



— EN ÉPOCAS DE CRISIS —

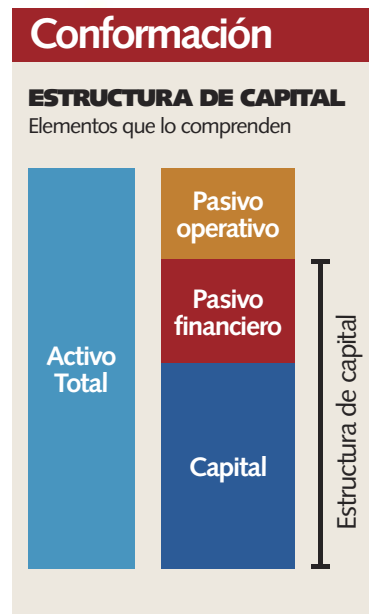
La estructura de capital

■ En un ambiente de cambios vertiginosos, los empresarios deben estar alerta y tomar las decisiones y medidas a tiempo. Una de éstas es la adecuación de la estructura de capital. ► POR OMAR ANTONIO MINERA SANDERS

El entorno económico mundial se ha visto deteriorado desde finales de 2007 (ver índice Dow Jones y Global Dow Index), en gran parte, debido a la crisis hipotecaria en EU. Esto ha afectado a una gran cantidad de países que, al día de hoy, ven deteriorados sus fundamentales macroeconómicos. A su vez, tal situación está llegando en igual medida a las empresas transnacionales o locales, por la caída en sus ventas.

Recientemente, hemos visto diversos ejemplos de lo anterior. Uno muy alarmante es el de las empresas de la

industria automotriz en EU, que han visto caer sus ventas en 37.1% en enero de 2009 respecto al mismo mes de 2008. Esto significa que en el mes se vendieron sólo 650 mil unidades comparadas con casi un millón en enero de 2008. Chrysler vendió 54.8% menos. Si tal tendencia continúa, se esperan vender 9.5 millones de unidades ligeras en todo 2009. Si se comparan con los 16.5 millones de unidades que se vendieron en todo 2007, representa una disminución de 42.4%. Los datos demuestran la profundidad de la crisis. ➔





ALTERNATIVA ESTRATÉGICA

Bajo estas difíciles circunstancias, sin importar el sector en el que se desempeñen, los empresarios mexicanos deben tomar medidas que les permitan enfrentar la crisis con mejores elementos para estar en posibilidad no sólo de sobrevivir, sino de crecer de manera competitiva.

Una medida importante, pero que muchos ejecutivos financieros no han previsto, es la adecuación de la estructura de capital de sus empresas. Es una alternativa estratégica que puede ayudar a enfrentar una posible disminución en sus ventas o un aumento en sus costos, sin perjuicio en su margen neto mediante la reducción de sus costos financieros.

La estructura de capital en las empresas varía de industria en industria y de empresa en empresa. Sin embargo, lo que siempre debe buscarse es que tenga el menor costo posible para hacer rentable a la organización sin perder flexibilidad y capacidad de decisión.

REVISIÓN

Existen dos principales fuentes de financiamiento de los activos que las empresas requieren para su operación:

- 1 **Financiamiento por fuentes externas (pasivos).** Comprende proveedores, préstamos bancarios de corto y largo plazo y emisión de bonos y papel comercial, etc.
- 2 **Financiamiento por fuentes internas (capital).** Incluye capital social, híbridos (bonos convertibles, acciones preferentes, etc.), utilidades retenidas de ejercicios anteriores, utilidad del ejercicio y aportaciones para futuros aumentos de capital, entre otros.

El costo implícito de la estructura de capital de una empresa se mide a través del Costo de Capital Promedio Ponderado (Weighted Average Cost of Capital o WACC, por sus siglas en inglés). Indica cuál es el retorno mínimo esperado (costo de oportunidad) para compensar el costo del capital accionario (retorno esperado por los socios por el capital invertido en el negocio) y el costo promedio de los pasivos con el costo explícito.

Para determinar el costo de la deuda después de impuestos (Kdn), se necesita determinar la tasa de interés efectiva que se cobra por cada pasivo, al incorporar el efecto fiscal derivado de la deducibilidad que tienen los gastos financieros en los resultados de la empresa. Una vez cuantificado, se calcula el Costo de Capital Promedio Ponderado de todos los pasivos.

