
Planificació i gestió de la tresoreria

PID_00262654

Joan Gómez Munuera

Temps mínim de dedicació recomanat: 4 hores



Joan Gómez Munuera

Llicenciat en Ciències Econòmiques i Empresariales per la Universitat de Barcelona. Màster en Comerç exterior per l'EAE Business School de Barcelona. PDD per l'IESE Business School. Experiència professional: soci director de l'àrea de Corporate Finance a Morison ACPM i conseller independent de diverses empreses. Experiència docent: professor-consultor a la UOC en programes de direcció financera, finances operatives i estructurals, finances corporatives, valoració d'empreses, control de gestió, etc., MBA, EMBA, In Company.

L'encàrrec i la creació d'aquest recurs d'aprenentatge UOC han estat coordinats per la professora: Dolors Plana Erta (2019)

Primera edició: febrer 2019
© Joan Gómez Munuera
Tots els drets reservats
© d'aquesta edició, FUOC, 2019
Av. Tibidabo, 39-43, 08035 Barcelona
Disseny: Manel Andreu
Realització editorial: Oberta UOC Publishing, SL

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 químic, mecànic, òptic, de gravació, de fotocòpia o per altres mètodes, sense l'autorització prèvia per escrit dels titulars del copyright.

Índex

Objectius.....	5
1. La importància de la gestió de tresoreria per part de les empreses.....	7
2. L'estat de fluxos d'efectiu.....	9
3. La funció de tresoreria com a part de la funció financera de l'empresa.....	12
4. Els instruments que utilitzem per a la planificació financera en l'empresa.....	15
5. Drivers de la generació de cash flow en l'empresa.....	18
5.1. Cash flow que prové de les operacions de l'empresa	18
5.2. Cash flow que genera la gestió de les NOF	20
5.3. Cash flow que genera les inversions i les desinversions	21
5.4. Cash flow que genera el finançament extern	22
5.5. Cash flow que genera el net patrimonial	23
6. Anàlisi i selecció de fonts de finançament operatiu.....	25
7. Anàlisi i selecció de fonts de finançament permanent.....	32
8. Relacions de l'empresa amb els bancs o les caixes: el balanç banc/empresa.....	34
9. Instruments financers per a la cobertura de riscos.....	42
9.1. Risc de tipus d'interès	42
9.2. Risc de tipus de canvi	45
10. Conclusions.....	49
Bibliografia.....	51

Objectius

- 1.** Entendre els impactes del cicle curt de caixa i del cicle llarg d'inversions en la posició de liquiditat o tresoreria de l'empresa.
- 2.** Adquirir la capacitat per a analitzar, projectar i valorar les necessitats de fons per al normal funcionament de l'empresa.
- 3.** Estructurar la dimensió temporal del deute, combinant tipus d'interès i ràtios de liquiditat.
- 4.** Analitzar i seleccionar les diferents fonts de finançament operatives i permanents.
- 5.** Veure com es fa el balanç banc/empresa i l'anàlisi de rendibilitat.
- 6.** Analitzar les exposicions de risc a què s'enfronta l'empresa, la gestió del risc en tipus d'interès, els tipus de canvi, i com es poden cobrir, minimitzar o neutralitzar.

1. La importància de la gestió de tresoreria per part de les empreses

Recentment, el Banc de Pagaments Internacionals (BPI) o BIS per les sigles en anglès, en l'informe econòmic anual 2018 esmentava que els percentatges de deute mundial en relació amb el PIB mundial havien assolit nivells rècord (aprofitant la situació dels tipus d'interès zero, i gràcies als programes QE de «política expansiva de la massa monetària» dels bancs centrals), deixant el sistema financer internacional extremadament feble i vulnerable davant d'una més que possible pujada dels **interessos *prime rate*** a pagar per aquest endeutament.

De moment, el Banc Central Europeu (BCE) manté els tipus d'interès al 0%, per un tipus d'intervenció del 0,75% del Banc d'Anglaterra (BoE). El Banc de Japó (BoJ) està encara en taxes negatives, del -0,10%, mentre que el Sistema de la Reserva Federal nord-americana (FED) presenta un període de pujades fins a l'actual 2,25%. Quan el preu del diner comenci a pujar de manera progressiva i generalitzada, empreses i governs començaran a tenir-ho més difícil per a fer front als deutes i per a refinançar-los en els mercats de capitals.

El McKinsey Global Institute (MGI) ofereix unes xifres que donen una idea del que passarà. Des de la crisi financera mundial de l'any 2007, el deute global no només no s'ha reduït, sinó que ha continuat incrementant-se: ni més ni menys que en 72 bilions de dòlars, amb un creixement del 74%, en passar de 97 bilions de dòlars a 169 bilions durant la primera meitat del 2017. El deute públic representa el 43% d'aquest augment, i el deute corporatiu no financer, el 41%.

L'any 2018, Espanya va dedicar 31.547 milions d'euros a pagar interessos als creditors, gairebé el doble del que es pagava per la mateixa partida abans de la crisi.

En aquest punt, i atès l'escenari internacional en què estem, la gestió de la tresoreria per part de les empreses passa a ser crític i vital. És força plausible que tornem a trobar-nos en una situació de restricció de crèdit (*crunch*) per part del sistema financer, és a dir, un tancament de la liquiditat que bancs i caixes ofereixen a les empreses per a cobrir les necessitats de finançament, tant a curt com a mitjà i llarg termini.

Una vegada dit això, cal gestionar de manera eficient, des de la tresoreria de les empreses, cadascuna de les parts en què es descompon el compte de pèrdues i guanys que tenen flux monetari associat, així com els plans d'inversió en l'ANC i els seus fluxos monetaris associats, i finalment els compromisos i les

obligacions financeres assumides per les empreses que tinguin a veure amb el finançament de l'ANC i de les NOF (actiu corrent operatiu - passiu corrent operatiu).

2. L'estat de fluxos d'efectiu

L'estat de fluxos d'efectiu (EFE), conegut habitualment com a estat de tresoreria o *cash flow*, és un dels documents que forma part dels estats financers de l'empresa. Està recollit dins de la normativa espanyola del pla general de comptabilitat (PGC), si bé amb la categoria de component dels comptes anuals. Internacionalment, aquest estat es desenvolupa en la Norma Internacional de Comptabilitat núm. 7 (NIC 7).

L'estat de fluxos d'efectiu és el document bàsic que reflecteix els moviments de tresoreria de l'empresa; hi ha tres tipus de fluxos d'efectiu:

- El derivat de les activitats ordinàries o d'explotació de l'empresa, és a dir, la liquiditat que genera l'explotació de l'empresa reflectida en el compte de pèrdues i guanys més la liquiditat neta que genera la gestió del capital circulant o *working capital* de l'empresa.
- El derivat de les activitats d'inversió, com ara l'adquisició d'actius no corrents, els beneficis o les pèrdues resultants de la seva venda o amortització, és a dir, la liquiditat neta que procedeix dels nous projectes d'inversió i de les desinversions que es realitzin.
- El derivat de les activitats de finançament extern més la liquiditat que prové del net patrimonial.

La informació sobre els fluxos d'efectiu és útil perquè permet avaluar la capacitat que té l'empresa per a generar efectiu, així com les seves necessitats de liquiditat. Per a prendre decisions econòmiques, l'alta direcció (*top management*) de les empreses ha d'avaluar la capacitat que tenen aquestes per a generar efectiu i equivalents, així com les dates en què es produeixen i el grau de certesa de les projeccions financeres de cobraments i pagaments.

Què hem de comprovar?

Una empresa solvent és aquella el flux d'explotació de la qual és positiu i prou elevat per a permetre cobrir els fluxos negatius d'inversió i de finançament.

El més important és que l'alta direcció de l'empresa sàpiga separar el gra de la palla, ja que més important que els beneficis són les partides que els componen.

Alguns exemples que cal considerar

1) Fluxos d'explotació: un flux d'explotació positiu no és necessàriament un bon exemple; pot ser que l'empresa hagi incorregut en mora, no pagant proveïdors i creditors, per la qual cosa els seus fluxos de sortida d'efectiu seran menors.

Un flux d'explotació negatiu no és necessàriament dolent. En empreses en creixement acostuma a ser normal, ja que a l'inici de l'activitat o en un entorn d'expansió de l'empresa, els costos acostumen a ser superiors als guanys, amb la qual cosa es tenen pagaments superiors als cobraments.

A més, si l'empresa duu a terme determinades operacions per a augmentar el fons de maniobra, com ara comprar actius financers o qualsevol tipus d'operació que incrementi l'actiu corrent, això li representarà uns pagaments superiors que, encara que es registren de manera negativa en l'estat de fluxos d'efectiu, hem d'interpretar positivament, ja que milloren la solvència de l'empresa.

2) Fluxos d'inversió: un flux d'inversió positiu no és necessàriament dolent; pot ser que l'empresa hagi realitzat un nou projecte d'inversió que impliqui uns importants i elevats fluxos de sortida o pagaments d'efectiu, però pot ser que, en contraposició, els seus cobraments de, per exemple, vendes d'accions en el mercat borsari o desinversions estratègiques de l'ANC financer hagin estat majors.

3) Fluxos de finançament: un flux de finançament positiu no és necessàriament dolent; pot ser que, malgrat haver disminuït el deute (sortida d'efectiu), l'empresa hagi fet una nova ampliació de capital amb els accionistes, la qual es registra com a entrada d'efectiu.

Un flux de finançament negatiu no és necessàriament bo. Pot ser que el deute de bancs s'hagi incrementat contractant noves operacions de crèdit o préstecs, tant a curt com a llarg termini, la qual cosa representa una entrada de diners disponibles, però al mateix temps els dividendes (o *pay out*) pagats per l'empresa als accionistes hagin estat majors que l'increment de nou deute de bancs. És a dir, a més d'incrementar el nivell viu del deute amb bancs, cosa que empitjora la ràtio d'autonomia financera, l'efectiu disponible de l'empresa es reparteix entre els accionistes, cosa que n'empitjora la solvència.

En la figura 1 es mostra la interrelació del compte de pèrdues i guanys en la construcció de l'estat de fluxos d'efectiu, també anomenat estat de tresoreria o *cash flow*.

Figura 1. Gràfic del flux de fons: d'explotació, d'inversió, de finançament.

