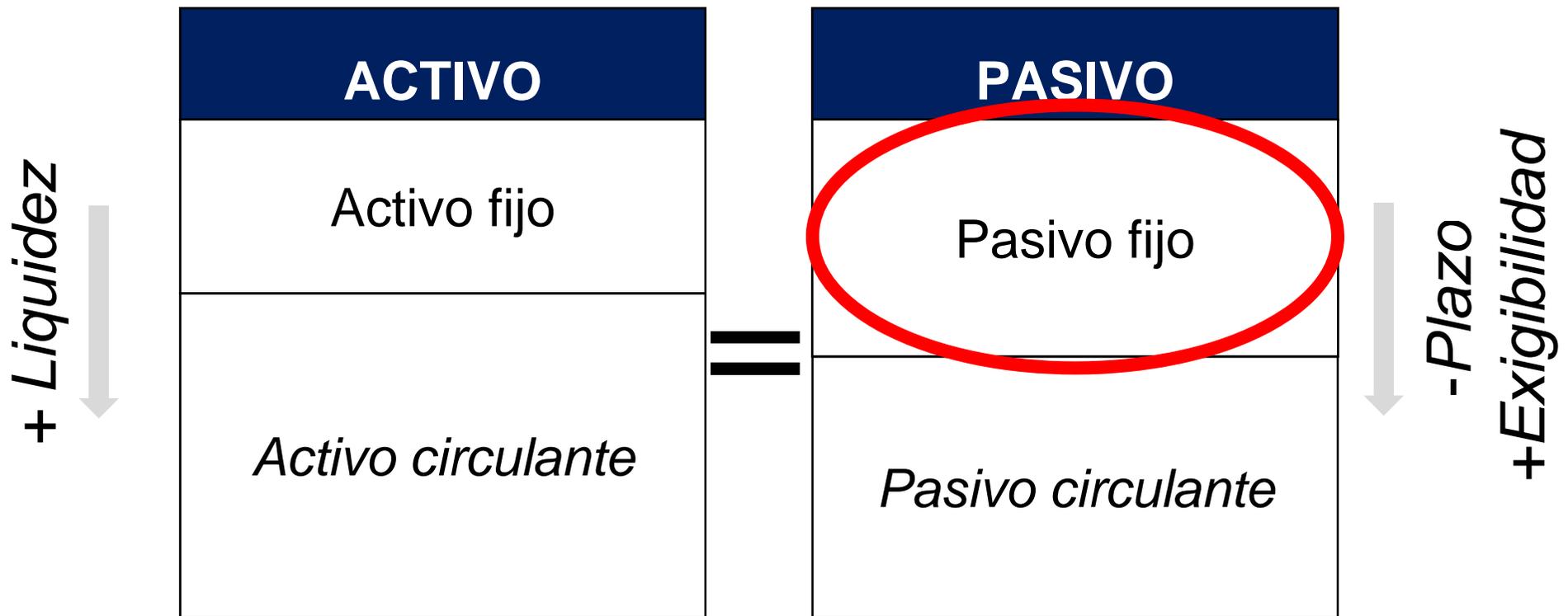
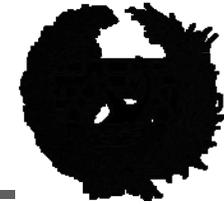




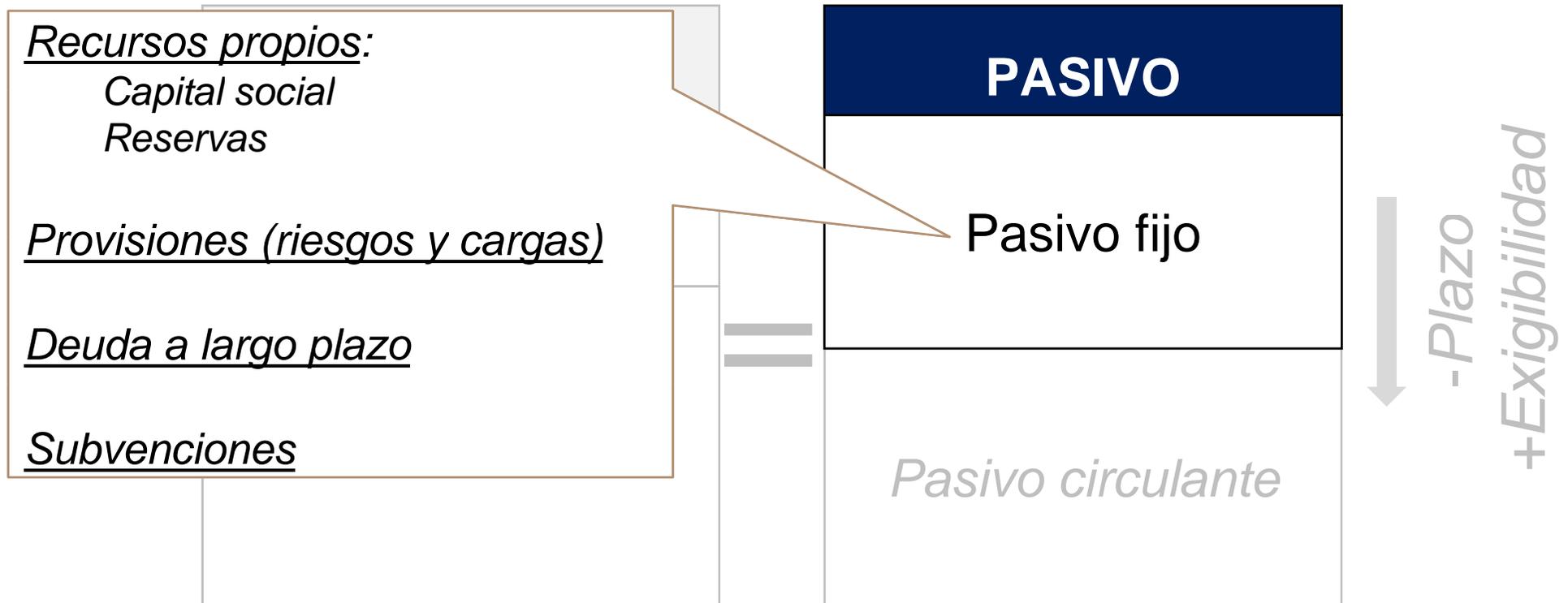
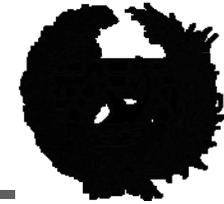
Empresa

Tema 5: Gestión financiera a largo

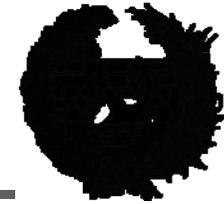
Nos centraremos en este tema en el Pasivo fijo



Nos centraremos en este tema en el Pasivo fijo



¿De dónde proviene la financiación?



