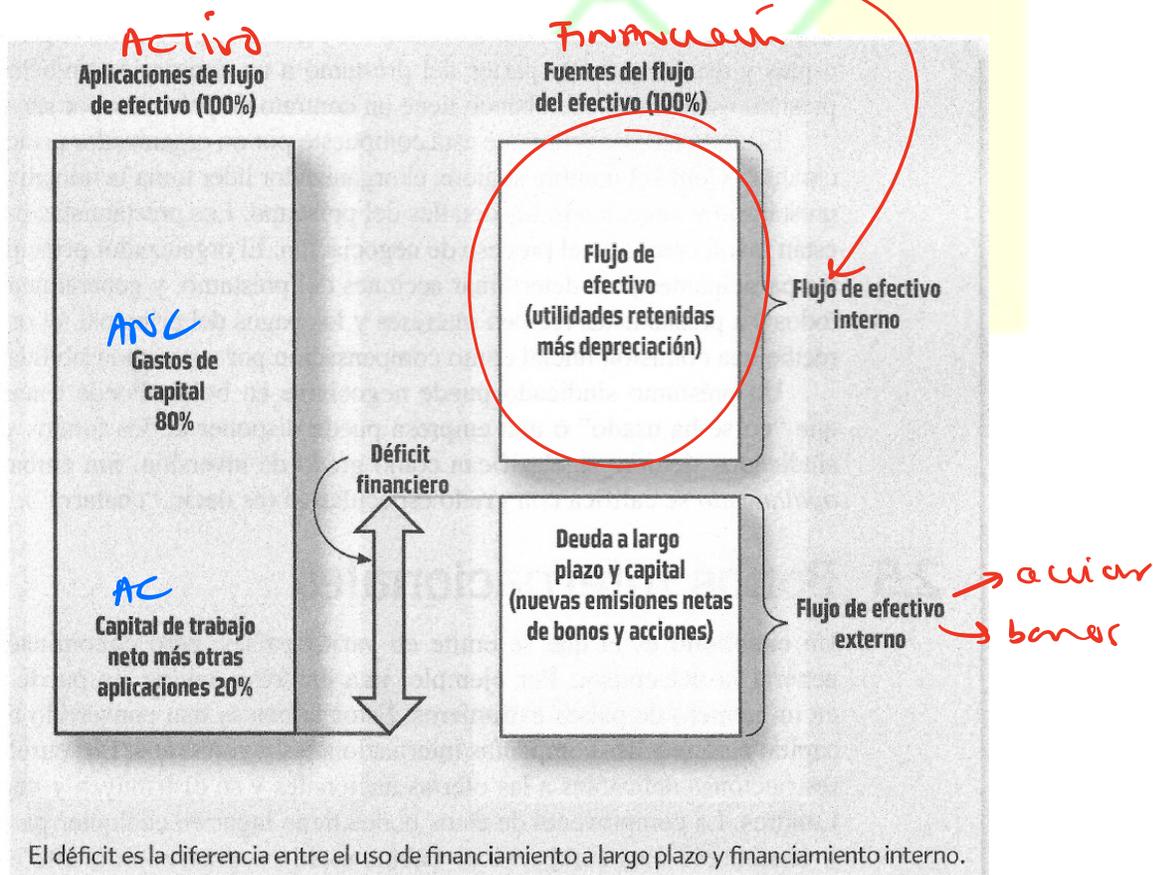
2.6. Patrones de financiamiento

Capital (accionar)
Deuda (bonos, préstamos)
autofinanciación (Reservas)

Es necesario que las empresas capten recursos para poder financiar proyectos que les generen un VPN positivo. A la vez, las empresas generan flujo de efectivo interno positivo que pueden utilizar.

Flujo de efectivo interno = Beneficio neto + Amortizaciones – dividendos.

