

Prólogo

Deseo comenzar por recomendar que se lea y estudie el excelente libro de Ignacio López Domínguez “Instrumentos de financiación al servicio de la empresa”. Se trata de un trabajo preciso y detallado sobre los diferentes instrumentos de financiación que las empresas tienen a su disposición para desarrollar su actividad. Un libro que respira rigor académico, profesionalidad y honestidad.

Mucho se ha hablado en estos últimos años sobre financiación y desarrollo empresarial, comportamiento y finanzas, y libertad de mercado versus regulación. El motivo es claro. En el origen de la crisis mundial, cuyas consecuencias todavía continuamos padeciendo, aparecen las instituciones, los mercados y los productos financieros. Y ya podemos identificar ciertas tendencias que merecen, al hilo de este prólogo, ser señaladas.

- Empecemos por el binomio ‘financiación y desarrollo empresarial’ y las consecuencias derivadas de una deficiente interpretación del mismo. Ya sabemos que la recuperación económica en España está requiriendo un intenso proceso de desapalancamiento empresarial. Y que, es precisamente la reducción del crédito (necesaria para que se produzca el desapalancamiento) una de las razones principales por las que recuperación económica se está haciendo esperar. Recordemos que, mientras que el período inmediatamente anterior a 2007 se caracterizó por un fuerte crecimiento del PIB acompañado de un fácil acceso al crédito bancario. Una vez que la crisis se instaló en nuestro entorno económico, entre 2009 y 2013, se produjo una intensa reducción de la ratio de endeudamiento empresarial desde niveles equivalentes al 90% del PIB hasta niveles inferiores al 60% el PIB. Las consecuencias fueron sobradamente conocidas: las altas tasas de endeudamiento empresarial, en negocios y sectores con fundamentos económicos insostenibles en épocas de escaso o nulo crecimiento, produjeron un fuerte crecimiento de los niveles de morosidad, unas altas tasas de defunción empresarial y una desconfianza generalizada sobre

el sector financiero. La desconfianza generalizada sobre el sector financiero y la ausencia de información fiel sobre quién sí y quién no tenía el problema (recordemos que la Reserva Federal Americana admitió desconocer la concentración de riesgo existente en AIG) provocó que los mercados de capitales se cerraran por completo. Colapso en los mercados financieros mundiales que hizo imposible la financiación para casi cualquier entidad. Solo los Bancos Centrales se posicionaron como liquidez de “último recurso”, no solo financiando a corto sino también a medio y largo plazo. La caída de la actividad generó grandes déficits públicos y la ausencia de mercado de capitales generó una desproporcionada y muy perjudicial dependencia entre sistemas financieros y países. La necesidad de financiación pública expulsó a la financiación privada (efecto crowding-out), especialmente en los casos de las empresas de tamaño mediano y pequeño. Lo que contribuyó a hacer más lento y tortuoso el camino hacia la recuperación. Recordemos por tanto, que la relajación en las condiciones de financiación en épocas de bonanza produce “atracones” que cuesta digerir.

- Continuemos con otra pareja de difícil presentación en sociedad, ‘comportamiento profesional y sector financiero’. O dicho de otro modo, ética versus finanzas, o las malas prácticas en la comercialización de productos financieros. Durante la etapa previa a la crisis, algunas entidades comercializaron productos sofisticados a clientes no sofisticados. Sin la adecuada comunicación sobre los riesgos implícitos y sin la necesaria transparencia sobre los costes asumidos. Dichas malas prácticas generaron cuantiosas pérdidas para los clientes que los tribunales han tratado de corregir fallando en la inmensa mayoría de los casos —tras costosos procesos judiciales— a favor de la posición más débil (el cliente). Estas malas prácticas fueron, desgraciadamente, generalizadas. Abarcando toda la gama de productos financieros desde los más sofisticados (derivados y productos estructurados comercializados a pymes y particulares) a los más sencillos de entender, como las Acciones Preferentes o la Deuda Subordinada. Las consecuencias negativas de las malas prácticas afectan a toda la sociedad. Ya sea porque algunas entidades tuvieron

que ser nacionalizadas y sus pérdidas “socializadas” a través de organismos como el FROB. Como porque, en general, se produjo un déficit reputacional para el sector financiero que no será fácil de recuperar. Recordemos aquí la famosa cita de Warren Buffet *“La reputación es algo que uno tarda 20 años en construir y 5 minutos en arruinar. Si se piensa sobre ello muchas cosas se harían de forma diferente”*.