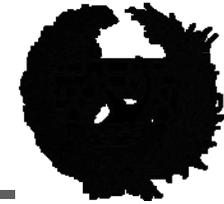
Financiación interna

- Autofinanciación = Reservas + Provisiones + Amortizaciones Contables

Financiación externa

- Aportaciones de socios
- Mercados de capitales
 - Acciones
 - Obligaciones
- Entidades financieras
 - Préstamos
 - Leasing
 - Renting
- Otras fuentes de financiación

¿De dónde proviene la financiación?



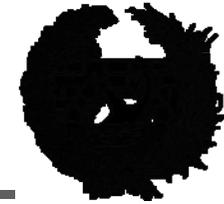
Financiación interna

- Autofinanciación = Reservas + Provisiones + Amortizaciones Contables

Financiación externa

- Aportaciones de socios
- Mercados de capitales
 - Acciones
 - Obligaciones
- Entidades financieras
 - Préstamos
 - Leasing
 - Renting
- Otras fuentes de financiación

Los mercados de capitales



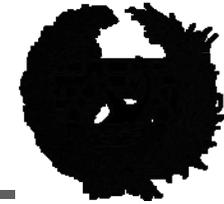
- Mercado primario / Mercado secundario
- Sociedades Anónimas, CNMV
- LSA (“Ley de Sociedades Anónimas”), LMV (“Ley del Mercado de Valores”)

*Informar a la
CNMV*

Cuentas auditadas

Folleto

Las emisiones en los mercados de capitales



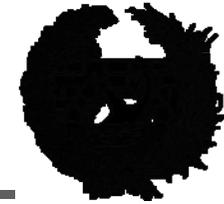
Acciones

- Participación en el capital -> Derechos económicos (dividendos, patrimonio) y políticos (voto, suscripción preferente)
- Tipos de acciones:
 - Ordinarias
 - Sin voto
 - Rescatables
 - Privilegiadas

Obligaciones

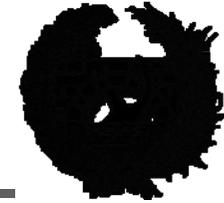
- Prestamista de la empresa
- Derechos económicos: valor nominal + cupón
- Emisión bajo par / Prima de reembolso
- Muchos tipos de obligaciones
- Obligaciones convertibles

¿Diferencias entre Acciones y Obligaciones?



Acciones	Obligaciones
<ul style="list-style-type: none"> Participación en el patrimonio de la empresa Derechos económicos (dividendos, patrimonio) Derechos políticos (voto, suscripción preferente) 	<ul style="list-style-type: none"> Remuneración de la empresa
	<ul style="list-style-type: none"> Riesgo Plazo
<ul style="list-style-type: none"> Tipos de acciones: 	<ul style="list-style-type: none"> Emisión bajo par / Prima de
<ul style="list-style-type: none"> – Ordinarias 	<ul style="list-style-type: none"> Solvencia de la empresa
<ul style="list-style-type: none"> – Sin voto 	<ul style="list-style-type: none"> Comercialización
<ul style="list-style-type: none"> – Rescatables 	<ul style="list-style-type: none"> Impuestos
<ul style="list-style-type: none"> – Privilegiadas 	<ul style="list-style-type: none"> Costes de emisión
	<ul style="list-style-type: none"> muchos tipos de obligaciones Obligaciones convertibles

¿De dónde proviene la financiación?



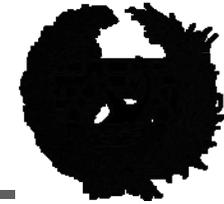
Financiación interna

- Autofinanciación = Reservas + Provisiones + Amortizaciones Contables

Financiación externa

- Aportaciones de socios
- Mercados de capitales
 - Acciones
 - Obligaciones
- Entidades financieras
 - Préstamos
 - Leasing
 - Renting
- Otras fuentes de financiación

Las entidades financieras



Coste nominal
Tasa Anual Equivalente
Coste efectivo

Préstamos y créditos

- Préstamo vs Crédito
- Interés fijo o variable
- Amortización:
 - Elemental
 - Americano
 - Francés
 - Amortización constante
- Garantías (personales, reales)
- Comisiones (estudio, apertura, reembolso, cancelación, disponibilidad)

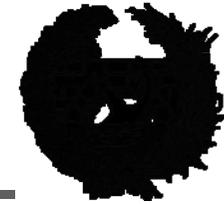
Leasing

- bienes/inmuebles x cuota + opción de compra
- Plazo mínimo: 2 años bienes, 10 inmuebles
- Cuota tipo fijo (bien + comisiones + intereses)
- Tipos:
 - Financiero
 - Retroleasing
 - Operativo

Renting

- Diferencias con leasing:
 - Sin opción a compra
 - Menor plazo
 - Cuota = f(uso)
- Medios de transporte y maquinaria grandes obras

¿De dónde proviene la financiación?



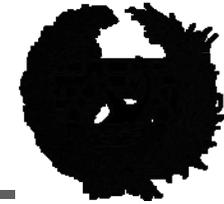
Financiación interna

- Autofinanciación = Reservas + Provisiones + Amortizaciones Contables

Financiación externa

- Aportaciones de socios
- Mercados de capitales
 - Acciones
 - Obligaciones
- Entidades financieras
 - Préstamos
 - Leasing
 - Renting
- Otras fuentes de financiación

Otras fuentes de financiación



Subvenciones

- Subvenciones de capital
- Subvenciones a la explotación

Capital riesgo

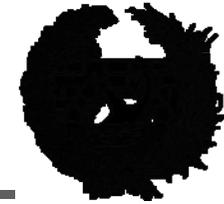
- Inversión temporal en el capital de pymes

