

DIRECCIÓN FINANCIERA I

Parte II: Financiación empresarial

Tema 6.- Financiación externa a largo plazo



Universidad del País Vasco Euskal Herriko Unibertsitatea

Emisión de Acciones

- Acción: parte proporcional del C.S.
 - *Derechos económicos* : cobro dividendos; venta de dº suscripción preferente
 - *Derechos políticos* : intervención en Junta General de Accionistas
- Financiación vía ampliaciones de CS



Emisiones de Acciones

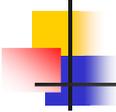
ACCIONES

- *Nominativas/ Portador*
- *Ordinarias/ Preferentes*
- *Emisiones a la par/ sobre la par/ bajo la par*



¿Cuándo resulta interesante la emisión de acciones?

- Empresas de nuevas creación
- Proyectos de inversión importantes
- Compensa un endeudamiento excesivo
- Empresas con dificultades "presentes" pero expectativas de futuro



Factores condicionantes de éxito

- Fijar precio emisión < valor cotización
- Equilibrio entre acciones en circulación y acciones de nueva emisión
- Estudiar la composición de accionistas
- Publicidad de la emisión
- Elegir el momento adecuado



Ampliaciones de CS

PERJUICIOS A ANTIGUOS ACCIONISTAS

- Económicos
- Políticos

SOLUCIONES

- Emisiones sobre la par (acciones con prima)
- Derechos de suscripción preferente

Coste de la emisión de acciones (Ampliación de CS)

- NO coste explícito, SÍ coste de oportunidad
- Remuneración al accionista: *dividendo*
 - Incierta
 - No asegura una renta periódica constante
 - Depende de:
 - Volumen de beneficio que obtenga la empresa
 - La Política de reparto del beneficio

Coste de emisión acciones = Coste de Capital (K)

Coste de Capital = Rendimiento mínimo exigido por el accionista con su inversión

Coste de capital = tasa de descuento (k) que iguala el precio actual de una acción (P_0) con:

- Corriente de dividendos que el accionista espera obtener (D_1, D_2, \dots, D_n)
- Precio esperado de venta de la acción al cabo de "n" años (P_n)

Coste de emisión acciones = Coste de Capital (K)

$$P_o = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+k)^t} + \frac{P_n}{(1+k)^n} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k)^t}$$

DIFICULTAD → estimación de D_t

¿SOLUCIÓN?: Planteamiento de Hipótesis

- Dividendos que repartió la empresa en el pasado
- Expectativas de la empresa para el futuro
- Patrón que sigue la empresa en su política de reparto

Coste de emisión acciones = Coste de Capital (K)

Supuesto 1: DIVIDENDOS CONSTANTES

- La fórmula se simplifica considerablemente

$$P_o = \frac{D}{(1+k)} + \frac{D}{(1+k)^2} + \dots + \frac{D}{(1+k)^{\infty}} \rightarrow P_o = \frac{D}{K}$$

$$K = \frac{D}{P_o}$$

Coste de emisión acciones = Coste de Capital (K)

Supuesto 2: Dividendos crecen a una tasa constante "c"

- Hipótesis más realista

$$P_o = \frac{D_o x (1+c)}{(1+k)} + \frac{D_o x (1+c)^2}{(1+k)^2} + \frac{D_o x (1+c)^3}{(1+k)^3} + \dots \rightarrow P_o = \frac{D_o}{K-c}$$

$$K = \frac{D_o}{P_o} + c$$

Emisión de acciones: Ventajas e Inconvenientes

VENTAJAS

- Mayor seguridad financiera
- Incremento de la capacidad de endeudamiento
- Se mantiene los niveles de autonomía financiera

INCONVENIENTES

- Perjuicio a los antiguos accionistas
- Reparto de dividendos entre más accionistas
- Coste más elevado que la financiación ajena



Emisión de bonos y obligaciones

Ley de Sociedades Anónimas (art. 282):
la sociedad podrá emitir obligaciones u
otros valores que reconozcan o creen
deuda, siempre que su importe total no
supere al capital social desembolsado
más las reservas que figuren en el último
balance aprobado



Emisión de bonos y obligaciones

- Partes alícuotas de empréstitos
- Títulos de crédito entre multitud de "acreedores"
(inversores institucionales + gran público)
 - *Obligaciones*: vencimiento > 5 años
 - *Bonos*: vencimiento de 2 a 5 años
- Emitidos por grandes empresas
- Conocidos como "*activos de renta fija*"



Forma de captar
ahorro de
inversores

Productos de renta fija

- **EMITIDOS POR EL ESTADO**

- Letras del Tesoro
- Bonos y Obligaciones

- **EMITIDOS POR EMPRESAS PRIVADAS**

- Bonos y Obligaciones
- Pagarés de empresa

- **CON RESPALDO HIPOTECARIO**

- Cédulas, Bonos....