- Y finalmente, el debate entre la autorregulación liberal, o la regulación al rescate. Aquí también hay algo que ha fallado. En consecuencia, el regulador-supervisor, ante el evidente fracaso del modelo anterior, se ha embarcado en un proceso sin precedentes de reforma regulatoria. Es lo que se ha venido a llamar el “tsunami regulatorio”. La crisis financiera puso de manifiesto la existencia de ciertas ineficiencias en la regulación bancaria sobre todo en lo relativo al riesgo sistémico, a la intervención y liquidación de entidades y al posible contagio que puede generar sobre la economía de un país o zona geográfica. Se ha reconocido ampliamente la necesidad de revisar el conjunto de normas que afectan al sector bancario en diversos foros, principalmente en el G-20 y en el *“Financial Stability Board”*. Sin embargo, la reforma de la regulación bancaria está produciendo una serie de ineficiencias como, por ejemplo, un mayor intervencionismo, una cierta descoordinación entre los reguladores de las distintas zonas geográficas, la lentitud del proceso, la incertidumbre y profusión de normas y la elevada complejidad de las mismas. Ineficiencias que generan cierta sensación de desconfianza y dificultan la percepción de que el sector financiero puede recuperar la senda de la rentabilidad.

Algunas pinceladas sobre el inmediato futuro. El sector financiero como elemento fundamental en el desarrollo de la economía ha transcendido a su función básica de intermediar entre ahorradores y empresas, añadiendo a su actividad una gran variedad de negocios adicionales y productos complejos. Ha sido un proceso de innovación muy notable que ha ayudado a la expansión de la economía pero al mismo tiempo ha añadido nuevos riesgos, mayores en magnitud a los generados por la actividad básica de depósito y préstamo. La crisis de 2007, como

ya hemos señalado, deja entrever lagunas importantes en la gestión y la supervisión del sector financiero, principalmente en lo relativo a dos conceptos básicos, que habían sido casi olvidados, capital y liquidez. A partir de aquí el sector financiero está en una profunda transformación derivada de dos factores que le afectan de manera muy clara: una nueva regulación y las oportunidades que aparecen como consecuencia del nuevo paradigma tecnológico.

Por otro lado, la mejora del acceso a la financiación por parte de las empresas continua siendo un factor clave para afianzar la recuperación en la que está inmersa la economía española. Reducir la vulnerabilidad financiera de las empresas requiere diversificar las fuentes de financiación tanto en forma de capital como de deuda lo que supone incentivar el peso de la financiación en los mercados en detrimento de la bancaria. Nuevas y prometedoras alternativas de financiación en mercados se han puesto en marcha en los últimos años (MAB, MARF, Crowdfunding,...) y progresivamente las empresas van accediendo a ellas.

Las reflexiones contenidas en este libro, ya sean sobre la financiación bancaria tradicional o sobre las nuevas vías de financiación que están surgiendo, son precisas y atinadas. Ya que, no solo se explican los conceptos y las herramientas sino que se profundiza en las implicaciones que pueden tener para fortalecer el crecimiento y la sostenibilidad de la empresa. Y con ello propiciar, en alguna medida, la estabilidad del sistema económico.

Torrelodones, 10 de abril de 2015

Luis Díaz Marcos
Director de Postgrado de CUNEF
Profesor de Ética empresarial

CAPÍTULO 1.

FINANCIACIÓN, DIRECTOR FINANCIERO Y EQUILIBRIO EMPRESARIAL

1.1. ESTRUCTURA ECONÓMICA Y ESTRUCTURA FINANCIERA DE LA EMPRESA

El objetivo que pretendemos aquí no es desarrollar un manual de contabilidad o de análisis financiero. Pero sí resulta interesante tener claras algunas nociones sobre dónde podemos encontrar la información económico-financiera útil de cara a los objetivos planteados en este manual.

En primer lugar, indicar que la situación económico-financiera de una entidad depende de¹:

- los recursos económicos que controla;
- la estructura de sus fuentes de financiación, y de
- su liquidez y solvencia.

Conocer la estructura de sus fuentes de financiación es útil para predecir las necesidades futuras de recursos financieros, fijos y circulantes, así como para apreciar la manera en que la tesorería y los medios de pago líquidos se verán comprometidos por la necesidad de remunerar las fuentes de financiación. De la misma forma es válida para apreciar la capacidad de la entidad para obtener financiación a corto y a largo plazo.