El costo del capital accionario Ki matemáticamente:

$$K_i = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

Donde:

$$\beta = \frac{\text{Covarianza de (I, M)}}{\text{Varianza de (M)}}$$

Rf = Tasa libre de riesgo

Rm = Tasa de mercado

Es el retorno esperado por el accionista por haber invertido su dinero en la empresa, dentro de una industria en específico.

$$CK = \frac{PCE}{PCE + CC} (K_{dn}) + \frac{CC}{PCE + CC} (K_i)$$

$$K_d = \frac{\text{Gasto financiero}}{PCE}$$

$$K_{dn} = K_d (1 - T)$$

Donde:

CK: Costo de Capital Promedio Ponderado o WACC

PCE: Total de pasivos con costo explícito

CC: Total de capital contable

Kdn: Costo de la Deuda después de impuestos

Ki: Costo del Capital Contable

Kd: Costo de la Deuda

CONSIDERACIONES

Para ejemplificar lo anterior, visualicemos una empresa que tiene una estructura de capital compuesta únicamente por capital de los accionistas y crédito de proveedores. Suponiendo que la tasa de retorno exigida por sus accionistas es de 18% (Tasa de Retorno Exigida Mínima por los Accionistas, TREMA), el retorno vía flujos de efectivo libre que debe generar la empresa para cubrir, al menos con lo

esperado por éstos, es de ese mismo porcentaje de tasa interna de rendimiento (TIR) sobre la inversión que aportaron o más para generar valor (EVA, por sus siglas en inglés). En un ambiente donde las ventas actuales presentan una pendiente negativa en la mayoría de las industrias, y con una inflación a la alza, difícilmente conseguirán dicha rentabilidad. Una alternativa sería modificar la estructura de capital.

Una estrategia adecuada para este tipo de empresas, teniendo claramente determinada cuál es su capacidad de endeudamiento (capacidad de pago), sería financiarse con préstamos bancarios a corto y largo plazo a tasa fija o variable. Los primeros tienen una duración menor o igual a un año y son de suma utilidad para financiar el déficit en su flujo de efectivo semanal, quincenal y mensual, entre otros. Por lo general, son líneas de crédito revolventes que pueden conseguirse conforme a la Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio (TIIE) más un spread que puede variar desde 25 (.25%) hasta

500 pb (5%) según la industria, el tamaño y la solvencia de la empresa o su calificación crediticia, si la tiene.

Los pasivos de largo plazo (mayores a un año) se usan

principalmente para financiar activos corporativos/productivos: maquinaria, equipo de transporte, de cómputo, edificios, terrenos, remodelaciones, adquisiciones de empresas, gastos de capital (CAPEX) y financiamiento de proyectos (con clientes) a largo plazo, entre otros. Es fundamental que exista congruencia entre la vida útil económica del activo a financiar con el plazo del crédito.

Una ventaja de tener un pasivo a tasa variable es que la empresa puede aprovechar una situación como la actual, en la cual la tasa de interés objetivo del Banco de México (Banxico) ha ido disminuyendo poco a poco desde mediados de 2008. Esto afecta directamente a las tasas de interés del mercado, que ofrecen los intermediarios financieros y las obliga a disminuirlas.

NO HAY QUE OLVIDAR

Aunque la estrategia propuesta presenta muchos beneficios, es importante señalar que, como en todo negocio, también existen algunos riesgos:

- 1 **Tasas:** Cuando se tiene un pasivo a tasa variable para fondar un activo (Cx) cuyos ingresos fueron negociados a precio fijo.
- 2 **Tiempo:** Relación de los plazos de los pasivos con la de productividad de los activos.
- 3 **Tipo de cambio:** Pasivos en una moneda y activos generando ingresos en otra.

Si continuamos con el ejemplo anterior y asumiendo que la empresa tuviera una estructura de capital integrada por 50% de capital de los accionistas (con un costo de 18%), 25% de crédito de proveedores (pasivo sin costo) y 25% de un préstamo bancario de corto plazo a una TIIIE de 28 días (5.90% anual al 11 de mayo de 2009, Banxico) más 200 puntos base (2%), la empresa tendría un Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC) de 12.65% (si se toma una tasa impositiva de 28%) que, como puede observarse, es mucho más barata que el financiarse sólo con capital y proveedores (29.73% menos).

Si la empresa aumentara su proporción de pasivos con costo en su estructura de capital, la WACC disminuiría de manera considerable. El tema aquí es definir claramente cuál es el máximo nivel de apalancamiento que le conviene a la empresa para maximizar su costo de capital, sin poner en riesgo su viabilidad (riesgo de insolvencia y quiebra). Ello estará determinado, en gran medida, por la capacidad de pago de la empresa, al considerar escenarios alternativos de actividad económica.

De acuerdo con lo anterior, un cambio en la estructura de capital de la empresa puede disminuir de manera importante sus costos financieros, lo cual le facilitaría enfrentar su caída en ventas y el aumento en sus costos de operación con mayor flexibilidad.

ALTERNATIVAS DE FINANCIAMIENTO

Que una empresa se financie con pasivos con costo es sólo una alternativa de las muchas que puede encontrar una empresa para disminuir su Costo de Capital Promedio Ponderado. En el mercado, pueden encontrarse diversas opciones de financiamiento:

- 1 **Arrendamiento financiero.** Es un contrato mediante el cual la arrendadora se compromete a otorgar

Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC)

EL COSTO IMPLÍCITO de la estructura de capital de una empresa se mide a través del WACC.



el uso o goce temporal de un bien al arrendatario, ya sea persona física o moral, obligándose este último a pagar una renta periódica que cubra el valor original del bien, más la carga financiera y los gastos adicionales que contemple el contrato.