Emisión de bonos y obligaciones

- *Obligacionista* = acreedor de la empresa a L/P
- El tenedor del bono/obligación percibe una renta fija/periódica, independiente de los resultados de la empresa
- Características "obligación"
 - *Valor Nominal*
 - *Tipo interés*: llamado "cupón" (puede ser fijo o variable)
 - *Fecha de vencimiento*: 5 – 10 años
 - *Prima de reembolso*: devolución del VN + Prima (% x VN)
 - *Cláusula de amortización anticipada*



Valoración de un bono/ obligación

Valor *bono/obligación* = Valor actual de los flujos de caja futuros esperados

FLUJOS DE CAJA FUTUROS

- Cupones periódicos (intereses) hasta el vencimiento
- Devolución del principal (más prima si existe) en el vencimiento

Tasa de actualización (k): rentabilidad exigida por el mercado en ese momento



Elementos condicionantes del valor de bonos/ obligaciones

- Variaciones en los t/i
 - Si $\Delta t/i \rightarrow \nabla$ precio bono/obligación
 - Si $\nabla t/i \rightarrow \Delta$ precio bono/ obligación
- Variación en los t/i genera una "mayor" influencia:
 - Cuanto mayor sea el cupón
 - Cuanto más lejos nos encontremos de la fecha de vencimiento



Obligaciones: Tipología (I)

- Según la forma de ***designar al titular***
 - ❖ Nominativas
 - ❖ Al portador
- Según su ***garantía***
 - ❖ Sin garantía o simple
 - ❖ Con garantía especial
- Según el ***precio de emisión***
 - ❖ A la par ($E = VN$)
 - ❖ Sobre la par (con prima de emisión: $E > VN$)
- Según el ***precio de reembolso***
 - ❖ A la par ($R = VN$)
 - ❖ Con prima de reembolso ($R > VN$)
- Según la ***forma o sistema de amortización***
 - ❖ Con vencimiento fijo
 - ❖ Con vencimiento variable



Obligaciones: Tipología (II)

- Obligaciones ***indiciadas/ indexadas***
 - ❖ Cupón y/o amortización referenciado a un índice (EURIBOR, IPC, etc)
- Obligaciones ***participativas***
 - ❖ Parte fija + Parte variable (en función del bº de la empresa)
- Obligaciones ***convertibles*** (en acciones)
 - ❖ Derecho de convertibilidad en el momento de reembolso:
"obligación" en "acción"



Obligaciones convertibles

- Aprobación por la Junta de Accionistas
- Fijación del "*periodo de convertibilidad*"
- Fijación de la tasa de conversión/ canje
- Precio conversión > Precio emisión
- Interesante para algunas situaciones



Obligaciones: Modalidades de reembolso

- **Método de la anualidad constante**
 - Cantidad constante para pago de intereses y devolución del principal
 - La parte de intereses decrece con el tiempo
 - La devolución del principal aumenta gradualmente
- **Método de amortización constante**
 - Se reintegra cada año un número fijo de títulos
 - Pago de intereses por las obligaciones en circulación
- **Método del Fondo de Amortización (sist. Americano)**
 - Cupón periódico (sobre la totalidad del capital)
 - Amortización íntegra del principal, de un solo pago, al vencimiento



Emisión de obligaciones: Ventajas

- Los obligacionistas NO controlan la empresa
- No toman parte en los beneficios
- Conocemos de antemano el "coste"
- Multitud de acreedores: Gran volumen de fondos



Emisión de obligaciones: Inconvenientes

- Aún en pérdidas, pago del t/i
- En caso de liquidación, preferencia de los "obligacionistas"
- Sólo empresas grandes, solventes
- Alto coste asociado a la emisión

Acciones – Obligaciones: Diferencias

Acción	Obligación
Parte proporcional del CS	Parte Proporcional de deuda
Accionista: socio	Obligacionista: Acreedor
Rendimiento incierto – asociado a resultados	Rendimiento constante, conocido con certeza
No reembolsables	Reembolsables al vencimiento
dº económicos + dº políticos	dº económicos
Asumen mayor riesgo	Asumen menor riesgo

