
Els cicles financers i els mitjans de finançament empresarial

**Introducció a la dinàmica financera
de l'empresa**

PID_00267784

Francesc Xavier Borràs Balsells
Xavier Sabi Marcano

Temps mínim de dedicació recomanat: 5 hores



Xavier Sabi Marcano

Francesc Xavier Borràs Balsells

La revisió d'aquest recurs d'aprenentatge UOC ha estat coordinat pel professor: Joan Llobet Dalmases

Segona edició: setembre 2019

© d'aquesta edició, Fundació Universitat Oberta de Catalunya (FUOC)

Av. Tibidabo, 39-43, 08035 Barcelona

Autoria: Xavier Sabi Marcano, Francesc Xavier Borràs Balsells

Producció: FUOC

Tots els drets reservats

Cap part d'aquesta publicació, incloent-hi el disseny general i la coberta, no pot ser copiada, reproduïda, emmagatzemada o transmesa de cap manera ni per cap mitjà, tant si és elèctric com mecànic, òptic, de gravació, de fotocòpia o per altres mètodes, sense l'autorització prèvia per escrit del titular dels drets.

Índex

Introducció	5
Objectius	6
1. El cicle a curt termini	7
1.1. La durada del cicle a curt termini: el PMME i el PMMF	9
1.2. El fons de maniobra necessari (FMNec) o NOF	11
1.3. Fons de maniobra i la durada de la font de finançament	16
1.4. Fons de Maniobra i fons de maniobra necessari o NOF	18
2. El cicle a llarg termini	22
3. El finançament intern (FI) o autofinançament	25
3.1. Les amortitzacions (AEC)	26
3.2. Els beneficis retinguts	29
4. Fonts de finançament bancàries	31
4.1. Productes de finançament a curt termini	31
4.2. Productes de finançament a llarg termini	37
5. Finançament de pimes i grans empreses	41
5.1. Instruments de suport a pimes	41
5.2. Finançament alternatiu	44
5.3. Finançament de les grans empreses	46
6. Resum	53
7. Exercicis d'autoavaluació	55
8. Solucionari	60
Bibliografia	63

Introducció

L'àrea financera de l'empresa s'ocupa tant de l'assignació (funció d'inversió) com de l'obtenció (funció de finançament) eficient dels recursos per a poder dur a terme les inversions.

Doncs bé, una de les primeres tasques a què ha de fer front l'empresa i concretament el seu directiu financer és conèixer les necessitats financeres i quines són les fonts més idònies per a cobrir aquestes necessitats.

Per complir amb els dos propòsits anteriors hem estructurat el mòdul de la manera següent:

En primer lloc, analitzem la dinàmica financera de l'empresa amb l'estudi dels dos cicles financers: el cicle de l'explotació o cicle a curt termini i el cicle de la inversió-amortització o cicle a llarg termini.

La segona part del mòdul la dediquem a l'anàlisi de les diferents fonts de finançament que tenen a l'abast les nostres empreses, a fi de conèixer-ne les característiques més importants i, així, donar-los l'assignació més adequada. Analitzem, primer, els productes i instruments més emprats per la pràctica totalitat d'empreses –microempreses, petites i mitjanes empreses (pimes) i grans empreses–, que són els que proporcionen les entitats financeres; en segon lloc, ens centrem en les peculiaritats del finançament de les petites i mitjanes empreses i les del finançament de les grans empreses amb l'emissió de títols en els mercats de capitals: d'accions i actius de renda fixa.

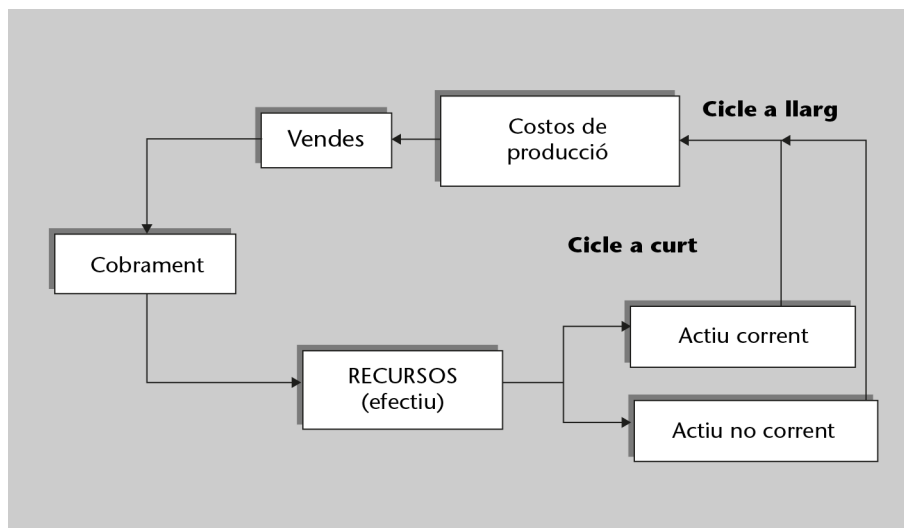
Objectius

Amb la lectura d'aquest primer mòdul l'estudiant ha d'assolir els objectius següents:

1. Diferenciar els dos cicles financers clau que tenen lloc a l'empresa: el cicle a curt termini i el cicle a llarg termini.
2. Conèixer-ne els trets principals i la durada (mitjana).
3. Poder establir i diferenciar les necessitats de finançament que originen els cicles al llarg del temps –permanents i temporals– i, a la vegada, saber-ne calcular el volum.
4. Conèixer les principals característiques i aplicacions de les fonts de finançament intern, tant els recursos procedents de l'amortització com els que provenen dels beneficis retinguts.
5. Conèixer les característiques més importants dels productes financers que tenen a l'abast tant petites com grans empreses a fi de poder triar els més adients en cada cas.

1. El cicle a curt termini

L'activitat de qualsevol empresa s'inicia amb l'aportació de recursos per part dels seus propietaris (accionistes, si considerem una societat anònima). Aquests recursos es destinen a l'adquisició de béns (de diferent naturalesa) i serveis, cosa que permet a l'empresa fer el procés productiu que porta, novament, a l'obtenció d'altres béns i serveis que són venuts i a cobrar les vendes corresponents. Tornem a ser al cap del carrer. Hem tornat a generar recursos que, en la majoria de casos, es destinaran a obtenir altres béns i, així, donar continuïtat al procés productiu empresarial. Acabem de descriure el cicle financer empresarial per excel·lència.

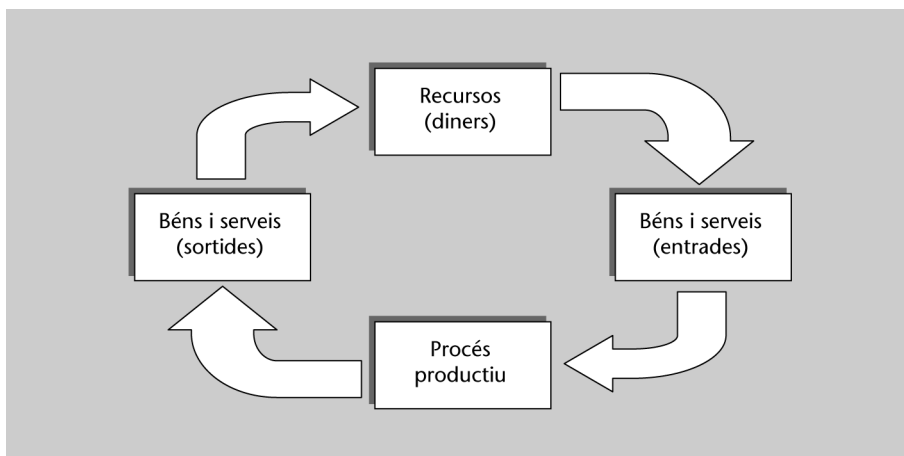


Si diferenciem els béns de l'actiu corrent (l'empresa els adquireix i són "destruïts" o transformats quan participen en el procés productiu, com són les matèries primeres, els envasos i altres materials) dels de l'immobilitzat (els que també hi participen però romanen a l'empresa una vegada s'ha completat el procés, com són, per exemple, la maquinària, les instal·lacions, etc.) podem considerar dos subcicles: el cicle a llarg termini o cicle inversió-amortització i el cicle a curt termini o cicle d'exploració.

El **cicle a curt termini** o d'exploració comprèn totes les activitats a través de les quals l'empresa aconsegueix recuperar els recursos financers invertits a curt termini.

El cicle s'inicia amb l'adquisició dels factors productius necessaris –compres i altres despeses d'exploració– i la seva transformació posterior mitjançant el procés productiu en productes acabats. I acaba amb la col·locació dels productes acabats en el mercat i la seva venda. Aquestes vendes es transformen en crèdits contra

els clients que, arribat el moment, es liquidaran. En aquest punt, es torna a la situació inicial de disposició de recursos financers. Gràficament, tenim el següent:



No s'ha d'oblidar, però, que aquests recursos financers han de permetre a l'empresa fer front a les obligacions financeres generades pel camí: pagar els deutes amb els seus proveïdors i creditors per a l'adquisició de béns i serveis, els sous a final de mes i generar un cert excedent, si es vol que l'empresa pugui sobreviure i/o créixer en el futur. Calculem aquest excedent de la manera següent:

EBITDA

Molt sovint, per a designar els recursos generats per l'explotació s'utilitza l'acrònim *EBITDA* (*earnings before interest, tax, depreciation and amortization*).

Ingressos d'explotació (ING) – despeses de l'explotació (DE) = recursos generats de l'explotació (RGE)

Aquest excedent s'obté de restar als ingressos per vendes els pagaments per les despeses d'explotació que tenen venciment a curt termini (segons la comptabilitat financera, inferior a un any). Hem d'anar amb compte, ja que els ingressos d'explotació d'un període no sempre són cobrats en el mateix període (el mateix per a les despeses), de manera que si, per exemple, volem computar la totalitat de diners obtinguts via ingressos d'explotació que han entrat a tresoreria en un període determinat, hem de procedir de la manera següent: vendes del període anterior cobrades en aquest període (saldo inicial de clients) més les vendes del període, menys les vendes del període actual pendents de cobrament (saldo final de clients).

L'excedent generat pels RGE (o EBITDA) és de vital importància ja que si és negatiu (els ingressos són inferiors a les despeses) estem davant d'una situació en què, amb els ingressos generats, l'empresa no pot fer front a les seves despeses corrents com sous, lloguers, subministraments, etc. En aquests casos es fa necessari buscar alguna font de finançament (capital) que permeti cobrir aquest dèficit (pagament de les despeses no cobertes amb els ingressos generats).

Es tracta de la pitjor situació financera a què es pot enfrontar una empresa. Si per exemple, es destinen recursos propis (dineros dels socis o accionistes) a cobrir el dèficit, estem davant d'una situació de descapitalització: els dineros aportats pels socis es destinen a pagar despeses com el lloguer o sous, per exemple.

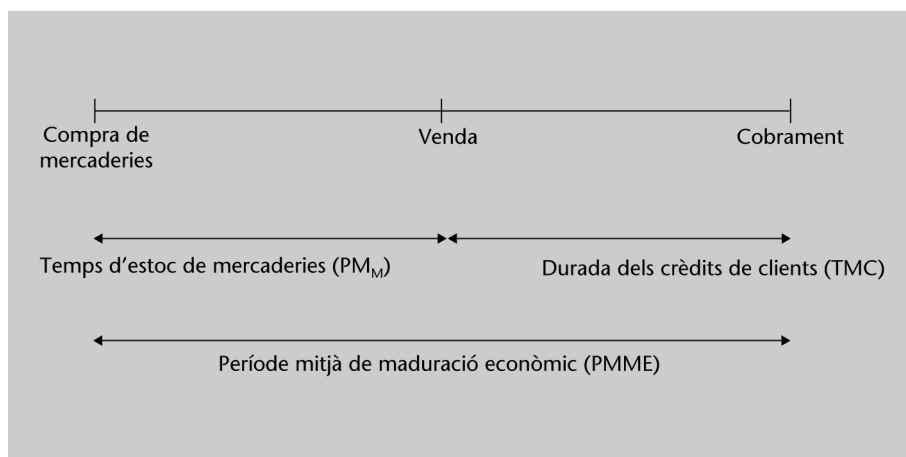
Algunes empreses per designar aquest corrent d'ingressos menys despeses fan servir un altre acrònim anglès, l'OIBDA: *operating income before depreciation and amortization*.

L'empresa triga un cert temps a completar el cicle a curt termini i, com veurem tot seguit, la majoria de vegades es veu obligada a anticipar diners (finançar) durant un cert temps perquè el cicle es pugui completar.

1.1. La durada del cicle a curt termini: el PMME i el PMMF

La durada del cicle a curt termini, entès com el temps que de mitjana transcorre des que s'inverteix una unitat monetària en la compra de béns (matèries primeres i/o mercaderies) fins que es recupera amb el cobrament de les vendes, s'anomena període mitjà de maduració econòmic (PMME).

Per exemple, l'esquema que representa el període mitjà de maduració econòmic en una empresa comercial és el següent:



El **període mitjà de maduració econòmic** en una empresa comercial és, doncs, la suma dels dos subperíodes que integren el cicle d'exploració:

$$PMME = PM_M + TMC$$

On PM_M és el període mitjà de maduració de les mercaderies i TMC, el termini mitjà de cobrament de clients.

No és habitual pagar les mercaderies en el mateix moment en què es compren. És d'esperar que els nostres proveïdors també ens concedeixin uns dies de crèdit. D'aquesta manera, únicament cal preocupar-nos del temps (mitjà) des que es produeix el pagament fins que es produeix el cobrament, que anomenem període mitjà de maduració financer (PMMF). Aquest període mesura el temps

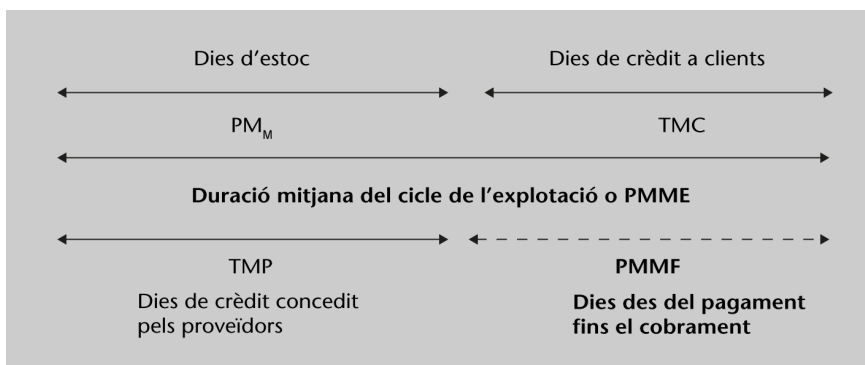
mitjà entre fluxos financers (*inflows* i *outflows*): pagaments per compres i altres despeses d'exploració i cobraments per vendes.

El **període mitjà de maduració financer** el podem definir com el nombre mitjà de dies que transcorren entre el moment en què l'empresa fa el pagament per les inversions en actius corrents (compres i altres despeses a curt termini) i el moment en què obté el cobrament dels clients:

$$\text{PMMF} = \text{PM}_M + \text{TMC} - \text{TMP} = \text{PMME} - \text{TMP}$$

On TMP és el període mitjà de pagament a proveïdors.

En un diagrama temporal i per a una empresa comercial, el PMMF queda definit, gràficament:



Les empreses que presenten un PMMF positiu, situació més habitual sobretot en les pimes, han de pagar als proveïdors abans de cobrar als clients. Per exemple, si una empresa cobra les vendes 60 dies després d'haver-se fet les compres i les ha de pagar als 30 dies, es veu obligada a anticipar els diners (finançar el cicle) durant 30 dies (corresponents al PMMF). Els recursos que es destinen a finançar aquestes necessitats que imposa el cicle a curt termini s'anomena fons de maniobra necessari (FMNec), també anomenat NOF o necessitats operatives de finançament o de fons. En anglès també s'empra aquest acrònim: *needs of operating funds*, tot i que també podem trobar *needs of funds for operations*, NFO o *working capital requirements*.

Moltes vegades es confon l'FMNec i el fons de maniobra (FM) comptable (en anglès *working capital*). En l'epígraf 1.4 veurem la diferència entre un i l'altre, i a més a més comprovarem que la comparació i l'anàlisi d'ambdós proporciona informació de primera mà en l'anàlisi de la solvència empresarial.

D'altra banda, si el PMMF és negatiu, les compres es paguen després de cobrar les vendes. Aquesta és la situació que voldria qualsevol empresa i restringida a una minoria, grans superfícies comercials, per exemple.

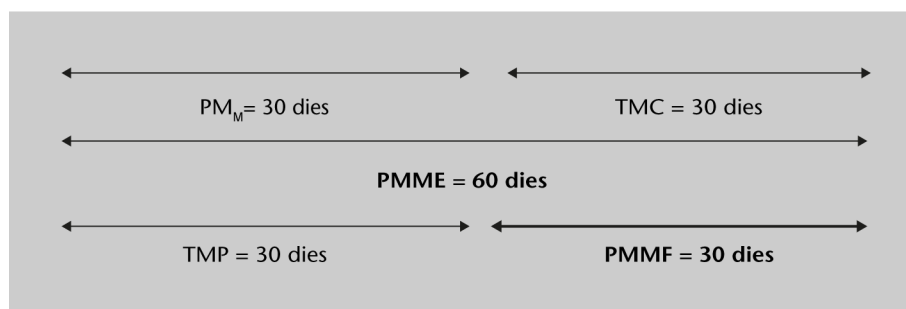
Dit d'una altra manera, $PMMF < 0$ negatiu és sinònim de $PMME < TMP$. Els proveïdors financen tot el cicle a curt termini i, com veurem més endavant, les empreses que presenten aquesta estructura temporal del cicle a curt no necessiten diners per finançar-lo, tot el contrari: generen recursos únicament pel fet de cobrar aviat i pagar més tard.

