

Financiación de filiales con deuda corporativa

La financiación de filiales con deuda corporativa es una práctica muy generalizada en mercado, tanto por parte de empresas nacionales como especialmente por parte de multinacionales que conceden préstamos a sus filiales operativas. En el presente artículo evaluamos las ventajas que este tipo de financiación confiere a los grupos empresariales, y cómo permiten crear valor a sus accionistas.

Pablo Mañueco Galindo

Las diferentes vías existentes para financiar una filial tienen distintas implicaciones en términos financieros, fiscales y de riesgo de la operación. Debe existir coherencia entre el plazo de la inversión y la tipología de instrumento.

Cuando se trata de financiar inversiones con vocación a largo plazo, como es la creación o adquisición de una filial, los instrumentos de financiación adecuados son también a largo plazo, fundamentalmente la capitalización o el endeudamiento de la sociedad, ya sea por parte de financiadores externos (básicamente, entidades bancarias) o por el propio grupo adquirente, en lo que se conoce como financiación intragrupo.

La estructuración de la adquisición mediante deuda, frente a capital, posee una serie de ventajas que explica el recurso recurrente por parte de las empresas al endeudamiento de sus operaciones de inversión.

En general, la literatura académica demuestra que la utilización de deuda tiene numerosas ventajas para los accionistas. La evidencia empírica es igualmente concluyente en la práctica universalidad de la utilización de deuda como vía de financiación, siempre que la organización de los mercados de capitales (préstamos bancarios y emisiones de bonos) lo permita.



[iStock]/Thinkstock

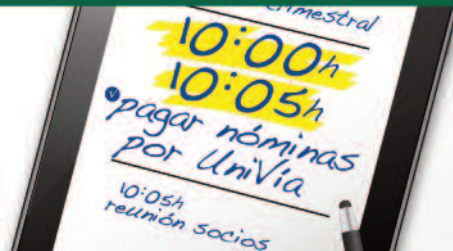
Las ventajas principales en la utilización de deuda, que han sido objeto de amplio estudio e investigación en el ámbito de las finanzas corporativas, son las siguientes:

- **Amplificación de la rentabilidad de los accionistas**, medida como relación entre el beneficio neto y los fondos propios (*Return on Equity* - ROE). Si la rentabilidad esperada de una inversión es mayor que el coste de la deuda, la financiación de la inversión mediante deuda, en vez de capital, incrementa la rentabilidad de los fondos propios de la sociedad.

- **Menor riesgo de la financiación vía deuda** que a través de capital, y, por tanto, menor coste. Los presta-

SERVICIO NÓMINAS EMPRESAS

Unicaja Banco, S.A.U. Avda. Andalucía 10, 12, 29007 Málaga. Inscrita R.M. de Málaga, tomo 4.952, libro 3.859, sección 8, hoja MA-111580, folio 1, inscripción 1. C.I.F. A03139053.



SIMPLIFIQUE LA GESTIÓN DEL PAGO DE SUS NÓMINAS

Descubra un nuevo método para **ahorrar en su empresa**: simplifique al máximo la gestión de pago de las nóminas de sus empleados a través del Servicio Nóminas Empresas. Tramítelas a través de **UniVía** y dedique su tiempo a gestiones más rentables para su empresa.

www.unicaja.es 901 111 133 - 952 076 224



mistas se sitúan antes que los accionistas en el orden de prelación de acreedores, por lo que soportan un menor riesgo. Además, la remuneración y devolución de su financiación está acotada en el tiempo.

- **Minoración del coste medio de los recursos financieros que emplea una empresa.** El coste promedio ponderado del capital es la tasa que se utiliza para actualizar los flujos de tesorería operativos futuros que se prevé que genere una empresa, a efectos de determinar su valor. Si se reduce la tasa de descuento aumenta el valor, manteniéndose constantes el resto de variables. Dado que la deuda tiene un menor riesgo que el capital, su coste es menor que el coste del capital. Financiar una operación mediante deuda, frente al capital, permite reducir el coste medio de los recursos y, con ello, aumentar el valor de la empresa.

- **Deducibilidad de los gastos financieros:** a diferencia de los dividendos, los intereses computan como gasto deducible a efectos del impuesto sobre sociedades, por lo que la deuda puede reducir la carga fiscal y, con ello, aumentar los flujos de caja para los accionistas.

