

Estructura de capital ante el proceso de desapalancamiento bancario

Las restricciones crediticias que están afectando a las empresas van a conllevar necesariamente un proceso de desapalancamiento del pasivo de las compañías, que deberán buscar fuentes de financiación alternativas tanto de deuda como de capital. En este contexto, la reflexión sobre la estructura de capital es, si cabe, más relevante que nunca.

Pablo Mañeco



Las empresas se enfrentan actualmente a un fuerte racionamiento del crédito de las entidades financieras en un contexto de desapalancamiento generalizado del sector bancario, que, obligatoriamente, debe conllevar modificaciones en la estructura de capital de las compañías en factores como:

- La intensificación del proceso de desintermediación bancaria.
- La diversificación de fuentes de financiación.
- La utilización de instrumentos de financiación innovadores.
- La financiación en mercados internacionales, con financiadores extranjeros y en otras divisas.
- La búsqueda de nuevas ventanas de captación de recursos de capital.
- La gestión de los instrumentos de retorno al accionista.

En este contexto, la gestión de la estructura de capital en sus múltiples vertientes constituye un aspecto clave en la estrategia actual de las empresas no financieras.

AUMENTO DE LAS EMISIONES DE DEUDA CORPORATIVA

Así, durante el ejercicio 2009, se ha producido un fuerte crecimiento de las emisiones de bonos por parte del sector corporativo europeo. Ante las mayores dificultades para obtener financiación bancaria tradicional, debido al proceso de desapalancamiento en que se encuentran la mayoría de entidades financieras, las empresas se han visto obligadas a diversificar sus fuentes de financiación.

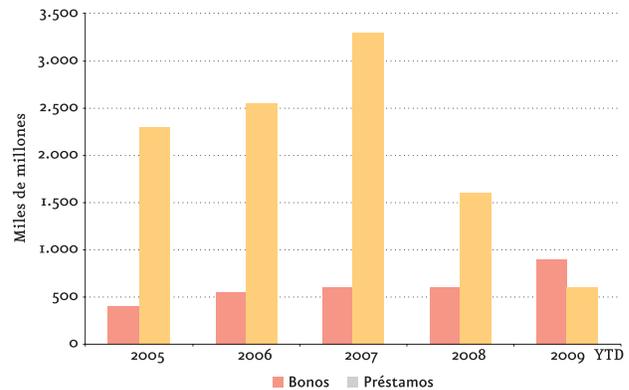
Es previsible que la actual tendencia hacia una mayor apelación a la emisión de valores frente a los préstamos bilaterales o sindicados se consolide durante los próximos años, pues el proceso de adelgazamiento de balances bancarios es un proceso a medio plazo y porque las empresas aprovecharán la oportunidad de diversificar sus fuentes de financiación para liberarse de parte del corsé que una financiación sindicada o bilateral supone en términos de exigencias de garantías y condiciones.

La gestión de la estructura de capital en sus múltiples vertientes constituye un aspecto clave en la estrategia actual de las empresas no financieras

Aunque las emisiones de empresas con calificación crediticia han dominado claramente el mercado primario en 2009, también se han lanzado al mercado numerosas emisiones sin *rating*. Ello constituye un claro síntoma de creciente madurez del mercado de capitales europeo, que, poco a poco, se acerca a los niveles de profundidad del mercado de capitales estadounidense, aún el más eficiente y profundo del mundo.

Las emisiones públicas en mercado mayorista siguen copando el grueso de operaciones en los últimos meses, si bien es destacable también la emergencia de

Emisiones de bonos y préstamos



Fuente: Bloomberg.

otros dos segmentos del mercado de capitales: por un lado, las emisiones en formato privado o colocaciones privadas, en las que la identificación de la demanda por parte de determinados inversores resulta clave, y, por otro, las colocaciones realizadas en mercados domésticos y destinadas a colectivos de inversores minoristas.