1.2. El fons de maniobra necessari (FMNec) o NOF

Aprofundim tot seguit en l'anàlisi de les necessitats de finançament del cicle a curt termini (FMNec). Volem determinar la quantitat de recursos que ha de destinar l'empresa a finançar el cicle a curt termini i, d'altra banda, quines són les fonts de finançament i/o els productes financers idonis per a cobrir aquestes necessitats. Per fer-ho, introduïm l'exemple següent:

Suposem una empresa comercial (COMERCIAL, SA) que inicia la seva activitat. Té previst comprar cada dia 1 euro de mercaderies i el temps previst d'emmagatzematge d'aquestes mercaderies és de 30 dies. El termini de cobrament i pagament previst és també de 30 dies. Les vendes previstes diàries són d'1 euro i també les compres, per tant l'empresa no genera beneficis. Hem de determinar les necessitats de fons de maniobra per a aquesta empresa i, per fer-ho, en simularem l'activitat al llarg del temps.

Gràficament l'estructura temporal del cicle a curt per a aquesta empresa queda definida de la manera següent:



Dia 1. El primer dia compra 1 euro de mercaderies. No realitza cap operació més. No ven perquè han de transcórrer 30 dies des de l'entrada al magatzem de la mercaderia. Tampoc no paga (TMP = 30 dies). El balanç que tindrem en el curt termini serà:



Dia 2. Torna a comprar 1 euro de mercaderies. Tindrem:



I, així, successivament fins al **dia 30**, que tindrem:

Actiu corrent	Passiu corrent
30 € mercaderies	30 € proveïdors

El **dia 31**, ven 1 euro i també compra 1 euro. El saldo del compte de mercaderies roman constant a partir d'aquest dia. D'altra banda, s'activa el compte de clients amb 1 euro, ja que ha venut i no ha cobrat (falten 30 dies per al cobrament). I, d'altra banda, cal recordar, hem de pagar 1 euro als proveïdors: ja han transcorregut els 30 dies de crèdit que ens van oferir. El saldo del compte de proveïdors queda igual, paguem 1 euro i també hem comprat 1 euro que resta pendent de pagament. D'on traiem els diners per pagar l'euro vençut als proveïdors? Sens dubte necessitem finançar el pagament d'1 euro als proveïdors el dia 31. L'FMNec (o les NOF) en aquest dia 31 és d'1 euro. Podem demanar-lo al banc, és una opció. De moment deixem pendent d'on traiem els diners i només reflectim les necessitats.

Actiu corrent	Passiu corrent
1 € clients	1 € FMNec
30 € mercaderies	30 € proveïdors

El **dia 32**, tres quarts del mateix. Els saldos dels comptes mercaderies i proveïdors queden igual i el del compte de clients augmenta 1 euro (hem tornat a vendre 1 euro), per la qual cosa tornem a necessitar 1 euro de capital per a finançar el pagament als proveïdors:

Actiu corrent	Passiu corrent
2 € clients	2 € FMNec
30 € mercaderies	30 € proveïdors

Així, fins al **dia 60**...

Actiu corrent	Passiu corrent
30 € clients	30 € FMNec
30 € mercaderies	30 € proveïdors

El **dia 61**, cobra ja dels clients (ja era hora!). El compte de clients a partir de la data es manté en 30 euros ja que cada dia cobrem 1 euro i venem 1 euro, de manera que l'estructura economicofinancera a curt termini de l'empresa a partir del dia 60 roman constant al llarg del temps.

Aquest dia 61, l'euro que cobra dels clients el destina a pagar els proveïdors. També el dia 62, i el 63, etc. Les necessitats de recursos són de 30 euros.

Com acabem de veure, el fons de maniobra necessari per a aquesta empresa és de 30 euros. El període mitjà de maduració econòmic és de 60 dies (30 de mercaderies i 30 de clients) i el període mitjà de maduració financer és de 30 dies: dels 60 que dura l'econòmic, 30 ens els financen els proveïdors.

Cicle de caixa

El cicle de caixa és un subcicle del cicle d'explotació i comprèn els cobraments de clients i els pagaments a proveïdors. Únicament té en compte els fluxos financers (*inflows* i *outflows*) generats en l'activitat d'explotació. La durada del cicle de caixa o temps mitjà entre fluxos financers és el PMMF.

En l'exemple, hem vist que la durada del cicle de caixa és de 30 dies. A més, segons hem dit al començament, cada dia s'inverteix 1 euro en el cicle d'explotació; per tant, necessitarem finançar aquest euro durant els 30 dies que dura el cicle de caixa, i el fons de maniobra necessari seran els 30 euros. Seguint aquest plantejament, en una empresa real, podríem determinar el finançament mitjà diari necessari i la durada del cicle de caixa per obtenir un valor aproximat del fons de maniobra necessari. Vegem dues maneres diferents de calcular l'FMNec: el mètode de les rotacions o càlcul de les masses patrimonials mitjanes i mitjançant un percentatge sobre les vendes. Vegem el primer.

FMNec

Calcular el fons de maniobra necessari és de gran ajuda per a determinar les necessitats de finançament del circulant en cas d'un increment de l'activitat com pot ser, per exemple, una nova planta de producció o, senzillament, la creació d'un nou negoci. Cal subratllar, doncs, que les magnituds que s'empren són previsions.

Partim de la premissa que calculem el fons de maniobra necessari a partir de la diferència entre actiu corrent i passiu corrent previstos. Per determinar-los, sumem les masses patrimonials mitjanes previstes que el compondran. Aquestes masses patrimonials s'obtenen d'acord amb l'expressió següent:

$$\text{Massa patrimonial mitjana} = PM \times \frac{\text{Volum anual d'operacions}}{360}$$

on PM és el període mitjà de maduració de la massa corresponent. Si apliquem l'expressió anterior a l'exemple de més amunt, obtenir el saldo de clients és ben fàcil:

$$\text{Saldo mitjà de clients} = 30 \text{ dies} \times 1 \text{ euro de vendes al dia} = 30 \text{ euros}$$

També podem escriure:

$$\text{Saldo mitjà de clients} = TMC \times \text{vendes d'un dia}$$

Utilitzant aquesta expressió per a les diferents masses patrimonials que integren l'actiu corrent i per al passiu corrent, obtenim:

$$FMNec \text{ o } NOF =$$

$$\text{Saldo mitjà d'estocs} + \text{Saldo mitjà de clients} + \text{Tresoreria} - \text{Saldo mitjà de proveïdors}$$

I, en concret, per a una empresa comercial i considerant fluxos anuals (cost de vendes, vendes i compres), fàcilment s'obté:

$$FMNec = \frac{\text{Cost de vendes}}{360} PM_M + \frac{\text{Vendes}}{360} TMC + \text{Tresoreria} - \frac{\text{Compres}}{360} TMP$$

Per exemple, si una empresa presenta unes vendes anuals de 3,6 milions d'euros (valorades a preu de cost o cost de vendes), això vol dir que cada dia ven:

$$\begin{aligned} \text{Vendes d'un dia (a preu de cost)} &= \frac{\text{Cost de vendes anuals}}{360} = \frac{3.600.000}{360} = \\ &= 10.000 \text{ euros} \end{aligned}$$

D'altra banda, si el temps d'estoc de les existències de mercaderies és d'un mes, llavors la inversió o saldo (mitjà) en estocs serà de:

$$\begin{aligned} \text{Inversió mitjana en estocs} &= \frac{\text{Cost de vendes anuals}}{360} \cdot PM_M = \frac{3.600.000}{360} \cdot 30 = \\ &= 10.000 \text{ euros} \cdot 30 \text{ dies de temps mitjà de maduració d'estoc} \\ &= 300.000 \text{ euros} \end{aligned}$$

En aquest mateix exemple, ens podríem preguntar: quina seria la inversió mitjana en estocs si el temps de maduració passés de 30 a 15 dies? Amb el camí que hem fet per arribar fins aquí, la resposta és molt fàcil, veritat?

$$\begin{aligned} \text{Inversió mitjana en estoc} &= 10.000 \text{ euros} \cdot 15 \text{ dies de temps mitjà} \\ &\text{de maduració d'estoc} = 150.000 \text{ euros} \end{aligned}$$

Aquesta és una dada important: si reduïm el temps de maduració dels estocs, la inversió també es redueix i, per tant, també les necessitats de finançament.

Fixeu-vos que en el càlcul del fons de maniobra necessari hem tingut en compte un determinat volum mitjà de tresoreria, que és com una mena saldo mínim de seguretat i que ha de permetre l'empresa complir en tot moment les obligacions financeres concretes amb els seus proveïdors i creditors.

Si volem establir l'FMNec com un percentatge sobre les vendes, únicament cal modelitzar, d'acord amb el nostre desig, l'expressió anterior de l'FMNec i transformar-la en una funció de les vendes. Així:

$$FMNec(V) = \frac{(1-m)V}{360} PM_M + \frac{V}{360} TMC + tV - \frac{(1-m)V}{360} TMP$$

On m és el marge en tant per u (vendes menys cost de vendes sobre vendes) i t és la inversió prevista en tresoreria expressada en tant per u sobre les vendes.

Hem considerat, per simplificar, que el cost de les vendes coincideix amb les compres i, per tant, que la variació d'existències és nul·la. Agrupant termes, l'expressió de dalt ens queda de la manera següent:

$$FMNec(V) = \left(\frac{(1-m)}{360} PM_M + \frac{TMC}{360} + t - \frac{(1-m)}{360} TMP \right) V = aV$$

amb

$$a = \left(\frac{(1-m)}{360} PM_M + \frac{TMC}{360} + t - \frac{(1-m)}{360} TMP \right)$$

on a indica els cèntims per cada euro de venda anual que hem de destinar a finançar el cicle a curt termini.

Hem arribat a l'expressió anterior de l'FMNec(V) seguint el següent camí:

El cost de vendes el podem expressar a partir de les vendes (V) i del marge en tant per u o percentatge (m):

$$\text{Cost de vendes} = (1 - m)V$$

Les compres, si suposem variació d'estoc nul·la, les podem expressar:

$$\text{Compres} = \text{Cost de vendes} = (1 - m)V$$

On m es el marge definit per:

$$m = \frac{V - CV}{V}$$

Amb un exemple podem comprovar el potencial d'aquella relació. Una empresa de supermercats opera habitualment amb un marge del 25% sobre vendes (per cada euro de venda el cost és de 75 cèntims; $m = 25\%$) i presenta uns valors del cicle a curt propers a:

PMM = 15 dies, la rotació d'estocs és de 2 vegades al mes, 48 en un any.

TMC = 3 dies, el període mitjà de cobrament s'acosta al comptat.

TMP = 60 dies, paga als seus proveïdors als 60 dies del lliurament de mercaderies.

Substituint en l'expressió anterior, s'obté:

$$FMNec \text{ o } NOF (V) = \frac{3 + (1 - 0,25)(15 - 60)}{360} V = -0,085 V$$

Obtenim un valor de a negatiu, atès que el PMMF també és negatiu.

PMMF = PMME - TMP; PMMF = 18 - 60 = -42 dies.

L'empresa, de mitjana, cobra les vendes 18 dies després de realitzar les compres (15 dies d'estoc i 3 de clients). I paga als seus proveïdors 42 dies després de produir-se el cobrament. En aquest cas, l'empresa no necessita capital per finançar el seu cicle a curt. De fet, genera superàvit.

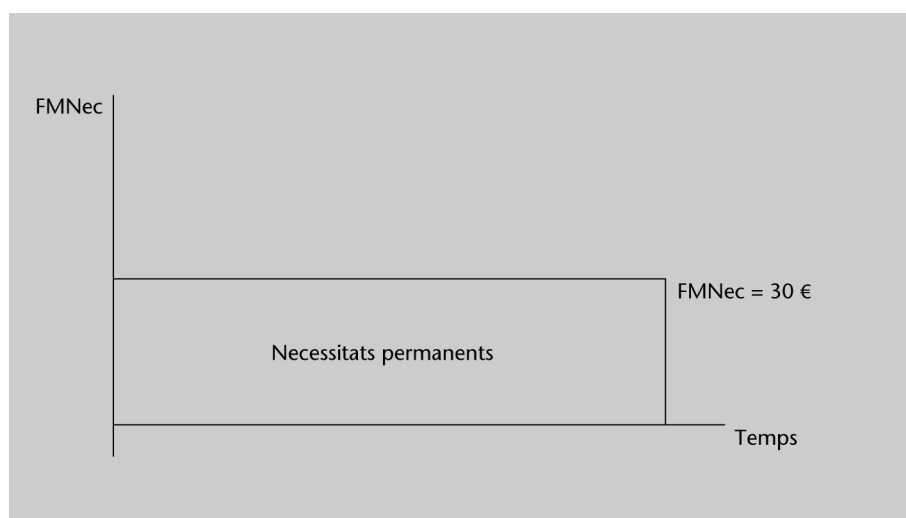
En resum, per cada euro anual de venda, aquesta empresa comercial genera 8,5 cèntims de tresoreria (NOF negatives). Si les vendes, posem per exemple, puguen a 10 mil milions d'euros a l'any, el lector pot fer els seus números i calcular la tresoreria permanent generada: uns 850 milions d'euros! I això sense comptar els beneficis generats pel camí.

La realitat de les petites i mitjanes empreses està molt lluny de l'exemple que hem vist. El percentatge de NOF (o FMNec) sobre vendes anuals està al voltant del 5% – 10% (positius). Això vol dir que per cada euro de venda anual generat necessitem 10 cèntims per finançar el cicle a curt ($\text{NOF}(V) = 0,1V$).

1.3. Fons de maniobra i la durada de la font de finançament

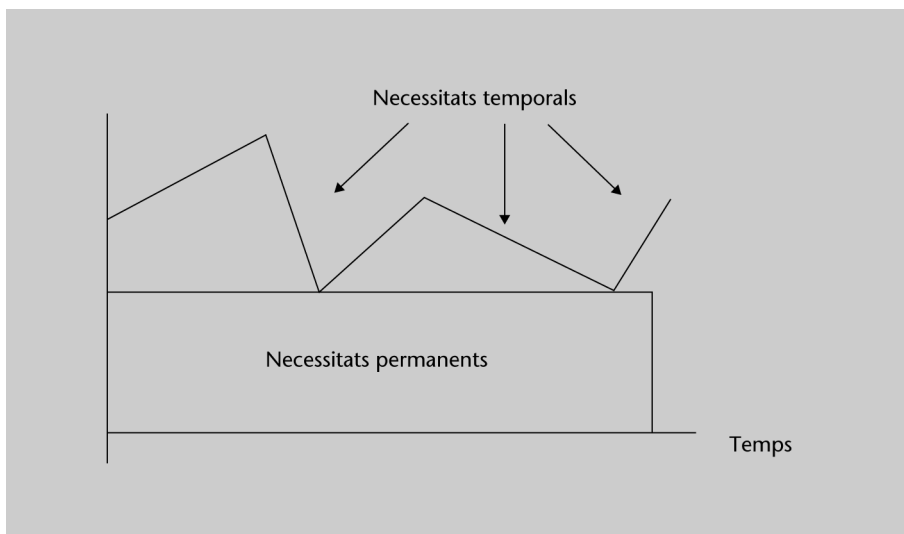
Tot seguit, mirarem d'analitzar el venciment (o durada) més idoni dels recursos que han de permetre finançar les operacions de l'empresa en el temps que dura el cicle de caixa (o els dies del període mitjà de maduració financer).

Per fer-ho, ens centrarem en l'exemple de la nostra empresa COMERCIAL, SA. A partir del dia 61 i, si no s'alteren els paràmetres inicials (termini de cobrament, dies d'estoc de mercaderies i termini de pagament de 30 dies), les necessitats de finançament de 30 euros es mantenen constants al llarg del temps. Si, per exemple, financem aquests 30 euros amb capital propi, els accionistes no podran recuperar-los en cap moment (excepte si decideixen aturar l'activitat): estan permanentment invertits en el cicle a curt termini. En un diagrama temporal en què reflectim les necessitats de recursos al llarg del temps tindrem:



Davant d'aquesta realitat ens podem fer la pregunta: quina és la font de finançament més adequada per a cobrir aquestes necessitats? La veritat és que no hi ha una sola recepta vàlida. En la majoria de casos se sol emprar una combinació de fonts de finançament: pròpies i alienes. Això sí, únicament ens hem d'assegurar que la durada de la font sigui igual a la durada de les necessitats que cobreix i en aquest cas tenim dues opcions: finançar les necessitats permanents mitjançant capital propi i/o endeutament (préstecs) a llarg termini, o bé emprar fonts a curt termini i renovar-les al seu venciment, com per exemple, el descompte comercial (amb tots els mecanismes/instruments que el permeten: descompte de lletres, facturatge i confirmació) o les pòlisses de crèdit. Aquesta transformació de fonts a curt termini en fonts, més que a llarg termini, permanents, s'anomena *rolling*, pràctica molt acceptada i emprada per les nostres pimes, ja que presenten dificultats d'accedir a finançament a llarg termini amb condicions favorables.

