Revista de Contabilidad y Dirección
Vol. 15, año 2012, pp. 65-95

La financiación de las operaciones corporativas

RAFAEL SAMBOLA
Eada Business School

Fecha recepción: 12/07/2012
Fecha aceptación: 25/09/2012

RESUMEN

La diversidad de operaciones corporativas existentes en la empresa, hace inevitable poder seleccionar y disponer, entre las diferentes alternativas de financiación, de aquella que se ajuste en mayor medida, a las necesidades y tipología de la operación a ejecutar.

Estas opciones pueden contrastarse, entre otras variables, por el riesgo que asume el proveedor de fondos por obtener la rentabilidad esperada, y recuperar sin ningún quebranto económico, el dinero invertido.

El objetivo de este artículo es realizar una descripción de estas opciones, haciendo hincapié en las características de constitución, su coste y el riesgo que asume el proveedor de la financiación.

PALABRAS CLAVE

Financiación; Coste financiero; Prelación financiera; Deuda senior y junior. Riesgo financiero.

ABSTRACT

Corporate transactions diversity in firms makes it unavoidable to select between different alternative financiing sources, being able to choose those that adjust better to the need and type of transaction to be performed.

Those options, can be contrated, between other variables, by the rik that is assumed by the funding provider in order to obtain the expected return and be able to get back the money invested.

The objective of this paper is to make a description of those options, highlighting the constitution characteristics, their cost and the risk assumed by the funding provider.

KEYWORDS

Financing, Financial Cost, Financial prelation, Senior Debt and Junior Debt, Financial Risk

1. Introducción

Si tuviéramos que escoger una de las máximas aspiraciones de cualquier compañía, en una economía libre de mercado, esta sería probablemente el crecimiento. En economías basadas en la libre competencia, un crecimiento insuficiente o por debajo del crecimiento de mercado, puede motivar la desaparición de la empresa, o cuanto menos debilitar su posición competitiva.

Esta evolución sólo será posible invirtiendo en activos (tanto materiales como intangibles) que generen una rentabilidad óptima, y consiguiendo la financiación necesaria para llevarla a término.

No obstante, en un entorno de incertidumbre como el actual el papel del Director Financiero adquiere una gran relevancia, puesto que debe calcular y planificar los fondos necesarios para que la empresa funcione, garantizando en todo momento, la cobertura de los gastos financieros ocasionados, la rentabilidad de los accionistas y estableciendo el plazo óptimo para la devolución de la deuda asumida, factores todos ellos clave para la viabilidad futura de la compañía.

La elección de la disyuntiva financiera dependerá, entre otras cosas, del tipo de operación corporativa a realizar y del importe a financiar. A cada una de ellas se le adjudicará un coste, en función del riesgo que asume el proveedor de esta financiación.

En la figura 1 puede observarse un esquema resumen de dicha clasificación.

Por ejemplo, en un primer nivel está la deuda sénior, otorgada por una entidad de crédito y cuya finalidad será financiar las necesidades operati-

vas de fondos. Su coste resultará de aplicar, a un índice de referencia, normalmente el euribor, un diferencial. Este tipo de deuda tendrá como garantía los propios activos de la sociedad.

En un último nivel aparecerá el capital social aportado y cuya rentabilidad debe cubrir el riesgo operativo, el riesgo financiero, y el riesgo de futuras incidencias. Además ante una posible disolución o liquidación de la empresa el accionista será, en el orden de prelación, el último en recuperar el dinero invertido.

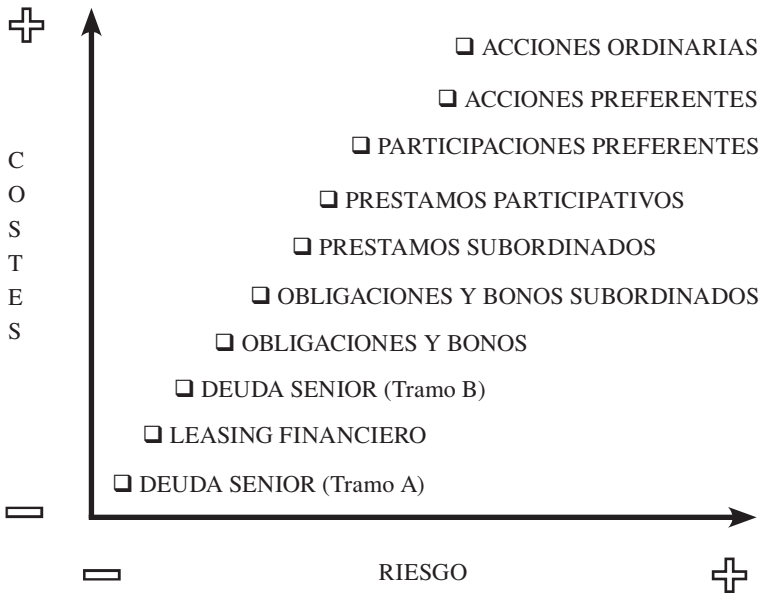

Figura 1: Productos financieros según su riesgo y coste (Fuente: elaboración propia).

2. Financiación propia

Compuesta por diferentes opciones de financiación, su particularidad más relevante está en que carece de exigibilidad. Además, desde el punto de vista de prelación, y en el supuesto de insolvencia por parte de la compañía, la financiación propia ocupa el último lugar en el orden de recuperación de su importe, por parte del inversor.

Esta financiación incorpora las aportaciones realizadas por los socios

en forma de acciones, así como los recursos generados por la empresa y reinvertidos a través de la autofinanciación.

2.1. Acciones

Representa formalmente, el valor de las aportaciones desembolsadas o comprometidas por los socios.

Desde el punto de vista jurídico, el capital mínimo aportado dependerá del tipo de sociedad constituida:

1. **Sociedad REGULAR Colectiva (SRC)**: No existe un mínimo legal
2. **Sociedades Limitadas (S.L)**: 3.005,06€ repartidos en forma de participaciones. Su importe debe estar totalmente desembolsado.
3. **Sociedades Anónimas (S.A)**: 60.101,21€ repartidos en forma de acciones y suscrito al menos en un 25%
4. **Sociedad Comanditaria por acciones**: 60.101,21€ repartidos en forma de acciones y suscritos al menos en un 25%
5. **Sociedades Cooperativas:** Su capital puede ser variable y debe estar desembolsado en un 25%
6. **Sociedad Anónima Laboral (S.A.L):** 60.101,21€ repartidos en forma de acciones y suscrito al menos en un 25%
7. **Sociedad Limitada Laboral (S.L.L):** 3005,06€ repartidos en forma de participaciones. Su importe debe estar totalmente desembolsado.
8. **Sociedad Profesional (S.P)**: Tiene como objeto el ejercicio común de una actividad profesional colegiada. Deberá figurar, junto a la forma social de que se trate, la expresión ***«Profesional»*** o la abreviatura ***«P»***, por ejemplo «Sociedad limitada profesional» o «SLP». El capital mínimo aportado por sus socios dependerá del tipo de sociedad elegida para su constitución.

Cabe destacar también los siguientes tipos de acciones:

1. **Acciones a la par:** Acción emitida a su valor nominal
2. **Acciones nominativas**: Son aquellas donde debe constar el nombre del titular
3. **Acciones sindicadas:** Corresponde al conjunto de acciones vinculadas a un pacto para no ser transmitidas sin el previo acuerdo del resto de socios

4. **Acciones rescatables:** La emisión de este tipo de acciones es una posibilidad únicamente abierta a las sociedades que cotizan en bolsa. Son aquellas cuyo rescate o compra total o parcial por la emisora o por terceros esté fijado en el tiempo según las condiciones de emisión. La amortización de las acciones rescatables deberá realizarse con cargo a beneficios o reservas libres o con el producto de la emisión de nuevas acciones ordinarias. No pueden tener un valor superior a la cuarta parte del capital y su rescate no podrá realizarse antes de tres años a contar desde la fecha de emisión
5. **Acciones sin voto:** no pueden participar en las votaciones de la junta de accionistas. A cambio la empresa les compensa con un dividendo anual especial fijo o variable
6. **Acciones liberadas:** se emiten sin contraprestación económica y con cargo a reservas. Se trata tan solo de un cambio cualitativo en el patrimonio neto del balance y por lo tanto no representa un incremento de la financiación. El objetivo es retribuir al accionista entregándole, un número de acciones liberadas, en una proporción al número de acciones ordinarias que posea en aquel momento. Su contrapartida serán las reservas de libre disposición o los beneficios generados en el ejercicio.
7. **Acciones preferentes: (Ver apartado siguiente)**

Una acción (a excepción de las preferentes, como luego veremos) es un título cuya renta es residual. Es decir, el accionista tendrá derecho a los beneficios una vez se hayan pagado todos los gastos incluyendo, los intereses de las diferentes alternativas de financiación y los impuestos. Los accionistas son los principales beneficiarios, si la compañía genera resultados. Si la empresa obtiene pérdidas el patrimonio neto, propiedad de los accionistas, disminuirá.