ESTRUCTURA DEL COMPTE DE PÈRDUES I GUANYS

+	Ingressos explotació	Ingressos nets excepte financers
-	Cost de les vendes	Totes les despeses de produir les vendes
=	Marge brut	Marge brut, marge de contribució - Gross Margin
-	Despeses màrqueting i vendes	Totes les de màrqueting i vendes
-	Despeses generals d'estructura	Resta de despeses d'explotació (operatives)
=	EBITDA	Resultat operatiu abans d'interessos, impostos, amortitzacions i provisions
-	Amortitzacions	Depreciació de l'ANC
=	BAIT	Benefici operatiu abans d'interessos i taxes
+ -	Resultat financer	Ingressos i despeses financeres
=	BAT	Benefici abans del pagament de l'impost de societats
+ -	Impost de societats	Pagament de l'impost o crèdit de l'impost
=	BENEFICI NET	BENEFICI NET DISPONIBLE PER A L'EMPRESA

ESTAT DE FLUXOS D'EFECTIU	
Saldo inicial de la tresoreria	€
FLUXOS d'EFECTIU d'EXPLOTACIÓ	(1)
BAI = resultat abans d'impostos	
Ajustaments del resultat (ingressos -)	
Ajustaments del resultat (despeses +)	
Canvis en capital corrent (positius +)	
Canvis en capital corrent (negatius -)	
Altres fluxos d'explotació (positius +)	
Altres fluxos d'explotació (negatius -)	
FLUXOS d'EFECTIU d'INVERSIÓ	(2)
Inversions (pagaments -)	
Desinversions (cobraments +)	
FLUXOS d'EFECTIU de FINANÇAMENT	(3)
Cobraments obtenció de finançament (+)	
Pagaments deutes i obligacions (-)	
Pagaments dividendes i remuneracions (-)	
Variació NETA DELS FLUXOS D'EFECTIU	(1) + (2) + (3)
Saldo final de la tresoreria	€

Aquest format (del compte de pèrdues i guanys o P&L) és freqüent i també el més recomanable, ja que permet una anàlisi fàcil i visual per mitjà de les ràtios que presenta.

El marge brut (molt important) ens indica el marge que ens queda després de cada venda.

L'EBITDA ens ofereix un índex del rendiment de les operacions «pures», sense tenir en compte les amortitzacions ni les despeses financeres.

Mantenir separats els ingressos i les despeses operatives del resultat financer ens permet visualitzar millor (entre altres) **el benefici obtingut de les operacions i l'impacte de l'endeutament o palanquejament de l'empresa.**

3. La funció de tresoreria com a part de la funció financera de l'empresa

La funció de la tresoreria en l'empresa (vegeu l'apartat 3 de la nota tècnica «A la recerca de l'equilibri entre el FM i les NOF») està directament lligada a l'objectiu d'obtenir la liquiditat diària necessària per al normal funcionament. Una vegada dit això, la gestió de tresoreria se centra a preveure i a assegurar la liquiditat, és a dir, a aconseguir-la al menor cost financer possible (en la situació de dèficit) i a aconseguir la major rendibilitat possible (en el cas de superàvit). Per a això, cal disposar del pressupost de tresoreria i de la posició de tresoreria, que permet traslladar el pressupost financer a cobraments i pagaments.

El **pressupost de tresoreria** té un horitzó temporal d'un any, desglossat per mesos. El seu objectiu és calcular les necessitats de finançament corrent i els superàvits de tresoreria. S'inclou en el pressupost anual (economicofinancer), i el seu objectiu és plasmar les operacions concretes i estimades necessàries per a garantir una gestió adequada de la liquiditat i facilitar la negociació bancària.

El seu àmbit és el curt termini, per tal d'establir la liquiditat esperada, i mirant d'identificar amb la màxima anticipació els dèficits i els superàvits a curt termini amb l'objectiu de negociar dades concretes amb les entitats financeres.

El factor clau és l'anticipació, i requereix revisió contínua, com a molt de manera mensual. Per a la seva concreció, cal involucrar tota l'organització en la facilitació de dades fiables.

La **posició de tresoreria** té un horitzó temporal d'una setmana o, com a molt, d'un mes, amb desglossament diari. El seu objectiu és preveure i assegurar la liquiditat diària. Es pretén distribuir l'operativa bancària entre les entitats financeres amb què treballem. S'utilitzen dades referents a operacions segures o realitzades, amb revisió diària o, com a molt, setmanal.

Així mateix, els fluxos d'efectiu que es cobren i es paguen dels comptes de l'empresa s'han de gestionar i controlar; aquest és l'objectiu de la gestió de tresoreria (*cash-management*), que veurem amb detall en l'apartat 8 d'aquesta nota tècnica. Aquí només anticipem que es focalitza en l'optimització dels recursos, tot permetent:

- L'adequada gestió i planificació financera de l'empresa.
- L'augment de l'eficiència de l'empresa.

Per a poder arribar a una correcta conclusió sobre la situació de liquiditat de l'empresa, i sobre la gestió eficaç que ha dut a terme el Departament Financer, s'analitza la solvència a curt termini en l'informe mensual, setmanal o anual. Les ràtios més habituals que cal analitzar són les següents:

- Les **ràtios de liquiditat**, juntament amb l'estat de fluxos d'efectiu que hem detallat en el punt 3 d'aquesta nota tècnica. Les ràtios de liquiditat ens indiquen la capacitat de l'empresa per a afrontar deutes i obligacions a curt termini. Dins d'aquestes ràtios, cal destacar les de liquiditat, liquiditat immediata, tresoreria ordinària o test àcid, i del fons de maniobra (que es poden consultar en el material de la nota tècnica «Gestió i optimització del circulant operatiu»).
- Les **ràtios de rendibilitat** comparen el benefici obtingut en un període amb la inversió realitzada per a obtenir-lo. L'objectiu prioritari de qualsevol empresa és ser rendible, per tant, aquestes ràtios han de ser constantment avaluades. Les ràtios que més s'empren són la de rendibilitat econòmica i la financera (que es poden consultar en el material de la nota tècnica «Eines de predicció»).

No hem d'oblidar que aquestes ràtios constitueixen una visió estàtica de la realitat financera de l'empresa, ja que avaluen la solvència a curt termini en un moment determinat. Així, doncs, les ràtios han de servir de suport a la gestió activa de la tresoreria que hem descrit anteriorment, mostrant si aquesta aconsegueix els objectius.

Com hem dit, el pressupost de tresoreria permet detectar desajustaments entre els corrents de cobraments i pagaments, i suggereix la manera de dur a terme mesures correctives per a esmenar-los. Tot i que també hi ha instruments complementaris per a la gestió de la tresoreria, les ràtios dinàmiques de tresoreria més destacades són la variació de tresoreria, els fluxos de caixa d'explotació (operatius) i els fluxos de caixa no operatius.

$$VARIACIÓ \text{ TRESORERIA} = \frac{SI \text{ TRESORERIA} - SF \text{ TRESORERIA}}{SF \text{ PASSIU CORRENT}} \times 100$$

Un valor positiu indicaria un increment en la tresoreria per al període estudiat.

$$FLUX \text{ CAIXA D'EXPLOTACIÓ} = \frac{COBRAMENTS \text{ OPERATIUS}}{PAGAMENTS \text{ OPERATIUS}}$$

$$FLUX \text{ CAIXA DE NO OPERATIUS} = \frac{COBRAMENTS \text{ NO OPERATIUS}}{PAGAMENTS \text{ NO OPERATIUS}}$$

Un valor de tots dos igual a 1 ens indicaria que els fluxos operatius i no operatius de cobraments i pagaments es compensen, no havent-hi desequilibri en la tresoreria.

La relació entre l'equilibri financer i la solvència a curt termini es dona perquè la solvència a curt termini es recolza necessàriament en un estat d'equilibri financer també a curt termini. No obstant això, una empresa pot estar en desequilibri i ser capaç d'atendre les obligacions de pagament a curt termini, sempre que tingui capacitat d'endeutament.

4. Els instruments que utilitzem per a la planificació financera en l'empresa

Quan parlem de planificació financera trobem tres tipus d'instruments, que podem visualitzar en la taula següent:

- El **pressupost financer**, que ha de recollir la planificació estratègica, les necessitats de recursos propis, el deute amb cost (a llarg i curt termini) i el finançament del circulant de les operacions.
- El **pressupost de tresoreria**, que ha de recollir l'execució del pressupost financer amb un horitzó d'un any.
- La **posició de tresoreria o de liquiditat**, que ha de recollir i facilitar informació detallada de la gestió dels fluxos de cobraments i pagaments per mitjà del nostre *pool* de bancs; l'horitzó de les previsions de tresoreria és a molt curt termini: dia, setmana, quinzena, mes.

Instruments de previsió financera

	Pressupost de Tresoreria	Posició de Tresoreria	Pressupost Financer
Objectius	Curt termini	Pròxim	Mitjà - Llarg termini
Durada	1 any	<ul style="list-style-type: none"> • 1 setmana • 1 quinzena • 1 mes 	3 a 5 anys
Desglossament	Mensual	Diari	Anual
Informació	Previsions: <ul style="list-style-type: none"> • ingressos • pagaments • liquiditat 	Fluxos d'entrades i de sortides amb un elevat grau de certesa	Previsions: <ul style="list-style-type: none"> • necessitats financeres • recursos generats

Els objectius del pressupost de tresoreria, que veurem amb més detall en l'apartat 7 d'aquesta nota tècnica, són els següents:

- **Projectar la planificació de les polítiques del circulant operatiu**, és a dir, dels terminis mitjans de maduració, i com afecten els fluxos monetaris d'entrada i de sortida.
- **Projectar la planificació de les inversions en l'actiu no corrent**, recollint-ne el volum i l'estacionalitat al llarg de l'any, així com les possibilitats de finançament alternatives.

- **Gestió del risc financer** (que veurem amb més detall en l'apartat 8 d'aquesta nota tècnica), tipus d'interès, tipus de canvi, evolució de matèries primeres, de manera que es puguin cobrir i gestionar evolucions desfavorables que incideixin negativament en el compte de resultats, així com la cobertura de la càrrega financera i de la capacitat de devolució del deute.

En la figura 2, es mostra el *work flow* de tot el procés de la planificació de la tresoreria. Per a començar, recordarem el que hem vist en la nota tècnica «A la recerca de l'equilibri entre el FM i les NOF», on el pressupost financer recull la quantificació dels pressupostos d'operacions i del pressupost de capital o d'inversions que aglutinen l'activitat econòmica de l'empresa, i que permeten dur a terme les projeccions financeres en el pressupost de tresoreria amb l'objecte d'analitzar i negociar per anticipat les necessitats o els excedents de finançament que el pressupost econòmic aporta en funció de l'estacionalitat mensual i de les condicions del període de maduració de les operacions i del calendari de pagament dels nous projectes d'inversió (ANC).

El Departament Financer de qualsevol empresa, des del punt de vista de gestió de la tresoreria, té els següents objectius, que queden reflectits en la figura 2:

- Planificació i previsió el més completa i detallada possible dels *cash flow*, tant d'entrada com de sortida, que serveixin de base per a la presa de decisions per part de l'empresa en comparar possibles desviacions, fluxos reals enfront de fluxos previsionals.
- Gestió òptima i dinàmica dels fluxos derivats del circulat operatiu de l'empresa i dels projectes d'inversió o de capital per a adoptar els mitjans bancaris de cobraments i pagaments més eficaços possibles que evitin demores en el circuit del cicle de caixa.
- Gestió dinàmica dels costos de finançament (en situacions de dèficit de tresoreria) i de la rendibilitat de les inversions (en situacions de superàvit de tresoreria).
- Conciliació bancària dels moviments d'ingressos i de càrrecs, en els comptes bancaris de l'empresa, amb les projeccions de les previsions del pressupost de tresoreria per a poder detectar errors i efectuar les corresponents reclamacions el més aviat possible.