L'exemple ens ha servit per a posar de manifest la necessitat que les empreses financin el seu cicle a curt termini amb fonts a llarg termini, però la realitat n'és una altra. Poques empreses presenten una activitat (i necessitats de recursos) tan uniforme i constant com la de l'exemple, COMERCIAL, SA. Possiblement la del gràfic de sota s'apropa més a la realitat:



L'anàlisi del gràfic posa de manifest l'obligació de disposar de fonts de finançament que puguin cobrir les puntes de sobreactivitat i disposar-les únicament pel temps que dura aquesta necessitat. Les fonts idònies en aquests casos ens les proporcionen les entitats financeres, bancs i caixes, amb productes com les pòlisses de crèdit i el descompte comercial.

Abans d'acabar, volem apuntar dos comentaris a mode de conclusió:

Un dels objectius clau de l'àrea financera és reduir les necessitats de fons de maniobra (FMNec). Això, entre altres repercussions, té un impacte directe en la rendibilitat, ja que (*caeteris paribus*) amb menys inversió obtenim igual be-

Rolling

El significat literal de *rolling* és 'rodar, com una pedra o pilota', que és el que s'aconsegueix. Per exemple, si descomptem efectes comercials, quan vencen (o abans) en portem de nous al banc i així successivament. També les pòlisses de crèdit a un any solen ser renovades al venciment quasi automàticament.

nefici. Com podem reduir l'FMNec? Doncs no tenim gaires opcions, només cal reduir la velocitat del PMMF i sabent que aquest es compon de:

$$\text{PMMF} = \text{PMM} + \text{TMC} - \text{TMP},$$

o bé augmentem la rotació dels estocs, o bé reduïm el crèdit de clients o allarguem el termini de pagament. En qualsevol cas, cal avaluar amb detall els ingressos i els costos (marginals) que comporta alterar les velocitats. I si no hi ha costos... endavant!

D'altra banda, cal apuntar que el que hem vist fins aquí no allibera l'empresa de filar molt més prim a l'hora de fer previsions. Efectivament, la gestió financera empresarial passa ineludiblement per la confecció de plans a curt (i a llarg) termini en què cal incloure el pressupost de tresoreria anual i mensual (pla financer) i el compte de resultats previst (pla econòmic), i per la posterior revisió i control de la gestió mitjançant l'anàlisi de desviacions.

1.4. Fons de maniobra i fons de maniobra necessari o NOF

Una de les eines més important que permet analitzar l'equilibri financer a partir del balanç de situació és el fons de maniobra (FM): recursos a llarg termini destinats a finançar inversions a curt termini o actiu corrent.

Si volem calcular-lo a partir del balanç de situació, haurem d'aplicar una de les expressions següents:

$$\text{FM} = \text{AC} - \text{PC} = (\text{PN} + \text{PnC}) - \text{AnC}$$

Amb:

AC: actiu corrent.

PC: passiu corrent.

PN: patrimoni net.

PnC: passiu no corrent.

AnC: actiu no corrent.

En aquest punt intentarem establir una relació entre l'FMNec (NOF o *working capital requirements*) i l'FM o *working capital*, i a més a més avaluarem la qualitat de les fonts de finançament que empren les empreses per cobrir les seves necessitats del cicle a curt.

L'FMNec com a eina permet al gestor anticipar-se al futur mitjançant el càlcul del finançament necessari que exigeix el cicle a curt. En aquest apartat avaluem la gestió realitzada en aquest sentit a partir del balanç de situació i, per tant, mitjançant informació històrica. Dit d'una altra manera, el nostre objec-

tiu permetrà respondre a la pregunta: Quines fonts de finançament ha emprat l'empresa per cobrir l'FMNec?

Per complir amb els objectius marcats, introduïm tres exemples en què s'anàlitzen tres polítiques financeres del curt termini ben diferents.

Situació 1 (FMNec = FM)

Partim del següent balanç expressat en milers d'euros al tancament de 31/12/20XX:

Actiu a 31/12/20XX		Passiu i PN a 31/12/20XX	
Actiu no corrent	2.000	Patrimoni net	2.300
Existències	100		
Clients	300		
Tresoreria	100	Proveïdors	200
Actiu corrent	500	Passiu corrent	200
Total actiu	2.500	Total passiu i PN	2.500

La tresoreria que presenta l'empresa per valor de 100.000 euros correspon als saldos necessaris per fer front als compromisos generats per l'explotació. De manera que podem considerar-la com a tresoreria d'explotació. D'aquesta manera el total actiu corrent són inversions a curt generades per l'explotació.

Les necessitats operatives de fons que l'empresa presentava a la data de tancament del balanç són de 300.000 euros. Aquest import s'obté:

$$\text{FMNec o NOF} = \text{Existències} + \text{Clients} + \text{Tresoreria d'explotació} - \text{Proveïdors}$$

En aquest exemple, i atès que tot l'actiu i passiu corrent són de naturalesa comercial, l'FMNec coincideix amb l'FM. Efectivament, com que $FM = AC - PC$, llavors $FMNec = FM$. Recordem que FM, correspon als recursos amb venciment a llarg destinats a finançar l'AC. Això és:

$$FM = AC - PC = (PN + PnC) - AnC$$

La lectura financera de l'exemple és ben senzilla: l'empresa cobreix la totalitat de l'FMNec (NOF) mitjançant recursos procedents de l'FM, és a dir, mitjançant

fons a llarg termini. I en aquest cas concret, com que l'empresa no presenta deute financer, els recursos provenen del capital propi.

Quina seria la situació patrimonial, i els valors de l'FM i de l'FMNec, si l'empresa financés el seu cycle a curt termini en la seva totalitat amb una pòlissa de crèdit? En aquest cas el balanç anterior quedaria alterat de la manera següent:

Situació 2 (FMNec > FM)

Actiu a 31/12/20XX		Passiu i PN a 31/12/20XX	
Actiu no corrent	2.000	Patrimoni net	2.000
Existències	100		
Clients	300	Pòlissa de crèdit	300
Tresoreria	100	Proveïdors	200
Actiu corrent	500	Passiu corrent	500
Total actiu	2.500	Total passiu i PN	2.500

En aquesta situació tenim el que a priori es denomina equilibri financer: l'actiu corrent és igual al passiu corrent, i per tant l'FM és zero. No obstant això, l'FMNec no s'ha alterat i continua essent de 300.000 euros: FMNec > FM.

Aquest segon exemple és il·lustratiu de les pràctiques habituals de les pimes i microempreses. Les necessitats del curt termini són cobertes mitjançant productes bancaris a curt termini: en aquest cas una pòlissa de crèdit, encara que també podríem haver considerat altres productes tant o més utilitzats en el present com el descompte comercial a través del *factoring* o *confirming*.

Molts autors consideren i qualifiquen aquesta situació (FMNec > FM, amb FM = 0) com de dèficit financer. Si fos així la majoria de petites empreses estarien en aquesta situació de dèficit o desequilibri. La veritat és una altra. No hi ha dèficit: es tracta d'una política financera en la qual la totalitat de les NOF són cobertes amb finançament bancari a curt termini.

No obstant això, és cert que aquesta situació posa a l'empresa en una terra financera hostil caracteritzada per la dependència de les entitats financeres i la seva supervivència està condicionada a la renovació de les fonts al venciment, en aquest cas de la pòlissa de crèdit.

Situació 3 (FMNec < FM)

En termes de solvència aquesta és la millor de totes. L'FMNec (o NOF) continua sent de 300.000 euros i l'FM puja a 500 mil euros. Els fons propis (patrimoni net) no únicament permeten cobrir l'FMNec, sinó que a més permeten

realitzar inversions financeres a fi de rendibilitzar la liquiditat "sobrant". En aquest cas el director financer pot dormir com un nen atès que la seva tasca serà molt més plàcida que en el cas anterior. Aquesta se centrarà en rendibilitzar l'excedent, aparcant les sempre dures negociacions amb els bancs per a l'obtenció i/o la renovació de finançament.

Actiu a 31/12/20XX		Passiu i PN a 31/12/20XX	
Actiu no corrent	2.000	Patrimoni net	2.500
Existències	100		
Clients	300		
Inversions financeres a curt	200		
Tresoreria	100	Proveïdors	200
Actiu corrent	700	Passiu corrent	200
Total actiu	2.700	Total passiu i PN	2.700

2. El cicle a llarg termini

El cicle a llarg termini comprèn l'adquisició de béns de l'actiu immobilitzat, el seu consum gradual i, simultàniament, la recuperació del capital invertit mitjançant l'amortització econòmica (AEC).

A diferència dels béns de l'actiu corrent, els béns de l'actiu immobilitzat romanen a l'empresa un llarg període de temps. És financerament desitjable que en acabar la seva participació en el procés productiu (vida útil) l'empresa hagi recuperat la totalitat de recursos –capital– que en el seu moment es van destinar a la seva adquisició. Aquest propòsit s'aconsegueix mitjançant l'amortització econòmica. Vegem com funciona aquest mecanisme i les implicacions que té.

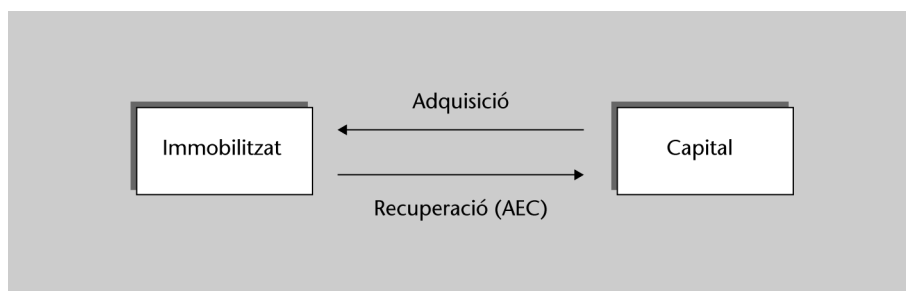
La raó de l'existència de l'amortització econòmica rau en la diferència entre cost i despesa que afecta l'immobilitzat, ja que la despesa es produeix en el mateix moment de la seva adquisició però el consum –i per tant el cost– es difereix en els períodes posteriors. Aquest cost queda reflectit en el compte d'explotació a través de l'amortització econòmica. D'aquesta manera, direm que sota el vessant econòmic les amortitzacions tenen per objectiu, entre d'altres, quantificar el consum de l'immobilitzat i incorporar-lo al valor del producte.

La recuperació de la inversió en immobilitzat es materialitza en el moment en què es produeix la venda dels productes o, millor dit, en el moment en què es cobren. Així, el preu de venda dels productes que comercialitza l'empresa incorpora el cost dels béns de l'immobilitzat que han participat en la producció d'aquell bé i quan es produeix la venda i cobrament posterior recuperem una part d'aquella inversió. Fixeu-vos que la quantitat de recursos que recuperem està determinat pel criteri d'amortització triat.

Mitjançant el vessant financer de l'amortització econòmica podem construir (i tancar) el cicle financer a llarg termini o cicle inversió-amortització (diners-béns-diners).

Funció financer de l'amortització econòmica

La funció financer de l'amortització econòmica permet transformar l'actiu immobilitzat en mitjans líquids i tanca, d'aquesta manera, el cicle a llarg termini.



Un exemple ens pot il·lustrar el que s'ha comentat fins aquí. El Sr. Antoni que està de vacances compra cada dia el seu diari esportiu favorit. Vol conèixer els fitxatges d'última hora. El preu del diari és d'1,20 euros. Un dia prenent el sol a la platja es pregunta: què estic pagant amb l'euro i vint que em costa el diari? Una mica de comptabilitat el porta al següent escandall, expressat en cèntims d'euro i suposant que 20 cèntims se'ls emporta el quiosc de la platja. La següent anàlisi és aplicable a qualsevol empresa. Si el preu de venda no és 100, les ràtios verticals del compte de resultats ens permeten arribar a la mateixa conclusió.

Escandall del preu del diari d'1 euro	Cèntims d'euro
Preu de venda	100
Cost materials, paper i tinta	30
Marge brut	70
Sous	30
Altres despeses	10
EBITDA	30
Amortitzacions	10
Impost beneficis	10
Benefici	10

Quan comprem i paguem qualsevol bé o servei, estem pagant tots i cada un dels conceptes desglossats amunt. En aquest cas concret, el Sr. Antoni està pagant 10 cèntims en concepte d'amortització de les màquines rotatives, instal·lacions, etc. Dit d'una altra manera, per cada diari venut es recuperen 10 cèntims del capital que va permetre l'adquisició dels béns de l'actiu no corrent o immobilitzat.

Un altre exemple pot ajudar el lector a completar la comprensió de la funció financera de les amortitzacions: la vaca alegre.

Un ramader recentment ha comprat una vaca. El valor de compra ha estat de 5.000 euros. La vaca té una vida estimada de 5 anys. A l'any proporcionarà al seu propietari 1.000 litres de llet, cada vegada que dóna un litre de llet la vaca somriu (d'aquí el seu nom). Els ingressos previstos anuals són de 1.000 euros: suposem que el preu de venda futur d'un litre de llet és d'1 euro. D'altra banda, la vaca no menja (només riu), per tant no genera cap despesa addicional.

El primer any (i si no s'alteren les previsions, els restants quatre anys de vida) els ingressos són de 1.000 €. Aquests mil euros permeten recuperar el capital invertit (amortització). Al final dels cinc anys el ramader haurà recuperat la seva inversió, i no haurà generat cap benefici pel camí. El compte de resultats anual del ramader és el següent:

La vaca alegre	Euros
Vendes	1.000
Cost vendes	0
Marge brut	1.000
Sous	0
Altres despeses	0
EBITDA	1.000
Amortitzacions de la vaca	1.000
Impost beneficis	0
Benefici	0

En aquest cas, els EBITDA generats es destinen íntegrament a recuperar la inversió (5.000 €).

Com que els béns s'amortitzen durant la seva vida útil, la recuperació del capital invertit es fa a mesura que els amortitzem i d'acord amb el criteri d'amortització escollit. Si volem mantenir la salut financera de la nostra empresa, el venciment de la font de finançament ha de ser igual a la durada de la inversió (vida útil). Si el venciment és anterior, podem posar en perill la solvència empresarial. Per tant, podem afirmar que inversions a llarg termini han de ser finançades amb fonts de finançament també a llarg termini.

3. El finançament intern (FI) o autofinançament

A diferència de qualsevol altra font de finançament, el finançament intern o autofinançament el constitueixen recursos que genera la mateixa empresa arran de la seva activitat i que no provenen de l'exterior (préstecs, crèdits i, fins i tot, ampliacions de capital són fonts externes).

El finançament intern es compon de les amortitzacions i els beneficis retinguts.

En primer lloc, veurem com es generen aquests recursos, per després analitzar-los amb detall separatament. Comencem pel primer punt.

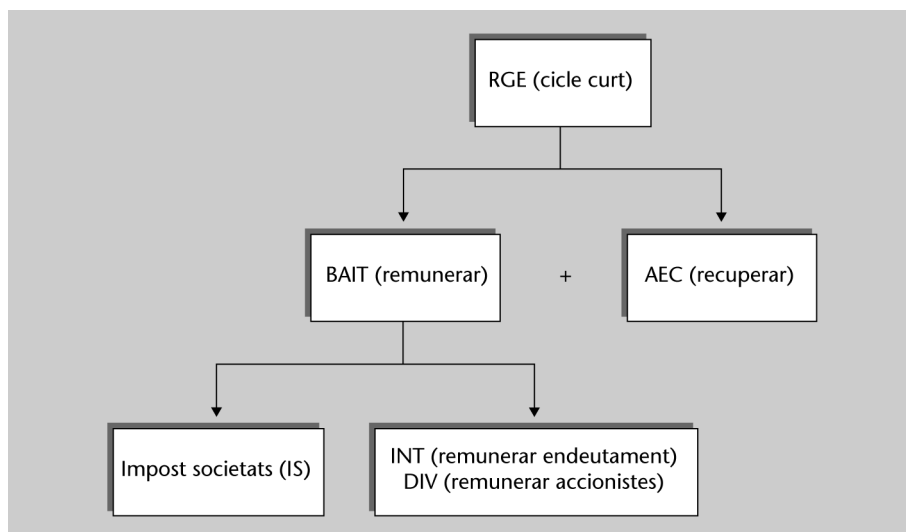
Per fer-ho cal partir de l'estructura d'un compte de resultats habitual i amb la qual treballarem com és la següent:

Ingressos d'explotació	ING
Despeses d'explotació	-DE
Recursos generats d'explotació	= RGE
Amortitzacions	-AEC
Benefici abans d'interessos i impostos	= BAIT
Despeses financeres	-INT
Benefici abans d'impostos	= BAT
Impost de societats	-IS
Benefici net	BN

Recordem que el cicle a curt termini proporciona un excedent financer: els RGE que es destinen a la recuperació dels capitals invertits gràcies a l'AEC i a la seva remuneració a través del BAIT. Efectivament, el BAIT ens permet remunerar els capitals aliens mitjançant els interessos (INT), pagar impostos (l'impost de societats) i obtenir el benefici net (BN) i, amb aquest benefici, remunerar els capitals propis via dividendes (DIV). D'aquesta manera complim totes les obligacions financeres: pagar els nostres proveïdors i creditors, i remunerar i tornar (via amortitzacions financeres) les fonts de finançament satisfactòriament. Analíticament, podem resumir-ho de la manera següent:

$$\text{RGE} = \text{BAIT} + \text{AEC}$$

El gràfic següent potser ens ajuda a entendre una mica més el que acabem d'apuntar:



Quins recursos queden a l'empresa una vegada remunerem el capital i que anomenem FI?

$$FI = BAIT + AEC - INT - IS - DIV = (BN - DIV) + AEC$$

Hem localitzat el benefici net: $BN = BAIT - INT - IS$ i agrupant termes s'obté fàcilment l'expressió del FI.