Financiación bancaria L/P

- Financiación del activo fijo y FR
- Préstamos y Créditos a más de 1 año
- Empréstito ≠ Crédito
 - Empréstito: multitud de acreedores
 - Préstamo: Único acreedor
- t/i variable + DIFERENCIAL
 - t/i variable: EURIBOR o IRPH
 - DIFERENCIAL: 0,25% + 1,5% (según riesgo del prestatario)
- Importancia de comisiones y otros gastos



Financiación bancaria a L/P

Coste: Tasa de descuento (K) que iguala entradas y salidas

$$P - C - g = \sum \frac{P_t * E(rt) + A_t}{(1 - k)^t}$$

- Po: Importe nominal del préstamo
- C: Comisiones aplicadas al inicio
- g: Gastos de formalización del préstamo
- Pt: Capital pendiente de amortizar al principio del período t
- E(rt): tipo de interés esperado para el período t
- At: Cuota de Amortización del principal correspondiente al período



Préstamo L/P: Ejercicio

- *Nominal:* 100 millones
- *Interés:* EURIBOR + 1%
- *Comisión de Apertura:* 1,5%
- *Gastos de Formalización:* 1%
- *Pago de interés:* semestral
- *Vencimiento:* 3 años (1 año de carencia)
- *Forma de amortización:* Amortización del principal constante en los 4 últimos semestres

Préstamo L/P: *Ejercicio*

Semestre	Cobros	Pagos		Capital pendiente de amortizar	Flujos Netos de Caja
		Intereses	Amortiz.		
0	100	2,5	-	100	+ 97,5
1	-	6,5	-	100	- 6,5
2	-	6,5	-	100	- 6,5
3	-	7,5	25	75	- 32,5
4	-	5,625	25	50	- 30,625
5	-	3,75	25	25	- 28,75
6	-	1,875	25	0	- 26,875

Préstamo a L/P: *Ejercicio*

$$97,5 = \frac{6,5}{(1+k)} + \frac{6,5}{(1+k)^2} + \frac{32,5}{(1+k)^3} + \frac{30,625}{(1+k)^4} + \frac{28,75}{(1+k)^5} + \frac{26,875}{(1+k)^6}$$

$K=7,7\%$ (semestral)

↓ **Tanto efectivo anual**

$$Kd = (1 + 0,077)^2 - 1 = 15,98\% \text{ (anual)}$$

LEASING

Fórmula de financiación de bienes productivos a L/P que permite a las empresas disponer del elemento mediante el pago mensual de una cuota (*arrendamiento financiero*)

- Incluye una opción de compra a favor del usuario al término del contrato de leasing
- Duración: Mínimo 2 años (bienes muebles) ó 10 años (bienes inmuebles)

LEASING FINANCIERO



- La empresa leasing compra al fabricante el "elemento productivo"
- La empresa leasing alquila dicho bien a la empresa cliente

LEASING OPERATIVO

SOCIEDAD DE LEASING
(Arrendador)



EMPRESA CLIENTE
(Arrendatario)

- Sociedad Leasing = Fabricante/ suministrador
- Únicamente intervienen dos partes

Leasing Financiero – Leasing Operativo: Diferencias

Características	Leasing Operativo	Leasing Financiero
Arrendador	Fabricantes, distribuidores	Empresas financieras (sociedades leasing)
Duración del contrato	De 2 a 4 años	Mín. 2 año (bienes muebles) Mín. 10 años (bienes inmuebles)
Carácter del contrato	Revocable por el arrendatario con preaviso	Irrevocable por ambas partes
Riesgo de Obsolescencia	Lo soporta el arrendador	Lo soporta el arrendatario
Conservación-mantenimiento material	Por cuenta del arrendador	Por cuenta del arrendatario



Otros tipos de Leasing

- LEASE-BACK: dos fases

- 1.- La empresa que necesita financiación vende a la Sociedad de Leasing un bien

- 2.- Contrato de arrendamiento por dicho bien

- RENTING (similar al alquiler)

Financia NO la adquisición sino el uso del bien



Ventajas Leasing

- Alivio financiero
- Riesgo de obsolescencia recae en el arrendador (leasing operativo)
- Permite la expansión de la empresa
- Cuotas deducibles fiscalmente

caixagalicia.es/wvivo04_contenido/ESP/pags/wvivo04e_empreleasing.asp#sec1

Información Inversores | RSC | Prensa | Oficinas y Cajeros | Atención al Cliente | Contactar | Portales Web | Empleo Español | Galego