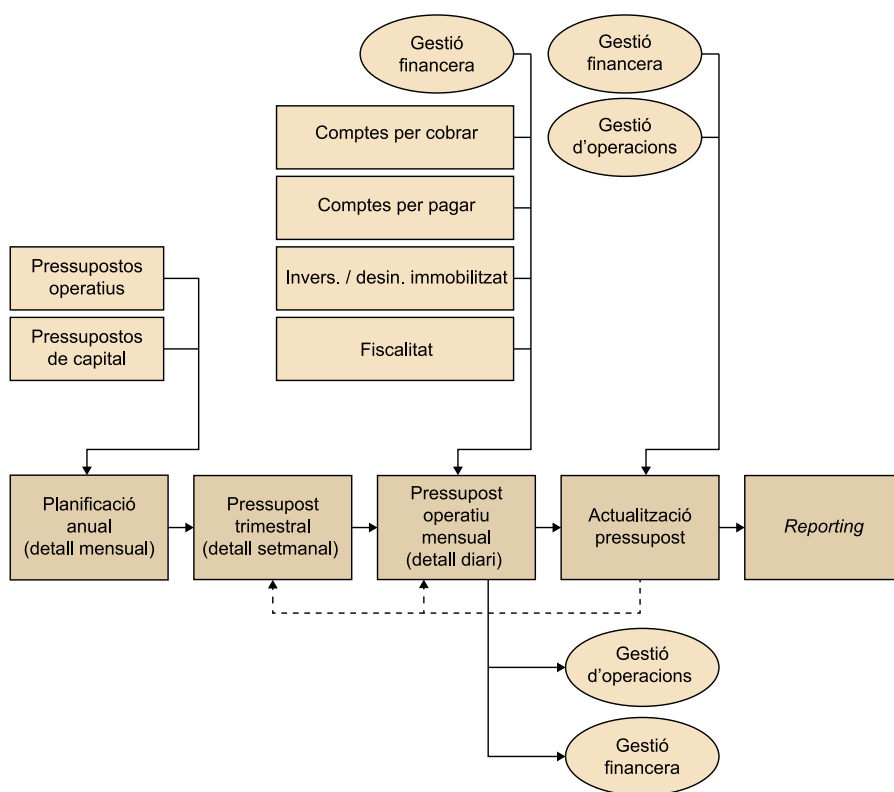
En la figura es detallen els tres tipus de pressupostos de tresoreria que permetran la presa de decisions de manera eficient en l'empresa.

- **Planificació anual**, que, com hem detallat anteriorment, es configura a partir dels pressupostos d'inversions o de capital i dels pressupostos operatius i es fa en base mensual recollint els *cash flow* d'entrada i de sortida dels pressupostos detallats anteriorment. El seu objectiu és quantificar, des

del punt de vista de la tresoreria, si estem en una situació equilibrada, de dèficit o de superàvit.

- **Pressupost trimestral**, que recull amb més detall els quatre trimestres de la planificació anual; formarà part d'aquest últim amb un major grau de certesa de les previsions de cobraments i pagaments projectats.
- **Pressupost operatiu**, amb un nivell de detall diari, que recull les dades rebudes de tots els departaments de l'empresa que originen fluxos de cobraments i pagaments. Aquest document és molt important, ja que s'ha d'apropar molt a la realitat de la situació de tresoreria o de liquiditat de l'empresa quant a la fiabilitat dels fluxos de cobraments i pagaments.

Figura 2. Esquema del procés de planificació de tresoreria



5. Drivers de la generació de *cash flow* en l'empresa

En aquest punt, tot seguit desenvoluparem els *drivers* que generen *cash flow*, i per tant fluxos de tresoreria, d'entrada i de sortida (*cash in*, *cash out*).

5.1. *Cash flow* que prové de les operacions de l'empresa

El desglossament del compte de pèrdues i guanys de l'empresa (segons la figura 3) aporta informació rellevant per a la presa de decisions, especialment els indicadors de **marge brut**, **EBITDA** i ***cash flow***, que comentem a continuació:

1) Marge brut o *gross margin*

Indica el marge amb el qual els productes i els serveis que venem poden contribuir, d'una banda, a cobrir l'estructura productiva de l'empresa i a la retribució dels nostres accionistes i bancs. La seva evolució, positiva o negativa, desencadenarà decisions de reducció o d'increment, o canvis percentuals en l'estructura de repartiment, exceptuant les despeses financeres que, una vegada negociades, són fixes.

2) EBITDA = beneficis abans d'interessos, impostos, deprecacions i amortitzacions, o resultat d'explotació

Aquest indicador cada vegada està més present en les presentacions de resultats de les empreses, ja que representa la capacitat de generació de diners per mitjà de l'activitat econòmica o *core business*. Seria l'equivalent, d'alguna manera, al *cash flow* d'explotació, la qual cosa evita tant l'impacte de les despeses no monetàries (amortitzacions i deteriorament de valor, «provisions insolvències de la cartera de clients») com de l'impacte de l'estructura financera, perquè és evident que la rendibilitat de l'empresa no és millor ni pitjor depenent de qui hagi aportat els fons necessaris per a la constitució i funcionament.

3) *Cash flow* = benefici net + amortitzacions + deprecacions

Ens aproxima a una primera definició del *cash flow*, ja que es tracta del *cash flow* comptable, sense tenir en compte els períodes de cobrament i pagament de les diferents partides que formen el compte de pèrdues i guanys.

Figura 3. Gràfic de variables inductores del *cash flow* en el compte de PiG

VARIABLES INDUCTORES DE CASH FLOW DEL COMPTE DE PiG				
1	INGRESSOS «Revenues»		Ingressos És bo separar els ingressos per vendes de la resta d'ingressos, ja que això permet analitzar i seguir millor el pressupost. Si l'empresa té múltiples línies d'ingressos o productes, és recomenable elaborar un pressupost de vendes per separat.	
	Venda bruta	Facturació prevista per vendes		
	(-) menys vendes	(-) abonaments, devolucions, etc.		
	Altres ingressos	Resta d'ingressos		
	Ingressos nets	Total ingressos nets		
2	COSTOS DE LES VENDES		Cost de les vendes (només si s'han fet vendes de productes o serveis) Ha de reflectir el cost dels productes que s'han venut (no les compres). Es tracta de costos variables que van en funció de les vendes.	
	Cost de les vendes «COGS»			Marge brut o marge de contribució Allò que li queda a l'empresa per a cobrir les despeses operatives d'estructura. En la majoria de les empreses es tracta de costos fixos.
	Cost del material venut	Material consumit per a la venda		
	Cost dels productes venuts			
	Cost of Goods Sold	Marge brut o marge de contribució (1) - (2)		
3	DESPESES OPERATIVES D'ESTRUCTURA		Despeses de personal - Remuneracions de tot tipus: salaris, comissions, etc. - Seguretat Social a càrrec de l'empresa (no la part corresponent al treballador). No s'inclouen els imports corresponents a les retencions (IRPF, que no són un cost). Despeses generals d'estructura o despeses operatives «OPEX» En el capítol comunament anomeat «despeses generals» i en el PGC «serveis exteriors» s'acostumen a incloure la resta de les despeses de l'explotació. Tingues sempre present que pots (i has de) dissecionar-ho de manera que quedin ben reflectits els costos més rellevants per a la teva empresa. Així, doncs, per exemple, per a una empresa comercial pot ser interessant segregar l'epígraf «publicitat i promoció» pels diversos conceptes (publicitat, RP, accions promocionals, etc.).	
	Despeses de personal			
		Poden ser (entre altres)		
		Sous i salaris		
		Comissions sobre vendes		
		Incentius, primes i gratificacions		
		Seguretat Social a càrrec de l'empresa		
		Altres despeses socials		
		Indemnitzacions		
	Despeses generals			
		Poden ser (entre altres)		
		Publicitat i promoció		
		Despeses en R+D		
		Arrendaments i cànon		
		Reparacions i conservació		
		Serveis de professionals ind.		
		Transports		
		Assegurances		
		Serveis bancaris i similars		
		Subministrament		
	Viatges, dietes i quilometratge			
	Despeses de representació			
	Material d'oficina			
	Altres serveis			
	Tributs	Tributs, taxes i impostos locals		
	EBITDA	Resultat de les operacions (1) - (2) - (3)	EBITDA (Earnings before interest, tax, depreciations and amortizations) = BAIIIDA (beneficis abans d'interessos, impostos, depreciacions i amortitzacions)	

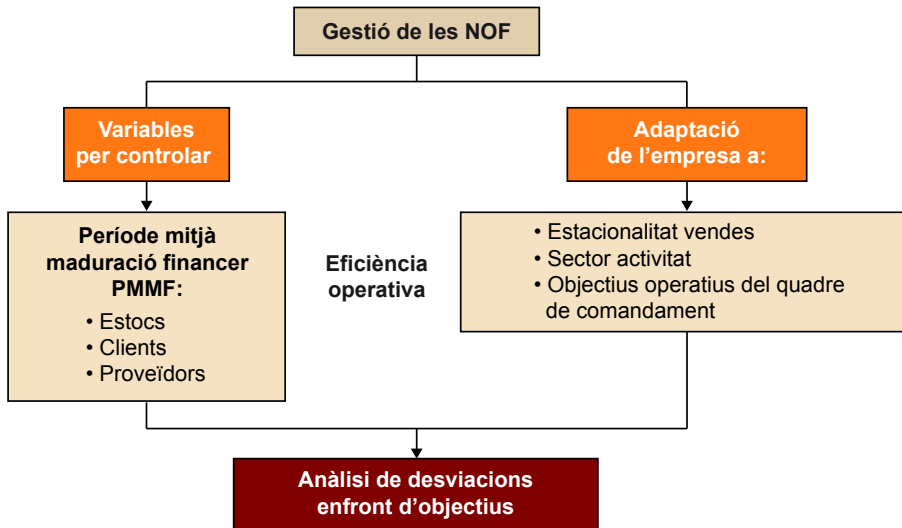
4	PROVISIONS + AMORTITZACIONS		Amortització de l'ANC Cal incloure les amortitzacions (depreciacions) de l'actiu no corrent (material, immaterial, financer, etc.) propietat de l'empresa. La manera més habitual de càlcul de l'amortització és lineal (valor de l'actiu ÷ nombre d'anys d'amortització = amortització anual).
	Provisions insolvències	Provisió per a fallits (incobrables)	
	Amortitzacions	Depreciacions de l'immobilitzat	
	Depreciacions		
	BAIT	Resultat de les operacions (1) - (2) - (3) - (4)	BAIT (benefici abans d'interessos i taxes)
5	RESULTAT FINANCER	Interessos i despeses financeres	Resultat financer En general, és aconsellable presentar els ingressos o (com a mínim) les despeses financeres per separat. Les despeses financeres en gran part són interessos resultants del finançament bancari, i donen una idea clara de l'endeutament de l'empresa.
	Ingressos financers - Interessos i altres despeses financeres		
5	BAT	Benefici abans d'impostos (1) - (2) - (3) - (4) - (5)	Resultats: BAI i BN Benefici abans d'impostos. Pot ser benefici o pèrdua. D'aquest primer resultat cal deduir l'impost de societats, que normalment és un tant per cent sobre el BAI, i que dona lloc al benefici net després d'impostos, que serà objecte de capitalització del net patrimonial, o bé de repartiment via dividends «Pay out».
	(-) Impostos de societats	Impost de societats	
	BN	Benefici net (1) - (2) - (3) - (4) - (5) - (6)	

5.2. Cash flow que genera la gestió de les NOF

Les NOF (necessitats operatives de fons) sorgeixen de la diferència entre l'actiu corrent operatiu (ACO) i el passiu corrent operatiu (PCO). La diferència entre els fons generats per les operacions (FGO), és a dir, de totes les partides del compte de pèrdues i guanys fins al càlcul de l'EBITDA, i la variació de les NOF ens dona el concepte de caixa generada per les operacions (CGO).