La acción sin embargo no es una alternativa financiera gratuita. El accionista espera una retribución en forma de dividendos y/o un incremento del valor de su participación. Esta retribución deberá estar alineada con la rentabilidad que espera el inversor en función del riesgo que se asuma. Estos esperan ver compensado su coste de oportunidad por haber invertido sus fondos en la empresa, en vez de hacerlo en activos libres de riesgo, como puede ser la deuda del estado.

2.1.1. Las acciones preferentes

Este instrumento financiero concede a sus tenedores ciertos privilegios en comparación con las acciones ordinarias. En este sentido es impor-

tante su distinción con las *«participaciones preferentes»* y que en apartados posteriores concretaremos. Sus características más relevantes son:

- Disponer de un derecho a un dividendo mínimo, fijo o variable, adicional al distribuido para las acciones ordinarias. Este dividendo mínimo garantizado es preferente (se paga antes que el dividendo ordinario) y acumulativo (si no se pudiera pagar ese año, se pagaría dentro de los cinco siguientes). Posibilitan la captación de fondos propios sin afectar al control de la sociedad.
- El orden de prelación en el supuesto de liquidación de la sociedad estará por delante de los accionistas ordinarios, pero por detrás, de cualquier producto híbrido (como comentaremos también posteriormente) y de cualquier tipo deuda.

Tampoco pueden alterar la proporcionalidad del valor nominal, el derecho de voto y los derechos de suscripción preferente. Asimismo quedan relegadas aquellas acciones preferentes que concedan un derecho especial de veto a los acuerdos sociales.

Su emisión es poco frecuente.

2.1.2. Salida a bolsa: OPV y OPS

La salida a Bolsa es el proceso por el cual una empresa pone a la venta todas o parte de sus acciones, pasando éstas a cotizar en el mercado bursátil.

Su admisión a cotización, mediante una Oferta Pública de Suscripción (OPS), puede suponer para la empresa un incremento significativo de la financiación propia, que le permitirá mejorar su ratio de endeudamiento y acometer su plan de inversiones.

Por otro lado, si se opta por una salida a bolsa mediante una Oferta Pública de Valores (OPV), permitirá al antiguo accionista de la sociedad, desinvertir y obtener mediante esta operación, liquidez.

SALIDA A BOLSA

• OPV: Es la operación por la que uno o varios accionistas ofrecen en venta sus acciones. El capital social no varía, sólo cambia de manos (total o parcialmente).	• OPS: Operación por la que una sociedad ofrece acciones de nueva emisión, procedentes de una ampliación de capital.

Una salida a bolsa implica para una sociedad y sus accionistas las siguientes ventajas:

- Mejora de su perfil y exigencia, en el desarrollo estratégico de la misma.
- Transparencia en la información económica y de la gestión de la sociedad.
- Rigor en la gestión de la compañía.
- Información diaria y objetiva del valor de las acciones según el mercado y conocimiento por parte del inversor de las posibles plusvalías o minusvalías latentes.
- Publicidad y notoriedad de la empresa.
- Mayor protección del accionista minoritario si lo comparamos con los accionistas de empresas no cotizadas.
- Su admisión a diferentes bolsas para su cotización aumentará el número de operadores que sigan el valor.
- Mayores posibilidades de obtener financiación crediticia y a menor coste.

No obstante, la salida a Bolsa también puede crear inconvenientes, que en algunos casos puede implicar una barrera para incorporarse a este mercado:

- Dependencia de la evolución del mercado y el entorno económico, pudiendo cuestionar la conveniencia de salir a bolsa. Esta situación puede hacer fracasar una oferta pública de valores, tal como ocurrió con «Loterías y Apuestas del Estado» «Atento» y «Talgo». La coincidencia de dichas ofertas, con un fuerte descenso de los índices bursátiles españoles y un empeoramiento de la coyuntura económica, obligaron a suspender las correspondientes OPV.
- Los altos costes incurridos por la empresa en el momento de salida (publicidad, tasas, profesionales independientes, etc.).
- Costes ocasionados para tener informados a los accionistas y posibles inversores futuros.
- Coste de la admisión a cotización. En el caso de las bolsas españolas el coste básico es del uno por mil sobre el nominal admitido.
- Costes de permanencia, que en la actualidad es del 0,045 por mil de la capitalización bursátil de la compañía. (La admisión a más de una bolsa no conlleva ningún coste suplementario).
- Pérdida de privacidad y poder de control.
- Necesidad de mantener la rentabilidad por dividendo que ofrece el sector y que puede mermar la capacidad de crecimiento con fondos propios.

En la figura 2 se exponen las principales condiciones para cotizar en la bolsa española.

CONDICIONES PARA LA ADMISIÓN Y COTIZACIÓN A BOLSA

- Situación regular de la sociedad desde el punto de vista jurídico.
- Acciones libremente negociables.
- Deben existir al menos 100 accionistas con una participación individual inferior al 25% del capital.
- Capital social mínimo de 1.202.025 de euros, sin tener en cuenta a efectos de cálculo las participaciones directas o indirectas de acionistas que igualen o superen el 25%.
- Obtención de beneficios en los dos últimos años o en tres no consecutivos en un periodo de cinco años que hayan sido suficientes para poder repartir un dividendo de al menos un 6% del capital social desembolsado (a excepción del criterio introducido por la Orden del Ministerio de Economía y hacienda de 22 de diciembre de 1999).
- Elaboración del *Folleto Informativo con las principales características y riesgos esenciales asociados al emisor y a las acciones objeto de la emisión. Dicho folleto debe ser aprobado y registrado por la CNMV.
- Las sociedades que están admitidas a cotización en bolsa tendrán la obligación de remitir a la CNMV y a la Bolsa correspondiente, los estados financieros, la auditoría del ejercicio cerrado, y los hechos relevantes que puedan producirse y puedan afectar de forma directa o indirecta la cotización de la acción.

Figura 2: Condiciones para cotizar en bolsa (Fuente: Comisión Nacional del Mercado de Valores).

** En la actualidad no es perceptivo registrar folleto informativo en la CNMV en los siguientes supuestos:*

1. *Si la cantidad de la oferta es inferior a 2,5 millones de euros*
2. *Si la oferta se dirige exclusivamente a inversores cualificados*
3. *Si se dirige a menos de 100 inversores por estado miembro de la Unión Europea, sin incluir los cualificados*
4. *Si se dirige a inversores que adquieran un mínimo de 50.000 euros cada uno*

2.1.3. Mercado alternativo bursátil (MAB)

Desde 2008 funciona en España el Mercado Alternativo Bursátil (MAB), dirigido a aquellas empresas en expansión y con baja capitalización (Casanovas, 2011).

Este mercado, abierto a sociedades de la Unión Europea, aunque constituido principalmente para que se incorporen empresas españolas (y abriendo las puertas a la incorporación de empresas latinoamericanas), permite

cotizar a aquellas de reducida capitalización, con necesidades futuras de financiación. El MAB va dirigido a sociedades que actualmente ya están en funcionamiento, restringiendo la entrada a negocios donde su único patrimonio son ideas y cuyo partner ideal para su crecimiento podría ser un *Business Angels.*

Estamos hablando por tanto de empresas, que representan dos terceras partes del PIB español y donde su acceso a los mercados bursátiles actuales les obliga a cumplir una serie de requisitos formales, que suponen una barrera de entrada para su incorporación.