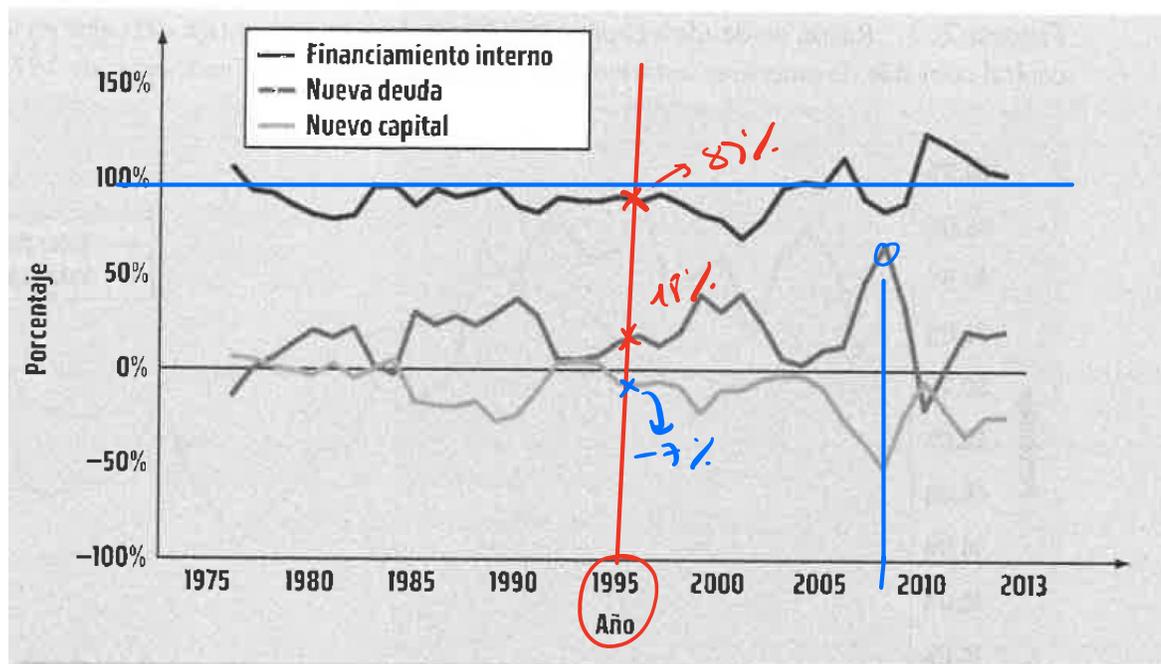
Relación inversión – financiación:





En la práctica ¿Cuál ha sido la división entre financiamiento interno y externo?

Figura 2.2. Decisiones de financiamiento tomadas por corporaciones no financieras en EEUU



Podemos sacar algunas **conclusiones** de dicha figura:

- El flujo de efectivo generado internamente ha sido la fuente de financiación dominante.
- Este predominio ha aumentado durante el periodo de muestreo, con un financiamiento interno que en realidad supera el 100% durante la mayor parte de los años (esto significa que la financiación externa ha sido negativa).