Ràtios i variables a vigilar que impacten en la seva generació

- Política d'estocs al magatzem: matèries primeres, productes en curs, productes acabats.
- Període mitjà de cobrament de la cartera de clients i dels deutors.
- Període mitjà de pagament a proveïdors i a creditors.
- Poder negociador amb clients i proveïdors per a fixar els terminis i els mitjans de cobrament i pagament.

Figura 4. Gràfic de variables inductores del *cash flow* de les NOF

5.3. *Cash flow* que genera les inversions i les desinversions

Tenen relació amb les inversions o les desinversions que fa l'empresa en l'actiu no corrent (ANC).

Quan parlem de projectes d'inversió (o Capex), aquests estan estretament relacionats amb l'obtenció de fons per part de l'empresa per a finançar-los.

Com a exemple, un projecte d'inversió mal finançat pot portar l'empresa a tenir problemes de liquiditat importants.

Polítiques i variables que impacten en la generació d'aquest *cash flow*

1) Dins del pla estratègic:

- Política d'inversions o Capex.
- Estructura financera o palanquejament financer.
- Política d'autofinançament i de repartiment de dividends o *pay out*.

2) Import dels nous projectes d'inversió executats.

3) Calendari dels pagaments acordats.

4) Estructura financera que suporten els nous projectes d'inversió.

5) Desinversions o vendes d'elements de l'ANC.

Figura 5. Gràfic comparatiu d'inversions enfront de fonts de finançament

Tipus d'inversions Capex:	Fonts de finançament:
<p>Actiu no corrent: els béns que romanen en l'empresa, en general, un període superior a un any (p. ex. edificis)</p>	<p>Recursos permanents: finançament disponible per a l'empresa un període llarg de temps. Són els fons propis i el passiu no corrent (p. ex. deutes a llarg termini)</p>
<p>Actiu corrent: format per tots els béns i drets que circulen per l'empresa (p. ex. primeres matèries)</p>	<p>Passiu corrent: integrat pels deutes que vencen en un període breu de temps (p. ex. deutes a curt termini)</p>

Les decisions de finançament condicionen les d'inversió.
Perquè una empresa sigui viable a llarg termini, la rendibilitat de les inversions ha de ser major que el cost del finançament.

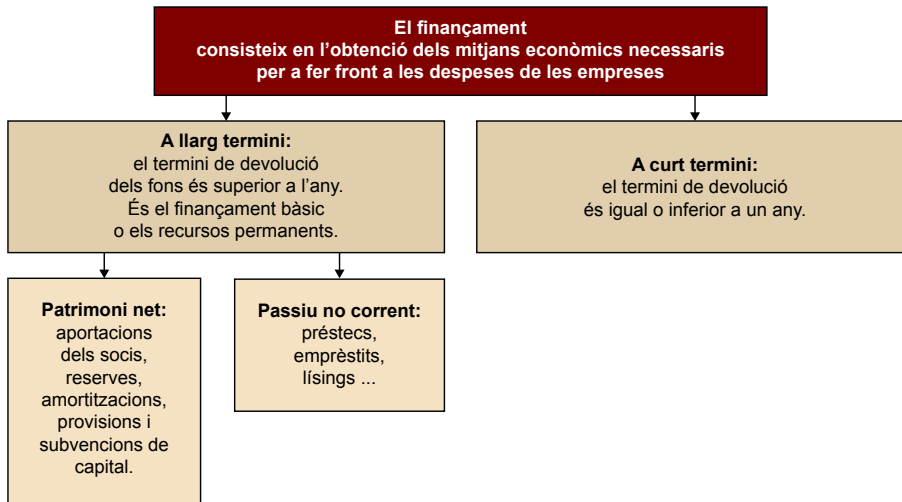
5.4. Cash flow que genera el finançament extern

L'estructura financera (passiu) representa el capital financer de l'empresa, les seves obligacions i els seus deutes; també incorpora tots els comptes que mostren com està finançat l'actiu, és a dir, si és amb fons propis o amb deutes, i respon la pregunta: d'on s'ha obtingut el finançament?

Ràtios i variables que influeixen en la seva generació

- 1) Endeutament bancari actual.
- 2) Capacitat d'incrementar l'endeutament a futur.
- 3) Generació de *cash* de les operacions.
- 4) Taxa d'autofinançament del benefici net.
- 5) Capacitat de negociar amb les entitats financeres, *rating* de classificació segons els criteris de Basilea III.
- 6) Accés a plataformes de finançament alternatiu, finançament col·lectiu de préstec (*crowdfunding*).

Figura 6. Classificació de les fonts de finançament segons el termini de devolució

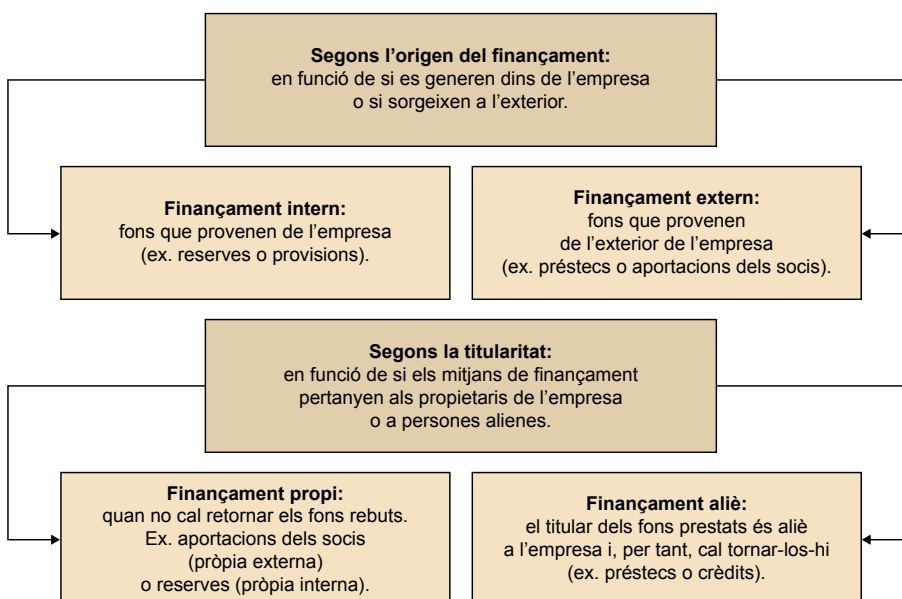


5.5. Cash flow que genera el net patrimonial

Els accionistes de l'empresa incideixen en la liquiditat utilitzant diferents tipus de transaccions:

- 1) Desemborsament del capital inicial en la fundació de l'empresa.
- 2) Noves ampliacions de capital.
- 3) Reduccions o devolucions del capital.
- 4) Préstecs participatius.
- 5) Política de repartiment de dividendes.

Figura 7. Classificació de les fonts de finançament segons l'origen i la titularitat



En els dos apartats següents, ens proposem conèixer les diferents fonts de finançament que tenen les empreses, tant operatives com permanents.

6. Anàlisi i selecció de fonts de finançament operatiu

Per a escollir una determinada estructura de finançament per al circulant operatiu de qualsevol empresa, cal tenir en compte tres objectius:

- 1) El nivell de palanquejament.
- 2) L'equilibri financer entre les diferents masses patrimonials de l'actiu i del passiu del balanç.

Com que mirem de protegir la liquiditat de l'empresa, és aconsellable que les necessitats de fons a llarg termini, és a dir, les inversions en l'actiu no corrent, es financin amb l'obtenció de fons a llarg termini, com ara els recursos permanents (net patrimonial + PNC). En el mateix sentit, les necessitats de fons per a l'actiu corrent s'han de finançar amb fons obtinguts en el passiu corrent.

- 3) L'elecció de les diferents línies de finançament, en funció del grau de disponibilitat, cost financer, etc.

a) En relació amb les necessitats de finançament de les operacions, hi ha la següent oferta de línies de finançament i de serveis bancaris:

- **Pòlissa de crèdit** en compte corrent.
- **Línia de descompte comercial** per a anticipar el compte de clients.
- **Factoring** per a vendre la nostra cartera de clients a l'empresa de *factoring*, que pot ser alhora:
 - Sense recurs
 - Amb recurs
- **Confirming**, que és una variant de cobrament dels nostres clients que permet rebre de l'entitat financera un compromís de pagament al venciment de la factura corresponent; si la societat ho necessita, la entitat financera pot anticipar-ne el cobrament sense recurs.

b) Cadascuna d'aquestes modalitats de línia de finançament té associats els següents costos, que variaran en funció de la modalitat que escollim i del nivell de risc, així com de la classificació que en faci la nostra entitat financera segons els criteris de Basilea III.

- Tipus d'interès, que pot ser:
 - Fix.

- Variable. Referenciat en l'euríbor a un termini d'1, 2, 3, 6, 12 mesos + un diferencial %.
- Comissions.
- Despeses d'intervenció notarial.
- Data valor.
- Meritació d'interessos per anticipat o vençut.

A continuació, detallarem com podem calcular el cost efectiu, és a dir, la taxa anual equivalent (TAE) que totes les entitats financeres han de tenir publicades davant del Banc d'Espanya, i que ens servirà de criteri de cost per a utilitzar una o una altra, o fins i tot de comparació entre les diferents línies dels bancs o les caixes d'estalvi.

Avui dia, atesa l'actual situació d'anàlisi de risc (Basilea III), la reducció del nombre d'entitats financeres i l'elevada morositat, i malgrat que el tipus d'intervenció del BCE està en zero, els diferencials sobre l'euríbor s'han disparat de manera important per a les PIME.

Vegem les característiques i el cost de les diferents línies de finançament a disposició de les societats:

1) Les pòlisses de crèdit

Les pòlisses de crèdit representen una de les modalitats de finançament més esteses que utilitzen les empreses; es formalitzen en document mercantil, i la majoria de les vegades estan intervingudes per fedatari públic.

En el document mercantil es recullen les següents característiques:

- **Límit del crèdit**, que és la quantitat màxima de crèdit que permet la pòlissa, i que per tant l'empresa utilitza com un compte corrent que recull fluxos d'entrada i de sortida.
- **Tipus d'interès nominal** a què està referenciat, és a dir, l'euríbor a 1, 2, 3, 6 i 12 mesos més un diferencial en funció de l'anàlisi de risc que hagi fet l'entitat financera de l'empresa client (Basilea III); actualment s'afegeixen diferencials entre 1,75 i fins a 6 i 7 punts percentuals a la referència de l'euríbor. Les liquidacions dels interessos normalment són en terminis mensuals o trimestrals.

