

CAPITULO VI

Decisiones de Financiamiento a Largo Plazo



CAPITULO VI

Decisiones de Financiamiento a Largo Plazo

6

Decisiones de Financiamiento a Largo Plazo

C O N T E N I D O

- | | |
|--|---|
| 1. Financiación | 8.4. Bonos |
| 2. Decisiones de Financiamiento a Largo Plazo | 8.5. Arrendamiento Financiero (LEASING) |
| 3. Deuda de Largo Plazo | 8.6. Renting |
| 4. Razones para buscar un Financiamiento | 9. Costo de la Deuda |
| 5. Análisis de Financiamiento | 9.1. Préstamos Bancarios a Medio y Largo Plazo. |
| 6. Principales Características de las Fuentes de Financiamiento a Largo Plazo. | 9.2. Emisión de Empréstitos u otros Títulos de Renta Fija |
| 7. Clases de Fuentes de Financiamiento a Largo Plazo | a) El Costo de la Financiación Vía Obligaciones |
| Fuentes Internas. | b) Valoración de las Obligaciones desde el punto de vista del Emisor y del Inversor |
| Fuentes Externas | 10. Selección de Alternativas de Financiación. |
| 8. Principales Instrumentos de Financiamiento Externo | Preguntas de Autoevaluación |
| 8.1. Préstamo | REFERENCIALES |
| 8.2. Hipoteca | |
| 8.3. Acciones | |

O B J E T I V O

El objetivo del presente capítulo, es proporcionar al lector la información necesaria, que los introduzca al tema de financiamiento, que les permita; al finalizar la lectura de este capítulo estar en la capacidad de:

1. Explicar en qué consiste las decisiones de financiamiento a largo plazo.
2. Describir las clases principales características de financiamiento de a largo plazo.
3. Comprender el proceso de las decisiones de Financiación
4. Describir ¿cuáles son los factores que hay que tener en cuenta en la selección de la alternativa de financiación?
5. Elaborar un plan de negocios adecuado a las necesidades actuales de la empresa

CAPITULO VI

Decisiones de Financiamiento a Largo Plazo

Un punto álgido que todo nuevo gestor/a o empresario debe afrontar es la obtención de recursos económicos para la puesta en marcha de una empresa.

A las dificultades propias de crear una empresa, de nuevas inversiones, o de escases de recursos, se añade la necesidad de la obtención de recursos económicos necesarios para la puesta en marcha de la empresa, para su consolidación, para su mantenimiento, desarrollar nuevas inversiones y para el crecimiento sostenido de la empresa.

La dimensión de la empresa o de las inversiones son las que determinarán las necesidades de financiamiento.

Para llegar a ser relevantes en el análisis de obtener capital, conocer los diversos medios de financiamiento, y saber cuál es el para la empresa, es necesario para poder manejar hacer una reflexión sobre algunos conceptos claves:

Importe necesario para poner en marcha la empresa. Para conocerlo con exactitud tendremos en cuenta:

- § Importe de adquisición de productos para su venta. Para ello el objetivo del volumen de ventas ha de ser previamente marcado, analizando el stock del producto y el tiempo de realización del mismo. Además s previsible que con toda seguridad nuestros proveedores nos exijan el al contado de nuestras primeras compras.
- § Qué inversiones vamos a necesitar para llegar al objetivo inicialmente marcado de ventas de productos o de servicios.
- § Qué gastos generará la empresa, en cuanto a nóminas, electricidad, teléfono, material de oficina, gastos de representación y desplazamientos, gastos de publicidad, gastos financieros y bancarios, etc. para realizar el objetivo marcado.
- § En función de nuestro objetivo, cuál va a ser el número de trabajadores que se van a necesitar, para poner en marcha el negocio, y a posteriori.
- § Gastos iníciales, tales como escrituras, notaría, impuestos, etc., es decir, gastos que se generarán al inicio de la actividad.

CAPITULO VI

Decisiones de Financiamiento a Largo Plazo

§ Fecha en la cual vamos a comenzar a obtener ingresos. ello nos fijaremos en el tipo de servicio a realizar y los plazos de cobro, siguiendo un criterio prudente para no ser demasiado optimista en la previsión de los ingresos iniciales.

Finalidad de la financiación, es decir, ¿para qué necesitamos el dinero? No es lo mismo necesitar dinero para pagar a proveedores para comprar una máquina.

Por ejemplo, el stock de productos necesariamente tendrá una rotación, habrá momentos en que necesitemos dinero para comprar dicho stock y momentos en que nos sobre liquidez porque nos han pagado las ventas realizadas. Para eliminar el desfase financiero que se produce necesita una póliza de crédito que nos repercuta intereses (gastos financieros) sólo por el tiempo y el dinero que hemos utilizado.