En l'exemple del diari, el finançament intern seria igual a 20 cèntims per euro de venda (suposant que no es paguen dividendes):

$$FI = BN + AEC = 10 + 10 = 20$$

Efectivament, amb l'euro que cobra l'empresa al Sr. Pérez pel diari li permet pagar totes les despeses i impostos i li queden 20 cèntims: 10 cèntims de benefici i 10 cèntims que permeten recuperar el capital invertit en immobilitzat (màquines i instal·lacions).

3.1. Les amortitzacions (AEC)

L'AEC, com a part del finançament intern, representa un origen de fons que, com hem vist, permet completar el cicle a llarg termini recuperant el capital invertit. Vegem tot seguit quina és l'aplicació més adequada que podem donar a aquests recursos. Per fer-ho, considerem dues situacions diferents: la primera, quan els béns de l'immobilitzat són finançats amb endeutament o capital aliè i la segona, quan els actius són adquirits mitjançant capital propi.

AEC i endeutament

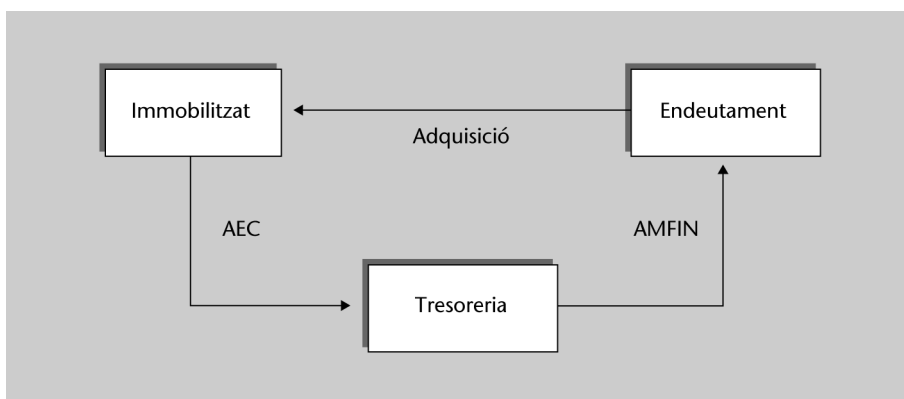
Ja hem vist que l'AEC es tradueix en la recuperació de les inversions fetes en immobilitzat. Quan els béns han estat finançats amb endeutament, aquesta

font exigeix la devolució parcial del capital, amb la qual cosa s'origina l'amortització financera (AMFIN), de manera que els recursos originats via AEC s'han de destinar a aquesta finalitat.

És convenient distingir amb claredat el significat diferent que presenten les amortitzacions econòmica i financera.

L'AEC permet recuperar inversions fetes en immobilitzat, mentre que l'amortització financera consisteix en la devolució a les fonts de finançament d'un capital que anteriorment havien aportat.

L'AEC és, doncs, un origen de fons i l'AMFIN, una aplicació de fons.



Fixeu-vos, d'altra banda, que per tal de mantenir un cert equilibri financer hem d'imposar la condició $AEC = AMFIN$ durant la vida de la inversió (i de la font de finançament, és clar). En cas contrari, podríem provocar una situació de malbaratament de recursos ($AEC > AMFIN$). En aquesta situació estaríem finançant un bé de vida útil inferior al venciment de la font. Al contrari, en una situació en què $AEC < AMFIN$, es fa necessari l'ús d'una altra font de finançament per a cobrir la diferència ($AMFIN - AEC$). Una conclusió important d'imposar la condició $AEC > AMFIN$ és que la vida de tota inversió ha de ser igual a la vida (venciment) de la font que la finança.

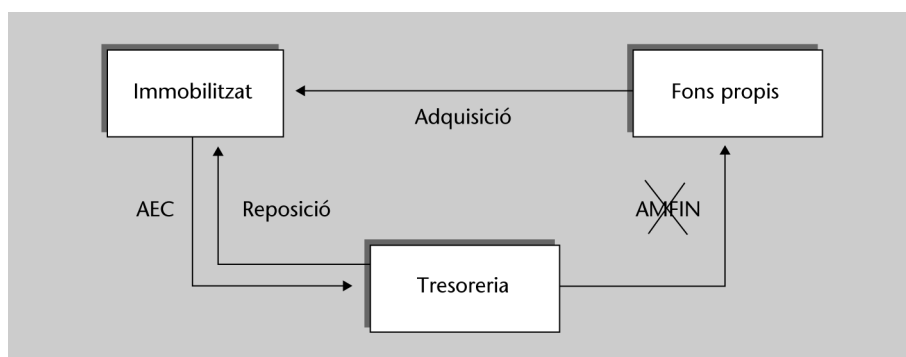
Amb un exemple potser es veu més clar.

Suposem que adquirim una màquina per valor de 1.000 amb una vida útil de 10 anys i l'amortitzem linealment. La quota d'amortització anual és de 100. Segons el que hem apuntat abans, hem de finançar-la amb un préstec a 10 anys i l'amortització del préstec anual també haurà de ser de 100. Si seguim aquest camí, la liquiditat que genera la màquina via amortització econòmica (100) es destina a la devolució del préstec (també de 100), de manera que cada any fem les paus. Suposem ara que demanem un préstec a 20 anys. La màquina la continuem amortitzant a raó de 100 anual i del préstec en tornem només 50 ($AEC > AMFIN$). Anualment ens queden al calaix 50, que els podríem tornar al banc i estalviar-nos els interessos. La darrera opció és demanar un préstec a 5 anys. Estem en el cas en què la màquina ens genera 100 i hem de tornar del préstec 200 cada any. Tenim un dèficit de 100! No passa res si emprem una altra font de finançament. Podem fer ús, per exemple, dels diners que obté l'empresa dels beneficis (si és que en genera), però hem d'anar amb compte amb aquesta opció, ja

que a l'hora de pagar dividendes tindrem el calaix buit. En qualsevol cas, les empreses s'han de guiar per plans, que han d'incloure, a curt termini, un pressupost de tresoreria acurat en què es reflecteixi la previsió de cobraments i pagaments anuals, i en què no es pot deixar, en cap cas, cap ovella sense parella.

AEC i fons propis

Què podem dir quan es tracta d'inversions en immobilitzat finançades amb fons propis? El finançament propi, per la seva pròpia naturalesa, exclou les amortitzacions financeres, però obliga a fer noves inversions. És a dir, si els accionistes volen donar continuïtat a l'empresa, aquests recursos s'han de destinar a la reposició dels béns amortitzats, cosa que dóna lloc a l'anomenat *finançament per manteniment*, ja que l'objectiu darrer és mantenir la capacitat productiva de l'empresa.



Cal remarcar que quan els béns de l'actiu fix han estat finançats amb capital propi, l'amortització econòmica passa a ser una font transitòria de finançament ja que fins que no es produeix la renovació de l'immobilitzat (acabi la seva vida útil) l'empresa va disposant (a mesura que amortitza) d'uns recursos. En aquest punt, mirarem de respondre la qüestió següent: quines són les aplicacions més adequades d'aquesta font mentre no arribi el moment de la renovació? La resposta *a priori* és immediata: la millor aplicació que li podem donar, si no volem posar en perill la capacitat productiva futura de l'empresa, és en inversions en actiu corrent, que són les que presenten més liquiditat (de fet, la millor opció seria en tresoreria i, si volem evitar l'erosió de la inflació, en inversions financeres temporals).

Molt sovint, però, aquesta font transitòria de finançament es destina a inversions en immobilitzat sense posar en perill la renovació de les inversions primitives, tot fent ús, a la vegada, d'un fenomen conegut com l'efecte expansiu de l'AEC o efecte Ruchti-Lohman. Un exemple concret d'aquest efecte és el següent: suposem una empresa que any rere any inverteix en immobilitzat una quantia igual a X , la vida de cadascun d'aquests actius és de n períodes, de manera que al final del període n el valor total brut de l'immobilitzat és de nX . La quota d'amortització (considerant una amortització lineal) és de X , justament la xifra necessària per a renovar l'equip adquirit el primer any. En conseqüència, si totes les quotes anteriors s'han aplicat a finançar nou immobilitzat, no s'origina cap problema de liquiditat ni de renovació. Observeu, d'altra banda, que a partir d'aquest moment

s'entra en una situació estacionària, ja que n'hi ha prou amb la quota d'amortització de cada any per a renovar la part de l'immobilitzat que cal retirar.

Vegem-ne un exemple.

Per simular una situació necessitem establir dos paràmetres: $n = 5$ i $X = 1.000$. Tindrem la situació següent per a sis períodes (a partir del sisè totes les masses romanen constants):

Any	1	2	3	4	5	6
Compra	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
Saldo brut	1.000	2.000	3.000	4.000	5.000	5.000
Amortització	200	400	600	800	1.000	1.000
A. acumulada	200	600	1.200	2.000	3.000	3.000

El capital alliberat o amortització acumulada en el moment n seguint el procés acumulatiu és igual a:

$$\frac{X}{n}(n + (n-1) + (n-2) + (n-3) \dots + 1) = \frac{X}{n} \left(\frac{n+1}{2} n \right) = X \left(\frac{n+1}{2} \right)$$

En el nostre exemple, és fàcil comprovar que partint de $X = 1.000$ i $n = 5$, se n'obté 3.000, com era d'esperar. L'efecte expansiu es genera reinvertint (ampliant, ja que no ens cal reposar) l'any 5 o durant els anteriors els recursos procedents de l'amortització, en concret en podem emprar 2.000 sense risc ni perill: només en necessitem 1.000 per a renovar l'equip inicial al final de l'any 5. L'any 6 tampoc no ens hem de preocupar perquè l'amortització és la necessària per a reposar l'equip adquirit l'any 2, i així successivament.

Perquè aquest efecte pugui tenir els resultats que volem, òbviament s'han de complir una sèrie de requisits implícits, entre d'altres:

- L'empresa ha d'estar en fase de creixement: les noves incorporacions d'immobilitzat han de ser productives (i rendibles).
- L'immobilitzat ha de presentar un cert grau de "divisibilitat". L'increment de capacitat productiva es pot aconseguir adquirint noves unitats.
- En l'equip productiu que es vol renovar no hi ha d'haver inflació, tot i que podem reduir l'efecte advers mitjançant la rendibilitat (que esperem que sigui superior a la inflació) que s'obté dels recursos a mesura que amortitzem.

3.2. Els beneficis retinguts

Els recursos financers que es generen amb els beneficis i que no es reparteixen als accionistes en forma de dividendes i que comptablement incrementen les reserves de l'empresa és la segona font de finançament interna (BN – DIV). Les

aplicacions recomanades d'aquests recursos són dues: incrementar l'immobilitzat (noves inversions) i/o reduir l'endeutament.

A diferència dels recursos generats per l'AEC, els recursos procedents dels beneficis retinguts són lliures, en el sentit que no s'han d'aplicar a la renovació de l'immobilitzat per tal de mantenir la capacitat productiva. Aquest fet permet que sigui una font de finançament idònia per a finançar el creixement de l'empresa (noves inversions que n'augmentin la capacitat productiva): és per aquest motiu que se l'ha anomenat *autofinançament per a l'enriquiment o per al creixement*. Cal apuntar que, lògicament, en cas d'expansió bona part d'aquests recursos es poden destinar a finançar part del cicle a curt termini i, per tant, poden passar a formar part del fons de maniobra.

Com que són recursos "lliures", també es poden destinar a reduir l'endeutament. Aquesta és una pràctica molt emprada per les nostres pimes: quan les coses van bé (es generen beneficis) la pòlissa de crèdit s'empra menys. Això atorga a l'empresa més solvència i com que es redueix la ràtio d'endeutament pot facilitar el finançament d'inversions futures amb recursos aliens (nou endeutament).

A mode de conclusió, apuntem algunes reflexions sobre el finançament intern:

- És una font de finançament molt important per a les pimes, sobretot si considerem la dificultat d'accés que tenen aquestes empreses als mercats de capitals i a l'endeutament en les mateixes condicions que les grans empreses.
- És una font de finançament que no presenta cost explícit –per exemple, no genera pagament d'interessos–, a diferència de l'endeutament. Cal ser cautes, però, ja que si bé no té cost explícit, cal valorar i tenir molt present el seu cost d'oportunitat. Dediquem tot un mòdul sencer al cost de les diferents fonts de finançament.
- En ser una font de finançament d'accés fàcil, sobretot quan es generen beneficis, es corre el perill d'aplicar-la a inversions poc rendibles. En aquest cas, millor repartir dividendes i/o guardar els calerons per al futur.
- Per acabar, cal apuntar que el FI (finançament intern) genera dos efectes beneficiosos per a l'empresa: li atorga una capacitat de creixement més gran i, d'altra banda, una liquiditat també més gran, sobretot si els recursos es destinen a finançar el curt termini.



Vegeu el mòdul "Cost de capital de les diferents fonts de finançament".

4. Fonts de finançament bancàries

El finançament bancari, amb totes les seves modalitats i productes, constitueix una font primordial i necessària per a les empreses i, sobretot, per a les nostres microempreses i pimes. Vegem quines són les característiques dels productes més usuals, tant per a cobrir necessitats a curt termini com a llarg termini.

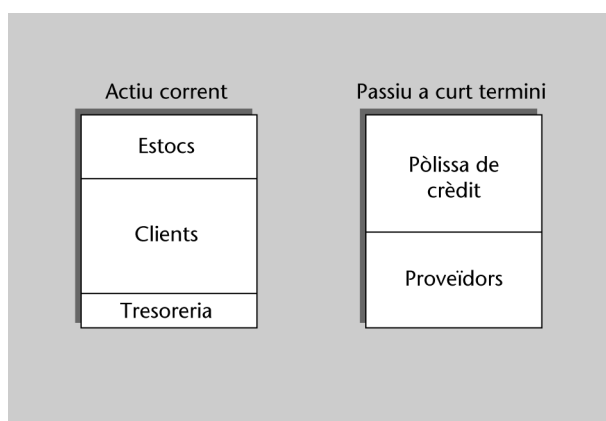
4.1. Productes de finançament a curt termini

La pòlissa de crèdit

El crèdit és una operació financera per la qual una entitat financera atorga a l'empresa el dret a endeutar-se fins a una determinada quantitat durant un període de temps fixat.

L'entitat posa a disposició de l'empresa certa quantitat de diners, de la qual podrà disposar fins a un cert límit, de manera que només es pagaran els interessos per les quantitats efectivament disposades i no per la totalitat del crèdit concedit. La pòlissa de crèdit s'articula mitjançant un compte corrent (de crèdit).

Els crèdits són un instrument financer adequat per a cobrir les necessitats de fons a curt termini (el venciment dels crèdits acostuma a ser entre sis mesos i dos anys). Ateses les característiques dels crèdits, s'empren per a finançar part del cicle a curt termini o cicle d'explotació: una part de la inversió en actiu corrent és finançada pels proveïdors quan atorguen a l'empresa la possibilitat d'endarrerir el pagament de les compres, la resta de la inversió a curt termini es pot finançar mitjançant la pòlissa de crèdit (tot i que, és clar, sempre hi pot haver altres alternatives de finançament, com són els recursos propis). Gràficament:



Costos d'un crèdit

Els costos habituals d'un crèdit són la comissió d'estudi (entre 0,10% i 0,50%); la comissió d'obertura (entre 0,15% i 1%); l'amortització anticipada (entre 0% i 2%); la comissió de saldo mitjà no disposat (entre 0,10% i 0,25% trimestral); la comissió de renovació (entre 0,15% i 1%) i, finalment, hem de comptar el cost d'intervenció de fedatari públic, que varia segons l'import del crèdit.

Cal diferenciar el contracte de crèdit del de préstec, ja que presenten moltes diferències, entre d'altres:

- En el préstec es lliura la totalitat del diner en el moment de la signatura del contracte, mentre que en el contracte de crèdit es posen a disposició fons fins al límit concedit i per a un temps determinat.
- En el crèdit hi ha la possibilitat de reutilitzar els fons: a mesura que es va tornant el capital se'n pot tornar a disposar en el futur. En el préstec no es permet aquesta possibilitat.
- El crèdit és una font de finançament més flexible, ja que, d'una banda, s'adapta millor a les necessitats de finançament i permet pagar interessos únicament pels fons disposats i, d'altra banda, és renovable (renegociable) al venciment.
- El préstec se sol sol·licitar per a una determinada finalitat (habitualment per a finançar l'adquisició de béns actius a llarg termini), mentre que el crèdit s'aplica a una finalitat genèrica, finançar la manca de liquiditat que genera el cicle d'explotació.

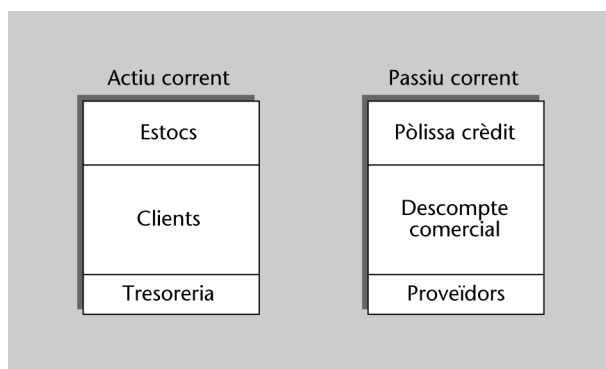
El descompte comercial

En el descompte comercial l'entitat financera anticipa l'import del crèdit atorgat a un client instrumentat mitjançant efectes comercials o mercantils (lletres de canvi, pagarés o rebuts negociables) a canvi de la cessió del cobrament i d'un determinat cost.