- 2 **Arrendamiento puro.** Sigue los principios básicos del arrendamiento financiero con la salvedad que otorga la posesión, pero no establece un mecanismo para dar la propiedad. El arrendatario no tiene el compromiso de comprar el bien al término del contrato. Por ello, la arrendadora dará aviso de la terminación del contrato y establecerá el valor de mercado del bien, a efecto de que, en su caso, la arrendataria manifieste su deseo de adquirir el bien al valor indicado. Si el arrendatario no compra el bien, la arrendadora podrá venderlo a un tercero a valor de mercado o darlo en arrendamiento puro o financiero, sin que se consideren opciones terminales.

- 3 **Sell & lease back.** Consiste en el arrendamiento de un activo previamente adquirido por el arrendatario. Ello mejora las condiciones de liquidez de este último, ya que le permite disfrutar de los servicios del bien a cambio de pagos sucesivos por

el mismo durante la vigencia del contrato. Se deberá consultar con cada arrendadora cuáles son los bienes susceptibles de este tipo de financiamiento.

Sin importar el plan de arrendamiento que se elija, puede obtenerse financiamiento hasta por determinado porcentaje del costo de un bien (coches, inmuebles y equipo industrial o de trabajo, entre otros), al incluir tipos de costos adicionales (instalación, impuestos, derechos de importación y servicio aduanal, entre otros). Se procura que el cliente o arrendatario no tenga que hacer desembolsos considerables al inicio del contrato.

- 4 **Papel comercial.** Es una fuente de financiamiento a corto plazo que consiste en los pagarés no garantizados de grandes e importantes empresas que adquieren los bancos, las compañías de seguros, los fondos de pensiones y algunas empresas indus-

triales que deseen invertir a corto plazo sus recursos temporales excedentes. Asimismo, las empresas pueden considerar la utilización del papel comercial como una fuente de recursos a corto plazo no sólo porque es menos costoso que el crédito bancario, sino que también constituye un complemento de los préstamos bancarios usuales. 5

El costo implícito de la estructura de capital de una empresa se mide con el costo de capital promedio ponderado (Weighted Average Cost of Capital).

Fuentes de financiamiento

ALTERNATIVAS EFICIENTES que pueden tener costos más bajos, así como beneficios fiscales que las empresas pueden explorar para mejorar su situación financiera.



El empleo juicioso del papel comercial puede ser otra fuente de recursos cuando las necesidades exceden los límites de financiamiento de los bancos. Hay que recordar siempre que el papel comercial se usa más que nada para financiar necesidades de corto plazo (como es el capital de trabajo) y no en activos de capital a largo plazo.

➤ **Factoring (o financiamiento por medio de las cuentas por cobrar).** Es un método que resulta menos costoso y disminuye el riesgo de incumplimiento. Aporta muchos beneficios que radican en el capital que la empresa ahorra al no manejar sus propias operaciones de crédito. No hay costos de cobranza, puesto que existe un agente encargado de cobrar las cuentas; ni hay costo del departamento de crédito, como contabilidad y sueldos. La empresa puede eludir el riesgo de incumplimiento si decide vender las cuentas sin responsabilidad, aunque por lo general esto es

El que una empresa se financie con pasivos con costo es sólo una alternativa de las muchas que puede encontrar una empresa para disminuir su costo de capital promedio ponderado.

más costoso. Puede obtener recursos con rapidez y prácticamente sin retraso ni costo algunos.

➤ **Financiamiento por medio de los inventarios.** Permite a los directores usar el inventario de la empresa como fuente de recursos. Al gravar el inventario como colateral, es posible obtener

recursos de acuerdo con las formas específicas de financiamiento usuales en estos casos: depósito en almacén público, almacenamiento en la fábrica, recibo en custodia, garantía flotante e hipoteca.

➤ **Bonos.** Es un instrumento escrito en la forma de una promesa incondicional certificada, en la cual el prestatario promete pagar una suma especificada en unión a los intereses con una tasa establecida en una fecha marcada.

Cuando una sociedad anónima tiene una necesidad de fondos adicionales a largo plazo, se ve en el caso de tener que decidir entre la emisión de acciones adicionales del capital u obtener un préstamo expidiendo evidencia del adeudo en la forma de bonos.

La emisión de éstos puede ser ventajosa si los actuales accionistas prefieren no compartir su propiedad y las utilidades de la empresa con nuevos accionistas. El derecho de emitir bonos se deriva de la facultad para tomar dinero prestado que la ley otorga a las sociedades anónimas.

Las fuentes de financiamiento antes expuestas representan una alternativa eficiente. Pueden tener costos más bajos y beneficios fiscales que las empresas pueden explorar para mejorar su situación financiera. Lo importante para enfrentar una situación de crisis como la que se vive en el mundo actual es que las compañías sean creativas y busquen las mejores alternativas de financiamiento que les permitan permanecer vigentes y competitivas.

Por desgracia, en México no todas las empresas tienen acceso a los financiamientos propuestos. Sin embargo, existen algunos que están a su alcance y tienen muchos beneficios, como los apoyos del gobierno federal a través de la Banca de Desarrollo (Nafin) de financiamientos a cadenas productivas, además de otros créditos con garantía, los cuales se otorgan a una tasa baja comparativamente con otras opciones. ○