Los recursos económicos y la estructura financiera se encuentra en el Balance, compuesto por tres elementos: Activo, Pasivo y Patrimonio Neto, debiendo cumplirse las igualdades:

$$\begin{aligned} \text{Estructura Económica} &= \text{Estructura Financiera} \\ \text{Activo} &= \text{Pasivo} + \text{Patrimonio Neto} \end{aligned}$$

Por lo tanto, la estructura financiera viene determinada por el modo en que se encuentra estructurado el pasivo y el patrimonio neto de la compañía.

1. A.E.C.A.: "Marco Conceptual para la Información Financiera". Documento nº 22 de la serie Principios Contables. Madrid, 1999.

Pero esa estructura financiera se encuentra condicionada por la estructura económica que, a su vez, limita los recursos financieros a los que la empresa puede optar. ¿En qué sentido?:

- El equilibrio financiero a largo plazo exige que la rentabilidad de las inversiones (estructura económica) de la empresa sea superior al coste de los recursos financieros (estructura financiera) que utiliza en su actividad.
- Igualmente, la forma en que se financia una empresa repercute en la rentabilidad que dicha entidad puede obtener y, ligado a ello, en el riesgo financiero que está asumiendo.

En siguientes apartados abundaremos en los principios básicos de equilibrio empresarial que han de tenerse en cuenta para, de alguna forma, garantizar la viabilidad de la empresa.

1.2. EL PAPEL DEL DIRECTOR FINANCIERO EN LAS DECISIONES DE FINANCIACIÓN

La función financiera en la empresa comprende una serie de subfunciones que pueden enmarcarse en diversos ámbitos. En general se distingue entre la gestión del beneficio y la rentabilidad, que serían aspectos económicos, y la captación y gestión de los fondos que sería un aspecto puramente financiero. De ahí se deriva la más completa denominación utilizada de función económico-financiera, nombre que reciben estos departamentos en una multiplicidad de empresas².

El Director Financiero ejerce tres funciones principales:

2. En todo lo referente al papel del Director Financiero respecto de las Fuentes de Financiación, nos hemos basado en: López Domínguez, I. (2014). *Gestión de Tesorería. Cash Management*. Madrid, FC Editorial.

- La gestión de los recursos financieros.
- La planificación.
- El control.

En lo que a nosotros nos interesa, la gestión de los recursos financieros, desarrollará las siguientes misiones principales:

- Previsión: conocer los recursos precisos para la realización de las actividades de la empresa.
- Liquidez: disponer de los recursos necesarios.
- Coste: Optimizar el coste de los recursos.
- Riesgo: Minimizar el riesgo financiero en que se incurra.

Por lo tanto, uno de los objetivos del Director Financiero debe ser la búsqueda de fuentes de financiación para la empresa, *necesarias* para que la misma desarrolle su actividad con normalidad, en el *momento oportuno* en que el que sean precisas y en las *mejores condiciones* en las que sea posible (en cuanto a coste y riesgo asumido), teniendo en cuenta las limitaciones que el mercado, la coyuntura o la situación particular de cada empresa impongan.

1.3. PRINCIPIOS BÁSICOS DE VIABILIDAD EMPRESARIAL

No se pretende aquí establecer las recetas que otorguen el éxito en las empresas, sería demasiado presuntuoso por nuestra parte. Ni siquiera hablar de consejos sobre gestión empresarial. Nos centraremos únicamente en identificar una serie de principios básicos, seguramente conocidos por todos, pero que no dejan de tener vigencia y que resulta necesario recordar para que no dejen nunca de implementarse y puedan poner en apuros a las organizaciones.

1.3.1. Equilibrio Patrimonial

Para que exista un equilibrio patrimonial entre el activo y el pasivo se deben cumplir una serie de condiciones básicas:

- Para conseguir la solvencia financiera a largo plazo, el activo no corriente debe estar financiado con capitales permanentes (patrimonio neto y pasivo no corriente). Las inversiones a largo plazo, aquellas que van a permanecer en la empresa más de un ejercicio económico, han de financiarse con capitales permanentes, bien por aquellos que no se exige su devolución (patrimonio neto), o por recursos que, debiendo devolverse (junto a su coste financiero, normalmente en forma de intereses), el plazo para dicha devolución (amortización) sea lo suficientemente largo o, mejor dicho, acorde con la generación de ingresos que proceden de la inversión financiada, de forma que no ponga en dificultades financieras dicho compromiso.
- El activo corriente debe financiarse con recursos financieros a corto plazo y con una parte de capitales permanentes. Precisamente para evitar problemas de insolvencia e impago, provocados por imprevistos o una falta de adecuación de la corriente de cobros con la corriente de pagos, la prudencia dicta que una parte de los capitales permanentes (a largo plazo), financie parte del activo circulante o corriente (a corto plazo). Por lo tanto, para que exista solvencia financiera a corto plazo los capitales permanentes deben financiar no solo el activo no corriente sino una parte del activo corriente debido a la posibilidad de que surjan desfases temporales entre la corriente de pagos y cobros del ciclo de explotación de la empresa.