Sin embargo, si entre nuestros proyectos está la compra, por ejemplo, de una máquina hay que intentar financiarla al mismo periodo de amortización que tiene este activo, lo que hará más fácil el pago del mismo.

Otro aspecto fundamental a analizar es la **capacidad de pago** que se tiene o se puede tener para devolver la cantidad financiada externamente. Para ello, hemos de realizar una previsión de los ingresos y gastos que generaremos y así tener una idea de los plazos de amortización de la deuda de acuerdo con los compromisos de la empresa.

1. Financiación

La financiación no es una limosna que se da a quien la necesita, sino que es un negocio como cualquier otro.

Hay que demostrar que el nuestro es un negocio, que permite a quienes prestan dinero recuperarlo y además ganar unos intereses.

Uno de los objetivos de la empresa es su crecimiento sostenido. Este crecimiento económico normalmente se da a través de proyectos de expansión que requieren de grandes inversiones, que muchas veces no cuenta la empresa para realizarlas.

CAPITULO VI

Decisiones de Financiamiento a Largo Plazo

Ante esta situación, los administradores de una empresa, tienen tres maneras de obtener el dinero que necesitan para realizar los proyectos de inversión:

- 1) Generar excedentes de efectivo después de cubrir sus necesidades actuales de operación. Esta es la opción más sana, financieramente hablando.
- 2) Pedir un préstamo
- 3) Asociarse con alguien que tengas interés en los planes de la compañía y que suministre total o parcialmente los fondos para llevarlos a cabo.

Cabe hacer mención que las dos últimas alternativas pueden hacerse de forma privada, es decir, con acreedores y accionistas con quienes se establece relación y contacto directo, y en forma pública, es decir con acreedores y accionistas provenientes del gran público inversionista y con quienes se establece una relación indirecta a través de intermediarios financieros tales como la bolsa de valores y sus correspondientes agentes llamados casa de bolsa.

2. Decisiones de Financiamiento a Largo Plazo

Las decisiones de financiamiento, a diferencia de las decisiones de inversión, son aquellas que se toman cuando se tiene en mente un proyecto a largo plazo.

Al tomar decisiones de financiamiento es fundamental crear las condiciones para ganar la confianza del Mercado Financiero, para luego buscar las opciones más convenientes para la empresa en dicho mercado financiero. Ello significa que se debe evaluar cuál de estos segmentos del mercado es más propicio para financiar la inversión o la actividad específica para la cual la empresa necesita recursos.

El objetivo es conocer todas las variantes que existen para obtener un financiamiento y elegir la que más se adapte a nuestras necesidades y expectativas.

La deuda, las acciones comunes, y las acciones preferentes son las

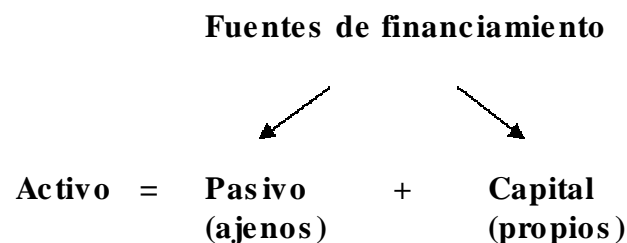
CAPITULO VI

Decisiones de Financiamiento a Largo Plazo

principales fuentes de financiamiento a largo plazo para las empresas.

3. Deuda de Largo Plazo

Recuerde que en el capítulo sobre estructura de capital señalamos que la estructura de capital de una empresa está compuesta de Deuda de Largo Plazo y por su Patrimonio Neto. De lo dicho, es necesario prestar atención que el financiamiento de una empresa depende de estos dos elementos. Uno de los cuales es la Deuda de Largo Plazo. La deuda es una obligación legal por dinero que se pidió prestado, es un compromiso de efectuar pagos futuros convenidos por contrato. La deuda de Largo plazo originalmente está programada para ser reembolsada en un plazo mayor a un año. La Deuda de Largo Plazo es: “Un título de deuda es una promesa de pago de intereses y restitución de dinero que pidió prestado, el principal, en condiciones previamente especificadas. La omisión de realizar los pagos prometidos es el incumplimiento y puede dar pie a la quiebra”¹. Es decir, la empresa cuando adquiere financiamiento por Deuda de Largo Plazo, tiene la obligación de pagar intereses por el préstamo y de restituir el dinero que pidió prestado.