El MAB supervisado por la CNMV y con una regulación acorde a sus características, supone para las empresas inscritas no sólo, una fuente importante de financiación sino, también de estabilidad económica, mejora de su valor, y fiabilidad y prestigio del negocio, ya que obligará a éstas a ser más rigurosas a la hora de ofrecer información, establecer procedimientos y planificar estrategias. Adicionalmente el MAB, para empresas en expansión debe servir de aprendizaje o plataforma de lanzamiento hacia la Bolsa, cuando éstas alcancen la dimensión adecuada.

Finalmente las tarifas que se aplican en el MAB se ajustan al tipo de empresa en expansión y su coste de entrada y mantenimiento es inferior al del Mercado Continuo:

- Incorporación: 6.000€ más 0,5 por mil sobre el nominal admitido.
- Ampliaciones de capital: 0,5 por mil sobre el nominal admitido.
- Mantenimiento: 6.000 euros anuales.
- Exclusión: 0,5 por mil sobre el valor de mercado (Mínimo 1.500€ y máximo 6.000€).

La Figura 3 incorpora una comparativa de funcionamiento del MAB, con otros mercados alternativos europeos.

En el 2005 también se constituyeron los siguientes mercados junior de cotización:

- PLUS –SX (Reino Unido): cotizan actualmente 147 compañías.
- FIRST NORTH (Suecia, Finlandia e Islandia): Cotizan actualmente 130 compañías.

	AIM	ALTERNEXT	MAB
Fecha inicio actividad	19 de junio 1995	17 de mayo 2005	Abril 2008
Regulación	London Stock Exchange	Euronext	CNMV
Sectores de actividad mayoritariamente representados	Finanzas Industria Servicios	Tecnológicas Industria Servicios	Tecnológicas Servicios
Número de empresas	1258	170	21
Emisión mínima	Sin mínimo. Al menos £ 3 M para las sociedades de inversión	€ 2,5 M	€ 2 M
Asesor independiente	Asesor legal y/o bróker	Proveedor de servicios de inversión	Asesor registrado
Capitalización bursátil	Sin mínimo requerido	Sin mínimo requerido	Sin mínimo requerido
Normas contables	IAS o normas aceptadas en el Reino Unido (UK GAAP) o también Estados Unidos (US GAAP)	Normas IFRS o normas contables nacionales del país de origen	Sociedades de la UE NIIF o estándar contable nacional Sociedades fuera de la UE NIIF ó US GAAP
Información financiera	Cuentas anuales auditadas y semestrales no auditadas. Factores de riesgo	Cuentas anuales auditadas y semestrales no auditadas. Factores de riego	Cuentas anuales auditadas y semestrales no auditadas. Factores de riesgo

Figura 3: Comparativa de mercados de reducida capitalización (Fuente: elaboración propia).

A pesar de que el MAB lleva ya cuatro años en funcionamiento, el número de empresas que cotizan es relativamente bajo, si lo comparamos con otros mercados internacionales. Esta referencia abre el debate de cómo impulsar la entrada de las medianas empresas en el mercado de capitales. Entre las medidas que deberían tomarse para incrementar su número, destacamos las siguientes:

- Mejora de los incentivos fiscales que permitan estimular las inversiones en medianas empresas con potencial de crecimiento y en sus primeras etapas de desarrollo, tal como ha sucedido en otros países como EEUU (21 estados), Reino Unido, Canadá, Francia, Italia,

Alemania y Luxemburgo. El incremento de inversores y empresas financiadas aumentaría el número de sociedades potenciales a cotizar en el MAB.

- Eliminación de la barrera de entrada, que supone el desconocimiento a nivel cultural por parte de potenciales empresas, en relación al MAB. La mejora de la información se convierte en un aspecto clave en este proceso. Las Administraciones Públicas, los intermediarios financieros y sociedades gestoras relacionadas con el mercado de valores deberían adquirir un papel relevante en este proceso.
- El mismo tamaño reducido de este mercado lleva como consecuencia la falta de atención de futuros inversores. Un tamaño reducido en cuanto a capitalización o número de empresas cotizadas puede generar la sensación, de un mercado poco líquido. Como consecuencia de ello algunos expertos recomiendan una plataforma única de negociación a nivel europeo.

2.2. Autofinanciación y crecimiento sostenible

La autofinanciación es una de las alternativas económicas clave, para que una compañía crezca de forma sostenible.

Su cálculo se obtiene por la fórmula:

AUTOFINANCIACIÓN
Beneficio neto + Amortización + Deterioro – Dividendos

Se la define como la capacidad que tiene una empresa para generar recursos, con el objetivo de financiar el mantenimiento y ampliación de sus inversiones.

En este sentido cabe destacar la susceptibilidad que tienen los activos de perder valor, bien con carácter reversible o lo que es más habitual, con carácter irreversible.

En el primer supuesto la empresa dotará el correspondiente deterioro en la cuenta de resultados, para evitar la salida de recursos financieros y compensar así la disminución del valor de los activos.

En la segunda situación la empresa dotará la correspondiente amortización en la cuenta de resultados para compensar la pérdida de valor irreversible de los activos, debido al uso y/o obsolescencia técnica de los bienes.

En los dos casos, estos recursos, dotados en la cuenta de resultados

como un gasto más, no tendrán como contrapartida una salida de tesorería. El total de los recursos generados será la suma de los beneficios totales, las amortizaciones y provisiones imputadas. Esta adición es lo que se conoce con el concepto de cash flow económico:

CASH-FLOW ECONÓMICO Beneficio neto + Amortización + Deterioro

Aunque la proposición de distribución de las ganancias corre a cargo del consejo de administración, serán los accionistas quienes deberán validar su propuesta. La pregunta lógica que éstos deberían plantear es si el beneficio retenido generará una tasa de retorno atractivo y por lo tanto merecerá la pena desistir de ellos temporalmente, a cambio de ganancias futuras más altas. La Figura 4 muestra las rentabilidades obtenidas por este concepto, así como el porcentaje de beneficios destinado al pago de dividendos *(Pay Out)* en las empresas que componen el Ibex 35. En el caso por ejemplo de Telefónica, su rentabilidad por dividendo fue del 15%, muy superior a la media de las empresas cotizadas. La lectura de este porcentaje obliga a reflexionar si su valor se origina como resultado de pagar una elevada retribución en valor absoluto, o por el contrario, la razón está en la caída de la cotización de la acción.

Por otra parte la lectura de su *Pay Out* del 117% (dividendo > beneficios) puede entenderse como consecuencia de las siguientes situaciones: pago de un dividendo a cuenta del beneficio del año siguiente, pago de un dividendo complementario del año anterior o bien como resultado del reparto de reservas voluntarias que aparece contablemente en su balance de situación (ya sean en acciones liberadas o en efectivo).

