

ESTRUCTURA DE CAPITAL

AUTOR: RANDALL MADRIGAL



San Marcos

Contenido

INTRODUCCIÓN	2
FINANCIAMIENTO DE LARGO PLAZO: DEUDA, ACCIONES COMUNES Y PREFERENTES	2
BONOS, PRÉSTAMOS BANCARIOS Y TENDENCIAS EN LA ESTRUCTURA DE CAPITAL ...	4
LA ESTRUCTURA DE CAPITAL Y LA TEORÍA DEL PASTEL	7
MAXIMIZACIÓN DEL VALOR DE LA EMPRESA Y RENDIMIENTO DE LOS ACCIONISTAS...	8
EL APALANCAMIENTO FINANCIERO Y EL VALOR DE LA EMPRESA	9
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	11



INTRODUCCIÓN

El administrador financiero debe entender que las decisiones asociadas con la elección de la estructura de capital de una empresa son de vital importancia porque la proporción que tenga cada fuente de capital en dicha estructura tendrá un impacto en el rendimiento de la empresa y por ende en su valor.

Una estructura de capital que tenga mucha deuda podría significar rendimientos más altos, pero al mismo tiempo riesgos mayores. Por lo anterior, es importante conocer como equilibran las empresas la proporción de deuda-patrimonio.

FINANCIAMIENTO DE LARGO PLAZO: DEUDA, ACCIONES COMUNES Y PREFERENTES

Una buena parte de los fondos que financian los proyectos de las empresas y el crecimiento a largo plazo provienen de las utilidades que se van reinvertiendo. El resto de los fondos se obtienen de valores de capital o de deuda lo cual plantea una serie de aspectos a tomar en cuenta. ¿Es mejor apoyarse en el financiamiento vía utilidades retenidas o es mejor hacerlo mediante venta de bonos o de acciones?

Precisamente el objetivo de esta lectura es, revisar y reforzar varias características particulares del capital y la deuda para luego adentrarse en el estudio de la estructura de capital, un área compleja en cuanto a la toma de decisiones se refiere, debido a su relación con diversas variables.

Las opciones de financiamiento de una empresa obviamente tienen un efecto directo en el costo de capital promedio ponderado (WACC), así como un efecto indirecto en los costos de la deuda y en el capital, porque modifican el riesgo y el rendimiento requerido sobre la deuda y el capital. Las opciones de financiamiento también pueden afectar los flujos de efectivo libres si la probabilidad de quiebra se vuelve alta. (Brigham y Ehrhardt, 2018, p.608)

Como se ha visto a través del curso, los valores emitidos por las empresas para captar fondos se clasifican en valores de capital y de deuda. En términos muy básicos, la deuda es un compromiso que debe reembolsarse, una obligación que nace resultado de pedir dinero en préstamo. Cuando se solicita un préstamo hay un compromiso de pagar intereses y restituir el principal de acuerdo con un plan acordado entre las partes. La empresa que facilita los fondos se denomina prestamista o acreedora, mientras que la empresa que solicita los fondos se llama deudora o prestataria. Una diferencia entre valores de deuda y valores de capital

LAS OPCIONES DE FINANCIAMIENTO DE UNA EMPRESA OBVIAMENTE TIENEN UN EFECTO DIRECTO EN EL COSTO DE CAPITAL PROMEDIO PONDERADO (WACC), ASÍ COMO UN EFECTO INDIRECTO EN LOS COSTOS DE LA DEUDA Y EN EL CAPITAL, PORQUE MODIFICAN EL RIESGO Y EL RENDIMIENTO REQUERIDO SOBRE LA DEUDA Y EL CAPITAL.

desde una óptica meramente financiera puede ser el hecho de que la deuda es un pasivo y si no se paga, la empresa acreedora puede llegar a instancias legales para reclamar los activos de la prestataria. Otra diferencia radica entre los intereses que pagan los valores de deuda y los dividendos que pagan los valores de capital; los primeros se consideran un costo y por lo tanto son deducibles de impuestos, mientras que los dividendos no lo son. Una tercera diferencia tiene que ver con el hecho de que los acreedores no son propietarios de la empresa y por lo tanto no tienen derecho a la votación, derecho que si tienen los accionistas. En conclusión, las acciones representan una participación en la propiedad de la compañía y generan un derecho residual, es decir los accionistas reciben el pago de dividendos una vez cubiertos los derechos de los acreedores.