**4. Razones para buscar un Financiamiento**

Una empresa para poder realizar normalmente sus actividades requiere de recursos financieros (dinero), ya sea para desarrollar sus funciones actuales o ampliarlas, así como el inicio de nuevos proyectos que impliquen inversión. Cualquiera que sea el caso, los medios por los cuales las

¹ Emery, Douglas R.; Finnerty, John D.; y Stowe John D. “Fundamentos de ADMINISTRACIÓN FINANCIERA”, Editorial Pearson Educación, 2000, pág. 44.

CAPITULO VI**Decisiones de Financiamiento a Largo Plazo**

personas físicas o morales obtienen recursos financieros en su proceso de operación, creación o expansión, en lo interno o externo, a corto, mediano y largo plazo, se le conoce como fuentes de financiamientos.

Así pues, el mejor momento para buscar un financiamiento es cuando veamos una clara oportunidad de negocio o cuando notemos que existe posibilidad de que este crezca y mejore. Cuando indicadores de nuestro negocio nos hagan pensar que nuestro producto o servicio está en boga, es el mejor momento de solicitar un financiamiento. Igualmente debe recurrir al financiamiento externo, cuando la propia operación no alcance a generar los recursos excedentes suficientes para el logro de los proyectos de crecimiento o, para realizar la operación de la empresa. También se puede buscar un financiamiento con el objetivo de modernizar nuestro negocio y hacerlo más eficiente.

En situaciones como éstas, es común que las empresas curran a financiamientos de diversas entidades, entre los que destacan proveedores y acreedores del sistema financiero. En este último caso, la entidad económica recurre a algunos de los agentes que forman del sistema financiero como bancos, casas de bolsa, arrendadoras, presas de factoraje, almacenadoras, etc.

5. Análisis de Financiamiento

Antes de concluir si se debe o no solicitar un financiamiento y el monto de éste, es conveniente pensar en las siguientes interrogantes:

- ¿Cuál es nuestro negocio actual o proyectado?
- ¿Qué cantidad necesito para ponerlo en marcha?
- ¿Cuánto tiempo pasará para que empiece a generar ganancias?
- ¿En cuánto tiempo podría pagar el financiamiento?

En todos los casos, tanto si se decide recurrir a un financiamiento, como si se opta por esperar un momento más adecuado, es importante tener un conocimiento amplio sobre las opciones disponibles en el mercado, sus riesgos y condiciones.

CAPITULO VI

Decisiones de Financiamiento a Largo Plazo

6. Principales Características de las Fuentes de Financiamiento a Largo Plazo

Se entiende por fuente de financiamiento a toda persona o entidad ajena a la empresa que proveen sus recursos desde el exterior hacia la empresa; o a la manera de como una empresa puede obtener fondos o recursos financieros del exterior hacia la empresa para llevar a cabo sus metas de crecimiento y progreso.

Las principales características de financiamiento a largo plazo son las siguientes:

- La deuda representa una participación en la propiedad de la empresa por lo general los acreedores no tienen poder de voto
- El pago de los intereses sobre la deuda que efectúa la empresa se considera un costo operativo
- La deuda pendiente de liquidar es un pasivo de la empresa si no se paga los acreedores pueden reclamar legalmente los activos de la empresa.

7. Clases de Fuentes de Financiamiento a Largo Plazo

Los distintos medios o recursos de financiamiento de las empresas pueden clasificarse:

Fuentes Internas:

- a) Los recursos que aportan los socios a la empresa en concepto de capital, tanto para la formación de capital inicial como para sucesivas ampliaciones. Dentro de las fuentes de financiamiento internas sobresalen las aportaciones de los socios (capital social).
- b) La parte de los beneficios periódicos que no haya sido repartido entre los socios y que pasara a incrementar la capacidad financiera de la empresa.

Fuentes Externas:

Son todos aquellos recursos que se dirigen a la empresa desde el exterior y que tienen su origen en personas e instituciones ajenas a la empresa:

CAPITULO VI

Decisiones de Financiamiento a Largo Plazo

- a) Los derivados del tráfico o actividad normal, ejemplo: créditos que conceden los proveedores de materias primas, bienes o servicios que la empresa utiliza en su operación.
- b) Los recursos que deben ser negociados en el exterior, palmente en entidades financieras.

8. Principales Instrumentos de Financiamiento Externo.

8.1. Préstamo.

La entidad financiera entrega al cliente una cantidad de dinero que este último se obliga a restituir al cabo de un plazo de tiempo establecido, más los intereses devengados.

Características :

- La entrega del dinero es simultánea a la firma del contrato.
- Las cuotas se devuelven periódicamente (mes, trimestre, semestre, ...)
- Cabe la posibilidad de establecer un periodo de carencia en el que únicamente se pagan intereses.

Ventajas :

- Posibilita la financiación inmediata de cualquier inmovilizado.

Inconvenientes :

- Normalmente, requiere disponer de garantías.