Sociedades de garantía recíproca

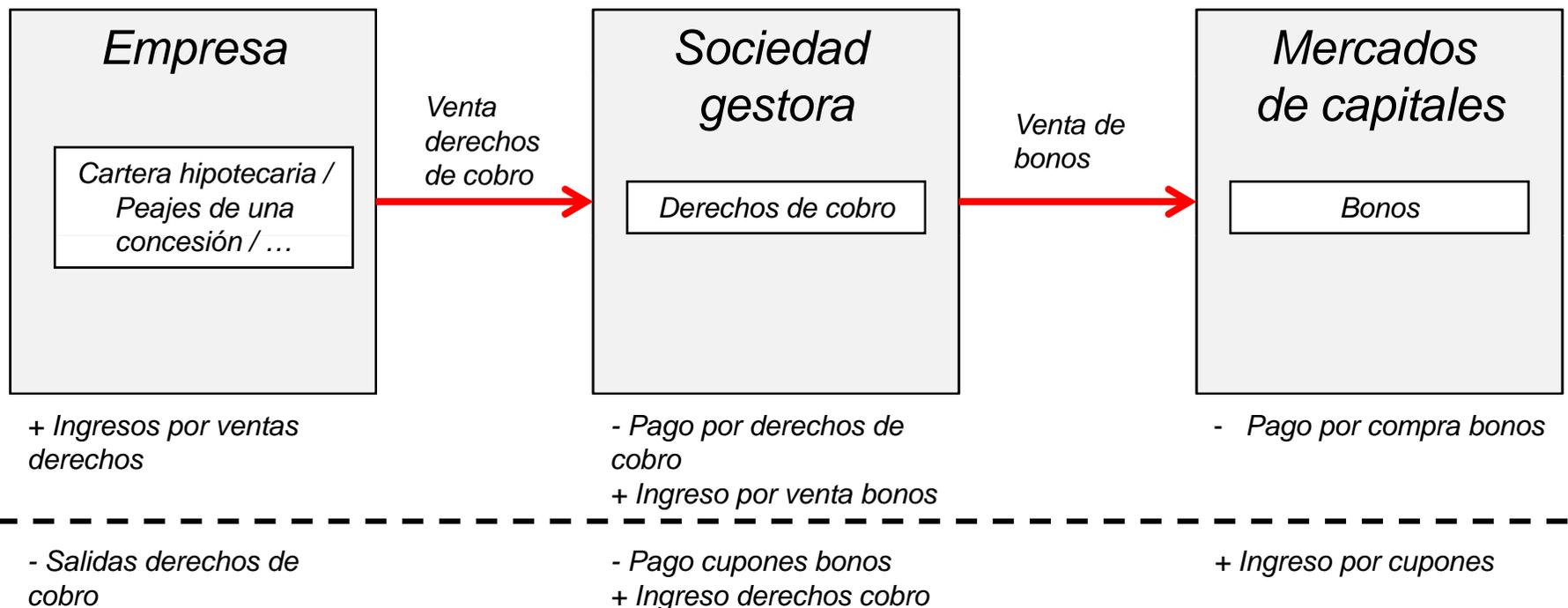
- *Avales y Garantías*

La Titulización

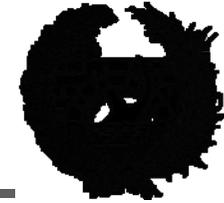
La titulización



“Venta de derechos de cobro a un fondo, denominado fondo de titulización, gobernado por una sociedad gestora. Dicho fondo realiza una emisión de bonos respaldados por dichos derechos de cobro”.



¿De dónde proviene la financiación?



Enriquecimiento

Financiación interna

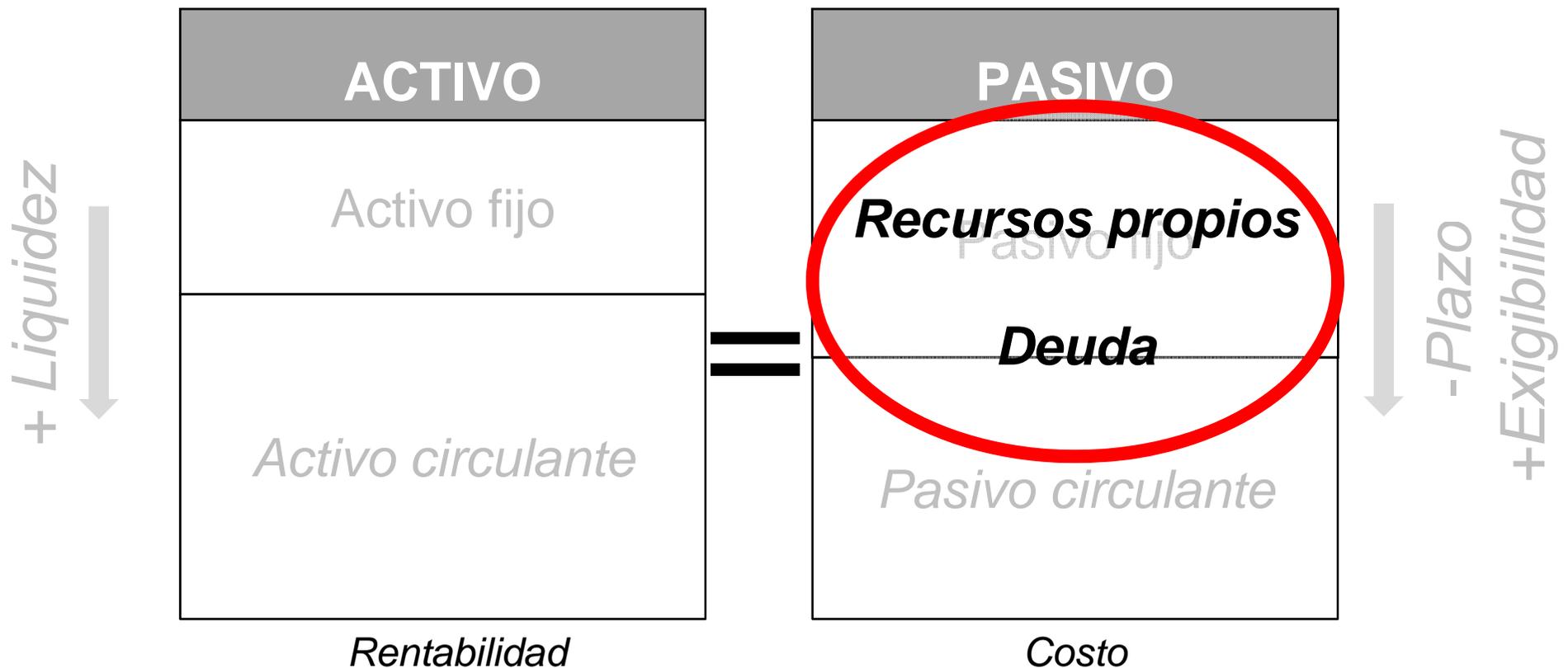
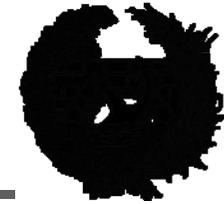
- Autofinanciación = Reservas + Provisiones + Amortizaciones Contables

Mantenimiento

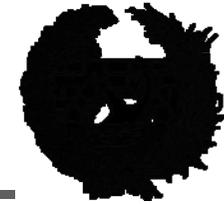
Financiación externa

- Aportaciones de socios
- Mercados de capitales
 - Acciones
 - Obligaciones
- Entidades financieras
 - Préstamos
 - Leasing
 - Renting
- Otras fuentes de financiación

Veamos ahora el coste del capital



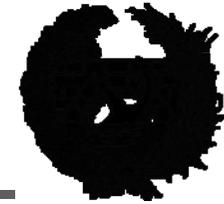
Factores de determinan el coste del capital