El descompte permet cobrar les vendes abans que n'arribi el venciment. És, doncs, una font a curt termini que, igual que la pòlissa de crèdit, s'aplica a finançar el cicle d'explotació. A diferència, però, de la pòlissa, que té una aplicació genèrica, el descompte comercial finança els saldos de clients. Així, gràficament (l'exemple correspon a una empresa que descompta la totalitat dels crèdits a clients just en el moment en què es generen):

Pimes

El descompte comercial és una font de finançament molt emprada per la majoria de pimes, bàsicament per la facilitat d'accés i d'ús. A més a més, és un instrument financer car respecte d'altres de similars, d'una banda, perquè els interessos són més alts i, d'altra banda, perquè cal afegir el cost del timbrat dels efectes (l'impost sobre transmissions patrimonials i actes jurídics documentats).



Per descomptar efectes en una entitat financera prèviament cal formalitzar, mitjançant contracte, una línia de descompte que recull les condicions particulars, entre d'altres, el límit de descompte, el tipus d'interès i altres costos associats com les comissions d'obertura, d'impagats, garanties, etc.

Facturatge

Moltes empreses fan ús del facturatge com una font de finançament, atès que aquesta qualitat és un servei més dels que proporciona el factor. Vegem en què consisteix aquest instrument financer.

El facturatge, o *factoring* en anglès, és un contracte pel qual una empresa (cedent) transfereix els crèdits comercials (factures pendents de cobrament) dels seus clients a una entitat financera (factor) perquè s'encarregui de la gestió de cobrament al seu venciment.

Pot incloure alguns dels serveis següents o tots:

- 1) Finançament: l'empresa pot rebre bestretes dels crèdits cedits. En aquest cas, i a diferència del descompte comercial, no s'obté el 100% de la factura. Entre el 10% i el 20% es destina a crear un fons de garantia. El tipus d'interès de descompte sol ser superior al del descompte comercial.
- 2) Administració i control dels comptes de clients: a la vegada procura informació de factures cobrades, saldo pendent de cobrament, incidències, etc.
- 3) Anàlisi de la solvència dels deutors, amb l'assignació d'una línia de risc per a cada un d'ells.
- 4) Gestió del cobrament de les factures cedides, en què es respecten els mitjans de pagament acordats.
- 5) Cobertura del risc d'impagament com a conseqüència de la insolvència dels clients del cedent.

Segons la cobertura del risc d'insolvència, diferenciem dos tipus de contracte de facturatge:

- 1) Facturatge amb recurs: la cessió porta implícita una venda del crèdit condicionada a la bona fi de l'operació. Això vol dir que si al venciment el deutor no paga, el factor torna el rebut a l'empresa i li cobra el nominal. La mecànica és similar a la del descompte bancari.
- 2) Facturatge sense recurs: es tracta d'una venda pura i simple del crèdit, en la qual l'entitat de facturatge assumeix totalment o parcialment el risc d'insolvència del deutor contra qui ha d'actuar judicialment si no paga al venciment, sense cap mena de responsabilitat cap a l'empresa.

Ateses les característiques del facturatge, aquest instrument és especialment recomanable:

- 1) per a empreses que tinguin una estructura reduïda, pel fet que s'estalvia les despeses pròpies de la gestió i control dels comptes per cobrar;
- 2) per a pimes exportadores, pel fet que, d'una banda, facilita la gestió de cobrament i, d'altra banda, proporciona informació de clients estrangers.

Confirmació

El desenvolupament de la banca electrònica i en general de les noves tecnologies ha possibilitat la creació d'un nou producte bancari, que és la confirmació (*confirming* en anglès) o gestió dels pagaments a proveïdors de l'empresa.

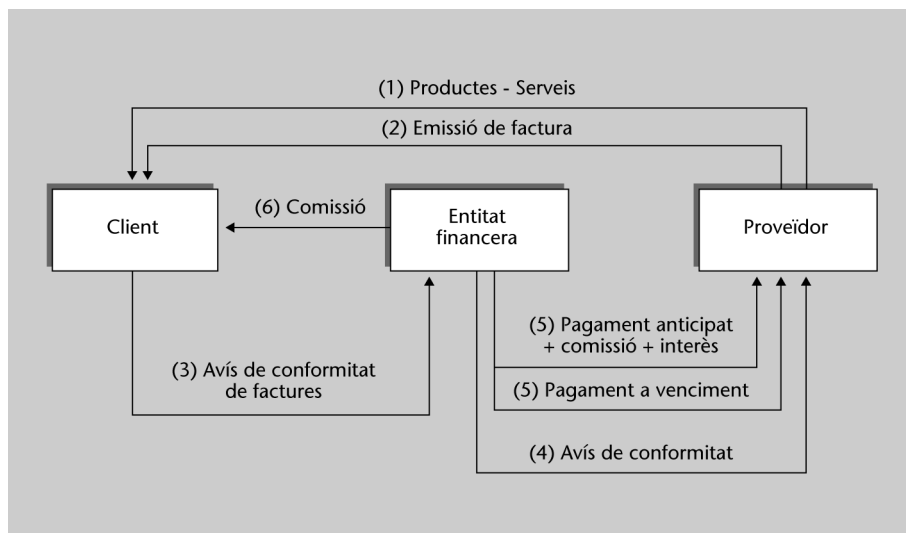
Aquest producte rep a la pràctica diversos noms, com *confirmació*, *sistema de pagaments a proveïdors*, *sistema de gestió integral de pagaments...*, i és una evolució del procés de cessió a la banca de l'emissió de pagarés per part de les empreses. L'evolució del sistema de pagaments ha estat la següent a grans trets: inicialment, els (petits) proveïdors de grans empreses descomptaven els crèdits mitjançant efectes i lletres. La iniciativa de cobrament va canviar amb la banca electrònica i, en concret, amb l'emissió de pagarés per part de la gran empresa amb el suport de l'entitat financera col·laboradora. Els pagarés van solucionar molts problemes i van millorar la gestió de pagament/cobrament tant de les grans empreses com dels seus proveïdors, però no aportaven cap mena de negoci addicional al banc col·laborador, ja que els (petits) proveïdors descomptaven els pagarés en els bancs que triaven (els bancs dels quals eren clients). La forma per la qual tots els crèdits poden ser descomptats en el banc col·laborador és mitjançant la confirmació. Efectivament, aquest banc rep la confirmació de la gran empresa que en el futur pagarà una determinada quantitat als seus proveïdors i, d'altra banda, es posa en contacte amb els proveïdors per informar-los del compromís de pagament futur i, el més important, oferir-los la possibilitat d'anticipar el crèdit immediatament per mitjà de la transferència al compte que ells designin. D'aquesta manera, a l'entitat financera no se li escapa ni un euro de negoci i les tres parts vinculades en la gestió hi surten guanyant. Un punt clau en tot el procés rau en el fet que la comunicació entre totes les parts es fa o bé telefònicament, o bé electrònicament per Internet (no es posa res al correu ordinari); per tant, es genera poc paper pel camí, amb l'estalvi de temps i de costos consegüent.

Podem definir la confirmació com un servei bancari que consisteix a gestionar els pagaments d'una empresa client de l'entitat financera als seus proveïdors amb la particularitat que a aquests proveïdors se'ls ofereix la possibilitat de cobrar les factures abans de la data de venciment.

El procés de la confirmació comença amb la venda d'un producte o servei al client (1). Un cop feta la venda, el proveïdor factura al client d'acord amb els preus pactats (2). A continuació, el client conforma internament les factures rebudes, les comptabilitza i comunica a l'entitat financera, per mitjans informàtics, la conformitat d'aquestes factures i el dia que hauran de ser pagades, és a dir, el venciment (3). L'entitat financera, per la seva part, processa la informació i emet un avís de conformitat dirigit al proveïdor, en què l'informa del fet que les seves factures han estat conformades pel client, del dia del pagament i de la possibilitat que li ofereix l'entitat financera de cobrar anticipadament (4). Si el proveïdor sol·licita el cobrament anticipat, rep el mateix dia, per transferència bancària, l'import de les factures menys la deducció corresponent dels costos financers. Si el proveïdor no sol·licita el cobrament anticipat, el dia del venciment rep el cobrament de les factures sense cap deducció per transferència bancària o a través d'una carta amb xec (5). Si l'operació és d'un volum important, l'entitat financera pot cedir al client una comissió sobre els pagaments anticipats fets als proveïdors (6).

Totes aquestes operacions es fan amb el banc com a intermediari, que és qui rep i dona els diners i paga per la inversió (si el client aporta "anticipadament els diners") o cobra pel finançament (si el client retarda el pagament o el proveïdor avança el cobrament). Qualsevol operació que client o proveïdor pactin amb el banc no afecta l'altra part: si el client necessita retardar el pagament del deute és el banc qui finança, però no afecta el proveïdor, que cobra puntualment quan li toca.

Esquema del funcionament de la confirmació



La confirmació s'està imposant com a instrument idoni per a la gestió i pagament als proveïdors, ja que presenta avantatges per als tres ens que hi intervenen.

Per a l'empresa client representa alleugerir les tasques administratives de gestió de cobrament, ja que únicament ha de comunicar a l'entitat financera la

relació de factures que s'han de pagar i la data de venciment. També representa un avantatge el fet que la iniciativa de pagament la porta sempre el client, a diferència de mitjans de pagament com les lletres, els rebuts o la transferència bancària, en què la iniciativa la porta el proveïdor.

Per la seva part, els proveïdors poden disposar d'una font de finançament més barata que el descompte comercial, ja que no hi ha risc d'impagament. En cas d'insolvència, el banc únicament pot reclamar al client. És per aquest motiu que en el cas que el proveïdor demani la bestreta per l'import total del crèdit, pot donar de baixa la factura en el balanç, cosa que no passa amb el descompte comercial.

Finalment, l'entitat financera pot captar negoci addicional si incorpora com a nou client el proveïdor de l'operació.

Forfetatge i crèdit documentari

El **forfetatge** (o *forfaiting* en anglès) consisteix en el fet que una empresa exportadora ven sense recurs a una entitat financera un efecte financer (lletra de canvi, pagaré) garantit per una altra entitat. D'aquesta manera, l'empresa cobra un import inferior al nominal de l'efecte i s'allibera del risc d'impagament, ja que es tracta d'una venda sense recurs. És a dir, l'entitat financera que compra el crèdit renuncia de manera explícita a reclamar res a l'empresa exportadora en cas que, per qualsevol motiu, no es pugui fer efectiu el deute del creditor. Per aquest motiu el forfetatge és especialment útil en operacions de comerç internacional per tal de cobrir el risc polític que hi pugui haver, especialment en països inestables, i també els riscos de tipus de canvi d'interès.

Generalment s'aplica a exportacions de béns d'equip, tot i que es pot aplicar a algun altre tipus d'exportacions. Cal tenir en compte que la predisposició per a acceptar un forfetatge per part del banc no és la mateixa en el cas d'una mercaderia perible que en el cas d'un bé d'equip, atès que el banc també accepta el risc comercial de l'operació.

El **crèdit documentari** s'utilitza per a minimitzar els riscos, tant per al venedor (risc de cobrament) com per al comprador (quantitat i qualitat de la mercaderia, terminis de lliurament, etc.). Per aquest motiu és un mitjà de pagament molt utilitzat en comerç exterior, tant en els casos en què hi ha desconfiança entre comprador i venedor com, especialment, quan es tracta d'exportacions a països de risc per la seva dubtosa solvència.

El crèdit documentari permet garantir que tant el comprador com el venedor compliran la seva part del contracte de compravenda. Una vegada comprador i venedor es posen d'acord en els detalls de la transacció, el comprador sol·licita al seu banc (banc emissor) l'obertura d'un crèdit documentari per al pagament de l'operació.

Amb l'obertura mateixa del crèdit documentari, el banc emissor proporciona la seva garantia de pagament irrevocable al venedor, sempre que aquest aporti els documents establerts en les condicions del crèdit.

D'aquesta manera el comprador té la garantia que el venedor, per poder cobrar, haurà de presentar en els terminis acordats els documents que acrediten que ha complert la seva part de la transacció (quantitat i qualitat de la mercaderia, data màxima d'enviament, assegurances, etc.) segons s'estableix en les condicions del crèdit. Com que es tracta d'un mitjà de pagament que incorpora una garantia bancària, el crèdit documentari facilita al comprador finançar la compra de la mercaderia en condicions favorables (si més no, s'estalvia els costos i el temps de sol·licitud), i al venedor, en cas que el crèdit documentari estableixi el pagament ajornat, li permet finançar-se amb la garantia del cobrament i en condicions favorables.

4.2. Productes de finançament a llarg termini

Préstecs

La font de finançament amb més acceptació per a finançar inversions a llarg termini és el préstec, en totes les seves modalitats.

El préstec és un instrument de finançament pel qual una entitat financera lliura una quantitat fixa de diners tot d'una a l'inici de l'operació a una empresa, i l'empresa adquireix l'obligació d'atendre el pagament periòdic tant dels interessos com del principal, segons el quadre d'amortització acordat contractualment.

L'empresa pot disposar de fons a mitjà i a llarg termini per a dur a terme inversions en actius a llarg termini, com ara compres d'immobilitzat (maquinària, instal·lacions...), necessitats fixes de capital (inici o ampliacions de negocis, noves activitats...) i inversions a llarg termini o permanents (immobles, refinançament a llarg termini) que permetin generar rendiments superiors al cost efectiu del préstec.

D'altra banda, les quotes periòdiques que incorporen tant interessos com devolució del principal drenen liquiditat a l'empresa i s'han de tenir en compte a l'hora d'elaborar els pressupostos de tresoreria tant a curt termini com a llarg termini. De vegades, en negocis incipients, és convenient demanar un període inicial de carència de l'amortització del principal, durant el qual tan sols es paguen interessos.

La durada dels préstecs depèn en gran manera de la vida útil del bé objecte o de la inversió a la qual es destini, tot i que no és habitual que hi hagi préstecs

superiors a 15 anys (excepte els hipotecaris que veurem més endavant). El tipus d'interès aplicable (fix o variable) depèn de molts factors, com són la durada del préstec, el principal de l'operació a què s'aplica, les garanties i els avals, etc.

Tot seguit, comentem tres modalitats de préstec que han proliferat darrerament gràcies als avantatges que tenen. Són els préstecs amb garantia hipotecària, els participatius i els sindicats.

El **préstec amb garantia hipotecària** és aquell que es concedeix amb l'aportació d'una garantia real d'hipoteca sobre els béns immobles, propietat de l'empresa que demana el préstec o d'un tercer (accionista o propietari de l'empresa). Els contractes de préstec amb garantia hipotecària es formalitzen mitjançant escriptura pública atorgada notarialment i s'inscriuen al Registre de la Propietat. Els préstecs amb garantia hipotecària es poden utilitzar per a finançar l'adquisició d'immobles industrials o comercials, però també es poden destinar a finançar altres tipus d'actius (com maquinària) o inversions (inici o ampliació de negoci, noves activitats) i fins i tot refinançaments. Tot i que els préstecs amb garantia hipotecària gaudeixen de tipus d'interès més baixos per la reducció del risc gràcies a la garantia real, les despeses que comporten són superiors, atès que les formalitats per a obtenir-los són més estrictes (taxacions, notaris, registre, cancel·lació...).

Les referències de tipus d'interès utilitzades en préstecs amb garantia hipotecària són les següents: tipus interbancari, normalment a 12 mesos (Euribor) i l'índex de referència dels préstecs hipotecaris (IRPH).

En els darrers anys han aparegut diversos mitjans de finançament alternatius com a resposta a les limitacions que suporten les pimes per a accedir al mercat de capitals, entre les quals hi ha el préstec participatiu, dirigit a potenciar el desenvolupament i l'expansió d'aquestes empreses.

Es tracta d'un instrument financer, diferent del préstec tradicional, a mig camí entre els recursos propis i el finançament aliè: el préstec participatiu és considerat capital amb caràcter general excepte en ordre de prelació de crèdits, on se situa després dels creditors comuns (just abans dels socis). Als efectes de solvència de l'empresa, aquests préstecs formen part dels fons propis, fet que permet incrementar la capacitat d'endeutament de l'empresa i no comporta cap dilució de l'estructura de propietat de la societat.

És una font de finançament dissenyada per a empreses amb projectes d'inversió amb viabilitat econòmica i tècnica, i amb un pla de negoci desenvolupat i coherent.

Els interessos que s'han de pagar es componen de dos trams en funció del benefici anual: un d'immobilitzat i un de variable. Al començament de l'opera-

ció, el cost del préstec participatiu és normalment inferior al d'un préstec ordinari (ja que l'interès corresponent a la part fixa és normalment inferior al de mercat): a mesura que l'empresa augmenta el benefici, paga un interès superior (per efecte de la part variable), fins i tot més elevat que el de mercat.

- Els **préstecs participatius** des dels seus inicis només han estat cedits per entitats vinculades a les administracions, de capital públic o mixt, i per societats de capital de risc. Recentment s'estan incorporant al mercat entitats com la Caixa de Pensions de Barcelona, a través de la Gestora de Finances per a Emprenedors.
- En els **préstecs sindicats** hi participen diverses entitats financeres, atès l'elevat import de l'operació, i d'aquesta manera es reparteixen els riscos (i també els beneficis). Aquests productes aporten negoci a les entitats financeres per l'operació en si mateixa i, d'altra banda, tenen accés a nous clients als quals no podrien accedir per l'excessiva dimensió de l'operació.