Recomendable. En situaciones en las que se necesita una suma importante de liquidez para afrontar situaciones de lanzamientos de nuevos productos, ampliaciones de negocios, etc.

8.2. Hipoteca

Es un traslado condicionado de propiedad que es otorgado por el prestatario (deudor) al prestamista (acreedor) a fin de garantizar el pago del préstamo.

Importancia

CAPITULO VI**Decisiones de Financiamiento a Largo Plazo**

Es importante señalar que una hipoteca no es una obligación a pagar ya que el deudor es el que otorga la hipoteca y el acreedor es el que la recibe, en caso de que el prestamista no cancele dicha hipoteca, la misma le será arrebatada y pasará a manos del prestatario. Vale destacar que la finalidad de las hipotecas por parte del prestamista es obtener algún activo fijo, mientras que para el prestatario es el tener seguridad de pago por medio de dicha hipoteca así como el obtener ganancia de la misma por medio de sus intereses generados.

Ventajas

- Para el prestatario le es rentable debido a la posibilidad de obtener ganancia por medio de los intereses generados de dicha operación.
- Da seguridad al prestatario de no obtener pérdida al otorgar el préstamo.
- El prestamista tiene la posibilidad de adquirir un bien

Desventajas

- Al prestamista le genera una obligación ante terceros.
- Existe riesgo de surgir cierta intervención legal debido a falta de pago.

Formas de Utilización

La hipoteca confiere al acreedor una participación en el bien. El acreedor tendrá que acudir al tribunal y lograr que la mercancía se venda por orden de éste para, es decir, que el bien no pasa a ser del prestamista hasta que no haya sido cancelado el préstamo. Este tipo de financiamiento por lo general es realizado por medio de los bancos.

8.3. Acciones

Las acciones representan la participación patrimonial o de capital de un accionista dentro de la organización a la que pertenece.

Importancia

CAPITULO VI

Decisiones de Financiamiento a Largo Plazo

Son de mucha importancia ya que miden el nivel de participación y lo que le corresponde a un accionista por parte de la organización a la que representa, bien sea por concepto de dividendos, derechos de los accionistas, derechos preferenciales, etc.

Ventajas

- Las acciones preferentes dan el énfasis deseado al ingreso.
- Las acciones preferentes son particularmente útiles para las negociaciones de fusión y adquisición de empresas.

Desventajas

- El empleo de las acciones diluye el control de los actuales accionistas.
- El costo de emisión de acciones es alto.

Formas de Utilización

Las acciones se clasifican en **Acciones Preferentes** que son aquellas que forman parte del capital contable de la empresa y poseen el derecho a las utilidades después de impuesto de la empresa, hasta cierta cantidad, y a los activos de la misma. También hasta cierta cantidad, en caso de liquidación. Y por otro lado se encuentran las **Acciones Comunes** que representan la participación residual que confiere al tenedor un derecho sobre las utilidades y los activos de la empresa, después de haberse satisfecho las reclamaciones prioritarias por parte de los accionistas preferentes. Por esta razón se entiende que la prioridad de las acciones preferentes supera a las de las acciones comunes. Sin embargo ambos tipos de acciones se asemejan en que el dividendo se puede omitir, en que las dos forman parte del capital contable de la empresa y ambas tienen fecha de vencimiento.

¿Qué elementos se deben considerar respecto al empleo de las Acciones Preferentes o en su defecto Comunes?

Se debe tomar aquella que sea la más apropiada como fuente de recurso a largo plazo para el inversionista. ¿Cómo vender las

CAPITULO VI

Decisiones de Financiamiento a Largo Plazo

Acciones? Las emisiones más recientes se venden a través de un suscriptor, el método utilizado para vender las nuevas emisiones de acciones es el derecho de suscripción el cual se hace a través de un corredor de inversiones. Después de haber vendido las acciones, la empresa tendrá que cuidar su valor y considerar operaciones tales como el aumento del número de acciones, la disminución del número de acciones, el listado y la recompra.

8.4. Bonos (Ver capítulo III)

Es un instrumento escrito en la forma de una promesa incondicional, certificada, en la cual el prestatario promete pagar una suma especificada en una futura fecha determinada, en unión a los intereses a una tasa determinada y en fechas determinadas.

8.5. Arrendamiento Financiero. (LEASING) Ver Capítulo III)

Es un contrato de arrendamiento (alquiler) de un bien que el cliente firma con la entidad financiera (propietaria del bien) por un periodo de tiempo. Transcurrido este periodo el cliente podrá optar por:

- Adquirir el bien, pagando una última cuota de valor residual preestablecida.
- Renovar el contrato de arrendamiento.
- No ejercer la opción del compra, entregando el bien a la entidad financiera.