1. Las condiciones económicas (interés sin riesgo)
2. Las condiciones del mercado
3. Las condiciones financieras y operativas de la empresa
4. La cantidad de financiación

$$r_u = r_f + (r_m - r_f) \cdot \beta$$

Las técnicas para determinar el costo de la financiación



Recursos propios

- CAPM

$$r_u = r_f + (r_m - r_f) \cdot \beta$$

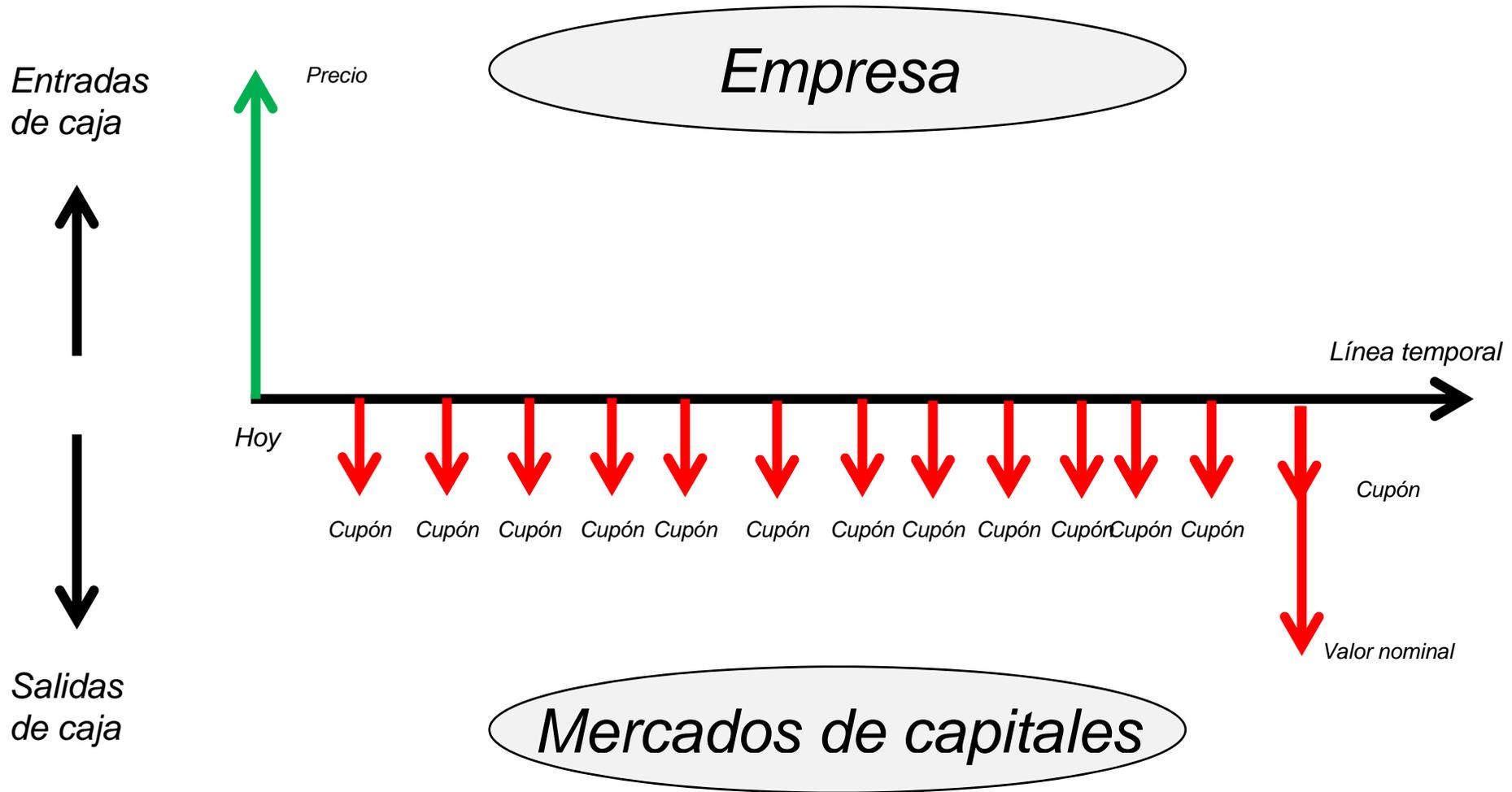
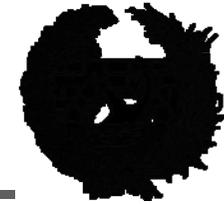
Deuda y crédito

- Préstamos: Tipo de interés
- Bonos: Rentabilidad en mercado secundario

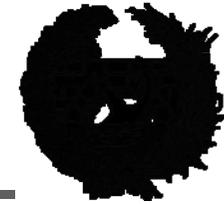
WACC

$$r_{wacc} = \frac{D}{V} \cdot r_d \cdot (1 - t_c) + \frac{E}{V} \cdot r_e$$

El funcionamiento de los bonos



Problemas de Bonos: Calcular el precio o la rentabilidad



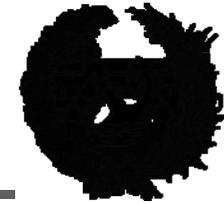
$$0 = -P + \sum_{i=1}^n \frac{\text{Cupón}}{(1+R)^i} + \frac{VN}{(1+R)^n}$$

- *P*: Precio del bono
- *R*: Rentabilidad anual
- *n*: Número de cupones que le quedan al bono hasta el vencimiento
- *VN*: Valor nominal

**Calcular el precio
conociendo la rentabilidad**

**Calcular la rentabilidad
conociendo el precio**

Ejercicio cálculo precio Bono



Enunciado

¿Cuál es el precio del siguiente bono?

- Duración: 3 años
- Cupón anual: 10€
- Valor nominal: 100€
- Tasa de descuento: 8%, 10%, 12%