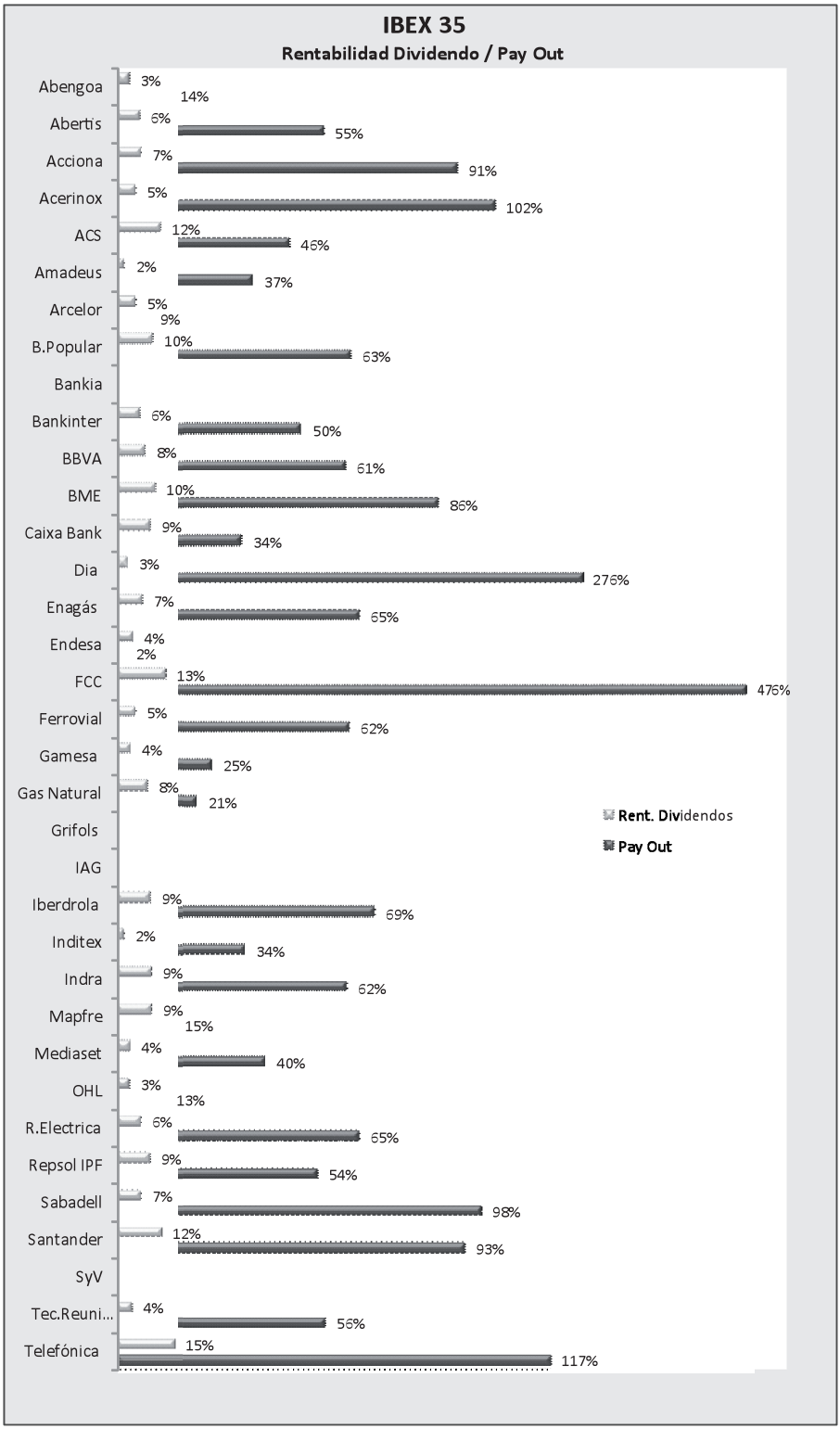

Figura 4: Rentabilidad por dividendos y Pay Out empresas IBEX (Fuente: Sociedad de bolsas-junio 2012).

Cabe recordar que existen circunstancias que pueden limitar el reparto de los beneficios. En primer lugar las restricciones mencionadas en la Ley de SA, en segundo lugar las establecidas en los propios estatutos de la empresa, en tercer lugar los «*covenants*» (cláusulas) que pueden marcar las entidades de crédito para garantizar el pago de la deuda, y por último la que hace referencia al «sentido común», entendida como aquella decisión que permite mantener una coherencia en la estructura financiera futura de la empresa.

En relación a esta última referencia mencionar, que si una empresa tiene perspectivas de continuar creciendo en el mercado, con toda probabilidad le aumentará también el activo necesario para ello (cuentas por cobrar, existencias, maquinaria, etc.). Su crecimiento rápido producirá necesidades de caja, aunque la empresa sea rentable.

Tal como muestra la Figura 5, imaginemos la situación N en donde una empresa decide seleccionar y mantener en el futuro, una estructura financiera óptima formada por, un 50% de recursos propios y otro 50% de deuda con coste (obviaremos la financiación espontánea de proveedores y otras cuentas por pagar). Transcurrido un año (situación N+1), la empresa ha incrementado sus ingresos y también su beneficio neto. La sociedad habrá visto aumentar sus activos corrientes y muy probablemente también sus activos no corrientes (en este último caso, si se plantea como objetivo aumentar la productividad futura). Debido a esta circunstancia la sociedad necesitará inevitablemente buscar alternativas, que le permitan financiar su crecimiento. Si decide cubrirlas en su totalidad aumentando su financiación ajena, su estructura financiera dejará de mantener los porcentajes previamente establecidos y su ratio de endeudamiento aumentará. Para evitar esta situación la sociedad deberá dedicar una parte o la totalidad de sus beneficios a autofinanciar sus necesidades de caja y mantener así en el tiempo, un crecimiento sostenible. Por tanto, el porcentaje de autofinanciación y su política de dividendos asociada deberá depender, de las perspectivas de crecimiento futuro y las de inversiones que llevan coligadas.

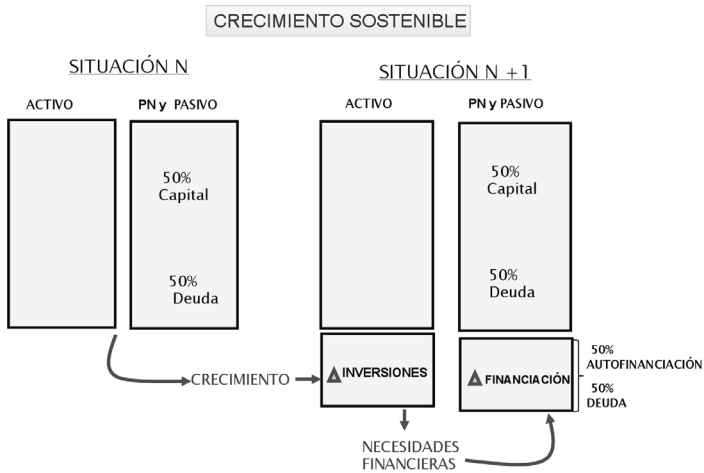

Figura 5: Impacto del crecimiento en la financiación (Fuente: elaboración propia).

3. Híbridos financieros: entre la financiación propia y la ajena

Dentro de las posibles opciones de financiación a largo plazo, se encuentran los denominados «híbridos financieros». Su característica principal está en el orden de prelación que ocupa dicha financiación a nivel jurídico, ya que estos productos se sitúan por detrás de la «*deuda sénior*», pero por delante de las acciones ordinarias.

Se exponen a continuación diferentes alternativas, cada una de ellas con características distintas, en cuanto a su coste y su prioridad de cobro en el supuesto de insolvencia de la empresa receptora de la financiación.

3.1. Las participaciones preferentes

Son valores emitidos por una sociedad, pero que no otorgan a sus suscriptores parte de la propiedad. Son clasificadas contablemente como pasivo o como patrimonio en función de las condiciones de la emisión.

En cuanto a su naturaleza jurídica, las participaciones preferentes, forman parte de los fondos propios del emisor, pero otorgan a sus titulares unos derechos que difieren de los correspondientes a las acciones ordinarias.

Se encuentran, a efectos de prelación de créditos, por detrás de la deuda subordinada (definida posteriormente) y deuda sénior, pero por delante

de las acciones ordinarias. Sin embargo estarán al mismo nivel (*pari passu)* con cualquier otra serie de participaciones emitidas o garantizadas por el emisor.

Es importante diferenciarlas de las acciones preferentes, así como de las acciones ordinarias siendo sus características esenciales, las que exponemos a continuación:

1. Conceden a sus titulares el derecho a percibir una rentabilidad, pero sólo en el caso de que existan beneficios. En el supuesto de tener pérdidas, las retribuciones pactadas y no satisfechas, no se acumularán en años posteriores. Serían los casos recientes de Unim, Bankia y CAM, cuyas pérdidas del ejercicio han impedido de forma automática el pago de la remuneración correspondiente.
2. Aunque depende de la emisión, la retribución está indexada normalmente al Euribor más un diferencial. También es posible que en los primeros años la retribución sea fija. Habitualmente el pago suele realizarse por trimestres naturales vencidos.
3. Tienen el carácter de perpetuas, es decir no tienen fecha de amortización. Sin embargo la sociedad tendrá el derecho de amortizarlas (y no la obligación) de forma voluntaria, en parte o en su totalidad, y en una determinada fecha establecida en los contratos de emisión. En el caso español normalmente son 5 ó 10 años.
4. Deben ser emitidas por una entidad de crédito o una entidad residente en España o en un territorio de la Unión Europea, que no tengan la condición de paraíso fiscal.
5. Los titulares de participaciones preferentes carecen en términos generales de derechos políticos.
6. Por lo que atañe a la entidad emisora, la remuneración a pagar a sus titulares será considerado gasto deducible en el impuesto de sociedades.
7. Subrayar que estas participaciones han sido emitidas en estos últimos años por entidades de crédito, con el objetivo de mejorar su coeficiente de solvencia, concediéndoles por tanto un mayor margen operativo, gracias a la cobertura de este tipo de financiación.
8. No cotizan en el mercado continuo, pero sí lo hacen en el mercado secundario organizado (AIAF).