- **Venciment**, que normalment és a un any amb renovacions, i que poden ser tàcites de mutu acord o bé amb una nova classificació de l'empresa client.
- **Despeses de formalització:**
 - Comissió d'estudi
 - Comissió d'obertura
 - Comissió de saldo no disposat
 - Minuta de notaria

L'expressió del cost de la **taxa anual efectiva de la pòlissa de crèdit (TAE)** quedaria:

$$\text{TAE. Pol. Crèdit} = \left[1 + \left(\frac{\text{Interès nominal}}{\text{Núm. períodes capitalització}} \right)^{\text{Núm. períodes capitalització}} - 1 \right]$$

Per exemple, si tenim les següents opcions de liquidacions de pòlissa de crèdit:

IN: 10,5% amb liquidació diària
 $\text{TAE} = (1 + 10,5 \div 360)^{360} - 1 = 11,069\%$

IN: 10,75% amb liquidació mensual
 $\text{TAE} = (1 + 10,75 \div 12)^{12} - 1 = 11,296\%$

IN: 11% amb liquidació anual
 $\text{TAE} = (1 + 11 \div 1)^1 - 1 = 11\%$

2) El finançament per **descompte d'efectes comercials**, rebuts, pagarés i anticipació de factures és una de les figures més utilitzades per les empreses per a anticipar i fer liquiditat de la cartera de clients de l'actiu corrent del balanç de les companyies.

El descompte d'efectes comercials es pot definir com la cessió per part de l'empresa al seu banc o caixa d'uns drets de cobrament que té enfront dels clients per la venda de productes o de prestació de serveis.

Per a poder realitzar el descompte, les empreses han de ser classificades prèviament pels bancs o caixes, igual que passa en qualsevol operació d'actiu: crèdit, préstecs, etc.

Aquesta classificació permet fixar un límit màxim de risc, en aquest cas per al descompte, que l'entitat financera està disposada a descomptar o anticipar. Lògicament, a mesura que els documents de cobrament negociats vencen i són pagats pels clients de l'empresa, cada entitat financera procedeix a donar

de baixa el risc de la quantitat vençuda i aleshores l'empresa recupera novament la possibilitat de descomptar nous documents de cobrament, i així successivament.

Totes les operacions recollides per a aquesta modalitat de descompte estan realitzades fent el supòsit que sigui conforme, la qual cosa vol dir que, si es produeix un impagament dels documents de cobrament per part dels clients, l'empresa ha de fer front a aquest impagament i reposar la quantitat a l'entitat financera.

Per a calcular el **cost financer del descompte**, cal tenir presents els següents punts:

- **Comissió de cobrament** per cada efecte, pagaré, rebut, factura anticipada.
- **Dies de valoració**; normalment s'aplica l'abonament en el compte de l'empresa, per part de l'entitat financera, l'endemà hàbil de la data de descompte o anticipació.
- **Tipus d'interès** aplicat, en aquest cas el càlcul és **al venciment**, la qual cosa vol dir que els interessos pel descompte o anticipació es cobren per anticipat «avui» fins a la data de venciment del document de cobrament. Igual que en la pòlissa de crèdit, els tipus d'interès nominals que s'apliquen estan referenciats en l'euríbor més diferencial.

L'expressió del cost de la **taxa anual efectiva del descompte** (TAE) quedaria:

$$\text{TAE. Dte. Comercial} = \left[\left(\frac{\text{Nominal}}{\text{Efectiu}} \right)^{\text{inversa del temps en anys}} - 1 \right] \times 100$$

3) El **confirming** consisteix en un servei íntegre de pagament per part de les empreses (clients) als proveïdors (beneficiaris) per mitjà d'una entitat financera del client que emet el **confirming**.

El **confirming** té les següents característiques:

- **Finançament automàtic** a les empreses proveïdores de productes i de serveis **sense recurs** a les empreses clients.
- **No consumeix línies de finançament bancàries** de l'empresa proveïdora, i per tant no cal buscar noves classificacions, ni consumeix línies que tinguem classificades amb el nostre banc o caixa.
- **Possible estalvi en costos financers** sobre la base de la solvència de l'empresa client, ja que el banc del client és el que ens presenta l'opció que

utilitzem el *confirming* per a descomptar l'import de la factura abans del venciment establert per al pagament.

- **Millora la rendibilitat de l'actiu** de l'empresa proveïdora perquè millora les NOF i la ràtio de solvència vista anteriorment.
- **Pot anticipar o no el cobrament** de les factures en funció de les necessitats de tresoreria, sense risc d'impagament, una vegada emesa la corresponent carta de *confirming* per part de l'entitat financera del client.
- **Redueix la incertesa del cobrament** de la factura i permet resoldre amb anticipació qualsevol incidència que s'hagi produït en el procés de facturació amb el nostre client, fent molt més eficient el procés de cobrament dins de les condicions acordades amb l'empresa client.
- L'única **característica negativa** se centra en el fet que hem d'**esperar que el nostre client tingui desenvolupat un sistema d'autorització de factures bo i àgil** perquè el seu banc pugui enviar-nos la corresponent notificació de carta de *confirming* amb prou antelació a la data de venciment establerta per al pagament de la factura, és a dir, que depenem del fet que el nostre client no retengui l'autorització de la factura fins a pocs dies abans del venciment inicial de pagament per un sistema lent d'autorització de pagament, amb la qual cosa la citada facilitat creditícia no ens aportaria cap avantatge i no podríem anticipar cap import en cas de necessitats de tresoreria.

4) El *factoring*

El *factoring* és un conjunt de serveis financers i administratius d'una empresa de *factoring* o *factor*, normalment pertanyent a un grup bancari o de caixes d'estalvis, que posa a disposició de les empreses la possibilitat de vendre la cartera de clients de l'actiu corrent; és a dir, que és un sistema de finançament del circulat operatiu.

Hi ha dues modalitats de *factoring*:

- **Factoring sense recurs:** en aquest cas, l'empresa de *factoring* assumeix el risc d'impagament dels nostres clients o deutors.
- **Factoring amb recurs:** seria un cas similar al del descompte; és l'empresa la que assumeix els possibles impagaments davant de l'empresa de *factoring*.

Els serveis que dona una empresa de *factoring* es poden classificar en:

a) Administratius:

- Gestió de cobrament de la facturació dels nostres clients.
- Control de riscos dels clients o deutors de la societat.
- Elaboració de la comptabilitat de vendes i de cobraments.
- Elaboració d'estadístiques de vendes.

b) Financers:

- Estudi i classificació de solvència dels nostres clients.
- Garantia de cobrament del cent per cent, en la modalitat **sense recurs**, en cas d'impagament dels nostres clients o deutors.
- Bestreta financera a compte de les factures cedides per al cobrament al venciment.

Per a calcular el **cost financer del factoring**, cal tenir en compte els següents punts:

- **Comissió de factoring** o cobrament per cada efecte, pagaré, rebut, factura anticipada.
- **Dies de valoració**: normalment s'aplica l'abonament en el compte de l'empresa, per part de l'entitat financera, l'endemà hàbil de la data de descompte o anticipació.
- **Tipus d'interès aplicat**: en aquest cas el càlcul és **al venciment**, la qual cosa vol dir que els interessos pel descompte o anticipació es cobren anticipadament «avui» fins a la data de venciment del document de cobrament. Igual que la pòlissa de crèdit, els tipus d'interès nominals que s'apliquen estan referenciats en l'euríbor més diferencial.
- És possible que ens facin una **retenció** o una anticipació inferior al cent per cent de la factura com a contra garantia.

L'expressió del cost de la **taxa anual efectiva del factoring** (TAE) quedaria:

$$\text{TAE. Factoring} = \left[\left(\frac{\text{Nominal retenció}}{100 - \% \text{ descompte}} \right)^{\text{inversa del temps en anys}} - 1 \right] \times 100$$

5) El **finançament de proveïdors**: ja hem comentat anteriorment, en les NOF, que es produeix un finançament espontani de les activitats operatives del circulat de la companyia. Les condicions normals del mercat estableixen unes polítiques de pagament generalment acceptades, és a dir, a 30, 60, 90, 120 i 180 dies de la data de la factura; per tant, el finançament aconseguit així no té un cost explícit d'interessos com el deute de bancs o caixes, però sí que recull un cost de finançament implícit pel concepte de valor dels diners en el temps, i que està incorporat en el preu de venda dels nostres productes o serveis. L'expressió que ens aporta informació quant al cost financer d'oportunitat que representa el finançament de proveïdors està determinada per la següent fórmula, des del moment en què tenim la possibilitat d'un descompte per ràpid pagament, com, per exemple, en una situació d'excedent de liquiditat si volguéssim aprofitar l'oferta per part del proveïdor.

L'expressió del cost de la **taxa anual efectiva del finançament de proveïdors** (TAE) quedaria:

$$\text{TAE. Dte. Proveïdors} = \left[\left(1 + \frac{\% \text{ descompte}}{100 - \% \text{ descompte}} \right)^{\text{inversa del temps en anys}} - 1 \right] \times 100$$

7. Anàlisi i selecció de fonts de finançament permanent

Tal com havíem comentat anteriorment, el finançament permanent (net patrimonial + PNC) és la part de les **fonts de finançament** d'una empresa que hauria de permetre el finançament de l'actiu no corrent i la part de l'actiu corrent que es pot considerar com a fixa (els estocs); les podríem classificar com:

- Desemborsaments i aportacions dels socis al capital de l'empresa.
- Autofinançament del benefici net retingut en reserves.
- Subvencions rebudes de capital.
- Emissions d'obligacions i de bons convertibles a llarg termini.
- Préstecs participatius.
- Crèdits i préstecs a llarg termini d'entitats financeres.
- Préstecs del BEI, ICO i ICF.
- Arrendament financer.
 - Lísing financer.
 - Lísing operatiu.
- Rènting.
- Finançament col·lectiu (*crowdfunding*) i finançament col·lectiu de préstec (*crowdlending*).

Atesa la reducció de bancs i de caixes per la recent crisi financera mundial i la situació d'aversió al risc per part del sistema financer, ens centrarem en operacions alternatives al finançament de bancs o caixes mitjançant crèdits i préstecs a llarg termini, és a dir, comentarem les operacions de lísing i de rènting, ja que així aconseguim amb el lísing un avantatge financerofiscal d'amortització accelerada dels actius no corrents comprats sota aquesta modalitat, és a dir, un ajornament en el pagament de l'impost de societats en el temps.

La diferència entre els dos tipus de lísing consisteix en (vegeu taula següent):

- **Líasing financer:** no es posa en dubte l'execució del valor residual (VR) al final del contracte per part de l'empresa arrendatària, ja que aquest VR és equivalent a una quota, és a dir, un valor molt petit.
- **Líasing operatiu i rènting:** quan no està clara l'execució del valor residual al final del contracte, ja que aquest és elevat; al final es permet la recompra de l'equip utilitzat o la renovació, amb la qual cosa s'evita l'obsolescència tecnològica. Aquest tipus de contracte està especialment indicat per a determinats actius i sectors, com el de l'automòbil i el de sistemes d'informació. Addicionalment, a les quotes financeres per la utilització del bé s'afegeix un servei afegit de manteniment integral, assegurança a tot risc i canvi dels equips o dels béns durant la vida del contracte.