Las grandes empresas son muy propensas a crear valor híbridos y exóticos que tienen muchas características de los títulos accionarios, pero que se tratan como deuda. Como es lógico, la distinción entre deuda y capital es muy importante para propósitos fiscales. Por consiguiente, una de las razones por las que las corporaciones tratan de crear un valor de deuda, que es capital en realidad, es para aprovechar a la vez los beneficios fiscales de deuda y los beneficios de las acciones en caso de quiebra. (Ross et al.,

2018, p.476)

En este punto es importante mencionar a las acciones preferentes ya que pagan un dividendo al igual que las acciones comunes, pero difieren de estas en el hecho de tener preferencia sobre el pago de dividendos y en la distribución de los activos de la empresa en caso de liquidación. Por lo general, los accionistas preferentes no tienen derecho de voto.

¿Las acciones preferentes son deuda en realidad? Se puede argumentar convincentemente que las acciones preferentes son, en realidad, deuda disfrazada. Los accionistas preferentes reciben solo un dividendo estipulado y si se liquida la corporación, los accionistas preferentes obtienen el valor acordado. A menudo, las emisiones de acciones preferentes reciben calificaciones crediticias al igual que los bonos. Las acciones preferentes pueden convertirse a veces en acciones comunes. Además, las acciones preferentes son a menudo amortizables, lo que permite al emisor recomprar o “llamar”, “call”, parte o todo el monto a un precio determinado. (Ross et al., 2018, p.475)

Aunque no es habitual que las acciones preferentes tengan fecha de vencimiento, se presentan muchos casos donde presentan fondos de amortización obligatorios los cuales requieren que la empresa retire una parte de su acción preferente cada año. Siendo así, el que exista el fondo de amortización genera un vencimiento, porque implica que la emisión se retirará finalmente. Por todo lo anterior, es que se parecen las acciones preferentes a la deuda, pero hay que tener en cuenta que, para efectos fiscales, los dividendos de las acciones preferentes son tratados de la misma forma que los dividendos de las comunes.

BONOS, PRÉSTAMOS BANCARIOS Y TENDENCIAS EN LA ESTRUCTURA DE CAPITAL

Como se vio anteriormente, todo lo que se define como deuda a largo plazo implica la devolución del principal y el pago de intereses en los plazos estipulados, así como el pago compromisos que adquiere la empresa. La diferencia con un título de deuda de corto plazo es que este tiene vencimiento a un año o menos, mientras que la deuda a largo plazo

vence a un plazo mayor de un año.

Los títulos de deuda típicos se denominan pagarés, obligaciones o bonos. En sentido estricto, un bono es una deuda garantizada, lo que significa que ciertos bienes se comprometen como garantía del reembolso de la deuda. No obstante, en el uso común, la palabra bono se refiere a todo tipo de deuda, sea garantizada o no. Por lo tanto, seguiremos usando el término de manera genérica para referirnos a la deuda a largo plazo. Además, en general, la única diferencia entre un pagaré y un bono es el vencimiento original. Las emisiones con vencimiento original a 10 años o menos a menudo se llaman pagarés. Las emisiones a más largo plazo se denominan bonos.

La deuda a largo plazo puede ser emitida al público o colocada en privado. La deuda privada se emite a un prestamista y no se ofrece al público. Dado que es una transacción privada, los términos específicos corresponden a las partes involucradas. Nos concentraremos en los bonos de emisión pública. Sin embargo, casi todo lo que decimos sobre estos bonos es válido también para las emisiones privadas de deuda a largo plazo. La principal diferencia entre la deuda de emisión pública y privada es que la segunda se coloca directamente con el prestamista y no se ofrece al público. Debido a que se trata de una transacción privada, los términos específicos dependen de las partes interesadas. (Ross et al., 2018, p.477)

Hay una variedad de aspectos que caracterizan la deuda a largo plazo como el contrato, garantías, cláusulas de recompra, fondos de amortización, calificaciones, cláusulas de protección, prelación, etc.



LAS OPCIONES DE FINANCIAMIENTO DE UNA EMPRESA OBVIAMENTE TIENEN UN EFECTO DIRECTO EN EL COSTO DE CAPITAL PROMEDIO PONDERADO (WACC), ASÍ COMO UN EFECTO INDIRECTO EN LOS COSTOS DE LA DEUDA Y EN EL CAPITAL, PORQUE MODIFICAN EL RIESGO Y EL RENDIMIENTO REQUERIDO SOBRE LA DEUDA Y EL CAPITAL.