Líasing i rènting

El líasing és una de les fonts més emprades per a finançar la compra de béns de l'actiu immobilitzat. El terme *líasing* ve del verb anglès *to lease*, que literalment significa 'llogar'.

A grans trets el líasing consisteix en un lloguer amb opció de compra.

El líasing és tan atractiu per a les empreses perquè totes les quotes de lloguer s'estableixen en primer lloc en el contracte i la darrera quota incorpora l'opció de compra del bé (que en la majoria dels casos és satisfeta/exercida per l'empresa). Això fa que en realitat sigui una font de finançament a mitjà i llarg termini.

Els avantatges d'aquesta font de finançament es poden resumir en les següents:

- 1) Permet la utilització plena de l'equip sense disposar dels recursos.
- 2) El règim fiscal especial que té permet deduir pràcticament la totalitat de les quotes d'arrendament financer meritades, amb certs límits establerts en funció dels coeficients d'amortització.
- 3) L'IVA es merita a mesura que es paguen les quotes de lloguer. Aquest és un avantatge comparatiu amb altres fonts de finançament, com són els préstecs o fons propis, ja que aquestes altres obliguen a finançar durant el primer any la totalitat de l'IVA meritat en l'operació de compra.

- 4) Permet un alt grau de flexibilitat. Els contractes, dins d'uns barems, es fan a mida de les necessitats de l'empresa.
- 5) Redueix el risc d'obsolescència tecnològica del bé, ja que l'usuari en el moment del venciment del contracte no està obligat a exercir l'opció de compra.
- 6) Ateses les seves característiques, aquesta modalitat de finançament és adequada per a empreses en plena ocupació i creixement (permet l'amortització accelerada dels béns) que generin beneficis per a gaudir dels avantatges fiscals. El cost de l'operació sol ser superior al d'altres fonts de finançament a mitjà i llarg termini.

El rènting és un contracte de lloguer a mitjà i llarg termini, generalment d'un bé moble (maquinària, equips informàtics, tot i que el més habitual són vehicles), durant un determinat període de temps en què l'arrendatari es compromet a pagar un quota periòdica i rep a canvi de l'arrendador serveis de manteniment, d'ús i assegurança del bé objecte del contracte, entre d'altres.

Aquest producte presenta unes característiques diferenciadores respecte del lísing:

- 1) El rènting es pot aplicar tant a equips nous com usats (en el cas del lísing cal que el bé sigui nou).
- 2) El rènting és una prestació de serveis integral que cobreix determinades necessitats de l'empresa, mentre que el lísing és una operació de finançament en què la finalitat darrera habitual és l'adquisició del bé.
- 3) En el rènting les despeses de manteniment i assegurança són a càrrec de l'arrendador, mentre que en el lísing són a càrrec de l'arrendatari.
- 4) En el rènting la totalitat de la quota és deduïble fiscalment.
- 5) L'operació de lísing es reflecteix en el balanç empresarial, mentre que en el rènting únicament es comptabilitzen les quotes com a despesa.

5. Finançament de pimes i grans empreses

Un dels problemes tradicionals de les pimes –i en especial de les creació recent o innovadores– i que constitueix una limitació per al seu desenvolupament és la dificultat que tenen per a accedir a finançament a llarg termini, tant en forma de fons propis com de fons aliens.

La menor dimensió dels projectes i el fet de tractar-se d'empreses de creació recent o innovadores eleven sens dubte el risc de l'operació, cosa que provoca un interès insuficient per part del sector privat per a finançar-les.

Moltes vegades el resultat és la paralització dels projectes per falta de recursos o una estructura financera caracteritzada per l'elevada dependència de l'endeutament a curt termini, amb la fragilitat consegüent que això comporta.

Les grans empreses, per contra, poden accedir a nou finançament amb una certa facilitat, ja que, d'una banda, les garanties davant les fonts de finançament les ofereix la mateixa empresa (en les pimes les garanties solen estar avalades pels propietaris) i, d'altra banda, tenen la possibilitat d'obtenir els recursos mitjançant l'emissió de títols en els mercats de capitals: accions i obligacions. Vegem tot seguit les possibilitats de finançament de totes dues.

5.1. Instruments de suport a pimes

En els darrers anys des de les administracions públiques tant estatals com autonòmiques s'ha potenciat la creació d'instruments per al finançament de les pimes (els préstecs participatius que hem vist abans n'és un exemple clar) a fi resoldre els problemes de finançament específics als quals han de fer front: dificultats per a accedir a fonts de finançament aliena a un baix cost i risc més elevat que suporten les entitats financeres i, per tant, exigència de més garanties. Els esforços s'han centrat en la creació i la potenciació d'organismes com ACCIÓ - Agència per la Competitivitat de l'Empresa, l'ICF, l'ICO, les societats de garantia recíproca i les societats de capital risc.

ACCIÓ és l'agència pública per a la competitivitat de l'empresa catalana, adscrita al Departament d'Empresa i Coneixement de la Generalitat de Catalunya. El seu objectiu és impulsar la competitivitat i el creixement del teixit empresarial català, a través del foment de la innovació, la internacionalització empresarial i l'atracció d'inversions.

L'**Institut Català de Finances** és una entitat de capital públic, adscrita al Departament d'Economia i Finances de la Generalitat de Catalunya, a través de la Secretaria de Promoció Econòmica. Té com a missió facilitar finançament als sectors privat i públic de l'economia catalana i té personalitat jurídica, patrimoni i tresoreria propis.

Els objectius generals d'actuació són el sosteniment i la promoció d'activitats que contribueixin al creixement econòmic i a la millora de la distribució de la riquesa catalana. En concret, actua com una institució d'inversió pública que presta una atenció especial a la petita i mitjana empresa: finançament a mitjà i llarg termini d'inversions en actius materials i immaterials a través de la promoció de fons de capital de risc (ICF Holding, SAU) i de préstecs participatius.

En el mateix camí i d'àmbit estatal trobem l'**Institut de Crèdit Oficial** (ICO), que té per missió impulsar les inversions en les pimes, la innovació tecnològica i l'exportació, entre d'altres.

Per complir amb aquests objectius, aquest banc públic manté un catàleg de línies de finançament estructurat en dos grans blocs: empreses i emprenedors, i internacional.

La mediació és la manera com els diners arriben a les empreses mitjançant les línies de finançament ICO (principalment préstecs). Aquesta s'instrumentalitza de la següent manera: primer, l'ICO estableix la dotació i les condicions de finançament, a la vegada que se signen els contractes de col·laboració amb la majoria de bancs i entitats financeres. Amb posterioritat, les entitats de crèdit s'encarreguen de l'anàlisi i la viabilitat de les operacions individuals i, el més important, assumeixen el risc d'insolvència.

Una **societat de garantia recíproca** (SGR) és una entitat financera amb àmbit d'actuació específic (per autonomies o, en menor mesura, sectors) i amb caràcter mutual (qui vulgui aconseguir la garantia ha de tenir necessàriament la condició de soci). La seva missió se centra a procurar l'accés al crèdit de les petites i mitjanes empreses i millorar, en general, les seves condicions de finançament a través de la prestació d'aval davant bancs i caixes d'estalvis. A més, poden oferir serveis de consultoria i assessorament.

En les SGR coexisteixen dos tipus de socis: els socis protectors, que són institucions públiques o privades d'interès econòmic general, i els socis partícips, petites i mitjanes empreses, autònoms i professionals independents.

El 2003 el Departament d'Economia i Finances va impulsar la creació d'Avalis de Catalunya, SGR. Els socis protectors d'Avalis són la gran majoria d'entitats financeres que tenen seu social o que operen a Catalunya, totes les cambres de Comerç, Indústria i Navegació de Catalunya i les entitats patronals més representatives de les pimes del país.

La missió d'Avalis és concedir als seus associats avals financers i tècnics:

- **Avals financers** destinats a la inversió que responen davant pòlisses de crèdit a mitjà i llarg termini, préstecs i lísings. En el moment de la subscripció d'un aval, s'han d'adquirir participacions per un import del 4% de l'aval que es demana.
- **Avals tècnics** que responen del compliment dels compromisos que l'avalat té contrets, generalment, davant algun organisme públic per a poder accedir a concursos, subhastes, execució d'obres, subministraments, bestreta de subvencions, etc.

Les activitats de finançament de **capital de risc** consisteixen en l'aportació de capital durant un temps limitat (de 4 a 10 anys) a pimes en fase de creixement, amb clares expectatives d'èxit, amb un equip directiu compromès i, consegüentment, amb projectes d'inversió que presenten una alta rendibilitat esperada.

Les societats de capital de risc (SCR) rendibilitzen la seva inversió amb la venda posterior de la seva participació o bé a terceres persones, o bé a la mateixa empresa o als seus socis. Com a contrapartida, la pime rep una injecció de capital (mitjançant una ampliació) i assessorament per part del nou soci.

Les entitats de capital de risc poden ser societats (SCR) o fons de capital de risc (FCR). Les primeres són societats anònimes amb un capital mínim d'1.200.000 euros i inverteixen els seus propis recursos. Els fons es creen amb un capital mínim d'1.650.000 euros per un temps limitat i no tenen personalitat jurídica. La seva gestió i representació correspon a una entitat gestora (SGCR).

A més de la participació directa en el capital social de les empreses, les SCR poden fer ús d'altres instruments, com són la subscripció d'obligacions convertibles o la formalització de préstecs participatius.

Hi ha diferents tipus de capital de risc atenent la finalitat dels fons aportats. Diferenciem els següents:

1) *Venture capital*: són inversions d'elevat risc destinades a posar en marxa una idea de negoci (capital llavor o *seed capital*) o bé a finançar l'inici de la producció i la introducció dels nous productes en el mercat (*start-up financing*).

2) *Expansion capital*: són inversions destinades a empreses consolidades, en fase d'expansió, que necessiten incrementar la capacitat productiva, ampliar el mercat o perfeccionar el producte.

3) Canvis en l'estructura de propietat de l'accionariat amb les seves diferents modalitats:

a) Adquisició directiva o *management buy-out* (MBO), que consisteix en l'adquisició d'una societat, de part d'aquesta societat o dels seus actius per part de l'equip directiu amb el suport d'una societat risc. L'operació de compra se sol finançar amb un préstec garantit pels actius de la mateixa societat (compra palanquejada o *leverage*).

b) Compra per inversors externs o *management buy-in* (MBI): en aquest cas el control de la societat l'obté un nou equip directiu extern a la societat.

c) *Management buy-in management buy-out* (BIMBO): consisteix en l'adquisició d'una societat en què el control és obtingut per la combinació d'un equip de directius que treballa en la mateixa societat juntament amb el suport de directius externs.

5.2. Finançament alternatiu

Els darrers anys, i gràcies en gran mesura a les noves tecnologies, han nascut nous instruments i noves possibilitats de finançament per a pimes i emprenedors fora del finançament tradicional bancari. Avui, una empresa pot obtenir un préstec d'una plataforma d'Internet o, fins i tot, obtenir recursos per finançar el seu cicle a curt mitjançant el descompte comercial. I nosaltres com a inversors podem adquirir parts d'aquells préstecs o anticipar els diners d'una factura en concret.

El finançament alternatiu pot materialitzar-se via capital (propi) o viu deute. Els instruments de capital poden tenir diferents característiques. Així podem trobar:

- Finançament col·lectiu de donació o recompensa: una empresa es pot finançar mitjançant les aportacions de petits inversors (microinversors) sense esperar una rendibilitat monetària explícita. Aquesta modalitat s'adreça a iniciatives amb interès cultural o social.

- Finançament col·lectiu d'inversió: empreses de recent creació (fase de llavor) poden finançar-se mitjançant-se aportacions de petits inversors (microinversors). En aquests casos, i a diferència de l'anterior, hi un incentiu de lucre i s'espera obtenir una rendibilitat futura.
- Àngels inversors o *business angels*: en les fases inicials d'un nou negoci amb bones expectatives d'èxit, els àngels inversors poden aportar recursos, experiència i ajudar els emprenedors en el seu desenvolupament.

Una vegada les empreses han superat les sempre dures fases inicials, poden accedir a capital risc i, posteriorment, a capital inversió. El capital risc permet finançar el creixement d'empreses de base tecnològica amb productes ja contrastats. En el primer cas les aportacions poden oscil·lar entre 200.000 i 500.000 euros. Per la seva part, les aportacions del capital inversió van des del milió als 10 milions d'euros.

L'últim estat de capital correspon al MAB (mercat alternatiu borsari) que suposa l'antesala abans de la sortida a borsa (mercat continu). És una plataforma dissenyada perquè les petites empreses amb projectes d'expansió puguin beneficiar-se dels avantatges del mercat de valors: finançament, visibilitat, liquiditat, valoració, etc.

La instrumentalització de finançament mitjançant deute, de la mateixa manera que el capital propi, es realitza amb productes amb diferents característiques adaptades a la dimensió empresarial i a la fase de creixement en la qual es troben:

- Finançament col·lectiu de préstec: les pimes i des de fa relativament poc temps, es poden finançar mitjançant l'obtenció d'un préstec, generalment de poc import, de molts inversors, la majoria d'ells petits, però també poden haver-n'hi de més grans i/o professionals.
- Finançament garantit de factures: una empresa cedeix els drets de cobrament d'una factura a una empresa, no a un banc, amb una base d'inversors al darrere, a canvi d'un préstec. L'empresa, especialitzada a oferir aquest tipus de finançament, prèviament ha analitzat la capacitat de pagament de la factura per part del client que fa la comanda, així com la situació financera de l'empresa que rep la comanda i cedeix el dret a cobrar.
- Préstecs participatius: una empresa, ja sigui en la fase inicial, ja sigui una pime més madura, es pot finançar mitjançant l'obtenció d'un préstec participatiu per part d'una empresa especialitzada o un fons de capital risc. Les característiques bàsiques són: que sigui un deute subordinat sense requeriment de garanties directes (sí, indirectes, com ara ampliacions de capital per part dels accionistes actuals o futurs), en alguns casos convertible en capital, amb una

retribució fixa i una de variable lligada a l'evolució de l'empresa i terminis d'amortització llargs (d'entre 5 i 9 anys).

En l'últim esglaió de la fase de creixement empresarial hi tenim la possibilitat d'emissió d'emprestits en el Mercat Alternatiu de Renda Fixa (MARF). El MARF es configura com una iniciativa per canalitzar recursos financers a un gran nombre d'empreses solvents que poden trobar en aquest mercat una via per obtenir finançament mitjançant l'emissió de títols de renda fixa. Les emissions es dirigeixen a inversors institucionals, espanyols i estrangers que desitgen diversificar les seves carteres amb valors de renda fixa de companyies de dimensió mitjana, habitualment no cotitzades i amb bones perspectives de negoci.

5.3. Finançament de les grans empreses

A més de les fonts de finançament vistes, una possibilitat, això sí, restringida a les grans empreses, és acudir als mercats financers, tant monetaris com de capitals, amb l'emissió de títols.

En els **mercats monetaris** es negocien actius monetaris que es caracteritzen per ser actius amb venciment a curt termini (venciment fins als 12 mesos, normalment) i baix risc (emesos per ens solvents, l'Estat i grans empreses industrials i financeres). Les empreses hi acudeixen per finançar el seu actiu corrent.

En els **mercats de capitals** es negocien actius a mitjà i llarg termini: accions, bons i obligacions, bàsicament. I, com podeu suposar, les empreses hi acudeixen per obtenir finançament per les seves inversions en immobilitzat.

En el mercat monetari podem trobar actius financers, com són les lletres del tresor, els pagarés d'empresa, els bons de caixa, els certificats de dipòsit, les participacions FIAMM i els títols hipotecaris.

En el mercat de capitals podem trobar actius financers, com són els fons públics a mitjà o llarg termini (bons i obligacions de l'Estat), i els valors privats a mitjà i llarg termini (bons, obligacions i accions).

Tant en el mercat monetari com en el de capitals hem de diferenciar clarament el segment de mercat primari –o d'emissió– del secundari –o de títols vells o de segona mà–, ja que solament en el moment de l'emissió del títol és quan l'empresa obté finançament.

Accions

Les accions representen una part proporcional del capital social d'una empresa (societat anònima).

Atès que l'acció és una part proporcional del capital social d'una empresa, el comprador d'aquest títol es converteix en soci copropietari d'aquesta empresa en proporció a la seva participació.

Les accions formen part dels fons propis de la societat (el resultat de sumar capital, reserves i resultats, deduint els dividendes).

L'accionista que vulgui "abandonar" la societat no té altra alternativa que la venda de les accions, en el mercat o fora d'aquest mercat, al preu determinat per la lliure negociació, és a dir, per l'oferta i la demanda. Les borses de valors (mercats secundaris d'accions) tenen per objecte facilitar la venda (obtenir liquiditat) de les accions que hi cotitzen, atès que concentren les ofertes i demandes diàries i formen els preus.