A título de ejemplo, para entender su funcionamiento, menciona la emisión realizada por el Banco de Sabadell para cubrir sus necesidades de financiación. Su importe fue de 300 millones de participaciones prefe-

rentes, de valor nominal 1.000€, ampliables posteriormente a otros 500 millones más. La retribución ofrecida en los tres primeros años de emisión era del 6,5% anual. A partir del 2011se ofrecía el Euribor a 3 meses, más un 2,5% de retribución. La emisión era perpetua y el banco se reservaba el derecho a amortizarlas en el 5.º año. Toda la retribución estaba condicionada a la obtención de beneficios futuros.

La emisión de este tipo de título ha sido objeto, en estos últimos meses, de una gran polémica por parte de sus inversores. El problema surge al querer desprenderse de este producto (recordemos el carácter perpetuo de la mayoría de emisiones), a través de su venta en el mercado secundario, caracterizado por ser poco líquido, en comparación del mercado continuo. Como consecuencia de ello, su venta en este mercado implica esperar en el tiempo un posible comprador, el cual aplicará previamente un porcentaje de descuento importante, ante la falta de demanda de este producto.

La CNMV ya advertía, mediante una nota informativa, de los riesgos implícitos de este producto: *«se trata de un instrumento complejo y de riesgo elevado que puede generar rentabilidad, pero también pérdidas en el capital invertido».*

3.2. Préstamo subordinado o deuda mezzanine («deuda junior»)

El término *Mezzanine* apareció como terminología habitual en Wall Street y fue utilizada en la década de los 80's como alternativa para completar la ronda de financiación de las operaciones de fusión y adquisición.

Esta deuda, también denominada *«deuda junior»* constituye una alternativa a las tradicionales fuentes de financiación, ya que al tener la consideración de crédito subordinado, con respecto a los créditos ordinarios, permite a la empresa receptora incrementar su estructura de endeudamiento, utilizando otros créditos atraídos por su posición de privilegio, frente a este tipo de deuda. Permite además cubrir el vacío que existe entre la financiación a través de los recursos propios y la deuda bancaria. Las razones pueden ser varias. En primer lugar el importe de las garantías que suponen los activos frente a la deuda bancaria, tienden a rebajarse por miedo a que éstos no puedan realizarse en el futuro. En segundo lugar existen activos intangibles en el balance que necesitan ser financiados. Finalmente el control del riesgo de los bancos hace que éstos pongan techo, a la cantidad de deuda que una empresa puede obtener, salvo que esta deuda sea subordinada.

Para obtener su coste efectivo mediante la TIR, el flujo de entrada co-

rresponderá a la financiación obtenida y los de salida, a los pagos en el tiempo del principal (normalmente una sola amortización al vencimiento), y los intereses; estos últimos pagados a través de las siguientes posibles combinaciones:

1. En efectivo, con vencimiento trimestral o semestral facilitando de esta forma la estabilidad de los cash flow y la flexibilidad en su pago.
2. Capitalización de una parte de los mismos hasta el vencimiento de la operación convirtiéndose en más deuda por pagar (*Payment In Kind*). Un ejemplo de esta alternativa fue la compra apalancada del Manchester United por parte del magnate americano Malcom Glazer. Una parte de la deuda, en concreto 138 millones de libras, correspondía a deuda subordinada con *PIK*. Actualmente ya acumula 40 millones de libras en forma de intereses aplazados.
3. Opción por parte de la empresa de pagar los intereses en efectivo y/o con más deuda *(Toggel Kind),* en función de su flujo de caja.
4. Pagos en especie *(Payment In Kind-Notes)* donde se incluye una opción sobre acciones de la propia compañía al producirse el vencimiento del préstamo. La valoración del pago en especie es el resultado de capitalizar parte de los intereses vencidos.

Subrayar también el tratamiento y la posición que tiene el acreedor de este tipo de deuda en una situación concursal:

- En la Junta de Acreedores, se les priva el derecho a voto.
- Los acreedores quedarán afectados por las mismas quitas y esperas establecidas en el convenio para los créditos ordinarios pero los plazos de espera se computarán a partir del integro cumplimiento del convenio respecto a estos últimos. Queda a salvo su facultad de aceptar, propuestas alternativas de conversión en acciones o en créditos participativos.

Finalmente, mencionar los inconvenientes que pueden surgir por el hecho de utilizar este tipo de deuda, que implican estructuras financieras muy apalancadas:

- El riesgo que lleva la concesión de este tipo de deuda para el prestamista, implicará que su coste incorpore una prima, que se sitúa en torno al 10%-15% sobre el Euribor.
- En estructuras muy apalancadas, el riesgo operativo se verá incre-

mentado. Es decir, su nivel de facturación para llegar al punto de equilibrio deberá ser mayor, si quiere cubrir los costes operativos y los elevados costes financieros.

- Parte de la tesorería deberá ser empleada para pagar los costes financieros pero también la amortización del préstamo en el momento que se produzca. Esto puede condicionar futuras inversiones en activos productivos, en I+D+I, formación de los empleados etc. con la posible pérdida de competitividad.
- No aceptación, por parte de los clientes y proveedores, de compromisos a largo plazo debido a la potencial desconfianza con la empresa, por el riesgo financiero que esta asume.

En la figura 6 se incluye las principales características de la deuda Mezzanine.

CARACTERÍSTICAS DE LA DEUDA MEZZANINE

- Utilizada habitualmente para operaciones de (LBO) Leverage Buy Out o MBO (Management Buy Out), la deuda Mezzanine se ha convertido también en un buen instrumento para financiar operaciones corporativas de reestructuración, o de crecimiento orgánico.
- Representa una figura híbrida entre capital y deuda, ya que en el supuesto de insolvencia la deuda senior tendrá prioridad de cobro respecto a la mezzanine, regulándose esta relación, mediante un contrato en donde se especifican las cláusulas de obligado cumplimiento por parte de la empresa y de los proveedores de esta deuda.
- Minimiza las aportaciones de capital, permitiendo a la empresa continuar creciendo sin el efecto dilución y evitando la posible pérdida de control del negocio.
- Por otra parte la reducción del ratio de Deuda Senior / EBITDA, mejora el perfil de riesgo financiero de la operación para los proveedores de deuda.
- Debido a que habitualmente es utilizada en operaciones con elevados importes de apalancamiento, su amortización total se efectúa a su vencimiento (BULLET) y un año posterior a la deuda senior.
- Por su grado de riesgo de coste de la financiación mezzanine se sitúa entorno al 10% - 12% sobre el Euribor.

Figura 6: Principales características de la deuda mezzanine (Fuente: elaboración propia).

Como ejemplos de empresas que han seleccionado este tipo de financiación destacamos: Cortefiel, Panrico, UPS, Amadeus, Famosa, Codere, Ferrovial-BAA, Perfeti-Chupa.chups, Afirma, Sacyr Vallermoso y Telepizza.