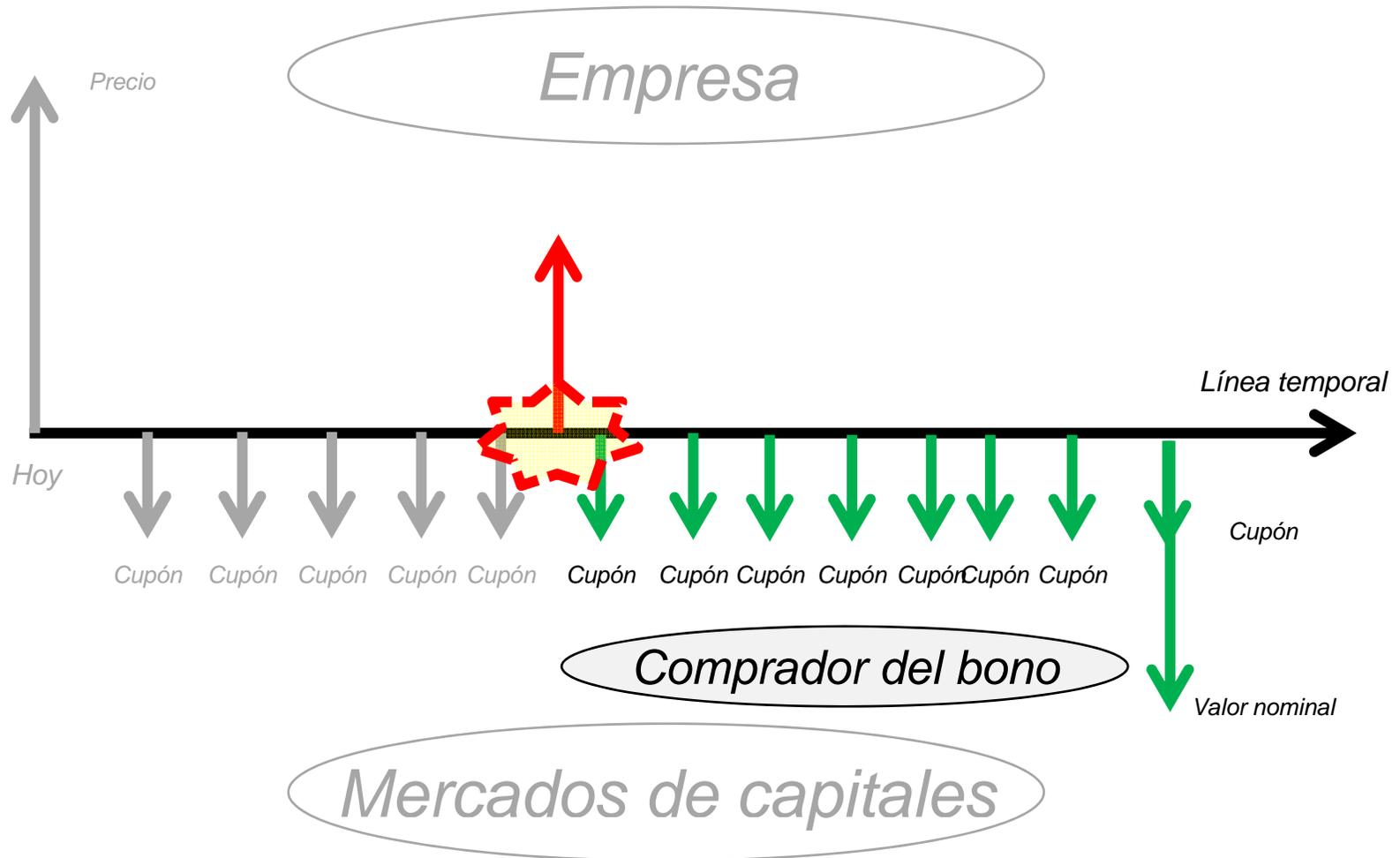
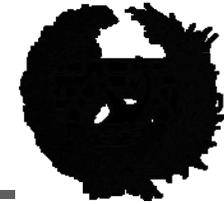
Solución

$$\text{Precio} = \frac{10}{1+8\%} + \frac{10}{(1+8\%)^2} + \frac{10+100}{(1+8\%)^3} = 105,15\text{€}$$

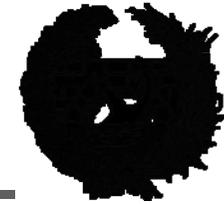
$$\text{Precio} = \frac{10}{1+10\%} + \frac{10}{(1+10\%)^2} + \frac{10+100}{(1+10\%)^3} = 100,00\text{€}$$

$$\text{Precio} = \frac{10}{1+12\%} + \frac{10}{(1+12\%)^2} + \frac{10+100}{(1+12\%)^3} = 95,20\text{€}$$

¿Pero qué sucede con el primer cupón devengado? (mercado secundario)



Ejercicio cálculo rentabilidad Bono

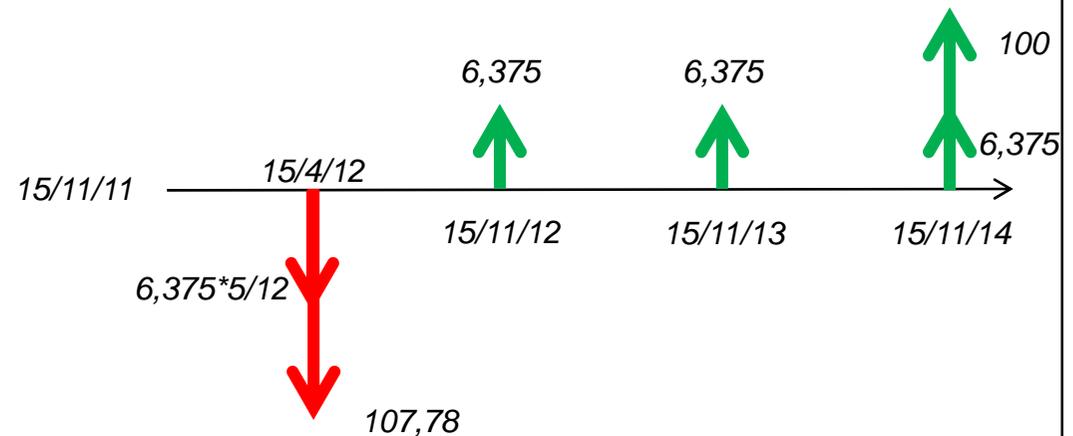


Enunciado

¿Cuál es la rentabilidad del siguiente bono?

- Emisión: 15/11/2011
- Vencimiento: 15/3/2014
- Cupón anual: 6,375%
- Fecha de compra: 15/4/2012
- Precio de compra: 107,78%

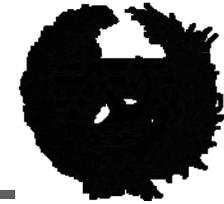
Solución



$$107,78 + 6,375 \frac{5}{12} = \frac{6,375}{(1+r)^{7/12}} + \frac{6,375}{(1+r)^{19/12}} + \frac{6,375 + 100}{(1+r)^{31/12}}$$

$$r = 3,20\%$$

Agencias de rating



Grado Inversor

Grado Especulativo

S&P		MOODY'S		FITCH	
Corto	Largo	Corto	Largo	Corto	Largo
A-1 +	AAA	Prime-1	Aaa	F1+	AAA
	AA+		Aa1		AA+
	AA		Aa2		AA
A-1	AA-	Prime-2	Aa3	F1	AA-
	A+		A1		A+
	A		A2		A
A-2	A-	Prime-3	A3	F2	A-
	BBB+		Baa1		BBB+
	BBB		Baa2		BBB
A-3	BBB-	Not Prime	Baa3	F3	BBB-
	BB+		Ba1		BB+
	BB		Ba2		BB
B	BB-	B3	Ba3	B	BB-
	B+		B1		B+
	B		B2		B
C	B-	Caa1	B3	C	B-
	CCC+		Caa2		CCC
	CCC		Caa3		CC
C	CCC-	Ca	Ca	D	C
			C		DD
			C		D