CAIXA GALICIA [Hágase cliente](#)

Particulares **Empresas**

- Banca Electrónica
- ▶ Cuentas
- ▶ Tarjetas
- ▶ Cobros y Pagos
- ▶ Pago de impuestos
- ▶ Comercio Electrónico
- ▶ Internacional
- ▼ Financiación Especial
 - Leasing
 - Renting
 - Factoring
 - Anticipo de Pagos
 - Línea ICO 2008
 - ▶ Descuento
 - Gestor de Impuestos
 - Concursos Públicos
 - Subvenciones y Ayudas
 - Informes Comerciales
 - Mercados
 - ▶ Simuladores y Guías

Leasing

Qué es el Leasing? | Leasing mobiliario | Leasing inmobiliario | Cómo contratar?



Caixa Galicia le ofrece este producto, como una forma de financiación a través de **arrendamiento**, destinado a **empresarios o profesionales**, de **bienes de capital fijo**, que se deben afectar a una actividad empresarial o profesional, por un **periodo de tiempo** determinado y con la contraprestación del pago de una **cuota periódica**.

Qué es el Leasing?

Este es un producto típico para aquellas empresas o profesionales que tengan experiencia en su segmento de actividad, que necesiten una renovación constante de sus activos productivos, así como para aquellos que fiscalmente generen resultados, ya que tendrán un tratamiento ventajoso en las liquidaciones del Impuesto sobre Sociedades y del I.R.P.F.

El Leasing no inmoviliza tesorería, pues sólo exige un reducido desembolso inicial, el bien y el proveedor son elegidos libremente por el cliente y permite adaptar el plazo a la rentabilidad del bien y a su vida útil. Estas y otras características que se presentan en la siguiente guía hacen de este un producto atractivo a nivel empresarial.

Leasing mobiliario Subir ▲

En esta modalidad, Caixa Galicia le ofrece la posibilidad de financiar bienes muebles o bienes de equipo (vehículos, maquinaria, equipos informáticos y de oficina, etc.), que normalmente han de ser nuevos.

Importe a financiar

El importe mínimo a financiar es de 3.005,06 euros, y los porcentajes de financiación variarán según se trate de bienes nuevos y bienes usados:

[Si eres autónom@](#)

Particulares **Empresas**

- Banca Electrónica Portada Particulares
- ▶ Cuentas
- ▶ Tarjetas
- ▶ Cobros y Pagos
- ▶ Pago de impuestos
- ▶ Comercio Electrónico
- ▶ Internacional
- ▼ Financiación Especial
 - Leasing
 - Renting
 - Factoring
 - Anticipo de Pagos
 - Línea ICO 2008
 - ▶ Descuento
 - Gestor de Impuestos
 - Concursos Públicos
 - Subvenciones y Ayudas
 - Informes Comerciales
 - Mercados
 - ▶ Simuladores y Guías

Servicio de Renting

Servicio de Renting | Conduzca hacia la rentabilidad | Contratación



¿Soluciones integrales de Renting para empresas? Caixa Galicia es la respuesta

[Llámenos al 902 92 21 11](tel:902922111)

Servicio de Renting

El **Servicio de Renting** ofrece la forma más cómoda y sencilla de disfrutar de un vehículo de empresa. Mediante **una cuota fija mensual** y con el plazo y el kilometraje que elija, **podrá disponer un vehículo y todos los servicios necesarios para su mantenimiento**, sin tener que preocuparse más que de conducir.

Contratando el **Servicio de Renting**, podrá **liberar recursos** para dedicarlos al desarrollo de su actividad y obtendrá **importantes ventajas fiscales** que mejorarán los ratios financieros de su empresa.

Además el **Renting minimiza los riesgos económicos** a medio plazo, porque conocerá de antemano el coste anual destinado a vehículos y podrá beneficiarse de nuestras economías de escala, consiguiendo unos **precios más competitivos**.