3.3. Préstamos participativos

Dentro del paraguas que cubre la deuda *mezzanine*, cabe mencionar los préstamos participativos, cuyas características, además de la subordinación a otros créditos, resumimos a continuación:

- La retribución del capital invertido se liga con la evolución de la actividad de la empresa que recibe el préstamo. La Ley no restringe los indicadores para fijar esta retribución variable siendo habituales el importe e incremento de las ventas, la evolución de la rentabilidad financiera (ROE) ó el EBITDA generado durante el ejercicio. Deberá decidirse en el contrato qué sucede con la retribución variable, si la empresa tiene pérdidas.
- El préstamo participativo incluye también un interés fijo relacionado con el Euribor, pero siendo éste importe menor al de mercado.
- La retribución participativa hace necesario pactar entre las partes la información contable-financiera a presentar a favor del prestamista. Es habitual también que las entidades otorgantes obliguen a la empresa a auditarse para asegurar la fiabilidad de la información contable.
- Su carácter subordinado comporta un aumento de la solvencia financiera del prestatario respecto a los acreedores no subordinados, particularmente respecto a aquellos cuyos créditos venzan antes que los subordinados. Desde el punto de vista mercantil se considera patrimonio contable a los efectos de reducción de capital y liquidación de la sociedad prevista en la legislación mercantil.
- Aunque la legislación española permite que el prestamista de este tipo de operaciones sea cualquier sociedad mercantil, habitualmente su concesión corre a cargo de empresas vinculadas entre ellas y cuyo préstamo se concede entre la empresa matriz y su filial. También suelen concederlo entidades de capital riesgo y organismos públicos especializados en este tipo de operaciones.
- Por último, y para mantener las garantías frente a terceros, el préstamo sólo podrá amortizarse anticipadamente, si se compensa con una ampliación de capital de igual cuantía, o se dota una reserva de igual importe al amortizado, con el objetivo de proteger aquella deuda con un mejor orden de prelación. Este incremento de los fondos propios no podrá tener su origen en una actualización de sus activos y su importe solo será disponible, cuanto el préstamo haya vencido y pagado en su totalidad. Entre las empresas que han utilizado préstamos participativos destacamos: Factoría Naval, Terra Mítica, Panri-

co, Sogecable, La Seda-Jatroil, Avanzit, Media Markt, Real Sociedad de Fútbol, Hoteles Hesperia, Sas-Spanair.

4. Financiación mediante deuda sénior

Incluye la financiación cuya exigibilidad de pago se encuentra por delante, de las acciones ordinarias, y los denominados «híbridos financieros», definidos en el apartado anterior. Es la denominada *«deuda sénior».*

A nivel contractual pueden existir también, diferentes tramos de *«deuda sénior»* con un orden de prelación establecido previamente entre ellos.

Sin querer ser exhaustivo en su descripción, mencionaremos sólo aquellas cuyas características de emisión, retribución de la deuda y la devolución de su principal, las hace específicas.

4.1. Deuda sin recurso

Sin ser un producto financiero concreto, una deuda sin recurso se caracteriza, por la capacidad que tiene el prestamista de ejercer el control del activo puesto en garantía, en el supuesto de incumplimiento continuado del pago.

Una práctica habitual es la puesta en marcha de un *project finance*, en donde a través de la creación de una sociedad vehículo independiente, invierte en activos fijos financiados con deuda sin recurso. Se tratará de financiar proyectos de gran tamaño con cash flow libres estables y razonablemente predecibles.

En este caso, la garantía de los prestamistas estará únicamente en los flujos que genera el propio proyecto, sin poder recurrir a garantías adicionales. Las entidades suministradoras del crédito aceptarán la financiación si el proyecto es viable, sin exigir ninguna garantía y esperando que sea el propio proyecto quien sea capaz de devolver toda la deuda.

Citemos como ejemplo a ACS: en julio del 2010 una parte de la deuda sin recurso ascendía 4.415 millones de euros provenientes de la financiación de proyectos, entre los que cabría destacar proyectos de plantas termo solares en España, líneas de transmisión en Brasil y parques eólicos en Méjico.

En otro tipo de operaciones, la garantía exclusiva del préstamo se encuentra en algún activo financiero. Así por ejemplo en octubre del 2006 la constructora e inmobiliaria Sacyr Vallehermoso compró un paquete de acciones de algo más del 9% de Repsol. Para financiar la operación se le concedió un préstamo sin recurso, por un importe del 85% de la operación y cuya única garantía era la participación adquirida de Repsol

En el 2010 ACS disponía también de una deuda sin recurso por un importe de 5,224 millones de euros para comprar el 30% de las acciones de Hochtief y el 12% de las acciones de Iberdrola. La garantía de la financiación eran las propias acciones.

Hacer hincapié en que un préstamo con garantía hipotecaria no se considera una deuda sin recurso. La razón está en la responsabilidad que asume el prestatario en caso de impago. En esta suposición la deuda pendiente debe cubrirse con la ejecución del bien. Pero si éste no fuera suficiente tendría que complementarse con otros bienes que disponga el acreedor. En el caso de EEUU la deuda hipotecaria sí se considera «sin recurso» ya que el bien hipotecado es la única garantía del préstamo.

Entre las empresas que han utilizado esta modalidad de financiación destacamos: Abengoa, Cintra, OHL, Isolux, Abertis, Ferrovial y Portald-Uniland.

4.2. Los préstamos sindicados

Es habitual utilizarlo en inversiones económicas donde se requieren sumas importantes de financiación y en donde participa un consorcio de entidades financieras para su concesión, con la consiguiente dilución del riesgo de la operación (Martin y Tellez, 2011).

En una fase inicial el acreedor designa a un banco «*Mandated Lead Arranger*» encargado de asegurar una parte de la operación y negociar las características del préstamo (importe plazo, tipo de interés, carencias etc.). Una vez cerradas las condiciones del crédito, el banco agente iniciará contactos con otras entidades bancarias que quieran participar en la sindicación para completar el importe requerido. A continuación el sindicato nombrará a un banco responsable de la coordinación, ejecución y control del proceso.

Este tipo de financiación encierra en su operativa cierta complejidad, además de incorporar numerosas y detallados compromisos que regulan los aspectos legales y financieros del prestatario:

- Cláusula de no subordinación: en el supuesto de liquidación de la sociedad, todos los bancos están al mismo nivel de prelación (pari passu) y por lo tanto todos tienen las mismas condiciones de reembolso.
- En caso de incumplimiento repetido en el pago de las cuotas, se podrá exigir la cancelación de la deuda con el consiguiente pago anticipado de su importe total.
- Cláusula de garantía, en donde el acreedor se compromete a no garantizar con activos, préstamos que se contraten en el futuro, si no se ha hecho previamente con el préstamo sindicado.

- *Covenants* financieros que obligan al prestatario a tener como objetivo el cumplimiento anual de una relación de ratios financieros preestablecidos en el documento contractual. La Figura 7 muestra una serie de *covenants* a cumplir por la deuda adquirida por la operadora de aeropuertos BAA. A título de ejemplo se condiciona a la sociedad, a que su ratio de cobertura se sitúe en un límite de 1,6 veces. En el supuesto que este sea inferior y se sitúe a 1,4 veces, se verá obligada a no retribuir al accionista vía dividendos. Pero si la cobertura empeora y se sitúa en 1,05 veces, la sociedad deberá pignorar sus activos, como garantía complementaria.
- *Affirmative covenants* en donde se exige periódicamente proporcionar estados financieros auditados y sin salvedades, previsiones de negocio, información de hechos relevantes, etc.
- *Negative covenants* donde pueden limitar una serie de operaciones financieras y corporativas (pago de dividendos, proyectos de inversión, fusiones, adquisiciones, venta de filiales, etc.).
- En el supuesto de que la empresa se vea obligada a renegociar la deuda, el pacto entre los diferentes bancos que operan el préstamo será complejo, al tener que aceptar todos ellos las nuevas condiciones ofertadas por la empresa.

		Límite indicativo	Restricción Dividendos (1)	Incumplimiento (2)
Ratio cobertura interés/ deuda Senior	Mayor que	1,6	1,4	1,05
Ratio cobertura interés/ deuda Junior	Mayor que	1,4	1,2	N/A
Deuda NetaSenior sobre Total RAB	Menor que	0,7	0,7	0,925
Deuda Neta Junior sobre Total RAB	Menor que	0,85	0,85	N/A

(1) Imposibilidad de reparto de dividendos por parte de la sociedad.
(2) En caso de incumplimiento del ratio, la sociedad se puede ver obligada a pignorar sus activos.

Figura 7: Covenants de la deuda de BAA (Fuente Ferrovial. Informe anual 2008).

La Figura 8 incorpora una breve relación de empresas que han utilizado esta financiación con diferentes objetivos de aplicación.

Mencionar finalmente la opción de financiarse a través de un «*Club Deal*». Este se diferencia del préstamo sindicado, principalmente en tres cuestiones:

1. No hay ninguna entidad que lidere la negociación y formalización del crédito, siendo la propia empresa quien cierra la operación, negociando con todas la entidades.
2. Pueden intervenir también, además de bancos, inversores institucionales.
3. Para agilizar el proceso de negociación, el número de entidades que intervienen en el «*Club Deal*» es menor.