Adicional a la posibilidad de poder emitir bonos, una compañía puede solicitar préstamo a un banco. Dos formas específicas de los préstamos bancarios son las líneas de crédito y los créditos sindicados. Las líneas de crédito son similares a las tarjetas de crédito ya que se especifica el monto del financiamiento que el banco tendrá disponible para la empresa durante un tiempo específico. El banco no está obligado a tener disponibles los fondos, pero si el banco cuenta con ellos, le permitirá al prestatario deberle hasta cierto límite de dinero. El límite de una línea de crédito es el monto máximo que se puede deber al banco en cualquier momento. Si el banco está obligado legalmente a suministrar los fondos bajo cualquier circunstancia se habla de una línea de crédito revolvente.

Un contrato de crédito continuo (revolvente) no es más que una línea de crédito garantizada. Está garantizada en el sentido de que el banco comercial asegura al prestatario que estará disponible un monto específico de fondos sin importar la escasez de dinero. La tasa de interés y otros requisitos son similares a los de una línea de crédito. Es común que un contrato de crédito continuo se establezca para un periodo mayor de un año. Como el banco garantiza la disponibilidad de los fondos, se cobra una comisión de compromiso en un contrato de crédito continuo. Por lo general, esta comisión es del 0.5% y se aplica al saldo promedio no utilizado de la línea de crédito del prestatario. (Gitman y Zuter, 2016, p.594)

Existen casos donde bancos muy grandes, cuentan con una demanda mayor de préstamos que la que pueden cubrir y los bancos pequeños no tienen capacidad para generar préstamos de gran volumen con los fondos disponibles. En este caso el banco grande puede conceder un préstamo a un cliente y después vender partes del préstamo a un consorcio (sindicato) de esos bancos. Con el préstamo sindicado, cada

banco tiene un contrato de préstamo por separado con los prestatarios. El sindicato se compone generalmente por un banco organizador y los bancos participantes; el organizador negocia con el prestatario los detalles del préstamo y gestiona con los bancos participantes las acciones del préstamo. El organizador por lo general es el que presta más dinero, pero recibe una comisión por sus responsabilidades adicionales.

El lector debe hacer la lectura de las páginas de la 484 y 486 del libro Finanzas corporativas de Ross et al. que se encuentra en eLibro, para ahondar sobre las tendencias recientes en la estructura de capital.

LA ESTRUCTURA DE CAPITAL Y LA TEORÍA DEL PASTEL

Con relación a la toma de decisiones financieras de una empresa, tal vez, una de las más importantes tiene que ver con la estructura de capital; decisiones malas al respecto pueden ocasionar un costo de capital caro y por ende proyectos con un valor presente neto bajo, lo cual se traduce en la no maximización del valor de la empresa.

“Estructura de capital: combinación de deuda y capital que se utiliza para financiar a una empresa”. (Besley y Brigham, 2016, p.474)

La estructura de capital que tenga una empresa conlleva un equilibrio entre riesgo y rendimiento ya que, al utilizar más deuda, aumenta el riesgo de poder contar con un flujo de utilidades, pero a su vez implica una tasa de rendimiento esperada más alta.

Aunque no existe una fórmula para determinar la estructura óptima de capital que debe tener una empresa, la teoría financiera, ayuda a comprender la forma en que el valor de la empresa es afectado por la estructura de capital seleccionada. Precisamente los premios Nobel Franco Modigliani y Merton Miller (de ahora en adelante M y M) propusieron que el valor de una empresa es independiente de su estructura de capital.

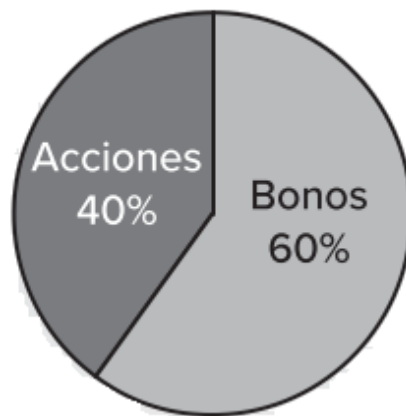
Una forma de ilustrar la proposición I de M y M es imaginar dos empresas cuyas columnas de la izquierda de sus