La necesidad de alcanzar la solvencia financiera a corto plazo da lugar al manejo del fondo de maniobra. La inversión vinculada al ciclo de explotación de la empresa se denomina fondo de maniobra, y determina el volumen de recursos financieros que un proyecto necesita tener de forma permanente para hacer frente a las exigencias del proceso productivo.

El *fondo de maniobra*, también denominado *fondo de rotación* o *working capital*, es la parte de los capitales permanentes utilizada para la financiación de los activos circulantes de la empresa y que, por tanto, ofrece un margen de seguridad en la financiación de la explotación.

Remitimos al lector a cualquiera de los manuales que puede encontrar en la bibliografía para profundizar en este concepto, pues al no ser el objeto de este manual, no le dedicaremos más tiempo.

1.3.2. Estructura Financiera Óptima

Una decisión fundamental en el proceso de financiación empresarial es determinar la estructura óptima de capital, es decir, la proporción de deuda y capital que la empresa debe tener en cada momento.

Existen numerosos estudios explicativos sobre la estructura de capital que se podrían agrupar en cinco grandes tipos de explicaciones³.

- **Efectos de los impuestos en la estructura de financiación corporativa.** Analizan el impacto fiscal para una empresa de la financiación mediante deuda frente a la financiación con fondos propios.
- **Riesgos de quiebra y los costes de la insolvencia financiera.** Se centran en estudiar el mayor riesgo de quiebra que se produce cuando las empresas emplean elevados niveles de deuda en su estructura de financiación.
- **Relaciones entre los agentes.** Ponen foco en los conflictos entre agentes mediante el análisis de los incentivos que mueven a un

3. Estas “agrupaciones” de las diferentes explicaciones sobre las decisiones de financiación, así como de los modelos teóricos es una versión muy resumida de la investigación realizada en la Tesis Doctoral “Teorías sobre Financiación Corporativa: Evidencia de las Empresas Cotizadas en el Mercado Bursátil Español”, realizada por Juan Domínguez Jiménez, dirigida por Ignacio López Domínguez que obtuvo la calificación de Sobresaliente Cum Laude. Fecha de lectura: 21 de julio de 2010.

determinado agente a tomar decisiones que son contrarias a los intereses de otro agente.

- **Gestión de las inversiones.** Se focalizan en el tipo de inversiones que la deuda y los fondos propios están financiando, ya que el tipo de inversiones explican, en cierta medida, la estructura de financiación adoptada.
- **Consideraciones por el lado de la oferta.** Analizan los posibles condicionantes sobre el nivel de apalancamiento empresarial que hay por el lado de la oferta de fondos en los mercados de capitales.

1. Efecto de los Impuestos en la Estructura de Financiación Corporativa

Las explicaciones más tradicionales sobre el nivel de endeudamiento óptimo de las empresas son aquellas que se centran en analizar y valorar las diferencias fiscales existentes entre la financiación con capital y con deuda.

El efecto de los impuestos sobre la decisión de financiación se podría resumir diciendo que los intereses de la deuda son deducibles fiscalmente, es decir, en el impuesto sobre los beneficios empresariales el gasto por intereses generados por el endeudamiento es gasto fiscalmente deducible.

Si las empresas aumentan su endeudamiento en su estructura de financiación, aunque aumentan sus gastos financieros, disminuyen sus gastos por impuesto de sociedades. Por el contrario, los dividendos pagados a los accionistas se consideran como distribución de beneficios y no como gastos asociados a la actividad empresarial, por lo que no son fiscalmente deducibles. Existe, por tanto, un tratamiento fiscal asimétrico entre la financiación con deuda y con fondos propios.

Al incrementar la deuda, los gastos financieros de la empresa aumentan, y además lo hace en mayor cuantía que la deducción que inducen en el impuesto de sociedades, por lo que el beneficio neto de una

empresa con deuda es menor. Pero la rentabilidad de la empresa no hay que medirla en términos absolutos, sino en relación a la inversión de los accionistas, es decir, en relación al patrimonio neto⁴. Un aumento del nivel de apalancamiento financiero disminuye los beneficios netos o beneficios después de impuestos, pero aumenta los beneficios netos después de impuestos por unidad invertida por sus accionistas, esto es lo que se conoce por efecto positivo del apalancamiento financiero.