EMPRESA	SECTOR	FINALIDAD	IMPORTE (millones)	FECHA	Nº de Bancos	TIPO OPERACIÓN
BAA	Operador aeropuertos	Reestructuración deuda	£625	Agosto 2010	8	PS
JAL	Aviación	Reestrucutración empresa	¥100.000	Junio 2010	5	CD
Generalitat Catalunya	Público	Mejora de la liquidez	1.000 €	Julio 2010	10	PS
Telefónica	Telecomunicaciones	Adquisición de acciones	5.000 €	Julio 2010	29	PS
Siliken	Energía renovable	Internacionalización	31 €	Marzo 2010	11	PS
Torresol Energy	Energía renovable	Inversión	$540	Enero 2010	7	CD
Ficosa	Componentes automóvil	Financiación de la actividad	108 €	Febrero 2010	8	PS
IBERA	Aviación	Inversiones	$246	Julio 2010	7	CD
Iberdrola	Energía	Financión CP/LP	$1.000	Mayo 2012	22	PS
Amadeus	Tecnología Viajes	Mejora Liquidez	200 €	Junio 2012	13	CD
FCC	Construcción	Refinanciación	508 €	Julio 2012	16	PS
Fluidra	Tratamiento Aguas	Financión CP/LP	1.459 €	Julio 2012	9	PS

Figura 8: Ejemplos de operaciones financiadas con préstamos sindicados y club deal (Fuente: elaboración propia).

4.3. Obligaciones y Bonos

La financiación a largo plazo se fundamenta principalmente en la obtención de créditos en el sistema bancario en donde las dos partes, prestamista y prestatario, pactan las condiciones del posible crédito concedido.

Sin embargo por la dimensión de algunas sociedades, así como el volumen de sus necesidades de financiación, éstas deciden acudir al mercado de renta fija mediante una emisión de obligaciones o bonos.

Un bono o una obligación representan una parte alícuota de la emisión de un empréstito. Se trata de un activo financiero, que una vez suscrito por el inversor, le da derecho a recibir en el tiempo unos intereses y la devolución del importe inicialmente entregado, según las condiciones establecidas en el folleto de emisión. Mientras un bono tiene un vencimiento de 3-5 años, la obligación tiene un plazo superior.

Este producto financiero incorpora cinco características:

a) Su vencimiento: fecha en que el emisor deberá devolver el importe recibido.
b) Su valor nominal: importe de dinero que recibirá el inversor a su vencimiento.
c) Liquidez: una vez emitidos, los bonos pueden negociarse en mercados de valores organizados.
d) Cupón: corresponde al porcentaje de interés que el emisor se compromete a pagar sobre el valor nominal. Habitualmente este pago se realiza de forma semestral.
e) Prelación: Las primeras emisiones gozarán de prelación frente a las posteriores por lo que se refiere al patrimonio libre de la sociedad emisora, cualesquiera que hubieran sido las variaciones posteriores de su capital.

Para que al inicio el precio de mercado del bono sea igual al valor nominal, la sociedad emisora deberá calcular un tipo de interés parecido al de otros bonos. Posteriormente el precio de mercado del bono puede cambiar en función de la variabilidad de los tipos de interés.

La emisión de este tipo de deuda por parte de una sociedad anónima debe ser aprobada por su Junta General de Accionistas aunque habitualmente delega este derecho al Consejo de Administración (excepto el supuesto de obligaciones convertibles).

En cuanto al importe máximo de emisión, la empresa podrá emitir series numeradas de obligaciones u otros valores que reconozcan o creen

una deuda, siempre que el importe total de las emisiones no sea superior al capital social desembolsado, más las reservas que figuren en el último balance aprobado y las cuentas de regularización y actualización de balances.

También subrayar que aquellas emisiones públicas dirigidas a inversionistas minoritarios tendrán que ir acompañadas del correspondiente folleto informativo, quedando exentas aquellas emisiones dirigidas a inversionistas institucionales, las dirigidas a un número de inversionistas no superior a 50 y las dirigidas a los trabajadores o jubilados de la entidad emisora.

Posteriormente deberá publicarse la emisión en el BORME (Boletín Oficial del Registro Mercantil) iniciándose a continuación el proceso de suscripción.

En la emisión de este tipo de valores se procederá a la constitución de un Sindicato que tendrá como finalidad la defensa de los intereses y derechos de los titulares de los valores.

Entre los diferentes tipos de emisión destacamos las siguientes:

- **Simples:** Valores que representan una deuda para el emisor y que devengan intereses periódicamente (según la especificación del folleto de emisión) y su amortización se realizará en su fecha de vencimiento.
- **Cupón cero:** Son aquellos que la empresa emite por debajo de su valor nominal. La ganancia del inversor se obtiene por la diferencia entre el precio de emisión y su valor nominal, cobrado al vencimiento.
- **Indexados:** Su valor nominal se ajusta según la inflación del país donde se emite. El pago del cupón se calcula sobre el nuevo valor nominal.
- **Estructurados:** Son aquellos valores cuya rentabilidad está vinculada a la evolución de uno más subyacentes (materias primas, divisas, acciones, etc.). El riesgo de este tipo de productos para el inversor está en que su amortización puede estar por debajo de su valor nominal, en función de la evolución de los índices referenciados.
- **Interés flotante:** El cupón está referenciado a algún indicador de interés interbancario (Libor, Euribor, etc.).
- **Con pagos en especie *(PIK)*:** El cupón no se paga en efectivo, si no con la recepción de más deuda.
- **Capitalizables:** El interés se paga al final de la vida del bono y su importe se va capitalizando periódicamente.
- **Convertibles:** Permite al suscriptor, de este tipo de emisiones,

canjearlas por un número determinado de acciones. Para emitir este tipo de obligaciones se requiere la aprobación de la Junta General de Accionistas quien deberá decidir la ecuación de canje $\left(\frac{Valor\ Obligación\ convertible}{Precio\ de\ conversión}\right)$. Para ello será preciso determinar el precio de conversión que estará comprendido entre el valor contable de la acción y una media de su valor de cotización en el mercado. Los accionistas tienen derecho de suscripción preferente ya que la ampliación de capital implica dilución en la propiedad de los accionistas.

- **CON *WARRANTS*:** le concede al suscriptor la posibilidad de canjear las obligaciones por acciones, por un importe específico y en un plazo determinado. Los warrants pueden ser separables (a diferencia de las obligaciones convertibles). Normalmente se puede conservar la obligación y vender el warrant.
- **SUBORDINADAS:** Deuda junior cuyo orden de prelación está por detrás de la deuda corriente (sénior) y deuda con algún tipo de privilegio.
- **BONOS BASURA (*JUNK BONDS*):** Habitualmente suele ser deuda subordinada emitida por debajo del grado de inversión y con la característica de un bono especulativo, por su elevada rentabilidad, pero también por su elevado riesgo de impago. Dichos bonos tienen una calificación crediticia por parte de una agencia de rating igual o por debajo de BB.

4.4. Arrendamiento Financiero

Se trata de un contrato de alquiler en donde el arrendatario se compromete a pagar periódicamente una cuota (mensual, trimestral, etc.) por el hecho de utilizar un bien para su actividad empresarial, puesto a disposición por parte del arrendador. La duración de los contratos será como mínimo de 2 años, en el supuesto de bienes muebles y de 10 años en el caso de bienes inmuebles.

El proceso se iniciará con la elección del tipo de bien que la empresa utilizará en el futuro. Para ello se solicitará una factura proforma en donde se incluirá el valor del bien total.

A partir de este momento el arrendador pasará a adquirir el bien, siendo por tanto propietario del mismo y activándolo en su balance.

Posteriormente, el arrendatario firmará un contrato en donde se compromete, durante el período que dure la operación, a pagar las correspon-

dientes cuotas de alquiler. Estas cuotas deberán aparecer en el contrato especificado:

a) La parte que corresponde a la recuperación del coste del bien (excluida el valor de la opción de compra).
b) El importe de la carga financiera.
c) Valor residual si se ejerce la opción de compra al finalizar el contrato.