GRADO DE SOLVENCIA

Prime grade: extremadamente fuerte

High grade: muy fuerte

Upper Medium grade: fuerte pero susceptible a condiciones económicas adversas

Medium grade: adecuada, pero más condicionada a condiciones económicas adversas

Speculative grade: presenta incertidumbres que pueden resultar en impagos

Distinctly speculative grade: vulnerabilidad para incumplir, aunque en la actualidad está capacitada a cumplir obligaciones

High speculative grade: muy alta probabilidad de incumplimiento

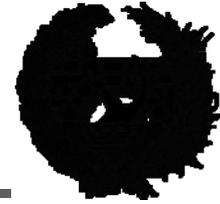
Default: incumplimiento

Ejemplos de bonos en el mercado secundario



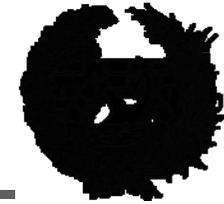
RENDA FIJA EURO CUPÓN FIJO	DIVISA	RATING MOODY	PRECIO %	VENCIMIENTO	CUPON %	rent % vto	DURAC.MODIFICADA
Repsol International Finance	EUR	Baa1	103,71	22/07/2013	5,000%	3,2700%	2,64
TELEFONICA EMISIONES SAU	EUR	Baa1	100,69	02/02/2016	4,380%	4,2100%	2,21
GAS NATURAL CAPITAL MARKETS	EUR	Baa2	103,58	09/07/2014	5,250%	4,0400%	3,41
IBERDROLA FINANZAS	EUR	A3	97,98	22/06/2015	3,500%	4,0300%	4,31
BANKINTER	EUR	A	98	21/06/2012		3,3000%	

Conocidas las fuentes de financiación, ¿Cuál es la estructura óptima de capital?



1. Teoría clásica (apalancamiento financiero)
2. Modelos explicativos de la estructura financiera
3. Factores que condicionan en la práctica el grado de endeudamiento

1. Teoría clásica (apalancamiento financiero)



(demo en página 213 del libro)

$$r = [R + L(R - i)](1 - t)$$

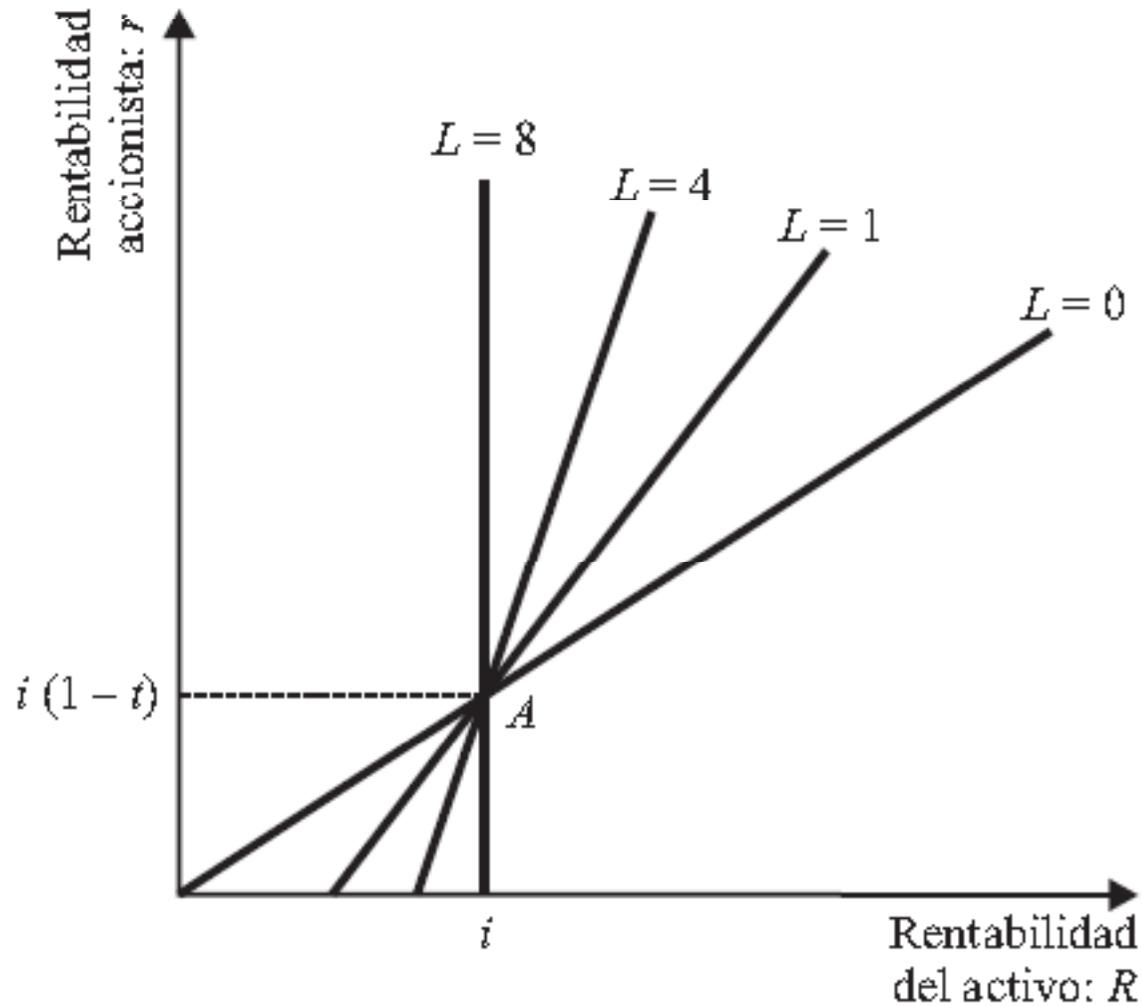
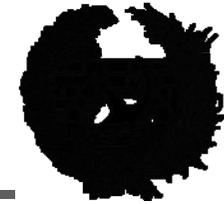
- R : Rentabilidad del activo. $R = \text{BAIT}/V$
- V : Capital de la empresa. $V = E + D$
- L : Ratio de endeudamiento. $L = D/E$
- i : Interés de la deuda
- t : tasa impositiva

• $R > i$: A mayor endeudamiento, mayor rentabilidad del accionista

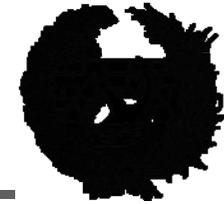
• $R < i$: A mayor endeudamiento menor rentabilidad del accionista