Por lo tanto, si solo consideramos el efecto impositivo del aumento de deuda las empresas tendrían un claro incentivo a aumentar su nivel de endeudamiento lo máximo posible. Hay diferentes estudios que ponen de manifiesto que los directores financieros consideran que el aspecto impositivo desempeña un papel importante o muy importante en sus decisiones sobre la estructura de capital.

Este grupo de estudios que ponen como mayor foco las implicaciones fiscales de la financiación con deuda tienen su origen en los estudios de los economistas galardonados con el Nobel de Economía Modigliani y Miller⁵.

2. Riesgo de Quiebra y Costes de la Insolvencia Financiera

El incremento de deuda aumenta la rentabilidad esperada por el efecto fiscal positivo de la deducción de intereses, pero simultáneamente aumenta el riesgo de quiebra de la empresa y sus costes asociados. El segundo bloque de teorías explicativas complementa el anterior relativo a los impuestos y se centra en analizar el riesgo de quiebra y sus costes asociados, especialmente cuando los niveles de endeudamiento son elevados.

4. Esta medición de la rentabilidad sobre fondos propios, conocida como ROE (*return on equity*), es considerada la medida básica de rentabilidad para el accionista ya que pone en relación el beneficio neto o beneficio después de impuestos con la inversión que el accionista tiene involucrada en la empresa (fondos propios o patrimonio neto).

5. Entre otros trabajos: Modigliani, F. y Miller, M. H. (1958): "The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment", *American Economic Review*, Vol. 48, No. 3, pp. 261-297.

Altman⁶ es uno de los precursores de esta visión y defiende que “los costes de bancarrota son relevantes y la empresa reconoce la probabilidad de bancarrota como un ingrediente importante cuando toma decisiones operativas y de financiación”.

Los incrementos en el riesgo de quiebra que conlleva la mayor financiación con deuda producen unos costes directos e indirectos asociados, por lo que cabe esperar una relación inversa entre probabilidad de bancarrota y el nivel de uso de deuda, es decir, es esperable que el ratio de endeudamiento tenga una relación inversa con el coste de la insolvencia financiera.

En resumen, habría que considerar también los costes directos e indirectos asociados a un mayor riesgo de quiebra por la mayor financiación con deuda. El aumento del rendimiento para el accionista por el efecto fiscal positivo de la deuda se ve contrarrestado por los costes del aumento del riesgo de quiebra, por lo que el impacto final puede ser positivo o negativo para el accionista.

Por último, es interesante comentar el caso de las compañías en pérdidas que se encuentran ya soportando un cierto riesgo de insolvencia financiera, para las que cabe esperar que emitan menor deuda que las empresas en beneficios. Las empresas en pérdidas tienen un doble incentivo a tener bajos niveles de deuda: no pueden aprovechar la ventaja fiscal al contar con bases imponibles negativas y tienen un mayor riesgo de quiebra.

3. Relaciones entre Agentes

El tercer grupo de explicaciones, desarrolladas más tardíamente pero que han tenido una gran repercusión, ponen foco en analizar y entender

6. Altman, E. I. (1968): “Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy”, *Journal of Finance*, Vol. 23, No. 4, pp. 589-609.

las relaciones entre los diferentes agentes: por un lado los accionistas, por otro los directivos y también el resto de los *stakeholders* (acreedores, proveedores, clientes, empleados, organismos públicos, etc.).

Está generalmente aceptado que se incrementa el valor de la empresa cuando no hay grandes conflictos entre los accionistas y directivos, y cuando se crean relaciones de confianza y fidelidad con el resto de los *stakeholders*.

Los directivos, propietarios y acreedores de las empresas con una situación financiera saneada, por lo general comparten los mismos objetivos generales de rentabilidad y crecimiento del negocio. No obstante, es habitual que surjan ciertos conflictos entre ellos al no tener siempre todos los mismos intereses.

Cuando las empresas se enfrentan a dificultades financieras, la relación entre directivos, propietarios y acreedores se complica mucho ya que, en general, las partes empiezan a estar más preocupadas por sí mismas que por la compañía. Los conflictos que surgen con los *stakeholders* de la empresa son especialmente relevantes en esos momentos en las que las empresas están en situaciones de dificultad financiera. Por ello se suele considerar que mantener un nivel de endeudamiento razonable en la empresa ayuda a que no se agudicen estos conflictos.

Jensen y Meckling⁷ fueron los primeros estudiosos en desarrollar una teoría de la firma que analiza la estructura de propiedad, el comportamiento de los diferentes agentes, los potenciales conflictos entre los agentes y los costes asociados a esos conflictos (conocidos como costes de agencia).