Características :

- El cliente deberá ser una empresa, empresario individual o profesional, y el bien debe de estar destinado a una actividad empresarial, comercial, profesional o agrícola.
- El contrato tendrá una duración mínima de 2 años para bienes de equipo y de 10 años para bienes inmuebles.

Ventajas :

- A diferencia de otras fuentes de financiación el leasing permite la financiación del 100% del bien.

CAPITULO VI

Decisiones de Financiamiento a Largo Plazo

- La cuota es un gasto deducible fiscalmente.
- No es necesario hacer un desembolso inicial por lo que la empresa no disminuye su activo circulante.
- Amortización acelerada del bien.
- Tiene un garantía implícita, que es el propio bien financiado.

Inconvenientes:

- Tipos de intereses elevados.

Recomendable. Para la compra de bienes de inmovilizado con riesgo de obsolescencia.

8.6. Renting

El renting es un producto no financiero que consiste en el alquiler a largo plazo de activos fijos (generalmente bienes de equipo y vehículos) que el usuario de dicho equipo realiza a la sociedad arrendadora propietaria de dichos bienes. Finalizado el contrato, la sociedad propietaria recupera el equipo, sin perjuicio de la prórroga que pudiera establecerse en el contrato que suscriban.

El contrato renting es un contrato irrevocable que no se puede cancelar anticipadamente sin acuerdo previo entre las partes. Entre las cláusulas del contrato debe especificarse la penalización en el caso de que se produzca cancelación anticipada, la cual suele ser elevada y se expresa en porcentajes sobre el coste pendiente al vencimiento del contrato y de los días que medien desde la fecha de cancelación y la de finalización del renting. No se considera cancelación anticipada en el caso de siniestralidad del bien, es decir, incendio, robo, etc.

En un contrato renting figuran los siguientes datos:

- Descripción del bien y servicios que se ofrecen con el alquiler.
 - Derecho y obligaciones del arrendatario y del arrendador.
 - Plazo del alquiler
 - Precio y periodicidad de pago así como el exceso del uso.
-

CAPITULO VI

Decisiones de Financiamiento a Largo Plazo

Esta modalidad es muy interesante para aquellas empresas que tienen que efectuar una constante renovación de equipos productivos, vehículos, etc., ya que les permitirá trabajar siempre con equipos productivos punteros con todos los servicios incluidos para su correcto funcionamiento y conservación. Las características más relevantes de un contrato de renting podemos resumirlas en:

El arrendatario, mediante el pago de una cuota mensual fija y por un tiempo determinado, disfruta del uso del bien sin necesidad de ser propietario del mismo. La cuota mensual que paga el arrendatario incluye los servicios de reparaciones, mantenimiento y seguro del bien, que corren a cargo del arrendador.

Características :

- Al finalizar el contrato el cliente puede negociar con la sociedad de renting la renovación del mismo o en caso contrario la devolución del bien.

Ventajas :

- No es necesario hacer un desembolso inicial por lo que la empresa no disminuye su activo circulante.
- Mejor adaptación a la evolución tecnológica del mercado permitiendo una continúa renovación de equipos.
- Elimina costes de mantenimiento, seguros, reparaciones, etc.
- La cuota es un gasto deducible fiscalmente.
- No requiere garantías.

Inconvenientes :

- No es compra de inmovilizado y por lo tanto no aparece en el balance como mayor patrimonio.
- Tiene un coste elevado.

CAPITULO VI

Decisiones de Financiamiento a Largo Plazo

Recomendable. Cuando necesitemos disponer de un elemento de inmovilizado con una obsolescencia muy rápida, ya que nos permitirá disponer de los últimos modelos sin preocuparnos de revender nuestros antiguos elementos. Un caso muy común es el renting de vehículos.

9. Costo de la deuda

El costo de la deuda (sea cual sea su tipo) se define como el tipo de interés o tasa de descuento que iguala el valor actual de los fondos recibidos por la empresa, con el valor actual de las salidas de fondos asociadas a esa fuente de financiación.

En concreto, los flujos a considerar en la determinación del coste de la deuda son:

- a) **Entradas:** Fondos recibidos por la empresa
- b) **Salidas:** Gastos iniciales; Pago de intereses (con la periodicidad que se especifique en cada caso); Amortización del principal con la periodicidad que se especifique en el contrato y que no tiene por qué coincidir con la del pago de intereses)

Dado que los pagos en concepto de intereses son deducibles fiscalmente para la empresa en su base imponible, al hablar del coste que la financiación vía deuda supone para la empresa, debe distinguirse entre:

$k_E =$ Coste de la deuda antes de impuestos

$k^*_E =$ Coste de la deuda después de impuestos = $k_E (1-t) = k_E - t \cdot k_E$

Siendo $t =$ tipo impositivo; $t \cdot k_E =$ ahorro fiscal.