- **Mayor disciplina para los gestores:** control de la sobreinversión (problema de *overinvestment*, analizado en la teoría financiera). Las obligaciones de pago recurrentes que exige la deuda ajena aportan una mayor disciplina en la gestión de los fondos de las empresas, minorando la tendencia a acometer inversiones que no aporten valor. La emisión de deuda supone, por tanto, un elemento de control sobre los gestores en la selección de inversiones: ante la amenaza de quiebra que supone la deuda, los gestores tienen un incentivo para destinar a amortizar deuda el excedente de tesorería que proporciona la empresa, en lugar de buscar proyectos de inversión que pueden ser atractivos para los gestores, pero pueden no serlo para los accionistas.

UTILIZACIÓN DE DEUDA DEL GRUPO FRENTE A DEUDA DE TERCEROS

En los grupos multinacionales es práctica habitual contratar la financiación ajena de forma centraliza-

da, a nivel matriz, al permitir al prestatario obtener mejores condiciones que las que podría obtener la filial de manera independiente en mercado, y repartir los fondos entre las diferentes filiales regionales en función de sus necesidades.

Por nuestra experiencia con grupos multinacionales, consideramos que existen tres factores principales que condicionan la elección de una política de financiación centralizada o de una política de financiación individualizada por parte de las filiales en los diferentes países:

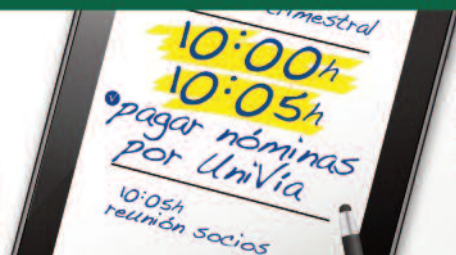
- **La existencia o no de accionistas minoritarios en la filial.** En caso de existir accionistas minoritarios en la filial, es más frecuente que la filial pueda captar deuda de manera independiente, a efectos de dar visibilidad al coste financiero de mercado que debe soportar la filial, y minimizar el riesgo de que los accionistas minoritarios cuestionen, por elevado, el coste de la deuda corporativa. En cambio, en filiales controladas al 100% por la matriz extranjera, no existen riesgos de conflictos con minoritarios, y el cuestionamiento del tipo de interés proviene básicamente de las autoridades fiscales nacionales, a las que debe demostrarse que el tipo está en condiciones de mercado.

- **La gestión de riesgo de tipo de cambio.** La forma natural de cubrir parcialmente el riesgo de variaciones en el tipo de cambio en la inversión en diferentes países es captar deuda en la misma divisa en la que se realiza la inversión. De esta forma, las fluctuaciones en el tipo de cambio inciden tanto en el pasivo como en el activo de la filial.

- **La existencia de financiación en condiciones favorables en el país de la filial.** En mercados emergentes, en los que no existe un sistema bancario suficientemente desarrollado, el acceso a financiación local está restringido, o el coste es excesivamente elevado, lo que hace inviable la captación de financiación externa y obliga a los grupos multinacionales a aportar deuda intragrupo.

SERVICIO NÓMINAS EMPRESAS

Unicaja Banco, S.A.U. Avda. Andalucía 10, 12, 29007 Málaga. Inscrita R.M. de Málaga, tomo 4.952, libro 3.859, sección 8, hoja MA-111580, folio 1, inscripción 1. C.I.F. A03139053.



SIMPLIFIQUE LA GESTIÓN DEL PAGO DE SUS NÓMINAS

Descubra un nuevo método para **ahorrar en su empresa**: simplifique al máximo la gestión de pago de las nóminas de sus empleados a través del Servicio Nóminas Empresas. Tramítelas a través de **UniVía** y dedique su tiempo a gestiones más rentables para su empresa.

www.unicajabn 901 111 133 - 952 076 224



Las **ventajas** que hemos identificado en relación a la utilización de una estructura de deuda centralizada en la matriz, en vez de financiaciones captadas por las distintas filiales operativas en cada región, son las siguientes:

- La calificación crediticia de la sociedad matriz se ve reforzada si no existe deuda en las filiales que pueda detraer tesorería que iría destinada a la matriz. Así, las deudas de cada filial tiene habitualmente prelación sobre la tesorería de explotación de dicha filial, por lo que el traslado de flujos a la matriz está condicionado al repago de la deuda local.