Taula comparativa entre líasing operatiu i financer

Característiques	Líasing operatiu	Líasing financer
Arrendador	Fabricants	Entitats financeres
Durada	D'1 a 4 anys	De 3 a 5 anys en béns mobles De 20 a 30 anys en béns immobles
Obsolescència tecnològica	La suporta l'arrendador	La suporta l'arrendatari
Riscos de l'arrendatari	Cap	Tècnics
Riscos de l'arrendador	Tècnics i financers	Financers
Modalitat de rènting	SÍ	NO
Valor residual	Alt	1 quota

8. Relacions de l'empresa amb els bancs o les caixes: el balanç banc/empresa

Les empreses tenen les següents necessitats per a les operacions de les activitats:

- Finançament del circulant operatiu.
- Finançament de l'actiu no corrent.
- Col·locació d'excedents de tresoreria.
- Moviments de fons de cobrament i de pagament per les operacions.

A l'altra banda de la balança, els bancs i les caixes tenen com a objectiu:

- La captació de passiu dels clients.
- Concedir préstecs, crèdits o qualsevol altra línia de finançament als clients, tant si són empreses com si són particulars.

El risc mitjà de finançament d'una empresa amb els bancs o caixes estarà determinat per l'import mitjà de finançament que hagi rebut en cadascuna de les modalitats (compte de crèdit, préstecs, descompte d'efectes comercials, etc.), menys els imports que tingui en dipòsits de passiu (comptes corrents, dipòsits a termini, etc.).

Els bancs o caixes veuen les empreses que financen amb un enfocament de valoració risc/rendibilitat, i que han de donar una determinada rendibilitat en funció del nivell de risc assumit; sempre preval l'afirmació que un major risc implica una major rendibilitat, i cal fer referència obligada a les normes de Basilea III.

La rendibilitat que els bancs o caixes obtenen dels clients provenen del cobrament d'interessos per cadascuna de les modalitats de finançament. Recordeu que sempre hi ha un tipus de referència euríbor més diferencial, més les comissions que pagui per tots els conceptes de serveis bancaris rebuts i sense oblidar les valoracions o el marge dels fluxos de cobrament i de pagament que passem per les entitats financeres.

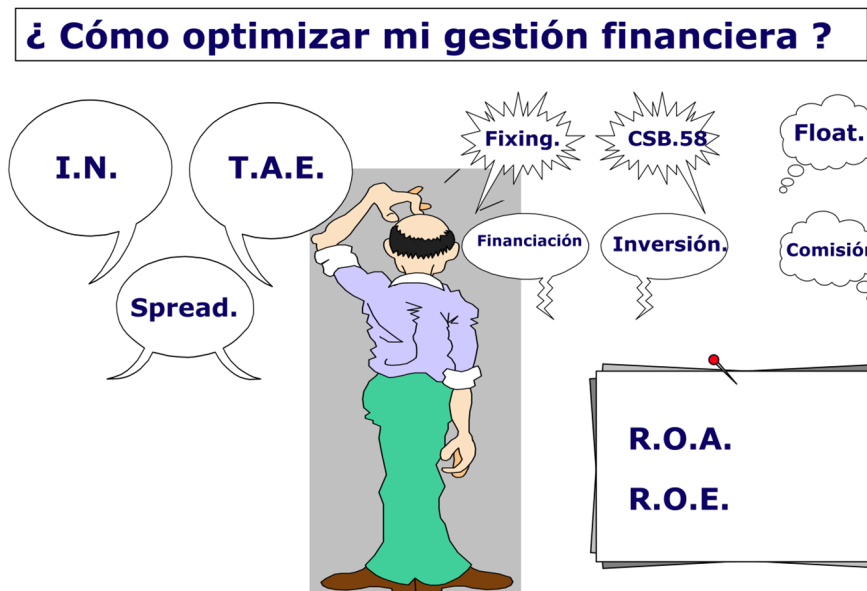
La formació dels preus, i en aquest cas particular del tipus d'interès, i de les comissions per serveis bancaris, depèn de l'oferta i la demanda, i, per descomptat, de la competència dins del sector financer. Així mateix, i com a conseqüència

de l'última crisi financera internacional (2007), en totes les operacions de finançament o d'actiu per part dels bancs o caixes s'aplica la normativa actual de qualificació (*rating*) de Basilea III.

El més important per a l'empresa és poder fer una aproximació al preu (comissions més interessos) que pagarà a l'entitat financera per a confeccionar un balanç del negoci canalitzat i rebut entre el banc i l'empresa, que li servirà per a poder negociar d'una manera millor qualsevol necessitat de finançament o serveis que hagi projectat en el pressupost de tresoreria fins a un any; és a dir, les necessitats de fons i de serveis bancaris a curt termini per les operacions de la companyia i les necessitats d'inversió o de finançament a cobrir a llarg termini amb recursos permanents.

A continuació, fem un recull en diferents figures de com funcionaria aquest model de rendibilitat i balanç entre banc/empresa que permet recollir tota la informació que serveix per a una negociació *win to win*, encara que no sempre és fàcil tractar de tu a tu, ja que depèn de la situació del mercat financer i del nivell de l'empresa. La situació actual de reducció del nombre de bancs i caixes (hi ha menys competència) i una anàlisi del risc de les empreses molt més estricta, per part dels departaments de riscos de les entitats financeres, no dona gaire marge de maniobra a les empreses en la negociació a l'hora de concedir línies de finançament.

Figura 8. Gràfic del procés de tresoreria: conceptes financers



El pressupost de tresoreria és, sens dubte, l'eina bàsica que ens permetrà dur a terme les negociacions amb les entitats financeres d'una manera professional i consistent amb el procés de planificació a curt i llarg termini, ja que ens facilitarà informació quant al volum global de l'activitat de l'empresa i, per tant, veurem els diferents conceptes de fluxos de cobrament i de pagament que podem canalitzar o repartir entre el nostre *pool* de bancs o caixes, juntament amb la planificació de les necessitats de línies de finançament o de

situacions d'excedents de tresoreria per a l'optimització i la negociació, amb prou anticipació per a saber com serà el nostre *peak funding*, o punta màxima de finançament, i l'evolució estacional de les necessitats al llarg del pressupost de tresoreria que contempla els diferents períodes mitjans de cobrament i de pagament.

L'objectiu de la gestió financera de la tresoreria és mantenir un equilibri mitjançant la gestió de caixa (*cash management*), és a dir, la gestió global del flux de fons de l'empresa en les següents àrees:

- Fluxos de pagaments
- Fluxos de cobraments
- Utilització de les diferents fonts de finançament
- Optimització dels excedents de tresoreria

En l'anàlisi de la rendibilitat banc enfront d'empresa s'ha de tenir en compte la rendibilitat indirecta i directa:

FLOATING. Rendibilitat indirecta

Des del punt de vista del banc	Des del punt de vista de l'empresa
(+) Cartera cobrament	(-) Cartera cobrament
(+) Pagament xecs	(-) Pagament xecs
(+) Transferències	(-) Transferències
(+) Pagament nòmines	(-) Pagament nòmines
(+) Seguretat Social	(-) Seguretat Social
(+) Impostos	(-) Impostos
(+) IVA	(-) IVA
(+) IRPF	(-) IRPF
(+) Impost de societats	(-) Impostos de societats

FLUXOS D'ENTRADA I DE SORTIDA. Rendibilitat directa

Des del punt de vista del banc	Des del punt de vista de l'empresa
Cartera cobrament	Cartera cobrament
(+) Comissions	(-) Comissions
Descompte efectes	Descompte efectes
(+) Comissions	(-) Comissions
Comptes de crèdit	Comptes de crèdit
(+) Comissions	(-) Comissions
Impagats	Impagats
(+) Comissions	(-) Comissions
Pagaments i cobraments divises	Pagaments i cobraments divises
(+) Comissions	(-) Comissions
(+) Diferencial tipus de canvi	(-) Diferencial tipus de canvi
Transferències	Transferències
(+) Comissions	(-) Comissions
Cash pooling	Cash pooling
(+) Comissions	(-) Comissions
Avals	Avals
(+) Comissions	(-) Comissions
Inversions Fin. Temp.	Inversions Fin. Temp.
(+) Diferencial	(-) Diferencial
Gestió del risc	Gestió del risc
(+) Tipus interès - diferencial	(-) Tipus interès - diferencial
(+) Tipus de canvi - diferencial	(-) Tipus de canvi - diferencial

Com treballa el model de cte. banc/empresa

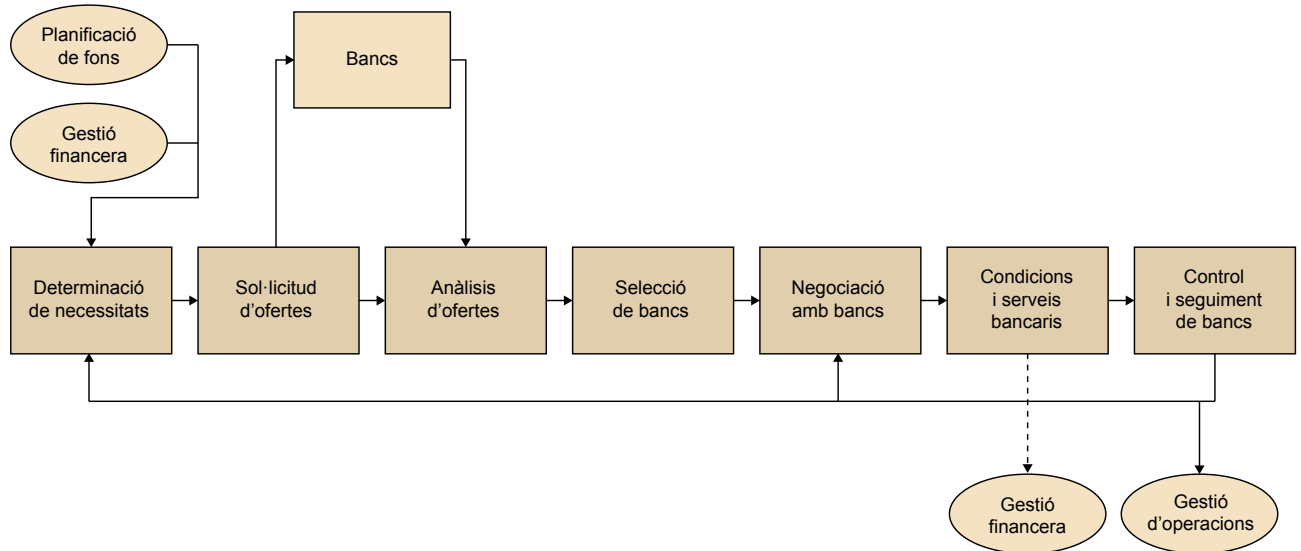
- Banc ROA (euríbor + diferencial)
 - Utilització mitjana de línies de finançament
 - Taxa anual efectiva (TAE)
 - Rendibilitat directa
 - Rendibilitat indirecta
- Tipus d'interès nominal (euríbor + diferencial)

Per a poder confeccionar aquest balanç banc/empresa des del punt de vista de la rendibilitat que busca l'entitat financera, tenim els següents conceptes:

- Conceptes de **rendibilitat directa**, que consisteixen en els interessos i en les comissions que genera cadascuna de les diferents línies de finançament: «interessos», i pagament per prestació de serveis o «comissions».
- Conceptes de **rendibilitat indirecta**, que per a l'empresa no representen fluxos efectius de pagament, però sí un benefici per a l'entitat financera; és el concepte de *float* o moviments amb valoració, ja que els bancs o caixes disposen dels nostres diners uns dies abans d'efectuar el corresponent pagament o cobrament.
- Per a acabar, ens falta calcular la **inversió mitjana de fons** que els bancs o caixes donen a l'empresa en les diferents formes o línies de finançament que hem comentat anteriorment. La rendibilitat queda així:

$$\text{Banc ROA} = \frac{\text{Conceptes rendibilitat directa} + \text{Conceptes rendibilitat indirecta}}{\text{Inversió mitjana de línies de finançament}}$$

Figura 9. Gràfic del procés de tresoreria – negociació amb bancs



Quan ens referim a la gestió de tresoreria, hem de ser capaços de generar un **quadre de comandament** que ens serveixi per a, en un únic sistema d'informació, disposar de tota la informació que afecta la gestió de les posicions de tresoreria que resulten del procés de planificació.