7. Jensen, M. C. y Meckling, W. H. (1976): "Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Cost and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 4, pp. 305-360.

Se entiende por una relación de agencia al contrato por el cual una o varias personas (principal) encargan a otra persona (agente) realizar un servicio por ellos, lo que implica la delegación de la toma de decisiones al agente. Por ejemplo, la relación que existe entre los accionistas (principal) y la dirección de la empresa (agente) puede ser considerada como una relación de agencia.

4. Gestión de las Inversiones

El cuarto grupo de explicaciones sobre la estructura de financiación pone su atención en las inversiones que la empresa financia. Habitualmente este tipo de explicaciones se focalizan en tres puntos:

- El **tipo de inversiones** que la empresa financia.
- El grado de ajuste entre el uso de los activos fijos de la empresa y la madurez de los instrumentos de financiación utilizados (**estructura de vencimiento**).
- El **tipo concreto de instrumentos financieros** usados para financiar los activos.

El **tipo de activos** en los que la empresa invierte condiciona en cierta medida la estructura de financiación más adecuada, por lo que su análisis es relevante de cara a entender la decisión de financiación de la empresa.

Según este tipo de análisis, las empresas invierten en dos tipos de activos básicos: los activos reales (*assets in place*), y los activos futuros u oportunidades de crecimiento (*growth opportunities*).

Las conclusiones básicas de este tipo de análisis podrían resumirse:

- Las empresas con activos intangibles y con oportunidades de crecimiento tenderán a endeudarse menos. Hay ciertas características de los activos que favorecen un relativo mayor endeudamiento, por ejemplo las empresas que cuentan con activos intangibles

y oportunidades de crecimiento tienden a pedir prestado menos que las empresas que cuentan principalmente con activos tangibles.

- Las oportunidades de crecimiento suelen ser específicas de cada empresa. Otra conclusión habitual es que las opciones reales pueden ser específicas de una empresa, no teniendo valor en ninguna otra compañía, esto ocurre cuando estas opciones están embebidas en activos reales y no pueden ser compradas separadamente.
- Las empresas con inversiones más diversificadas pueden endeudarse más. Las empresas diversificadas pueden invertir más ya que una combinación de activos produce una rentabilidad con menor variabilidad que la media aritmética de esos diferentes activos considerados separadamente. Esto incrementa el importe que una empresa puede o debería pedir prestado.
- Las empresas con mayor peso de activos reales tenderán a valer más y a tener menos costes por insolvencia financiera. La existencia de un mercado secundario para un activo generará, en general, incrementos del valor actual de mercado de la empresa. Además, los costes de quiebra de una compañía varían con la naturaleza de sus activos. Si el valor de reventa de los activos es alto, los costes de quiebra serán menores, pero si el valor de reventa es reducido, debido a que los activos sean principalmente intangibles, los costes de quiebra serán significativamente más altos.

Una vez que una empresa ha decidido emitir deuda la siguiente interrogante es a qué plazo emitirla. La **estructura de vencimientos** de la deuda es muy importante, ya que una estructura poco apropiada podría llevar a la empresa a problemas de escasez o de excesos de liquidez.

La estructura de vencimientos de la deuda que minimiza el riesgo es aquella en la que la duración de los pasivos es igual a la de los activos. De este modo:

- Los flujos de caja generados por las operaciones durante los años de uso de los activos permitirán pagar los pasivos conforme vayan venciendo.
- La empresa facilita la decisión de reinversión ya que una emisión de deuda que madura en ese momento ayuda a restablecer el incentivo de inversión apropiado cuando la nueva inversión es requerida.

Las empresas intentan hacer coincidir las duraciones de sus activos y obligaciones, y podemos interpretar la coincidencia de duraciones como un intento de que el calendario de repago de la deuda corresponda al descenso del valor futuro de los activos reales actuales:

- Si el plazo de los pasivos es inferior al de los activos, se incurre en el riesgo de no poder refinanciar la deuda a su vencimiento ya que la renovación a vencimiento no es algo automático. La empresa podría tener problemas para el repago del principal de la deuda.
- Si el plazo de los pasivos es superior al de los activos, los flujos de caja operativos son más que suficientes para el pago de los pasivos a su vencimiento, si bien la empresa puede generar demasiada liquidez en períodos concretos.