En consecuencia, el riesgo que soportan los financiadores de la matriz se reduce si no hay deuda externa en las filiales, lo que permite minorar el coste de la deuda y, en consecuencia, aumentar el valor del conjunto del grupo.

- La captación de deuda por importes elevados de manera centralizada en la matriz permite a la empresa acceder directamente a los inversores a través de emisiones, pero, además, cuanto mayor es el tamaño de la emisión, mayor es la liquidez de los títulos y menor el tipo de interés (en igualdad de condiciones de calidad crediticia). Si las necesidades financieras de las filiales no son significativas, el coste de financiarse individualmente aumenta de forma relativa, pues los costes fijos de la operación se referencian a un importe menor de deuda.

- Se aprovechan economías de escala en las negociaciones frente a financiadores y en la administración financiera. El cierre de un proceso de financiación es una operación que consume importantes recursos internos en un grupo multinacional, por lo que no resulta habitualmente eficiente acometer distintos procesos nivel regional, sino centralizarlo en una única operación a nivel matriz.

- Garantiza la homogeneidad de criterio en cuanto a los riesgos financieros que asume el conjunto del grupo. Evita la existencia de distintas políticas y estrategias de gestión de riesgos.

- Permite hacer extensiva a todo el grupo la imagen de solvencia de la matriz. Las filiales se ven normalmente favorecidas por el rating de la matriz, que actúa habitualmente como techo de la calificación crediticia asignada a la filial, por lo si la matriz consta de una adecuada calificación crediticia, la filial puede ver mejorado su rating respecto a su nivel *stand alone* por el hecho de pertenecer a la matriz

- Facilita la compensación de posiciones de tesorería entre las diferentes participadas y optimizar los flujos financieros intragrupo.

Por consiguiente, la centralización de la captación de deuda en la matriz es coherente con el objetivo de minimizar el coste de la deuda que tiene cualquier grupo empresarial, y que redunda en un mayor valor del conjunto del grupo.

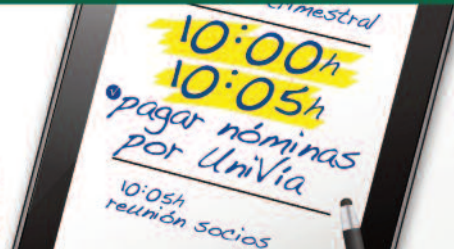
Muchos grupos multinacionales operan con estos esquemas en los que la financiación externa a largo plazo es captada por la matriz del grupo, y los fondos se reparten entre las filiales. Toda la tesorería es gestionada por la matriz, quien cubre las necesidades de financiación de las filiales. Las filiales no pueden recurrir a financiación externa.

Por último, señalar que en la asignación del coste financiero a la filial debe cumplirse con la normativa de operaciones vinculadas, de manera que el tipo de interés del préstamo intragrupo responda a parámetros de mercado. Las autoridades fiscales tratan de evitar costes excesivamente gravosos, que aumenten artificialmente los intereses de la filial y reduzcan de manera no razonable su tributación.

Para contrastar la razonabilidad del coste del préstamo intragrupo es recomendable estimar una calificación crediticia teórica para la filial (rating en la sombra o *shadow rating*) y contrastar los tipos a los que se financian en mercado empresas con un nivel crediticio similar. También es habitual que las compañías pidan ofertas de financiación a entidades locales, y fijar un tipo de interés para el préstamo intragrupo en línea con las ofertas recibidas ::

SERVICIO NÓMINAS EMPRESAS

Unicaja Banco, S.A.U. Avda. Andalucía 10, 12, 29007 Málaga. Inscrita R.M. de Málaga, tomo 4.952, libro 3.859, sección 8, Hoja MA-111580, Folio 1, Inscripción 1. C.I.F. A03139053.



SIMPLIFIQUE LA GESTIÓN DEL PAGO DE SUS NÓMINAS

Descubra un nuevo método para **ahorrar en su empresa**: simplifique al máximo la gestión de pago de las nóminas de sus empleados a través del Servicio Nóminas Empresas. Tramítelas a través de **UniVía** y dedique su tiempo a gestiones más rentables para su empresa.

www.unicaja.es 901 111 133 - 952 076 224