9.1. Préstamos bancarios a medio y largo plazo.

En este caso, las entradas o fondos recibidos por la empresa son denominados *principal* (P).

En relación a las salidas, podemos distinguir entre:

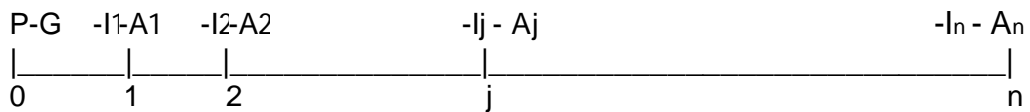
- Gastos iniciales (G)
- Pago de intereses (I_1, \dots, I_n), siendo n el número de años hasta el

CAPITULO VI

Decisiones de Financiamiento a Largo Plazo

vencimiento.

- Amortización (devolución del principal). Con la frecuencia establecida, vamos a suponer que se realiza con una periodicidad igual al pago de intereses.



De ese modo, el coste del préstamo será la tasa de descuento que iguale el valor actual de las entradas con las salidas de fondos asociadas al mismo.



k_E = coste del préstamo para la empresa antes de impuestos.

$k^*_E = k_E (1 - t) = \text{coste del préstamo después de impuestos} = k_E - tk_E$

De ese modo, si tenemos en cuenta el ahorro fiscal (tk_E) que supone para la empresa el hecho de que el pago en concepto de intereses sea deducible fiscalmente, el coste efectivo del préstamo para la empresa será inferior al previamente calculado.

9.2. Emisión de empréstitos u otros títulos de renta fija

a) El costo de la financiación vía obligaciones

En el caso en el que la empresa se financie vía emisión de obligaciones. La situación habitual será la siguiente:

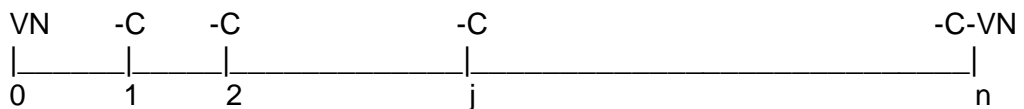
- A los fondos que la empresa ha recibido de cada presta ista (principal en el caso de un préstamo bancario) se le denomina *valor nominal* de la obligación (VN).
- Los intereses suelen expresarse en un % constante sobre el valor nominal de la obligación. A ese porcentaje se le denomina *cupón* (C). Existen no obstante, unas obligaciones denominadas “cupón cero” que se caracterizan porque las mismas no van asociados a pagos periódicos en forma de intereses. En ese caso, el coste de

CAPITULO VI

Decisiones de Financiamiento a Largo Plazo

la financiación para las empresas, o el rendimiento de su inversión para el prestamista, vendrá determinado por la diferencia entre el valor nominal de la obligación y el valor de reembolso de la misma.

La situación habitual es que la devolución del valor nominal se efectúe al final de la operación.



De ese modo, el coste de la financiación vía emisión de obligaciones será la tasa de descuento que iguale el valor actual de las entradas con las salidas de fondos asociadas al mismo.

$$6. \left(\frac{\text{VN}}{\text{C}} \right)^{6.} I\%$$

Igual que en la financiación vía préstamos:

k_E = coste de la financiación vía emisión de obligaciones para la empresa antes de impuestos.

k^*_E = $k_E (1 - t)$ = coste de la financiación después de impuestos = $k_E - t k_E$

b) Valoración de las obligaciones desde el punto de vista del emisor y del inversor.

La tasa de descuento que iguala los fondos recibidos por la empresa con los pagos efectuados por ésta, será igual al coste de financiación (antes de impuestos) vía emisión de obligaciones, para la empresa.

Desde el punto de vista del inversor, la citada tasa de descuento equivaldrá a la rentabilidad que obtendría en el caso de comprar la obligación en el momento de su emisión y mantener la misma hasta su vencimiento. Por ello, dado que a diferencia de lo que ocurre en la inversión en acciones, en la inversión en obligaciones existe la

CAPITULO VI

Decisiones de Financiamiento a Largo Plazo

posibilidad de percibir un interés fijo (no vinculado a los beneficios empresariales), a este tipo de inversión se la denomina *inversión en títulos de renta fija*. Contrariamente, a la inversión en acciones, cuya rentabilidad depende de los beneficios empresariales, se la denomina *inversión en títulos de renta variable*.