• $R = i$: El endeudamiento no afecta a la rentabilidad del accionista

Lo mismo expresado en un gráfico

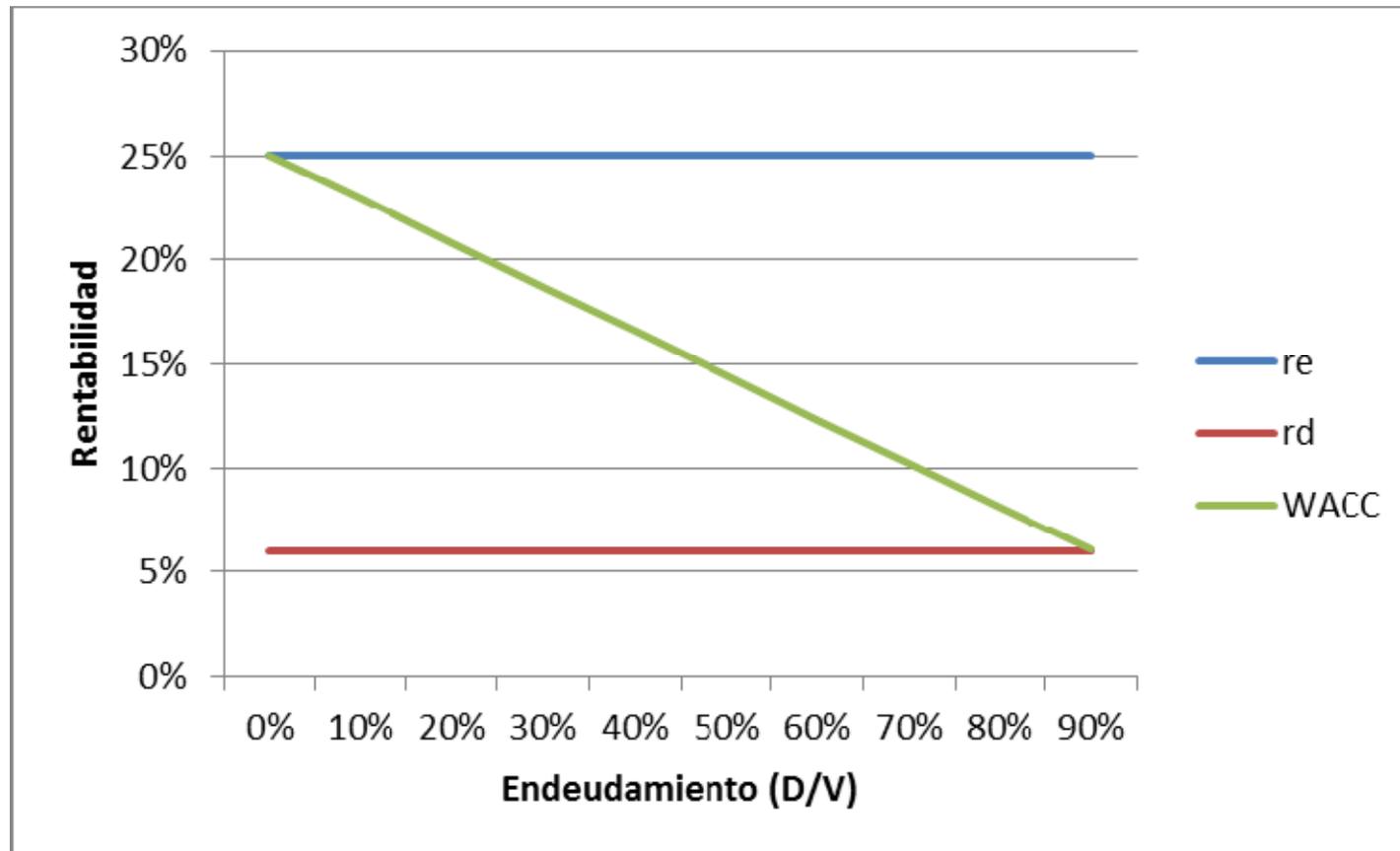
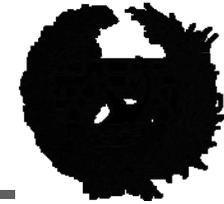


2. Modelos explicativos de la estructura financiera

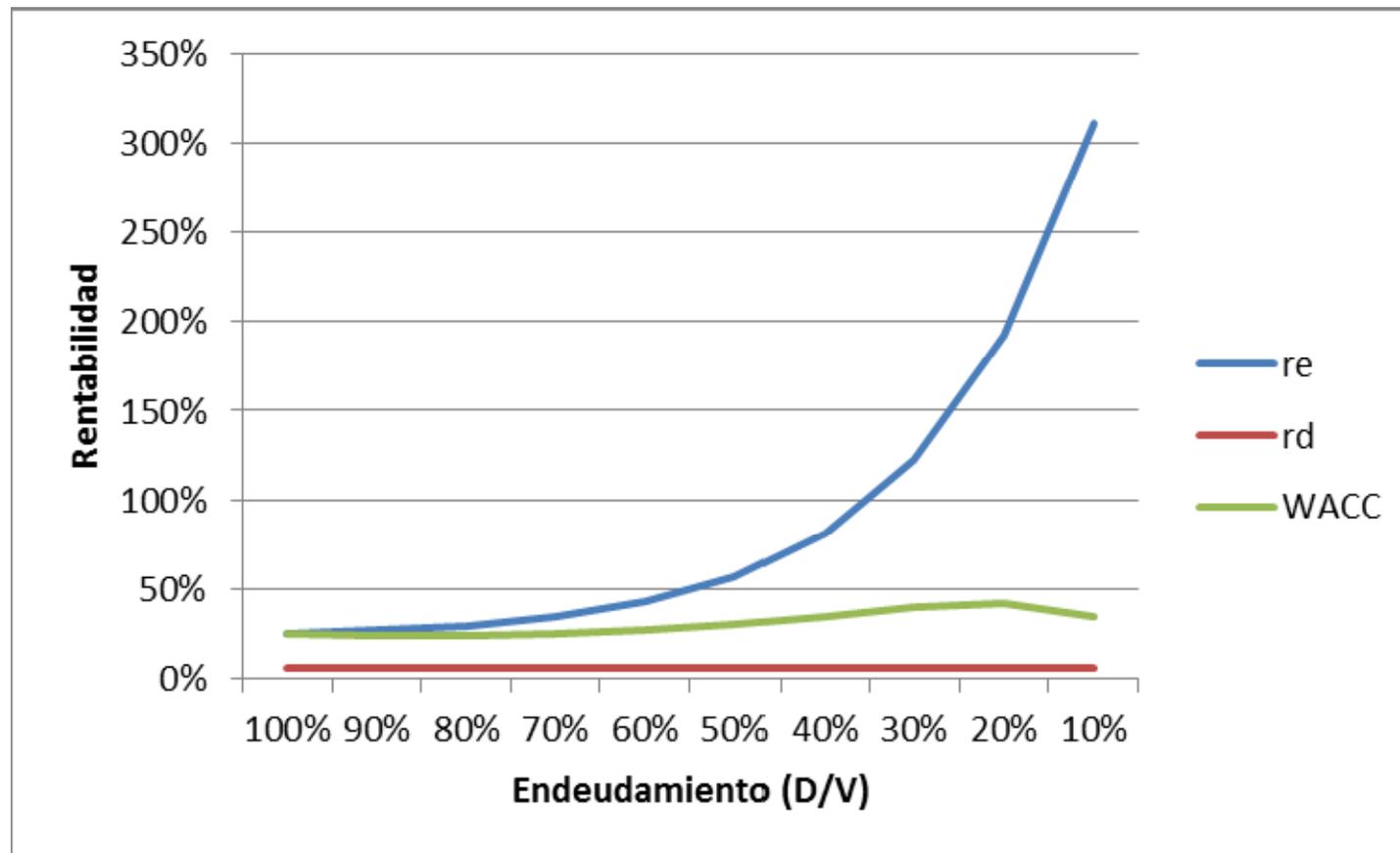
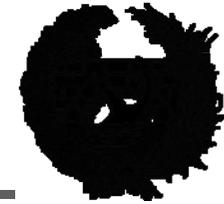