El **quadre de comandament de tresoreria** ha de permetre generar un informe específic que cobreixi tots els processos, i que estigui disponible en línia, per a poder valorar i prendre les decisions més adequades en cada moment. Avui dia, la gestió de la liquiditat en les empreses és vital.

Quina informació hauria de recollir el quadre de comandament de tresoreria?

D'una banda, una **informació operativa**, és a dir, que faciliti informació del passat, actual i previsional futura de totes les facilitats creditícies o de serveis que estiguem utilitzant amb els bancs o caixes: línies de finançament, col·locacions d'excedents, garanties, avals, etc.

Aquesta informació operativa ha de recollir:

- Detall dels saldos existents en cadascun dels comptes que tinguem amb bancs o caixes.
- Permetre incorporar les previsions de fluxos en funció del grau de certesa o fiabilitat.
- Informació parametrizable de les previsions introduïdes, en els estatus de realitzades o de pendents, per cadascun dels conceptes de flux de cobra-

ment i pagament, així com de l'instrument bancari utilitzat (xec, transferència, domiciliació, rebut, pagaré, etc.), i informació relativa a l'evolució del pressupost de tresoreria en diferents horitzons temporals (dia, setmana, quinzena, mes, etc.).

- Ha de recollir els volums de negoci que hem passat per cadascuna de les entitats financeres per a fer un seguiment dels compromisos adquirits i el grau de compliment.
- Ha de poder generar alertes que, sobretot, ens informin amb anticipació per a evitar situacions de descoberts en comptes, que són molt costosos per a les empreses i molt beneficiosos per als bancs o caixes. Per exemple, avui dia s'estan pagant tipus d'interès de descobert del 20%, o superiors.

En segon lloc, una **informació de tipus directiu per a la presa de decisions**, és a dir, que faciliti informació de més qualitat quantitativa i qualitativa.

Aquest quadre de comandament directiu hauria de facilitar:

- Informació del cost de les diferents línies de finançament.
- Informació de la rendibilitat de les inversions dels excedents de tresoreria.
- Resultat de les cobertures dels riscos de:
 - Tipus d'interès
 - Tipus de canvi
 - Matèries primeres (mercat de futurs financers de Chicago)
- Saldos mitjans del període analitzat, tant de la utilització de fonts de finançament d'actiu com d'operacions de passiu.
- Seguiment del pressupost de despeses financeres i de les seves desviacions.
- Indicadors d'estalvis potencials per a millorar la rendibilitat financera o ROE de l'empresa.
- Anàlisi del cost de les relacions amb bancs o caixes, i concentració del risc bancari.

En tercer i últim lloc, un **quadre de comandament estratègic**, que ha de recollir el grau de compliment dels objectius marcats en la planificació estratègica i, per tant, en el procés de planificació i de pressupost de tresoreria.

Aquest **quadre estratègic** hauria de recollir una comparació:

- a) *Benchmarking*, que pot mesurar la funció de l'acompliment.

b) Estructura del palanquejament:

- Classificació entre llarg i curt termini.
- Tipus d'instruments utilitzats.
- Descomposició en tipus d'interès:
 - Fix
 - Variable
- Situació de liquiditat, finançament i recursos disponibles en el període.
- Cost de l'endeutament i rendibilitat de les inversions.
- Volum i percentatge de cobertures realitzades quant a:
 - Tipus d'interès
 - Tipus de canvi
- Seguiment i desviacions del pressupost de tresoreria.
- Seguiment i desviacions de les despeses financeres pressupostades.
- Termini mitjà de cobrament i pagament dels fluxos que afecten el circulat operatiu de la companyia.
- Càlcul de la rendibilitat mitjana ponderada del nostre *pool* de bancs o caixes.

Per a concloure, el quadre de comandament de tresoreria ha d'aconseguir millorar els processos, identificar i gestionar els riscos de les operacions a què està exposada l'empresa, organitzar la funció de tresoreria com un centre de benefici que millori el compte de resultats de l'empresa, i ha d'estar dirigit a l'empresa en conjunt. Els recursos financers són escassos i tenen un elevat cost d'oportunitat. Tots els departaments han de ser conscients d'això, ja que les empreses, avui i sempre, moren per problemes de **liquiditat**.

Figura 10. Gràfic del procés de tesoreria – automatització

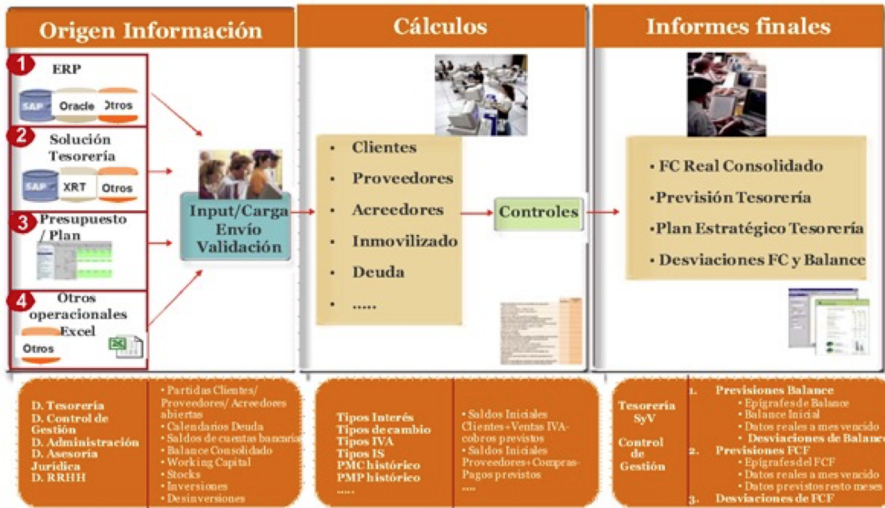
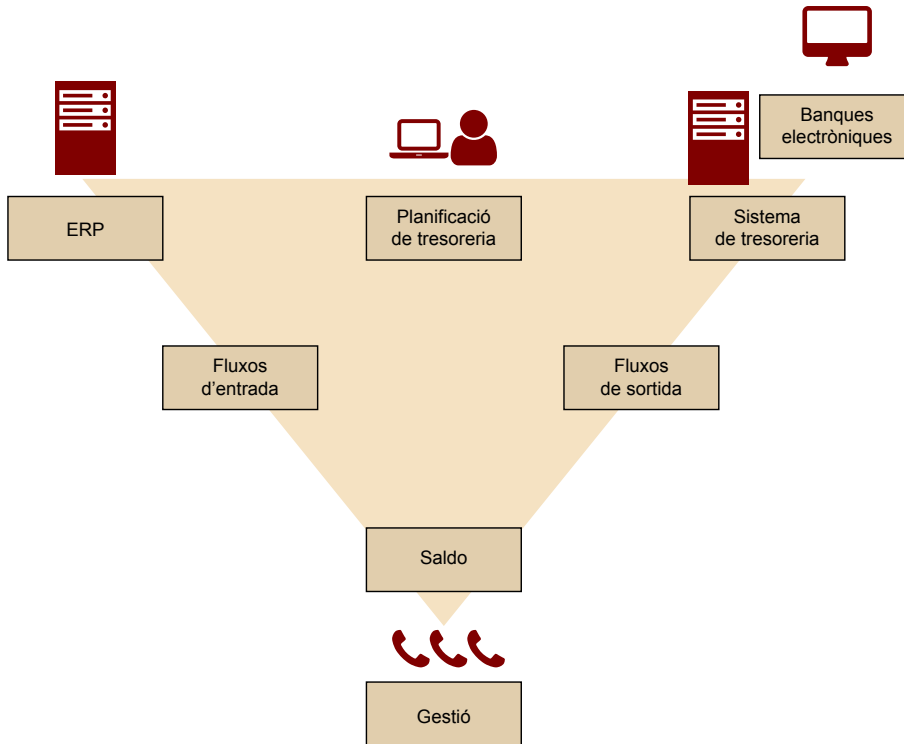


Figura 11. Gràfic del procés de tesoreria – cash management



9. Instruments financers per a la cobertura de riscos

Els mercats financers han evolucionat significativament en les últimes dècades i han permès a les direccions financeres de les companyies utilitzar diferents instruments per a la cobertura dels riscos de:

- Tipus d'interès
- Tipus de canvi
- Primeres matèries

Amb la gestió i la cobertura d'aquests riscos, les direccions financeres de les empreses poden mitigar una evolució desfavorable en la tendència d'aquestes variables, que, lògicament, tenen un impacte directe en el compte de resultats. En aquest material, ens centrarem en els dos primers riscos: el de tipus d'interès i el de canvi.

9.1. Risc de tipus d'interès

La volatilitat actual dels mercats financers, amb diferents escenaris i cicles de la política monetària que duen a terme els diferents bancs centrals, així com l'actual crisi de guerra comercial, comença a col·locar incerteses sobre el futur de creixement dels països, de l'evolució dels tipus d'interès i dels tipus de canvis, que afectarà de manera directa qualsevol empresa. Com a exemple, si contemplem la situació:

- **Empresa amb excedent de tresoreria:** una pujada dels tipus d'interès repercuteix en el fet que podrà aconseguir una millor retribució de les inversions en instruments de passiu de les entitats financeres i, per tant, s'incrementarà la partida d'ingressos financers en el compte de pèrdues i guanys.
- **En sentit contrari, per a una empresa que estigui davant d'una situació de necessitats de finançament,** una pujada de tipus d'interès farà que hagi de pagar un tipus més elevat i, per tant, tindrà desviacions en les despeses per interessos financers pressupostats que repercutiran en una reducció del BAI («benefici abans d'impostos»), malgrat tenir un estalvi en l'impost de societats, ja que els interessos financers pagats es consideren despesa deduïble de l'impost.