Ahora bien, en la práctica, al igual de lo que sucede en el caso de las acciones, las obligaciones también son negociadas en dos segmentos:

- *Segmento primario*: En él son emitidas por primera vez, y se produce el trasvase de fondos desde el inversor hacia la empresa.
- *Segmento secundario*: En él se produce la compraventa de títulos emitidos con anterioridad. Obviamente, el precio de compraventa de la obligación, no tiene por qué coincidir con el valor nominal de la misma, sino que dependerá, en cada momento de la rentabilidad mínima exigida por el inversor, la cual, a su vez, será función de los tipos de interés vigentes en cada momento en el mercado. Es decir, del coste de oportunidad de las inversiones alternativas.

En consecuencia, si bien para la empresa el coste de su financiación vía obligaciones siempre será el mismo y vendrá determinado por las condiciones establecidas en el momento de la emisión del título.

Para el inversor, la rentabilidad únicamente será fija si el inversor mantiene su inversión hasta el vencimiento. En caso contrario, es decir si compra un título en circulación o vende un título antes de su vencimiento, la rentabilidad de su inversión dependerá del precio de compraventa del título, el cual es incierto y dependerá de las fluctuaciones de los tipos de interés en los mercados financieros.

c) Mercados de emisión de obligaciones.

El mercado primario o mercado de emisión de obligaciones es el lugar, mecanismo o sistema a través del cual las empresas venden

CAPITULO VI

Decisiones de Financiamiento a Largo Plazo

por primera vez (y reciben a cambio financiación) los títulos.

Es pues, aquella parte del mercado de capitales donde pueden acudir empresas y otras unidades con déficit para recabar recursos financieros a largo plazo de los ahorradores.

En los mercados primarios, por parte de la oferta hay un único agente: el emisor de los títulos; mientras que por parte de la demanda puede haber uno, varios o muchísimos.

No se trata de mercados organizados ya que es el emisor el que fija el precio de los activos o elige el mecanismo apropiado para ello. No obstante, la regulación establece unas condiciones o requisitos mínimos que deben cumplirse.

La forma más sencilla de organizar el mercado de emisión, a la vez que la más barata para la empresa, es la colocación privada de la totalidad de la emisión en las carteras de inversores institucionales. En este caso se pactan previamente todas las condiciones de la transacción.

Sin embargo, cuando el emisor quiere colocar los títulos entre inversores individuales lo hará a través de ofertas al público en general. Estas ventas pueden realizarlas la empresa directamente o contar para ello con los servicios de especialistas (“brokers” y “dealers”)

En último término, puede apuntarse que una emisión tendrá éxito si se venden todos los títulos emitidos al precio esperado. Algunos de los factores determinantes del éxito de una emisión son los que se citan a continuación:

- Precio de emisión
- Volumen de la emisión
- Publicidad adecuada
- Elección de un momento idóneo.
-

CAPITULO VI**Decisiones de Financiamiento a Largo Plazo**

10. Selección de las Alternativas de Financiación

Conocidas las principales fuentes de financiación, es necesario tomar la decisión de elegir entre ellas la que más se adecue a sus necesidades. Para ello hay que tener en cuenta los siguientes factores:

- Cantidad máxima a financiar: No será la misma la elección si de lo que se trata es de financiar una maquinaria de alto coste, cuando se trate de subvenir a una necesidad puntual de tesorería de la empresa.
 - Plazo de amortización: Tratándose de financiación ajena se refiere a aquel periodo en el cual es posible la devolución de las cantidades exigibles.
 - Existencia o no de un periodo de carencia en el pago de la deuda: plazo inicial de no exigibilidad de la deuda.
 - Coste de la financiación: Es uno de los factores que más influyen. Resulta determinante a la hora de decidir si una inversión debe efectuarse o no, ya que si su coste previsto supera el rendimiento esperado, implicará, normalmente, y salvo que primen otras consideraciones no económicas, que aquélla no se lleve a cabo. En el coste suelen incluirse tanto el tipo de interés, que representa, estrictamente hablando, el precio a pagar por el financiamiento recibido, como las comisiones (de estudio, de apertura, etc.) y otros gastos colaterales (gastos de formalización, de cancelación de la operación, etc.).
 - Periodo de tramitación. Desde la inmediatez, hasta un número de meses para la concesión del financiamiento, el plazo podrá ser en muchas ocasiones decisivo a la hora de optar por las diferentes fuentes de financiamiento.
 - Riesgo. Se refiere a la mayor o menor probabilidad de devolución de los fondos obtenidos en las fechas convenidas y a las consecuencias que la no devolución acarrearía (pérdida de los bienes o derechos ofrecidos en garantía, responsabilidad de los avalistas, etc.).
-

CAPITULO VI

Decisiones de Financiamiento a Largo Plazo

- Garantías exigidas. Pueden ser diversas: real, personal, mixta. Dentro de cada categoría, cabe hablar además de garantías más o menos complejas (prenda, hipoteca, aval, etc.).
- Variabilidad de la ganancia o de los flujos de renta obtenidos. Si la inversión a efectuar necesita de un plazo de "x" años para que comience a producir renta, será más adecuada una fuente de financiamiento que se ajuste a esta circunstancia, al ampliar, por ejemplo, un periodo de carencia acorde a los plazos previstos.
- Incidencia en la imagen de la empresa. Por ejemplo, su repercusión sobre una posible venta de la empresa, y por tanto en la capacidad de obtener beneficio.