- Explicaciones a partir de:
 - El valor de mercado de la empresa (Acciones + Endeudamiento)
 - El coste de capital (Recursos propios y Endeudamiento)
- 1. La posición RN (Resultado Neto): r_d y r_e indiferentes del nivel de endeudamiento -> A mayor deuda, mayor valor de la empresa
- 2. La posición RE (Resultado de Explotación): r_d constante y r_e creciente con el nivel de endeudamiento -> No existe estructura óptima
- 3. Tesis tradicional: r_d y r_e crecientes con el nivel de endeudamiento -> Existe una estructura óptima
- 4. Modigliani y Miller: Irrelevancia de la estructura de capital
- 5. Tesis integradoras

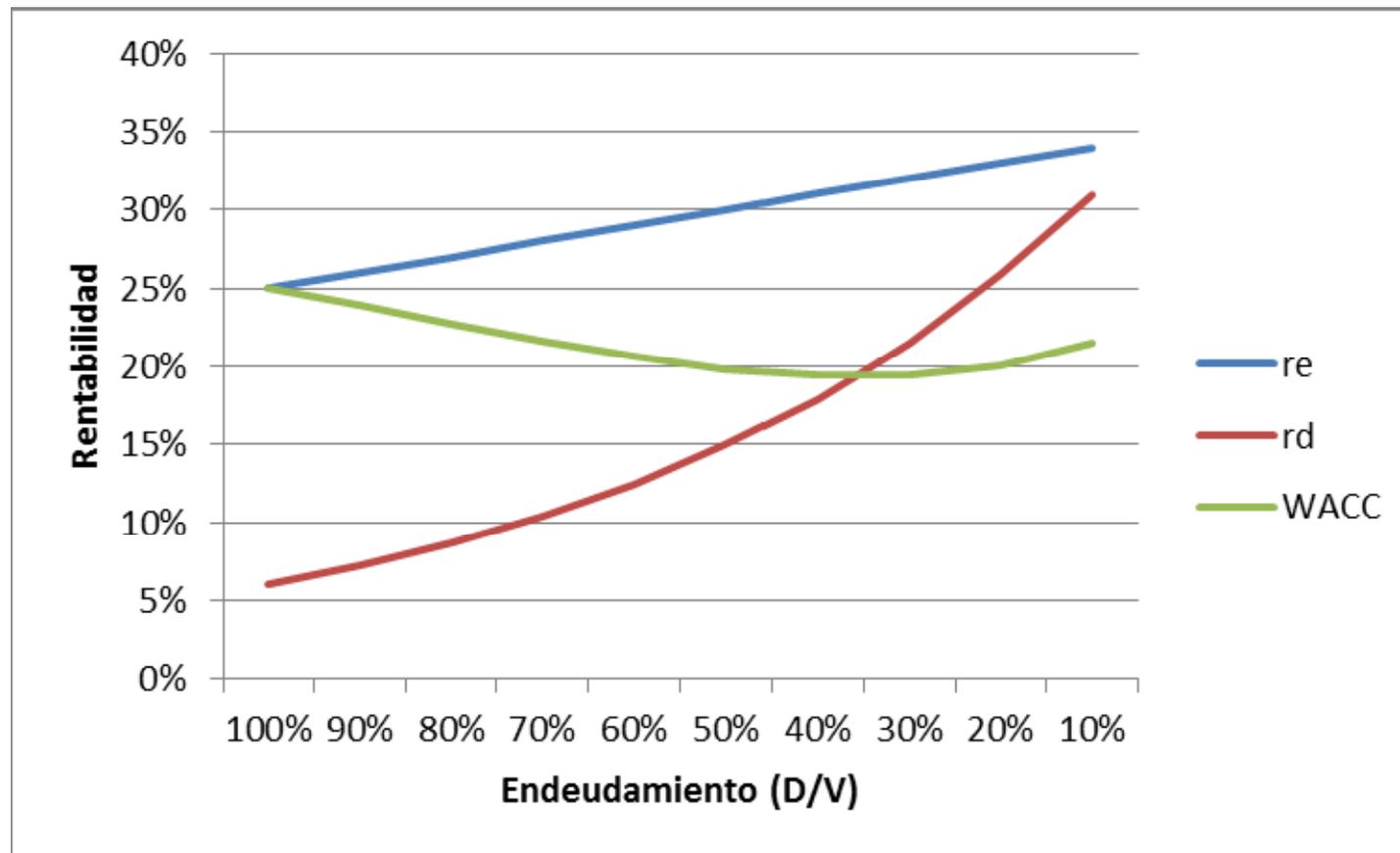
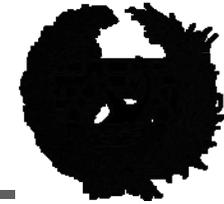
La posición RN



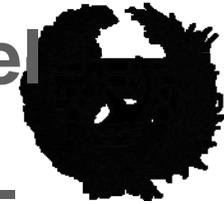
La posición RE



La posición tradicional



Factores que condicionan en la práctica el grado de endeudamiento



Sector

Cuestiones fiscales

Coyuntura financiera

Probabilidad de insolvencia

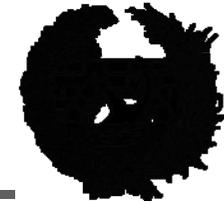
Tamaño de la empresa

Diversificación geográfica

Composición del activo

...

La política de dividendos



▪ *¿Cómo se decide el pago?*

- Ratios objetivo a largo plazo
- Directivos centrados en cambio más que en valor absoluto
- Alisamiento de dividendos
- Directivos reacios a cambios

▪ *Riqueza del accionista*

- Teoría tradicional: dividendos frente a ganancias de capital
- Modigliani y Miller: Irrelevancia de la política de dividendos
- Aumento en dividendos reduce valor de la empresa

▪ *Práctica*

- *% fijo del beneficio neto*
- *Dividendo anual constante (uso de reservas)*
- *Dividendo anual con ajustes*
- *Dividendo variable (sin política de dividendos)*