Conduzca hacia la rentabilidad Subir ▲

Salvo el suministro de gasolina, nuestro Servicio de Renting se ocupa de todo:

- **Compra, matriculación, entrega y pago de impuestos.**
- **Gestión de partes de accidente y sanciones de tráfico**
- **Todos los servicios de mantenimiento y reparación que su vehículo pueda necesitar.**
- **Cambio de neumáticos**
- **Asistencia en carretera**
- **Seguro a todo riesgo sin franquicia**

Domicilia tu recibo de la Seguridad Social en Caixa Galicia



Inconvenientes leasing

- Elevado coste
- Sólo para determinados bienes
- El riesgo de obsolescencia generalmente recae en el arrendatario (leasing financiero)



Capital Riesgo

Participación minoritaria y temporal en el capital social de pymes con capacidad de innovación y altas expectativas de beneficios

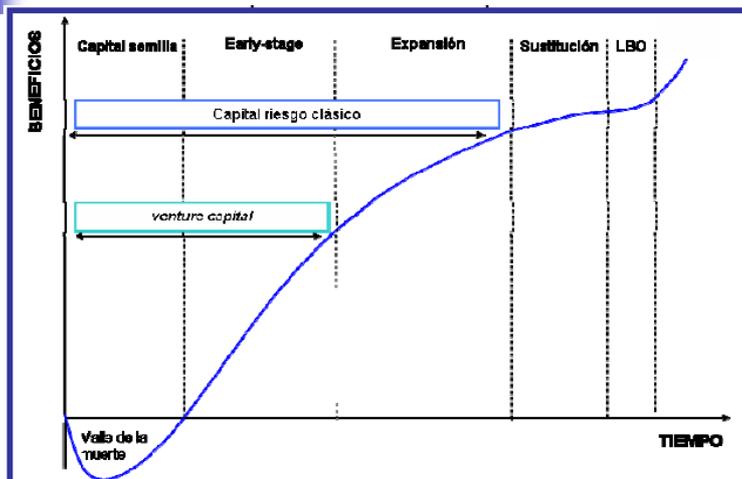
CARACTERÍSTICAS

- El objetivo NO es la toma de control en la empresa
- No sólo aportan capital. También experiencia, contactos y consejo
- No hay vocación de permanencia
- Empresas participadas: pymes innovadoras con altas expectativas de crecimiento/ expansión

Capital Riesgo: Modalidades

- Capital Semilla (Seed Capital)
 - Capital Arranque (Start-Up)
 - Capital Expansión (Private Equity)
 - Compras Apalancadas (LBOs)
- Venture Capital**

Capital Riesgo



Sociedades de Garantía Recíproca (SGR)

Facilitan el acceso a financiación bancaria a medio/largo plazo de las pymes, mediante la concesión de avales

VENTAJAS

- Facilitar garantías a Pymes con difícil acceso a la financiación
- Acceso a líneas de financiación más ventajosas (t/i, comisiones, etc)
- Asesoramiento de expertos
- Propuesta de alternativas financieras ajustadas a sus necesidades

ELKARGI 28 años al servicio de la Financiación de las Pymes

Contacto | Mapa web | Acceso privado | Euskara

Soluciones | Productos y Servicios | Elkargi, S.G.R.

Las soluciones más adecuadas para el acceso a la financiación empresarial en condiciones preferentes.

Financiación Empresarial | Garantías ante Terceros | Formación Financiera | Consultoría Económico-Financiera | Empresas Socias

Aula financiera Ver todos los cursos

Actualidad Ver toda la actualidad

Las Responsabilidades de Administradores y Directivos
El Aula Financiera de ELKARGI, S.G.R. organiza este curso que será impartido por Mario Fernández Pelaz, socio del despacho de abogados URIA & MENÉNDEZ, y experto en Derecho de Sociedades, operaciones de Fusiones y Adquisiciones, Ofertas Públicas de Valores y en el Derecho que regula el Mercado Financiero, además de profesor de Derecho Mercantil.
[Inscripción online](#)

Implicaciones fiscales del Nuevo Plan General de Contabilidad
Este curso abordará y analizará las principales implicaciones fiscales como consecuencia de los cambios producidos en la contabilidad de las empresas

Secciones Informativas del nuevo PEDF, Programa Ejecutivo en Dirección Financiera
[Leer noticia completa](#) 22 de noviembre de 2008

ELKARGI, S. G. R. alcanza las 10.000 empresas socias
[Leer noticia completa](#) 10 de noviembre de 2008

Novedoso curso del Aula Financiera
[Leer noticia completa](#) 03 de noviembre de 2008

Elkarbide n° 47
Julio 2008
[Descargar \(490 kb\)](#)
[Números anteriores](#)

Crecimiento en los avales: formalizados en el primer semestre. La nueva página web de Elkargi está en funcionamiento. AFI: el aval de Elkargi mejora las condiciones.