Preguntas de Auto evaluación:

1. ¿Cuáles son las características principales de los instrumentos de deuda a largo plazo?
2. Defina el concepto de Financiación
3. ¿Qué son las decisiones de financiamiento?
4. ¿Qué entiende por deuda de largo plazo?
5. Mencione las razones para buscar financiamiento.
6. ¿Cuáles son las interrogantes que se deben hacer en un análisis de financiamiento antes de solicitar un préstamo?
7. ¿Cuáles son las principales características de las fuentes de financiamiento a largo plazo?
8. Señale las clases de financiamiento a largo plazo.
9. Diga, las clases de instrumentos de financiación de largo plazo
10. Explique usted los siguientes conceptos:
 - a) Préstamo

CAPITULO VI

Decisiones de Financiamiento a Largo Plazo

- b) Hipoteca
 - c) Acciones
 - d) Bonos
 - e) Arrendamiento financiero (Leasing)
 - f) Renting
11. ¿Cuáles son los factores que hay que tener en cuenta en selección de la alternativa de financiación?
12. Suponga que un inversor desea comprar una obligación en circulación, con la esperanza de obtener una rentabilidad de su inversión. Finalmente, se decide por la compra de una obligación emitida hace diez años, de valor nominal 1.000 u.m. y a la que quedan dos años para su vencimiento. El rendimiento anual de la obligación (cupón) es del 10% sobre su valor nominal.
- Se pide:**
- 12.1. ¿Cuál es el precio de mercado que estará dispuesto a pagar el inversor si desea obtener una rentabilidad R de su inversión?
- 12.2. Si la tasa de rentabilidad que exigiera el inversor fuera el tipo de interés del mercado, que en ese momento se sitúa en el 12%, ¿cuál sería el precio de mercado de esa obligación?
- 12.3. Bajo los supuestos del apartado 1.2., ¿cree usted que coste de financiación para la empresa sería del 12%? ¿Por qué?
- 12.4. Si el tipo de interés del mercado disminuyera hasta el 8%, ¿cómo variaría el precio de mercado de la obligación?
- 12.5. Explique cuál es la relación entre el precio de mercado y el valor nominal de la obligación en función de la relación existente entre el tipo de interés del cupón y el tipo de interés del mercado.
13. Un inversor ha adquirido obligaciones del Tesoro por valor nominal de 100 millones de pesetas, que tienen un cupón del 10%, pagadero anualmente por períodos vencidos, y con vencimiento dentro de cinco años.

CAPITULO VI

Decisiones de Financiamiento a Largo Plazo

Se pide:

- 13.1. Suponiendo que la rentabilidad, para el inversor, de estas obligaciones fuera del 10%, indicar el importe que el citado inversor habría pagado por las mismas.
- 13.2. Cuál sería el valor de mercado de las obligaciones supo que los tipos de interés del mercado:
 - a) Subieran un punto.
 - b) Bajaran un punto.
- 9.3. ¿Cuál sería el coste de financiación para el Tesoro, bajo los supuestos del apartado 2.2?

CAPITULO VI

Decisiones de Financiamiento a Largo Plazo

REFERENCIALES

1. **WESTON, Fred J. – BRIGHAM, Eugene F.**, “Fundamentos de Administración Financiera”, México: Mc Graw Hill, Décima Edición, Enero 1995.
2. **GITMAN Lawrence J.**, “Administración Financiera”; México: Pearson Educación, Octava Edición, 2000
3. **BREALEY, Richard A. – MYERS, Stewart**, “Fundamentos de Finanzas Corporativas”, España: Mc Graw Hill, 1ª. Edición, 1996.
4. **EMERY, Douglas R. – FINNERTY, John D.**, “Administración Financiera Corporativa”, México: Prentice Hall, 1ª. Edición 2000.
5. **ROSS, Stephen A., WESTERFIELD, Randolph W. Y JORDAN, Bradford D.**; Fundamentos de Finanzas Corporativas”, España: Mc Graw Hill – IRWIN, Segunda Edición – 1997.