Los motivos habituales por los que las empresas, en ocasiones, pueden tomar deuda a un plazo inferior al vencimiento de los activos son:

- La deuda a largo plazo no está disponible a un coste razonable.
- La empresa anticipa un importante descenso de los tipos de interés y la financiación a corto puede suponer reducir los costes totales de la operación.

En relación al tamaño de la organización, las empresas más pequeñas pedirán deuda a plazos más cortos, el tamaño de la empresa está potencialmente correlacionado con la madurez de la deuda, ya que hay

economías de escala en la emisión de deuda a largo plazo cotizada al ser sus costes relativamente fijos.

Por último, la decisión de financiación se puede complicar algo más si tenemos en cuenta que no **todos los instrumentos de deuda o todos los tipos de acciones** tienen las mismas características, aunque muchos de los análisis realizan sus conclusiones como si las empresas emitiesen solo acciones ordinarias o deuda de tipo homogénea.

Pero las empresas tienen la posibilidad de emitir una rica variedad de instrumentos financieros, algunos de los cuales son considerados híbridos, por lo que la decisión de financiación, por tanto, es algo más compleja y no implica solo elegir entre deuda y capital.

Existen algunos estudios que analizan la presencia de leasing en las compañías, o el mayor o menor uso de instrumentos de financiación híbridos por parte de las empresas, pero no hay un cuerpo teórico que haya cubierto de forma directa estos aspectos.

5. Consideraciones por el lado de la Oferta

Las consideraciones por el lado de la oferta no han sido suficientemente tratadas. Los modelos explicativos tradicionales se centran en la decisión óptima de financiación que la empresa debe tomar, sin tener demasiado en cuenta posibles condicionantes por el lado de la oferta de fondos.

Los análisis que se han centrado en la oferta de fondos, han puesto foco en los siguientes aspectos:

- El grado de **desarrollo de los mercados financieros** en los que la empresa se financia.
- Los procesos de **calificación crediticia** y de establecimiento de las primas de riesgos.
- Las posibles situaciones de **racionamiento del crédito**.

- La búsqueda de la **flexibilidad financiera** por parte de las empresas para tener garantizado siempre el acceso a los mercados de capitales.

El **desarrollo de los mercados de capitales**, tanto de deuda como de acciones, tiene importancia de cara a entender las oportunidades de financiación que tienen las empresas, ya que las decisiones de las sociedades también se ven condicionadas por el entorno institucional y cultural en el que se enmarcan.

Tradicionalmente se identifican dos modelos de sistemas financieros diferentes:

- *Modelo basado en el mercado o market-based.* Es el modelo de aquellos países en los que los mercados financieros están más desarrollados, sobre todo los países anglosajones. En estos países, los mercados organizados están relativamente más desarrollados y es, por tanto, más común que las empresas emitan deuda cotizada o pública, o también que emitan nuevas acciones en los mercados de valores.
- *Modelo basado en banca o bank-based.* Este es el caso de los países europeos o de Japón, donde las instituciones financieras tienen más peso y una vocación más universal y los mercados organizados están relativamente menos desarrollados. La financiación bancaria en estos países tiende a tener más peso que en los países con mercados organizados más desarrollados.

En Estados Unidos, por ejemplo, los mercados organizados de deuda están muchos más desarrollados, y las empresas pueden emitir deuda con mucha más facilidad que en Europa, donde el acceso a deuda mediante intermediación bancaria es mucho más común. Lo mismo ocurre con el caso de los mercados de acciones, ya que en Estados Unidos resulta más fácil que en otros mercados que una empresa amplíe capital mediante oferta pública de suscripción en el mercado de valores.

No obstante esta distinción entre países con modelo de mercado o de banca, no parece que afecte significativamente a los niveles de endeudamiento de las empresas que allí operan. Diferentes análisis no encuentran ninguna diferencia sistemática entre el nivel de apalancamiento en los países orientados a banca y los países orientados a mercado. Parecería que la diferencia entre los países orientados a banca y los países orientados a mercado se refleja más en la elección entre financiación pública (acciones y bonos) y privada (préstamos bancarios) que en la cuantía de la deuda.

La **calificación crediticia** de una emisión de deuda es realizada por unas agencias especializadas en calificación de créditos en el momento de la emisión de la deuda, y luego periódicamente durante la vida de la emisión la calificación puede ser revisada al alza o la baja.

La calificación crediticia que una empresa recibe determina la prima de riesgo (tipo de interés) que debe pagar, pero también los límites del tamaño de la emisión o a la cantidad que los bancos pueden prestar a esa empresa.