En el supuesto de ejercer la opción de compra estaremos hablando, de un leasing financiero (Figura 9) y la propiedad del activo cambiará a manos de la empresa. Habitualmente este tipo de leasing no incluye en el contrato un servicio de mantenimiento completo del bien.

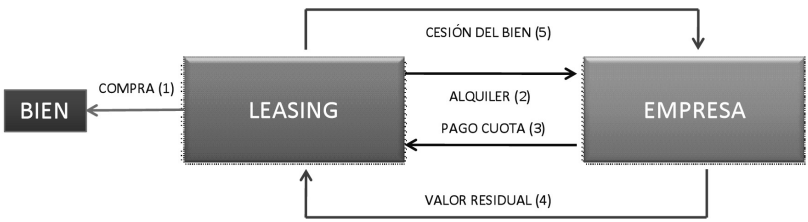

Figura 9: Funcionamiento del leasing financiero (Fuente elaboración propia).

En cuanto a su tratamiento fiscal, los gastos financieros serán gasto deducible del Impuesto de Sociedades. También las cuotas de arrendamiento financiero pagadas en el ejercicio serán deducibles por la parte representativa de la recuperación del coste del bien, siendo su límite:

Valor de adquisición × Coeficiente máximo amortización × 2

En el supuesto de empresas de reducida dimensión su límite será:

Valor adquisición × Coeficiente máximo de amortización × 2 × 1,5

Otra de las ventajas del Leasing financiero, además de disponer de una amortización acelerada como hemos visto anteriormente, es que el IVA de la operación se calcula por el importe de cada cuota, es decir se difiere durante la duración del contrato. Por contra, si una empresa decide adquirir el bien utilizando otras formas de financiación, el IVA lo tendrá que desembolsar en su totalidad al inicio, con el posible impacto negativo que tendrá en la tesorería de la empresa.

En el denominado leasing operativo (Figura 10), la opción de compra no se ejerce al finalizar el contrato. En este supuesto la propiedad del bien continuará estando en manos de la empresa de leasing, en donde probablemente dispondrá de un mercado secundario para volver a recolocarlo. Posi-

blemente la empresa arrendataria podrá, si así lo desea, volver a contratar una nueva operación, sobre un nuevo bien tecnológicamente más avanzado.

En este tipo de contrato los gastos de mantenimiento del bien estarán incluidos en las correspondientes cuotas.

En cuanto a su tratamiento fiscal las cuotas pagadas durante el contrato serán fiscalmente deducibles del impuesto de Sociedades.

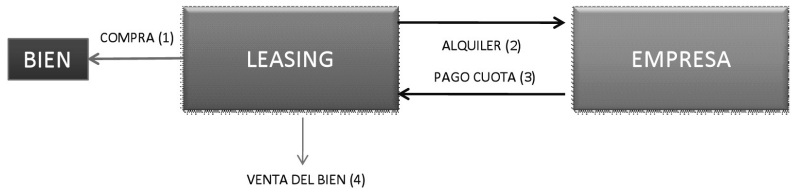

Figura 10: Funcionamiento del leasing operativo (Fuente: elaboración propia).

En la Figura 11 aparece resumido las diferencias existentes entre los diferentes tipos de leasing, vistos anteriormente y una operación de *renting*.

	LEASING FINANCIERO	LEASING OPERATIVO	RENTING
ARRENDADOR	Profesional/Empresario	Profesional/Empresario	Profesional/Empresario/ Particular
TIPO DE BIENES	Con baja obsolescencia	Con rápida obsolescencia o mantenimiento técnico elevado	Con mantenimiento elevado
MANTENIMIENTO	A cargo del arrendatario	A cargo de la empresa de Leasing	A cargo de la empresa de renting
REPARACIÓN Y SUSTITUCIÓN	No lo incluye	Sí lo incluye	Sí lo incluye
OPCIÓN COMPRA (valor residual)	si	no	no
IMPUESTO SOCIEDADES (deducible)	Gastos financieros y Valor de adquisición x Coeficiente máximo amortización x 2	Cuota deducible como gasto	Cuota deducible como gasto(a excepción de particular)
IMPUESTO SOCIEDADES (ERD) (deducible)	Gastos financieros y Valor de adquisición x Coeficiente máximo amortización x 2	Cuota deducible como gasto	Cuota deducible como gasto (a excepción de particular)

Figura 11: Diferencias entre el leasing financiero, leasing operativo y renting (Fuente: elaboración propia).

Conclusiones

En algún sentido, las decisiones de financiación son más complejas que las de inversión. El número de productos financieros diferentes está en continua evolución y expansión y su selección dependerá del tipo de operación corporativa a financiar.

La empresa obtiene fondos de dos formas básicas, emitiendo capital o contratando deuda. Su coste estará en relación directa al riesgo que asume cada uno de los proveedores de la financiación: obtener la rentabilidad esperada y recuperar la inversión realizada. La prioridad de cobro, en el supuesto de insolvencia de la empresa, se convierte en una variable clave que determina el coste de dicha financiación.

Este orden de prelación se inicia con preferencia de cobro que tienen los proveedores de la denominada «deuda senior».

Puede darse también la circunstancia, que dentro del total de este tipo de deuda, existan diferentes proveedores, en donde se establezcan por un acuerdo contractual la prioridad de una deuda, sobre otra.

La ventaja de este tipo de deuda es su menor coste, al tener más garantías de realización. Sin embargo los volúmenes de deuda concedida están limitados, obligando a cubrir el diferencial con deudas más caras y subordinadas.

En el siguiente tramo se encuentran los llamados «híbridos financieros» cuya característica más relevante es su posición jurídica dentro del balance, al encontrarse entre la deuda y los recursos propios. Su orden de prelación estará por encima de las acciones ordinarias, y por debajo de la deuda senior. Esto implicará que su coste estará por encima de la deuda senior (entre cinco y doce puntos), siendo su principal objetivo cubrir el gap existente, entre la deuda senior y los recursos propios. Esto ha permitido financiar operaciones con un elevado apalancamiento *(LBO, MBO, project finance,* etc).

En el último peldaño se incluye la financiación propia, compuesta por las aportaciones de los socios accionistas y la autofinanciación generada por la propia actividad. La rentabilidad que exigirán deberá cubrir el riesgo operativo de la sociedad y también el riesgo que pueda suponer, el impago de las obligaciones financieras.

Finalmente indicar que la selección de los instrumentos de financiación más apropiados permitirá a la empresa disponer de los recursos necesarios para poder invertir y crecer. No obstante la verdadera razón de generar valor está en la gestión y la obtención de la máxima rentabilidad de sus activos. Por tanto la elección de la financiación debe estar subordi-

nada a los objetivos previstos y presentados en el plan estratégico. En ningún momento la debe poner en peligro.

Referencias bibliográficas

ARCE, O., y SAN JUAN, L. (2011). *«El acceso de las pymes con potencial de crecimiento a los mercados de capitales».* Documento de trabajo n.º 52. CNMV.

BLANCO, E. (2007). *«Participaciones preferentes: rentabilidad de las emisiones.* Monografía n.º 24. CNMV.

BREALEY, R., y MYERS, S. *«Principios de finanzas corporativas»* Mc Graw Hill. Séptima edición.

CATALINA, J. (2004) *«Qué ventajas tiene financiarse con préstamos participativos».* Estrategia financiera, n.º 206.

CASANOVAS, M. (2011). Alternativas de Financiación para Pymes no tradicionales. Revista de Contabilidad y Dirección, Vol. 12.

DEMARIGNY, F. (2010). *«An EU-Listing small business act».* Mazars Group.

FERROVIAL. (2008). *«Informe anual 2008»* .www.memoria2008.ferrovial.es.

HERRERO, D. (2011). *«Financiación Mezzanine: situación actual y perspectivas».* Revista española de capital riesgo. N.º 4.

MARQUES, JM y SANCHIS, A. (2009). *«Los instrumentos híbridos en los recursos propios de las entidades financieras: naturaleza y cambios tras la crisis financiera».* Estabilidad financiera. n.º 17. Banco de España.

MARTIN, J.L. y TELLEZ, C. (2011) Créditos sindicados y emisiones internacionales de bonos. Revista de contabilidad y dirección. Vol. 12.

TEJEDOR, C. (2005). *«Los préstamos sindicados como alternativa a la financiación tradicional». Estrategia financiera. N.º 218.*