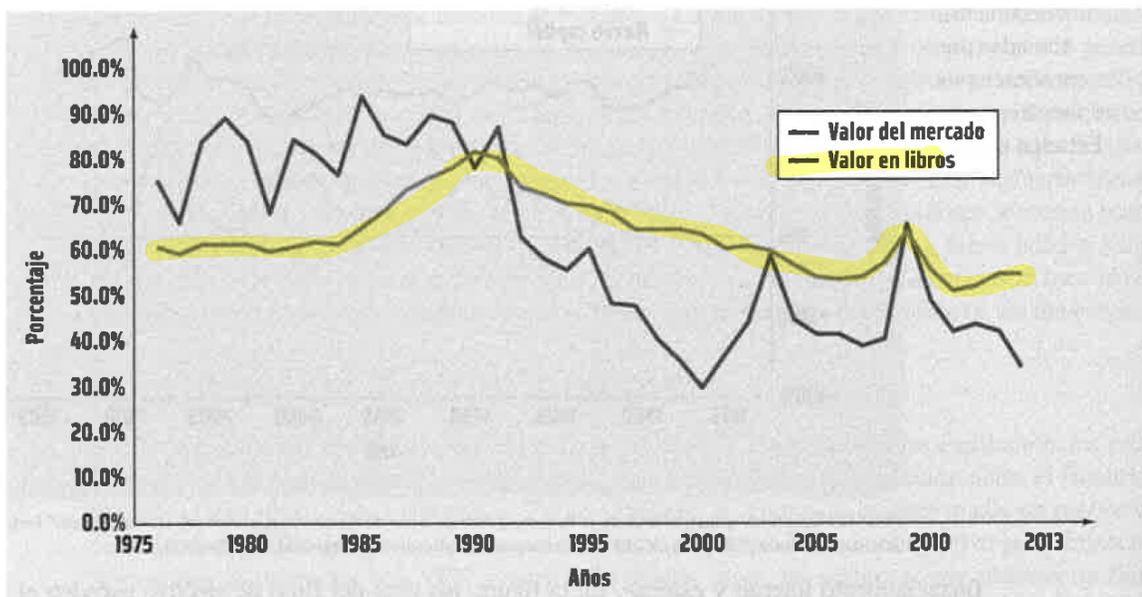


2.7. Tendencias recientes en la estructura de capital

Evolución de la estructura de capital en USA (1975-2013):

- Las empresas usan menos deuda que capital
- Ha habido una reducción de la relación Deuda/Capital. (La autofinanciación incrementa el valor de las acciones).
- Estas tendencias se observan usando tanto valores contables como de mercado.

Figura 2.3. Razón de deuda a capital (valor en libro y valor de mercado). Empresas estadounidenses no agrícolas y no financieras (1975-2013).



QUÉ ES MEJOR: ¿EL VALOR DE MERCADO O EL VALOR EN LIBROS?

Desde el punto de vista financiero → preferible el valor de mercado ya que refleja los valores actuales.

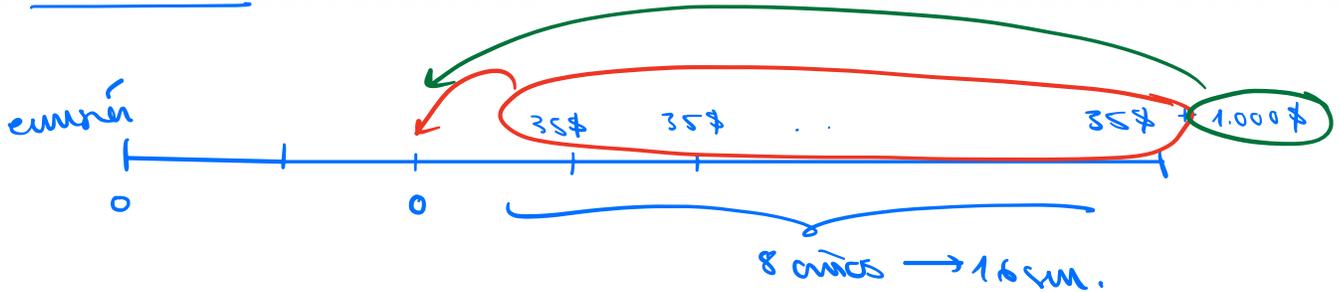
Pero no debe ignorarse el valor en libros, ya que su uso es bastante popular debido a la volatilidad del mercado de valores.





PROBLEMA – VALORACIÓN DE BONOS

- Bonos con valor nominal de 1.000\$, cupón del 7% pagado semestralmente, vencimiento a 8 años. tipo de interés anual del 7,5%.



$$\text{cupón} = 7\% \times 1.000\$ = 70\$ / 2 = 35\$$$

$$i = 7,5\% / 2 = 3,75\%$$

$$P_0 = 35 \times \frac{1 - (1,0375)^{-16}}{0,0375} + 1.000 \cdot (1,0375)^{-16}$$
$$= 970,32\$ < 1.000\$$$





PREGUNTAS TEÓRICAS – TEMA 2

TEMA 2

- ¿Qué similitudes y diferencias existen entre acciones comunes y acciones preferentes? Pg 41
- Describa las características de los distintos tipos de bonos corporativos. Pg 46
- Explique la utilidad de la cláusula de recompra en las emisiones de bonos a largo plazo. Pg 50
- Comente las características de los bonos redimibles y sus repercusiones en la valoración de los mismos. Pg 50
- Explique qué es un eurobono y su diferencia con los bonos extranjeros. Pg 53
- Explique las ventajas e inconvenientes del financiamiento externo en relación al financiamiento interno de una empresa. Pg 54