Les accions es poden classificar en funció de diferents criteris. La decisió d'emetre un tipus d'accions o un altre depèn de la societat. Segons els drets intrínsecs que incorporin (que els determina l'emissor), podem distingir el tipus d'accions següents:

- 1) **Accions ordinàries:** atribueixen als seus titulars els drets que acabem de descriure. L'emissió d'aquest tipus d'accions és la més habitual en el mercat de valors espanyol.
- 2) **Accions privilegiades:** inclouen algun privilegi econòmic addicional en relació amb les accions ordinàries, per norma general, un dividend més gran, amb una participació especial en els beneficis. Aquestes emissions són escasses en el nostre mercat i no s'han de confondre amb les participacions preferents.
- 3) **Accions sense vot:** tenen els mateixos drets que les ordinàries, excepte el de vot en les juntes generals. Com a contraprestació, s'atorga el dret a un dividend mínim (immobilitzat o variable), addicional a l'atribuït per a les ordinàries. Aquest dividend mínim garantit és preferent (es paga abans que el dividend ordinari) i acumulatiu (si no es pogués pagar aquest any, s'abonaria en els cinc anys següents). Aquestes accions, escasses a la pràctica, van sorgir com a destinades als accionistes que busquen una rendibilitat econòmica i que no tenen un interès especial a participar en els òrgans de decisió de l'empresa.
- 4) **Accions rescatables:** es tracta d'accions que poden ser amortitzades o rescadades per la societat emissora a sol·licitud d'aquesta societat, dels accionistes o de tots dos: aquesta possibilitat les diferencia de la resta de tipus d'accions,

que tenen un termini (durada) indeterminat. En els acords d'emissió s'immobilitzen les condicions per a l'exercici del rescat, que es pot fer amb càrrec a beneficis, reserves lliures, emetent noves accions o bé reduint capital amb devolució d'aportacions. En cas que únicament l'emissor tingui el dret de rescat, només el pot exercitar un cop transcorreguts tres anys de l'emissió de les accions. Poden ser emeses per un import nominal no superior a la quarta part del capital social. Aquestes emissions es poden utilitzar per a diferents objectius: com a mecanisme de finançament, com a cobertura per als plans d'opcions a favor dels empleats o com a contraprestació a una aportació no dinerària del paquet d'accions de la societat absorbida en una fusió.

Un altre criteri ens permet classificar les accions en antigues i noves. Són antigues les accions normals negociables, que tenen un propietari que gaudeix de tots els drets econòmics i polítics. Les accions noves són les que resulten d'una ampliació de capital: tenen els mateixos drets polítics que les antigues, però normalment no tenen els mateixos drets econòmics (dividends) fins al tancament de l'exercici en què s'han emès (moment en què s'equiparen amb les antigues i desapareix, per tant, la distinció).

D'altra banda, les accions són valors negociables, és a dir, transmissibles. No obstant això, les condicions en què es pot fer la transmissió són molt diferents, segons si es tracta d'accions cotitzades o no cotitzades.

Són cotitzades les accions que estan admeses a negociació en un mercat secundari. Per això, les societats emissores han de complir determinats requisits, fixats amb l'objectiu de garantir la solvència i liquiditat dels valors. Això significa que, en general, la inversió es pot desfer en qualsevol moment, que hi ha una valoració objectiva de la inversió (preu de mercat) i que l'inversor no està obligat a buscar un comprador per a les seves accions, ja que el mercat aporta de manera instantània les contrapartides. Les accions d'empreses no cotitzades no tenen aquests avantatges.

El procediment d'admissió varia segons si els valors són nacionals o estrangers, negociats en el primer o segon mercat, etc. L'admissió a negociació d'accions espanyoles requereix en general que la CNMV o l'organisme competent verifiqui prèviament el compliment dels requisits legals i el fullet i tríptic informatiu corresponents.

Un cop les accions de l'empresa han estat admeses a negociació, la societat queda sotmesa a totes les normes vigents en matèria de borsa (en concret, a les disposicions sobre admissió, contractació, permanència i exclusió de la negociació). Tanmateix, està subjecta a la normativa reguladora dels mercats de valors en tot allò relatiu a comunicació de participacions significatives, informació pública periòdica, fets rellevants, etc.

Web recomanada

Per a obtenir més informació, podeu consultar la web de la CNMV: <http://www.cnmv.es/index.htm>

D'altra banda, en els informes d'analistes i als mitjans de comunicació en general, és freqüent trobar qualificacions que, d'alguna manera, impliquen una classificació de les companyies cotitzades. Aquests conceptes s'han d'utilitzar amb molta cura, ja que són apreciacions subjectives, no hi ha límits entre una categoria i una altra. Una de les categories més importants és la següent:

Els **valors estrella** o *blue chips* són valors d'elevada capitalització borsària i elevada liquiditat. Es contraposen als valors especulatius, rampoines, o *chicharros* (en castellà) com s'anomenen les accions d'empreses de qualsevol sector, de mida petita o mitjana i baixa capitalització, que incorporen un component especulatiu elevat i, per tant, un risc també elevat.

Blue chips

El terme *blue chips* prové de les fitxes dels casinos dels EUA de 1.000 dòlars: sense cap dubte són les millors, i són de color blau.

Ampliacions de capital, reduccions de capital i divisions d'accions (*splits*)

Una ampliació de capital és una operació de finançament empresarial que consisteix a augmentar els fons propis d'una societat, excepte en les ampliacions de capital totalment alliberades, en què l'augment del capital és amb càrrec a les reserves acumulades.

L'ampliació de capital es pot fer augmentant el valor nominal de les accions o mitjançant l'emissió d'accions noves.

En les ampliacions de capital mitjançant l'emissió d'accions noves amb aportacions dineràries, poden acudir a l'ampliació tant antics accionistes com el públic en general. Els accionistes poden exercir el dret preferent de subscripció per a l'adquisició d'accions noves, mentre que la resta de persones interessades han d'adquirir prèviament els drets que els permetin subscriure el nombre d'accions noves desitjat. El preu de les noves accions depèn del tipus d'ampliació: a la par, amb prima d'emissió o amb càrrec a reserves.

En les ampliacions a la par, el preu de les noves accions coincideix amb el valor nominal de les antigues. En les ampliacions amb prima d'emissió, el preu de les accions noves és igual al valor nominal més un import addicional, la prima d'emissió. En les ampliacions amb càrrec a reserves (alliberades), es traspassen les reserves disponibles al valor nominal de les noves accions emeses i es lliuren les noves accions de manera gratuïta i proporcional als antics accionistes.

Les reduccions de capital sempre han de ser acordades per la **junta general d'accionistes**. Es fan per de dues causes principals: perquè es considera que el capital social de l'empresa excedeix les seves necessitats, o bé perquè la societat es veu obligada a ajustar la xifra de capital al seu patrimoni per tal d'absorbir pèrdues acumulades. Si es tracta d'una reducció motivada per un excés de capital, l'operació pot tenir diferents finalitats: devolució d'aportacions als socis –modalitat de remuneració als socis molt emprada en els darrers anys– o

constituïció o increment de reserves voluntàries i/o legals. Si la reducció està motivada per la necessitat de restablir l'equilibri entre el capital i el patrimoni de la societat, com a conseqüència de les pèrdues generades, la finalitat de l'operació és assolir una estructura financera adequada a la nova situació.

Amb independència dels motius i de la finalitat de la reducció de capital, hi ha dos camins per a dur-la a terme: es pot reduir del valor nominal de les accions, mantenint-ne el nombre, o bé es poden amortitzar algunes de les accions reemborsant les aportacions als titulars.

Una **operació financera especial** és la reducció i ampliació de capital simultània (operació acordió). Consisteix a reduir el capital social i, al mateix temps, incrementar-lo, sense que hi hagi l'obligació d'assolir el volum previ a la reducció. En general, aquestes operacions solen fer-se en processos de sanejament empresarial, que requereixen l'absorció de pèrdues abans de l'entrada de capital nou.

La divisió d'accions o *splits* consisteix a reduir el nominal de les accions. El capital social de l'empresa no s'altera, però es multiplica el nombre d'accions en circulació i, per tant, el preu de mercat de les accions es divideix en la mateixa proporció. L'objectiu de la divisió d'accions és millorar la liquiditat de l'empresa en borsa i incrementar el volum de contractació.

Aquesta operació no comporta cap desemborsament per a l'accionista; en realitat, no té cap efecte economicofinancer, però possiblement sí que té efecte psicològic, atès que es redueix el preu de les accions en la proporció establerta.

També trobem l'agrupació d'accions o *reverse stock split*, que consisteix a reduir, en una determinada proporció, el nombre d'accions i multiplicar per la mateixa proporció tant el preu com el seu valor nominal. D'aquesta manera, es pot reduir la volatilitat del títol ja que quan les accions tenen un preu reduït, una variació en el preu representa un impacte percentual molt elevat en la seva cotització.

Obligacions

L'actiu financer negociable de renda fixa per excel·lència són les obligacions.

Les obligacions, de la mateixa manera que les accions, són parts alíquotes (idèntiques) d'un emprèstit.

Quan adquirim una obligació en el mercat estem comprant una petita part d'un préstec d'una gran empresa (o d'un ens públic).

A l'hora d'estudiar la compra d'obligacions i de qualsevol actiu de renda fixa, cal conèixer-ne les característiques, que són determinades pels elements següents:

1) **Nominal, preu d'emissió i preu de reemborsament:** el nominal és l'import del préstec (o emprèstit) que incorpora el títol; el preu d'emissió és el preu que hem de pagar per adquirir el títol en el moment de l'emissió. La diferència entre el preu d'emissió i el nominal s'anomena *prima d'emissió*. Finalment, el de reemborsament és l'import que ens promet que tornarà l'emissor i que cancel·la el deute contret. També hi ha la prima de reemborsament.

2) **Venciment o vida:** és el termini en què l'emissor es compromet a cancel·lar el deute. Les obligacions són títols a llarg termini (superior a tres anys). Si el venciment és inferior a l'any (actiu a curt termini), parlem de pagarés d'empresa i si és a mitjà termini (d'un a tres anys), de bons.

3) **Interès i cupó:** la remuneració mitjançant interessos que obtenim per la compra d'obligacions (i bons) si està expressada respecte del nominal s'anomena *interès*. Quan els pagaments d'interessos es fan periòdicament (anual, mensual, etc.) s'anomenen *cupons*. Es parla de cupó corregut la part del cupó meritada, que es calcula proporcionalment al temps transcorregut.

4) **Amortització:** hi ha dos tipus de reemborsament, per sorteig o escalonat i tot d'una al final de la vida de l'emprèstit. El primer mètode habitualment representa per a l'emissor l'amortització constant de l'emprèstit, ja que se solen amortitzar anualment i per sorteig el mateix nombre de títols.


5) **Rendibilitat:** no hem de confondre l'interès que ens proporciona l'actiu per cupó amb la rendibilitat de l'operació. Per determinar-la hem de tenir en compte tots els fluxos de caixa que genera, fins i tot el preu de venda, i calcular la TIR.

6) **Risc:** un títol de renda fixa està sotmès a diferents tipus de riscos. Un dels més importants és el risc d'insolvència de l'emissor. En els mercats hi ha empreses especialitzades a donar informació i valorar el risc d'insolvència dels títols: són les anomenades *empreses d'avaluació (rating)*. Les més conegudes són Moodys i S&P.

Acabem de veure els atributs principals que caracteritzen les obligacions i en funció d'aquests atributs en trobem de diferents tipus:

1) Segons el preu d'emissió, podem trobar emissions a la par, quan el preu d'emissió coincideix amb el valor nominal; per sota la par, quan el preu està per sota del valor nominal, i amb prima, per damunt de la par.

2) Segons el cupó, tenim obligacions amb cupó americà, cupó fix amb periodicitat constant (d'aquí el nom de *renda fixa*); cupó zero, en aquest cas no es



Vegeu el mòdul "Efectes de l'endeutament" per a més informació sobre el *rating*.

paguen interessos durant la vida del títol. La rendibilitat de les inversions en obligacions cupó zero prové de la diferència de preus entre el de l'emissió i el del reemborsament.

3) Cupó variable o indexat: les obligacions d'aquest tipus proporcionen interessos variables addicionals a un determinat índex o interès de referència (Euribor, per exemple).

4) Hi ha una extensa varietat d'obligacions que incorporen l'opció d'adquirir altres actius financers. Les obligacions convertibles atorguen l'opció de convertir-les en accions noves de la societat. És a dir, al venciment l'emissor amplia capital i s'estalvia l'amortització de l'emprestit. És com una ampliació de capital diferida, ja que en el moment de l'emissió, l'emprestit constitueix un passiu i, en cas que la conversió tingui èxit, al venciment el deute passa a incrementar el capital social. El dret de conversió que incorpora l'obligació pot ser negociat a banda de l'obligació: en aquest cas es parla d'obligacions amb *warrant*. També podem trobar les obligacions canviables. Aquests actius atorguen el dret de bescanviar els títols per altres actius financers, habitualment accions (no cal que siguin noves, ni de la mateixa societat).

5) En els darrers anys han proliferat actius de renda fixa garantits mitjançant béns immobles: cèdules, bons (els més destacats són els bons i obligacions de titulització) i participacions hipotecàries.

AIAF

El mercat secundari d'actius de renda fixa a Espanya és l'AIAF (Asociación de Intermediarios de Activos Financieros). Hi podeu fer una ullada a: <http://www.aiaf.es>.

Resum

L'anàlisi dinàmica de la realitat empresarial mitjançant els cicles financers posa de manifest necessitats de finançament a curt i a llarg termini.

Hem analitzat el ventall ampli de productes i de fonts de finançament que permet cobrir aquestes necessitats:

- Finançament intern o autofinançament, amb els seus dos components: amortitzacions i beneficis retinguts, que injecten a l'empresa capital tant per renovar-se com per fer front al seu creixement.
- Productes bancaris a curt i a llarg termini; a curt destaquem el descompte comercial, les pòlisses de crèdit, la confirmació i el facturatge, i a llarg termini, com a producte estrella hem vist els préstecs, sense oblidar-nos del lísing i del rènting.

La problemàtica diferent quant al finançament que presenten les grans i les petites empreses ens ha portat a estudiar-les per separat. Així, hem vist com cada vegada més els ens autonòmics i estatals posen a l'abast de les nostres pimes nous productes de finançament i mitjans per afavorir-ne el desenvolupament. El CIDEM i l'ICO en són un bon exemple. Les grans empreses, d'una banda, tenen un ventall més ampli de possibilitats i més fàcil d'aconseguir – poden obtenir recursos d'entitats financeres amb més facilitat– i, d'altra banda, poden acudir als mercats financers d'emissió o primaris, tant de renda variable com de renda fixa, sempre que compleixin els requisits que imposen els ens reguladors.

Exercicis d'autoavaluació

Exercici 1

A continuació es presenten els balanços de l'empresa ICX, SA a 31 de desembre de 200X, 200X + 1 i 200X + 2, a més d'altra informació financera rellevant expressada en milions d'euros:

	31/12/ 200X + 2	31/12/ 200X + 1	31/12/200X
Actius a llarg termini	3.594	3.156	2.651
Deutors	418	375	272
Estocs	824	684	518
Tresoreria	906	988	772
Total actius corrents	2.148	2.047	1.562
Total actiu	5.742	5.203	4.213
Fons propis	3.470	2.921	2.393
Passiu a llarg termini	387	431	448
Passius corrents	1.885	1.851	1.372
Total passiu	5.742	5.203	4.213

	200X + 2	200X + 1
Benefici net	1.002	804
AEC	433	367
Dividends	577	399
Inversions del període	887	812

Segons es desprèn de la informació anterior, durant els anys 200X+1 i 200X+2 l'empresa ha experimentat un creixement important. Quina ha estat la política de finançament que ha permès l'expansió?

Exercici 2

Una empresa comercial vol expandir-se a Portugal. Per a fer-ho vol crear una filial al país veí. L'estudi de les inversions per fer a llarg termini i el seu finançament està força avançat, no passa el mateix amb els actius i passius corrents. El directiu financer vol saber les necessitats de fons de maniobra per als tres anys vinent i ha fet les previsions següents:

	Any X	Any X + 1	Any X + 2
Vendes (milers d'euros)	3.000	3.600	4.200
Marge comercial en % sobre vendes	10%	12%	13%
Dies d'estoc de les existències (dies)	20	15	15
Termini de cobrament dels clients (dies)	75	60	60
Termini de pagament als proveïdors (dies)	30	30	30
Tresoreria mínima (milers d'euros)	100	100	100

A partir de la informació anterior, determineu les necessitats de fons de maniobra o *working capital* i la font més idònia per a cobrir-les.

Exercici 3

Responen les qüestions següents plantejades indicant-hi **cert** o **fals**. Raoneu breument la resposta:

- 1) Les inversions empresarials a curt termini sempre s'han de finançar amb fons de finançament també a curt termini.
- 2) Una empresa comercial que presenta un PMMF < 0, cobra dels seus clients abans de pagar a proveïdors i, per tant, no té necessitats de fons de maniobra.
- 3) Si volem reduir les necessitats de fons de maniobra, hem de reduir la velocitat del PMMF. Llavors, o bé augmentem la rotació dels estocs, o bé reduïm el crèdit de clients, o bé allarguem el termini de pagament a proveïdors.
- 4) El *rolling* és una pràctica per la qual s'obtenen recursos a llarg termini a partir de la renovació successiva de fons amb venciment a curt termini.
- 5) Una empresa ha d'adquirir un bé immobilitzat amb una vida útil prevista de cinc anys que s'ha de finançar amb un préstec. A fi d'igualar l'AEC i l'AMFIN, el préstec hauria de tenir un venciment també a cinc anys.
- 6) Els recursos de l'amortització econòmica no es poden destinar a noves inversions, únicament s'han d'emprar per a renovar l'immobilitzat i així assegurar que es manté la capacitat productiva al llarg del temps.
- 7) En les pimes, els beneficis retinguts moltes vegades s'apliquen a reduir l'endeutament a curt termini.
- 8) La confirmació és un producte idoni per a finançar les inversions en existències.
- 9) El lísing és una font idònia per a empreses en plena ocupació i creixement que generen beneficis per a gaudir dels avantatges fiscals de l'amortització accelerada.
- 10) Per a obtenir un aval d'una societat de garantia recíproca, abans cal ser-ne soci i haver-hi aportat un percentatge de l'aval sol·licitat.