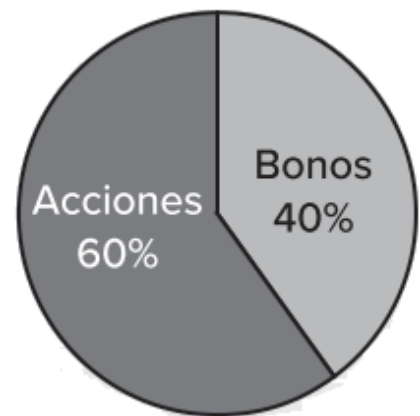
estados de situación financiera son idénticas. Sus activos y operaciones son exactamente las mismas. Las columnas de la derecha son diferentes porque las dos empresas financian sus operaciones de manera distinta. En este caso es posible examinar la cuestión de la estructura de capital en términos de un modelo de “pastel”. (Ross, Westerfield y Jordan, 2018, p.527)

Figura #1. Modelo de pastel para la estructura de capital

Valor de la empresa



Valor de la empresa



Fuente: Ross, Westerfield y Jordan (2018)

En la figura #1 se se observa dos formas posibles de distribuir el pastel entre la parte del capital en acciones y la parte de deuda. En el pastel de la izquierda la proporción es 40-60%, mientras que en el de la derecha la proporción es 60-40%. Si el objetivo de la administración financiera es hacer que la compañía maximice su valor tanto como sea posible, entonces debe seleccionar la proporción que haga al pastel lo más grande posible. A pesar de esto, el pastel tiene el mismo tamaño para ambas porque el valor de los activos es idéntico.

El análisis anterior implica dos aspectos importantes que deben revisarse, el primero de ellos tiene que ver con la necesidad de maximizar el valor de toda la empresa, y el segundo aspecto se relaciona con la proporción deuda-capital que maximiza el valor.

MAXIMIZACIÓN DEL VALOR DE LA EMPRESA Y RENDIMIENTO DE LOS ACCIONISTAS

En la sección anterior se mencionaron dos aspectos importantes que

debían revisarse, el primero de ellos, la maximización del valor de la empresa será el que se deba revisar a continuación. Una vez hecha esta labor, se podrá explicar por qué los administradores se deben preocupar por tratar de maximizar el valor de la empresa y escoger aquella estructura de capital que crean será la más beneficiosa para conseguir ese objetivo.

El lector debe hacer la lectura de las páginas de la 491 a la 492 del libro Finanzas corporativas de Ross et al. que se encuentra en eLibro, para explicar porque los administradores deben tratar de maximizar el valor de la empresa.

EL APALANCAMIENTO FINANCIERO Y EL VALOR DE LA EMPRESA

El segundo aspecto importante por revisar y que se relaciona con la determinación de la estructura óptima de capital, se ilustrará mediante el efecto de la estructura de capital sobre el rendimiento de los accionistas.

El lector debe hacer la lectura de las páginas de la 493 a la 495 del libro Finanzas corporativas de Ross et al. que se encuentra en eLibro, para comprender el efecto que tiene la estructura de capital sobre el rendimiento de los accionistas.

Una vez revisadas las dos secciones anteriores se puede concluir que, aunque las proposiciones de de M y M tienen argumentos válidos, no explican adecuadamente una serie de hechos sobre la estructura de capital. M y M sostienen que que la decisión de la estructura de capital no tiene importancia, sin embargo, en el mundo real es algo que parece tener importancia.

Las decisiones sobre la estructura de los costos operativos y la estructura de capital deben centrarse en el efecto que producen en el valor de la empresa. El administrador financiero debería implementar las decisiones de apalancamiento y estructura de capital que vayan en línea con la meta de la empresa de maximizar la riqueza de sus accionistas. Desde una óptica simplista, se puede afirmar que la

estructura óptima de capital es aquella que minimiza el costo de capital de una empresa.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Besley, S.; Brigham, E. (2016). Fundamentos de Administración financiera. Mexico, Cengage Learning Editores, S.A. de C.V.

Brigham, E.F.; Ehrhardt, M.C. (2018). Finanzas Corporativas. Mexico, Cengage Learning Editores, S.A. de C.V.

Gitman J., Lawrence; Zutter J., Chad (2016). Principios de Administración Financiera. México, Pearson Educación.

Ross A., Stephen; Westerfield, W., Randolph; Jaffe F., Jeffrey; Jordan D., Bradford (2018). Finanzas Corporativas. México, McGraw-Hill.

Ross A., Stephen; Westerfield, W., Randolph; Jordan D., Bradford (2018). Fundamentos de Finanzas Corporativas. México, McGraw-Hill.





www.usanmarcos.ac.cr

San José, Costa Rica