Hay empresas que han invertido este proceso de calificación crediticia. Primero determinan la calificación de la deuda que quieren emitir (sería la calificación crediticia deseada para la empresa), y entonces se calcula la cantidad máxima de deuda que es compatible con la calificación elegida. Este cálculo inverso puede realizarse mediante modelos que desarrollan empresas especializadas basándose en las decisiones del pasado realizadas por las agencias de calificación de créditos. Este proceso inverso minimiza considerablemente la previsión sobre cómo los acreedores responderán a la decisión de aumento en el nivel de endeudamiento.

Las empresas con dificultades financieras pueden ver cómo su calificación crediticia se deteriora, lo que implica que su prima de riesgo aumenta y que en general les será más difícil obtener nueva deuda. Si la empresa se encuentra en una muy mala situación patrimonial puede encontrar que le es incluso negado el acceso al crédito.

Además de las revisiones periódicas, cada vez que una empresa ajusta su estructura de financiación, las agencias de calificación crediticia revisan la calificación de la deuda de la empresa. En muchas ocasiones el incremento del nivel de endeudamiento se traduce en una reducción de la calificación de la deuda de la empresa.

En situaciones de mercado complicadas puede producirse una restricción del crédito por parte de los oferentes de fondos. Esta restricción llevaría a un **racionamiento del crédito**, ya que la demanda de deuda superaría la oferta disponible, y esto podría dejar a algunas de las empresas que se encuentren con mayores dificultades financieras sin acceso a las cantidades de deuda que necesitan⁸.

Podrían existir dudas sobre si este comportamiento de restricción del crédito por parte de los oferentes de fondos es racional, en el sentido de si puede ser racional para un banco limitar los importes de los créditos a una cantidad inferior a la demandada por la empresa, cuando el tipo de interés y el importe son elegidos de forma óptima, esto es, para maximizar beneficios. En cualquier mercado competitivo una situación de exceso de demanda llevaría a un incremento de precios, en este caso de tipos de interés.

Pero los mercados de capitales tienen ciertas peculiaridades que hacen que no se comporten como el resto de mercados en competencia. El problema en los mercados de deuda radica en que la demanda de fondos está basada en las expectativas de beneficios que tienen las empresas, y es claro que pueden darse situaciones en las que demandantes y oferentes de deuda tengan divergencias sobre la estimación de probabilidad de obtención de ciertas rentabilidades. Además, en los mercados de deuda se producen impagos y los prestamistas no saben quiénes serán los fallidos a priori.

8. El caso más extremo en este sentido es quizá la situación de colapso de los mercados crediticios a nivel mundial que se produjo en el otoño de 2008 por la falta de confianza entre los agentes operando motivada por la conocida como crisis financiera desencadenada por las hipotecas "subprime".

El acceso al mercado de capitales no está garantizado nunca. La decisión de financiación que tome hoy una empresa podrá afectar a su acceso futuro al mercado de capitales, lo que hace más compleja la decisión de financiación hoy.

Se entiende por **flexibilidad financiera** la capacidad de acceso al mercado de capitales a largo plazo. Es decir, la flexibilidad financiera representa cómo las decisiones de financiación tomadas hoy, afectan a las posibilidades de financiación que habrá que tomar en el futuro. Una empresa está considerando la flexibilidad financiera cuando en su decisión de financiación actual está teniendo en cuenta que esta no ponga en peligro las opciones financieras en el futuro.

En general, se entiende que recurrir a deuda hoy implica más dificultades para recurrir a deuda en el futuro, y que en ese momento es probable que solo sea posible ampliar capital. Una empresa que ha alcanzado su capacidad máxima de endeudamiento, dependerá del mercado de acciones para cualquier financiación adicional que quiera tener en los próximos años.

Según cuales sean las condiciones de mercado de capitales en el futuro, y de los resultados financieros de la empresa en los próximos ejercicios, puede que la empresa no pueda tampoco acceder a nuevos fondos propios a un precio razonable, o incluso a ningún precio. Esto puede llevar al déficit de inversión, es decir, podría llevar a la empresa a renunciar a buenas oportunidades de inversión por falta de financiación, lo que se puede traducir en pérdida de capacidad competitiva al no aprovechar las oportunidades de crecimiento.

Cuanto mayor sea la preocupación que tenga una empresa sobre su flexibilidad financiera futura, más propensión tendrá a favorecer la financiación hoy mediante la emisión de nuevas acciones. Una empresa con relativamente alto endeudamiento y preocupada por su futuro crecimiento, debería emitir nuevas acciones hoy en lugar de incrementar su deuda, para así mantener flexibilidad financiera que le permita acceso a los mercados de deuda en el futuro.