Exercici 4

A partir dels balanços i dels comptes de resultats que es mostren tot seguit d'una cadena d'hipermercats, expressats en milers d'euros, es demana:

- a) Calculeu el PMME (període mitjà de maduració econòmic) i el PMMF (període mitjà de maduració financer).
- b) Determineu per al 200X + 1, el fons de maniobra necessari (FMNec o NOF) (considereu únicament els saldos d'existències, clients i proveïdors) i també el fons de maniobra comptable (FM). En els dos casos calculeu-los a partir dels saldos mitjans dels dos períodes (la mitjana aritmètica dels saldos inicials i finals). Comenteu els resultats i relacioneu-los amb els obtinguts en l'apartat anterior.

Actiu no corrent	31/12/ 200X + 1	31/12/ 200X	PASSIU I PN	31/12/ 200X + 1	31/12/ 200X
Actiu no corrent	206.081	208.573	Patrimoni net	149.129	167.145
Existències	54.540	43.496	Passiu no corrent	6.666	6.641
Deutors	11.576	14.302	Proveïdors	147.208	152.956
Tresoreria	58.591	89.981	Altres passius corrents	27.785	29.610
Actiu corrent	124.707	147.779	Passiu corrent	174.993	182.566
Total actiu	330.788	356.352	Total passiu i PN	330.788	356.352

Pèrdues i guanys	200X + 1
Ingressos	507.577
Cost vendes	-399.888
Compres	-410.932
Var. existències	11.044
Marge comercial	107.689
Despeses d'exploració	-81.892
Resultat d'exploració	25.797
Resultat financer	3.973
Altres resultats	-260
Benefici abans impostos	29.510
Impostos	-10.055
Benefici net	19.455

Per als càlculs considereu l'any comercial de 360 dies i que l'empresa treballa amb un IVA mitjà del 10%. Nota: el cost de les vendes és el resultat d'agregar la variació d'existències a les compres del període.

Exercici 5

1) Podem millorar el PMMF en una empresa comercial:

- Reduint el TMP.
- Augmentant el PMM_M .
- Reduint el TMC.
- Cap de les opcions anteriors és correcta.

2) Habitualment les grans superfícies comercials presenten fons de maniobra necessari negatiu (o $NOF < 0$), això és gràcies a:

- El $PMME > 0$.
- El $PMMF < 0$.
- L'empresa cobra dels seus clients després de pagar les compres als seus proveïdors.
- Totes són correctes.

3) Si $PMMF = 0$, llavors:

- $TMP = PMM_M$.
- $TMP = TMC$.
- Els proveïdors financen tot el cicle a curt, per tant l'empresa no presenta necessitats operatives de finançament.
- Totes les anteriors.

4) El TMC o termini mitjà de cobrament és:

- El temps que triga a renovar-se l'estoc mitjà de mercaderies.
- El temps que de mitjana triguem a cobrar les vendes.
- El número de vegades que es renova el saldo mitjà de clients en un any.
- Totes les respostes anteriors són certes.

5) Les necessitats operatives de finançament o fons de maniobra necessari:

- Són recursos que l'empresa destina a finançar els dies del cicle a curt que marca el PMMF.
- Si són permanents s'hauran de finançar amb una font de finançament a llarg, o amb una font a curt fent ús del *rolling*.
- Poden ser negatives, en aquest cas l'empresa no necessita finançar el cicle a curt.
- Totes les anteriors són certes.

6) Quina de les pràctiques financeres següents es pot considerar *rolling*?

- Adquirir una màquina amb un contracte de *leasing* financer.
- Renovar la pòlissa de crèdit al seu venciment.
- Destinar els recursos procedents de l'amortització econòmica a expansió.
- Totes les anteriors són certes.

Disposem de la següent informació d'una empresa comercial:

	200X + 1
Període mitjà de maduració de mercaderies	23,64 dies
Temps mitjà de cobrament	31,98 dies
Termini mitjà de pagament	29,50 dies

	200X + 1
Vendes	3.321.000
Cost de vendes	2.158.650
Compres	2.163.150

7) Suposant que el saldo mitjà de tresoreria que vol mantenir l'empresa és nul, determineu l'FMNec de 200X + 1.

- a) NOF = 259.508,73
- b) NOF = 285.012,69
- c) NOF = 614.024,98
- d) Amb les dades proporcionades no podem calcular les NOF.

8) Disposem de la següent informació d'una empresa no endeutada (en u.m.):

- BAIT = 50.000
- L'amortització econòmica (AEC) = 150.000
- Paga el 25% en concepte d'impostos ($z = 25\%$).
- No reparteix dividendes.

Amb aquestes dades podem assegurar:

- a) L'empresa ha generat 50.000 u.m. de finançament intern.
- b) L'empresa ha generat 187.500 u.m. de finançament intern
- c) L'empresa ha generat 37.500 u.m. de finançament intern.
- d) L'empresa no ha generat finançament intern.

9) Quan els béns de l'immobilitzat han estat finançats amb préstecs bancaris,

- a) És aconsellable que el termini d'aquests préstecs coincideixi amb la vida útil dels béns que financen.
- b) En aquest cas, les amortitzacions econòmiques s'haurien de destinar a retornar els préstecs.
- c) Els interessos dels préstecs es pagaran amb el resultat d'explotació.
- d) Totes les respostes anteriors són certes.

Disposem de la informació següent relativa a una empresa comercial (en milers d'euros):

En milers d'euros	200X + 1	200X
Mercaderies	650	350
Clients + efectes a cobrar	1.650	1.540
Proveïdors + efectes a pagar	1.804,2	1.719,32

Altres dades de l'exercici 200X + 1: Vendes 17.400. Cost de les vendes 9.000. IVA: 10%. 1 any = 360 dies:

10) L'estoc mitjà de mercaderies:

- a) S'ha renovat 18 vegades.
- b) S'ha renovat 24 vegades.
- c) S'ha venut cada 30 dies.
- d) S'ha venut cada 24 dies.

11) El període mitjà de maduració financer (PMMF) ha estat:

- a) 50 dies.
- b) -14 dies.

c) 42,5 dies.

d) -12 dies.

Solucionari

Exercici 1

Segons ens mostren els balanços d'ICX, SA. als tancaments dels tres períodes, podem establir el següent:

- Quasi bé no presenta endeutament a llarg termini.
- ICX, SA segueix la política de finançar la totalitat d'inversions a llarg termini amb recursos propis.
- Les inversions a curt termini són finançades quasi en la seva totalitat amb endeutament a curt termini. Cal subratllar que en les inversions a curt termini trobem un volum de tresoreria significatiu que li atorga una alta liquiditat.
- La política financera que permet això es basa a repartir aproximadament un 50% del benefici als accionistes i la resta destinar-lo a reserves a fi de finançar immobilitzat nou. Els recursos procedents de les amortitzacions també s'apliquen a aquesta finalitat. Vegem-ho en el quadre següent:

	200X+2	200X+1
BN – DIV	425	405
AEC	433	367
Total finançament intern	858	772
Inversions del període	887	812

Com a conclusió podem apuntar que ICX, SA presenta una alta solvència (alta tresoreria i quasi nul exigible financer) i finança el seu creixement mitjançant finançament intern: a parts iguals entre recursos dels beneficis retinguts i de les amortitzacions econòmiques.

Exercici 2

Primer hem de calcular les masses patrimonials mitjanes. D'aquesta manera obtenim:

	Any X	Any X + 1	Any X + 2
Saldo mitjà clients (+)	625	600	700
Estocs mitjà (+)	150	132	152,25
Tresoreria (+)	100	100	100
Saldo mitjà proveïdors (-)	225	264	304,5
Fons de maniobra necessari (=)	650	568	647,75
Fons de maniobra necessari % s/vendes	22%	16%	15%

Calculem respectivament el saldo mitjà de clients (*Cl*), de proveïdors (*Pr*) i d'estocs (*E*):

$$Cl = \frac{\text{Vendes}}{360} TMC ; Pr = \frac{\text{Compres}}{360} TMP ; E = \frac{\text{Cost de vendes}}{360} PM_M$$

Hem considerat que les compres són igual al cost de vendes, i a la vegada que el cost de vendes el podem obtenir de $V(1 - m)$, essent V les vendes i m , el marge comercial.

Segons ens mostren els resultats, l'empresa presenta necessitats de finançament significatives en el curt termini. De fet, cal finançar quasi bé la totalitat dels saldos clients o, dit d'una altra manera, cal finançar els 75 dies (60 en els períodes següents) que atorguem de crèdit. D'altra banda, els proveïdors ens financen els estocs.

La font de finançament idònia per a cobrir part del fons de maniobra podria ser la confirmació (si els clients operen amb aquesta modalitat) i la resta, i per tal d'injectar liquiditat al cicle a curt termini, podríem considerar la possibilitat d'aportar recursos propis. El percentatge d'una font i una altra requereix filar més prim.

Exercici 3

1) Les inversions empresarials a curt termini sempre s'han de finançar amb fonts de finançament també a curt termini.

Fals. Ja hem vist en l'anàlisi del cicle a curt termini que les empreses generen necessitats permanents al llarg del temps. En aquest cas, el venciment de les fonts de finançament cal que sigui a llarg termini. No exclouem la possibilitat del *rolling*, sobretot per a les pimes.

2) Una empresa comercial que presenta un PMMF < 0 cobra dels seus clients abans de pagar als proveïdors i, per tant, no té necessitats de fons de maniobra.

Cert. Un PMMF negatiu és sinònim que les vendes es cobren abans de pagar les compres. Si l'empresa genera prou vendes (o beneficis) i es gestiona aquest avantatge correctament, no caldrà aportar recursos per a finançar el cicle.

3) Si volem reduir les necessitats de fons de maniobra, hem de reduir la velocitat del PMMF. Llavors, o bé augmentem la rotació dels estocs, o bé reduïm el crèdit de clients, o bé allarguem el termini de pagament a proveïdors.

Cert. Efectivament, podem reduir les necessitats de finançament que imposa el cicle a curt termini de les tres maneres. El resultat que obtindrem serà un augment de la rendibilitat tant de l'actiu com del capital propi (considerem rendibilitat el quocient entre el benefici i els recursos que l'han permès obtenir; llavors, *caeteris paribus*, obtindrem el mateix benefici amb menys recursos).

4) El *rolling* és una pràctica per la qual s'obtenen recursos a llarg termini a partir de la renovació successiva de fons amb venciment a curt termini.

Cert. És tot just el que aconseguen les pimes amb aquesta pràctica, ja que tenen dificultats d'obtenir recursos a llarg termini en condicions favorables.

5) Una empresa ha d'adquirir un bé immobilitzat amb una vida útil prevista de cinc anys que s'ha de finançar amb un préstec. A fi d'igualar l'AEC i l'AMFIN, el préstec hauria de tenir un venciment també a cinc anys.

Cert. Ja hem vist que les inversions a llarg termini s'han de finançar amb fonts de finançament amb venciment també a llarg termini i, a més, hem d'intentar encaixar (*matching* de venciments) la durada de la inversió amb el venciment. D'aquesta manera, també encaixem fluxos de caixa.

6) Els recursos de l'amortització econòmica no es poden destinar a noves inversions, únicament s'han d'emprar per a renovar l'immobilitzat i així assegurar que es manté la capacitat productiva al llarg del temps.

Fals. Els recursos procedents de les amortitzacions es poden destinar al creixement sense posar en perill la renovació de l'immobilitzat antic. La majoria d'empreses en creixement (vegeu l'exercici 1) opten per aquesta opció.

7) En les pimes, els beneficis retinguts moltes vegades s'apliquen a reduir l'endeutament a curt termini.

Cert. Les característiques de les petites empreses fa que els beneficis s'apliquin quasi sense adonar-se'n a reduir l'endeutament i, en concret, o bé redueixen el descompte bancari o bé redueixen el nivell de les pòlisses.

8) La confirmació és un producte idoni per a finançar les inversions en existències.

Fals. De cap manera. La confirmació únicament la podem aplicar a finançar els crèdits concedits a clients.

9) El lísing és una font idònia per a empreses en plena ocupació i creixement que generen beneficis per a gaudir dels avantatges fiscals de l'amortització accelerada.

Cert. En cas contrari, els avantatges del lísing s'esvaeixen com els núvols després d'una tempesta d'estiu: si l'empresa té pèrdues, per exemple, hi injectem més endeutament, costos financers més grans, amortitzacions més elevades, i tot això sense poder obtenir cap estalvi fiscal (present).

10) Per a obtenir un aval d'una societat de garantia recíproca, abans cal ser-ne soci i haver-hi aportat un percentatge de l'aval sol·licitat.

Cert. En les SGR tots els socis responen dels avals concedits, d'aquesta manera es dilueixen els riscos.

Exercici 4

a) La rotació de mercaderies la calculem a partir de la ràtio cost de vendes sobre l'estoc mitjà de mercaderies del període. Aquest estoc mitjà, a falta d'informació addicional, el calculem a partir de la mitjana aritmètica dels saldos de mercaderies a l'inici i al final del període. Així:

Rotació de mercaderies = Cost de vendes / estoc mitjà de mercaderies. En el nostre exemple:

$$399.888 / (54.540+43.496) / 2 = 8,16$$

Durant l'any X+1, l'empresa ha renovat (venut) l'estoc mitjà 8,16 vegades.

D'altra banda, el període mitjà de maduració de les mercaderies ha estat d'aproximadament $(360/8,16=44,13)$ 44 dies. És el temps mitjà des de la compra fins la venda o, també, temps mitjà des que entren les mercaderies al magatzem fins que són venudes.

El temps mitjà de cobrament o TMC el calculem a partir del saldo mitjà de clients una vegada li hem tret l'IVA (net d'IVA) i les vendes anuals. Així en el nostre cas, considerant un IVA del 10%, tenim:

$$\begin{aligned} \text{Termini mitjà de cobrament} &= (\text{saldo mitjà de clients net d'IVA} / \text{Vendes}) \cdot 360 \\ &= (11.576+14.302) / 2 \cdot 1,10 / 507.577 \cdot 360 = 8,34 \text{ dies} \end{aligned}$$

De la mateixa manera, calculem el temps mitjà de pagament als proveïdors:

Termini mitjà de pagament, TMP = (saldo mitjà de proveïdors net d'IVA / Compres) * 360 = $(147.208+152.956) / 2 \cdot 1,10 / 410.932 \cdot 360 = 119,53$ dies. Des de la compra al seu pagament, transcorren quasi 120 dies.

Ara ja podem calcular el període mitjà de maduració econòmic i el financer (PMME i PMMF):

$$\text{PMME} = \text{PMM}_M + \text{TMC} = 52,47 \text{ dies}$$

Des de la compra d'estocs fins el cobrament de les vendes generades, transcorren de mitjana 52,47 dies.

D'altra banda, la durada del cicle de caixa o PMMF = $44,13+8,34-119,53 = -67,06$ dies.

L'empresa cobra dels seus clients el dia 53 i no paga els seus proveïdors fins 67 dies després. O també, des del cobrament al pagament transcorren 67,06 dies. El signe negatiu del PMMF denota que primer es produeix el cobrament que el pagament.

b) Fons de maniobra = Recursos permanents – Actiu fix = $155.795 - 206.081 = -50.286$ milers d'euros. O també el podem calcular com, Fons de maniobra = Actiu corrent – Passiu corrent = $124.707 - 174.993 = -50.286$. Més de 50 milions d'euros de finançament dels proveïdors es destinen a finançar l'actiu no corrent o immobilitzat. Molts supermercats i cadenes han emprat aquesta política: part de la seva expansió és finançada pels seus proveïdors. Tot això gràcies a que cobra molt abans de pagar (67 dies!).

Aquesta cadena té un PMMF negatiu donat que el termini de cobrament de clients és de 8 dies (cobra les vendes quasi al comptat) i el finançament de proveïdors és molt alt (quasi de 120 dies). Això els permet tenir un fons de maniobra negatiu sense arribar a cap desequilibri financer.

Exercici 5

Solucions:

- 1) c
- 2) b
- 3) c
- 4) b
- 5) d
- 6) b
- 7) a
- 8) b
- 9) d
- 10) a
- 11) d

Bibliografia

Arthur Andersen (1994). *Manual de Dirección de Finanzas*. Pamplona: Aranzadi.

Bachiller-Lafuente-Salas (1982). *Gestión Económico Financiera del Circulante*. Madrid: Pirámide.

Blanco Ramos, F. (2005). *Dirección Financiera II*. Madrid: Pirámide.

Borrell, M.; Crespi, R. (1993). *Direcció financera de l'empresa*. Barcelona: Ariel.

Brealey, R.; Myers, S. (1998). *Fundamentos de financiación empresarial*. Madrid: McGraw-Hill.

Domínguez, J. A.; Durbán, S.; Martín, E. (1990). *El Subsistema de Inversión y Financiación de la Empresa*. Madrid: Pirámide.

Suárez Suárez, A. S. (2005). *Decisiones óptimas de inversión y financiación en la empresa*. Madrid: Pirámide.