Finalmente, estamos asistiendo a una creciente utilización de múltiples instrumentos de deuda, capital o híbridos. Destaca, en especial, el caso de los bonos convertibles, con numerosas colocaciones realizadas entre empresas cotizadas con o sin calificación crediticia. Este complejo instrumento está configurándose como una vía alternativa para acceder a los mercados de capitales para emisores corporativos con baja o nula presencia histórica en los mercados de valores.

REFLEXIÓN SOBRE LA ESTRUCTURA FINANCIERA DE LAS EMPRESAS

El contexto actual es propicio para que las empresas diversifiquen sus fuentes de financiación, aprovechando el abanico de oportunidades que el mercado de capitales ofrece gracias a la actual situación de bajos tipos de interés y, por tanto, mínima retribución del ahorro.

El momento actual es el adecuado para que las empresas abran una reflexión en relación con su estructura actual de financiación.

Esta reflexión debe sustentarse en el análisis de los siguientes parámetros principales:

- Nivel de endeudamiento total y relativo (en relación con la capacidad de generación de resultados y flujos de caja).
- Instrumentos de financiación empleados por la empresa. Contraste con los existentes en mercado.
- Adecuación de los flujos de caja operativos generados a las obligaciones financieras. En caso de que ambos flujos no estén acompañados, las compañías deberían plantearse acometer procesos de reestructuración de su deuda.
- Coherencia entre el endeudamiento y sus condiciones y el riesgo del entorno.



- Evaluación del nivel y condiciones de endeudamiento de empresas similares.
- Equilibrio entre el valor que aporta la deuda y el riesgo de que la deuda cree desequilibrios financieros.
- Evaluación del coste de endeudamiento que soporta la compañía: análisis de los costes asumidos por empresas comparables y estimación del *rating* teórico en función de características cualitativas y financieras de las empresas.

El Mercado Alternativo Bursátil constituye una nueva ventana para la captación de capital para empresas de menor dimensión

La elección de una estructura financiera debe tener en consideración las ventajas e inconvenientes ligadas a estructuras apalancadas. Como ventajas:

- Deducibilidad de los gastos financieros: a diferencia de los dividendos, los intereses computan como gasto a efectos del impuesto de sociedades. La deuda permite reducir el pago de impuestos.
- Minimización del coste promedio ponderado del capital: aumento del valor de la empresa.
- Mayor disciplina para los gestores: control de la sobreinversión (*overinvestment*).

Como inconvenientes:

- Problemas de subinversión (*underinvestment*): empresas fuertemente apalancadas pueden descartar oportunidades de inversión atractivas por la percepción de que pudieran provocar problemas de insolvencia. Racionamiento de inversiones en formación, publicidad, I+D

(factores de crecimiento futuro de la empresa).

- Costes directos de bancarrota: pérdida de eficacia en la gestión operativa, pues se presta mayor atención a la gestión de la deuda.
- Implicaciones negativas en el negocio operativo ligadas a una revisión de la baja de la calificación crediticia.

EL MAB COMO NUEVA VENTANA DE CAPTACIÓN DE CAPITAL

El proceso de despalancamiento que va a afectar a muchas compañías exigirá, en algunos casos, la necesidad de aumentar la capitalización. En este sentido, el Mercado Alternativo Bursátil (MaB) constituye una nueva ventana para la captación de capital para empresas orientado a compañías de menor dimensión que las que cotizan en el mercado continuo y con unos requisitos de incorporación y permanencia menos exigentes.

Durante el año 2009, dos empresas han comenzado a cotizar en el MaB y las previsiones apuntan a que en 2010 el número aumente sustancialmente.

El proceso de salida al MaB conlleva para las empresas los siguientes pasos:

- Fase de estudio: análisis de la adecuación de la empresa al MaB, impacto en la compañía, argumentación ante los accionistas, análisis del *momentum* de mercado, etc.
- Desarrollo del plan de negocio y valoración.
- Proceso de salida: diseño de la estructura, definición de rango de precios, desarrollo del folleto informativo, búsqueda de bancos colocadores, presentación a inversores, etc.
- Fase de cotización: gestión de la relación con inversores y supervisores, contacto con el proveedor de liquidez, etc. ::