Avui dia, la majoria de les empreses necessiten el finançament de bancs o caixes, tant si és per a projectes d'inversió a llarg termini com per a finançament del circulat operatiu a curt termini. Per a fer front a aquesta situació, les di-

reccions financeres, en funció de la situació actual del cicle econòmic i de les previsions futures tant des del punt macroeconòmic com microeconòmic, poden utilitzar tres dels instruments més difosos i comunament utilitzats, que són els següents:

- Els contractes SWAP, o permuta de tipus d'interès
 - De fix a variable
 - De variable a fix

- Els contractes FRAS

- Les opcions de tipus d'interès
 - CAP (sostre de tipus d'interès)
 - FLOOR (sòl de tipus d'interès)

En la bibliografia hem recomanat diferents lectures per a qui vulgui aprofundir més en aquest tema tan apassionant.

El contracte **SWAP de tipus d'interès** és el procés pel qual es produeix un intercanvi en els compromisos dels tipus d'interès sobre un contracte original de crèdit o préstec, és a dir, es tracta d'un intercanvi de fluxos d'interessos en una data de venciment predeterminada per a la revisió i el pagament del tipus d'interès, canviant tipus fixos per variables i viceversa. En aquest tipus de contracte no es produeixen intercanvis del principal del crèdit o préstec que generen els fluxos d'interessos; per tant, no s'altera la relació creditícia «prestadora enfront de prestatari» de cada empresa amb el banc o caixa.

El contracte **IRS (*Interest Rate Swap*)** és un acord entre dues parts, on cadascuna es compromet amb l'altra a fer uns determinats pagaments en una data futura prèviament definida. L'objectiu de les parts que signen el contracte IRS és protegir-se de les possibles variacions en els tipus d'interès que es produiran durant la vigència de les línies de finançament o de les inversions de col·locació dels seus excedents de tesoreria i del mutu interès de les parts: a una li interessa pagar o cobrar un tipus d'interès variable, i la contrapart vol cobrar o pagar un tipus d'interès fix.

Els contractes **FRA (*Forwarding Rate Agreement*)**, o fixació a futur dels tipus d'interès, són acords entre una empresa i el banc o caixa que consisteixen a fixar un tipus d'interès per a un període futur predeterminat, tant si és a partir d'avui com si és a partir d'una data futura i per a un determinat import.

En un contracte FRA no hi ha compromís de préstec o d'inversió en dipòsit de cap quantitat, ni tampoc del pagament d'interessos dels citats contractes de préstec o d'inversió. En la data acordada i contractada per l'empresa i l'entitat

financera, cadascuna de les parts pagarà o cobrarà la diferència entre el tipus d'interès fix acordat i la comparació amb el tipus d'interès de comptat del moment.

El contracte FRA permet que les empreses, per mitjà de les entitats financeres, puguin transformar finançaments o inversions a tipus variables en tipus fixos per a períodes concrets, sense que l'empresa estigui obligada a transformar el caràcter del finançament o inversió d'excedent íntegrament.

Quant a les **opcions sobre els tipus d'interès**, ens centrarem en les dues estructures més esteses i de fàcil ús per part de les empreses:

1) Opció CAP

És la que utilitza una empresa per a protegir-se d'un cost màxim de tipus d'interès de la seva posició de finançament o deute, però que vol beneficiar-se de les possibles baixades dels tipus d'interès.

- Mitjançant el pagament d'una prima, l'empresa adquireix el dret i no l'obligació d'utilitzar l'opció al seu venciment.
- Suposant que l'empresa té tot el deute referenciat a tipus d'interès variable i vol protegir-se d'una evolució negativa de la corba d'interessos en el futur, compra una opció CAP; si el tipus d'interès, arribat el venciment de l'opció CAP, ha superat el preu *strike* contractat, l'empresa executa l'opció. D'aquesta manera ha protegit el seu major cost financer limitat al preu fixat en l'opció CAP.
- Si arribat el venciment de l'opció CAP, el tipus d'interès de comptat està per sota del preu d'exercici o *strike*, l'empresa no executa l'opció CAP i només ha tingut com a despesa financera la prima de contractar-la.

2) Opció FLOOR

És la que utilitza una empresa per a protegir-se d'una rendibilitat mínima d'interès de la seva posició d'inversió en col·locacions dels excedents de tresoreria, i per a cobrir-se davant de baixades dels tipus d'interès, però que vol beneficiar-se de possibles pujades dels tipus d'interès.

- Mitjançant el pagament d'una prima, l'empresa adquireix el dret i no l'obligació d'utilitzar l'opció al seu venciment.
- Suposant que l'empresa té totes les inversions referenciada a tipus d'interès variable i vol protegir-se d'una evolució negativa de la corba d'interessos en el futur, compra una opció FLOOR; si els tipus d'interès, arribat el venciment de l'opció FLOOR, han caigut per sota del preu *strike* contractat, l'empresa executa l'opció. D'aquesta manera ha protegit la rendibilitat mí-

nima en les seves inversions de tresoreria limitada al preu fixat en l'opció FLOOR.

- Si arribat el venciment de l'opció FLOOR, el tipus d'interès de comptat està per sobre del preu d'exercici o *strike*, l'empresa no executa l'opció FLOOR i només ha tingut com a despesa financera la prima de contractar-la.

3) Finalment, hi ha una combinació d'ambdues per a poder neutralitzar la prima que es paga en contractar de manera individual una opció CAP i una opció FLOOR. És el que s'anomena una estructura d'opcions TÚNEL, és a dir, l'empresa compra una opció CAP o FLOOR, i, al mateix temps ven a l'entitat financera una opció amb un preu d'exercici més baix. Així aconsegueix fer coincidir tots dos venciments i que les primes pagades i rebudes es puguin compensar. El resultat final per a l'empresa que contracta l'opció TÚNEL és que la seva estructura de tipus d'interès es mourà de manera variable entre els preus fixats per l'opció de compra i l'opció de venda, sempre que el tipus d'interès de comptat al venciment es mogui dins d'aquest rang.

Fem el següent exercici

L'empresa ABC compra una opció CALL al tipus d'interès del 6% i ven una opció FLOOR a un tipus d'interès del 4%. Per la primera paga una prima de 2.500 euros, i per la segona rep una prima de 2.500 euros, per tant, les despeses financeres per primes és zero.

En una posició de finançament del deute, el cost financer es mourà entre un 4% i un 6%.

9.2. Risc de tipus de canvi

La variació dels tipus de canvi té un impacte en el compte de resultats de les empreses que tenen una exposició a divises diferents de l'euro, si ens referim en particular a Espanya.

És el mateix que passa a qualsevol empresa del món que estigui exposada a divises diferents de la moneda local, tant si és perquè té operacions d'importació-exportació de béns i serveis, com perquè té posicions de finançament en divises o d'inversió en divisa. Com a exemple:

- Una empresa que importi de Japó, Estats Units o Anglaterra comprovarà com, si l'euro es deprecia davant del ien, el dòlar i la lliura, el cost de les importacions pujarà en euros.
- En sentit contrari, si l'euro és la moneda que s'aprecia contra el ien, el dòlar i la lliura, comprovarà que el cost de les importacions serà menor en euros
- Aquests moviments són per a importacions; en el cas d'exportacions, passa tot el contrari.

En la gestió de l'exposició al risc de canvi, només comentarem dos dels instruments més comunament utilitzats per les empreses: l'assegurança de canvi (*forward*) i les opcions sobre divises. Igual que en el tema de la cobertura del risc de tipus d'interès, aquí també recomanem bibliografia especialitzada per a aprofundir en el tema.

1) En primer lloc, explicarem l'**assegurança de canvi** o *forward*, que consisteix en la fixació d'un tipus de canvi en un venciment futur, per exemple €/US\$, €/¥, €/£:

Què s'entén per posicions «curtes» i «llargues»?

- La **posició «llarga»** en gestió de divises es produeix quan les compres excedeixen les vendes, posició de sobrecompria, i correspon a operacions d'importacions.
- La **posició «curta»** es produeix quan les vendes excedeixen les compres, posició de sobreventa, i correspon a operacions d'exportacions.

Com es cotitza l'operació d'assegurança de canvi o *forward*?

Es tracta d'un contracte entre l'empresa i el banc per a lliurar un import d'una divisa, és a dir, comprar o vendre a un venciment determinat en el futur i a un tipus de canvi preestablert avui.

Els preus de l'assegurança de canvi a termini es calculen en funció dels preus *spot* d'avui, als quals caldrà sumar o restar el diferencial de cada divisa contra la moneda local, en tipus d'interès i en el termini del contracte de l'assegurança de canvi.

Què és cotitzar una divisa respecte a una altra a premi i descompte?

Que una divisa estigui «al descompte» significa que és més barata a termini *forward* que al comptat (*spot*); podem observar que l'€/Ien SPOT = 128,087, i en canvi l'€/Ien FORWARD a tres mesos = 127,998.

Això vol dir, en l'exemple anterior de l'assegurança de canvi euro enfront de ien, que si el tipus d'interès de l'euro és superior al del ien, l'euro es cotitza a descompte en el termini de tres mesos respecte al ien, que té un tipus d'interès menor. Aquest és un principi d'arbitratge internacional.

Si una divisa està «a premi», significa que aquesta és més cara a termini (*forward*) que al comptat (*spot*). En l'exemple anterior, això es compliria des del punt de vista d'un resident japonès, comparant la moneda local, el ien, respecte a l'euro, ja que el tipus d'interès del ien és menor que el tipus d'interès de l'euro.

La cotització a termini amb descompte o premi s'expressa en punts (decimals per la dreta) que es restaran o se sumaran al preu *spot*.

Per a concloure amb l'assegurança de canvi, direm que es tracta d'un contracte rígid que obliga les parts a complir-lo al venciment i, per tant, no permet flexibilitat de cap tipus; sabem, des del punt de vista de l'empresa, la quantitat que haurem de pagar o cobrar en el termini quan comprem o venguem les divises respecte a la nostra moneda local, l'euro.

2) Altres instruments molt més flexibles, similars a l'explicat en la gestió i la cobertura del risc de tipus d'interès, són les **opcions sobre divises**.

Tal com hem indicat en finalitzar el contracte de l'assegurança de canvi, aquest és un contracte rígid que obliga les parts, sense cap tipus de flexibilitat. Les característiques que tenen les opcions sobre divises respecte a l'assegurança de canvi és que ens permeten fer diferents tipus de combinacions, adaptades al nostre nivell de risc i percepció d'evolució del mercat de divises o *forex*.

Podem **contractar estructures amb cost o sense cost**, és a dir, podem pagar una prima per a tenir el dret i no l'obligació d'executar una opció de compra o venda d'una divisa a un venciment futur determinat.

a) Modalitats i tipologia

- **Opció europea:** és l'opció l'exercici de la qual s'ha de realitzar específicament en la data de venciment.
- **Opció americana:** és l'opció l'exercici de la qual es pot realitzar qualsevol dia des de la data de contractació fins a la data de venciment.
- **CALL:** opció que dona dret al comprador a comprar una determinada quantitat de divises a un tipus de canvi predeterminat. És l'opció utilitzada per un importador que ha de comprar divises per a atendre el pagament d'una importació.
- **PUT:** opció que dona dret al comprador a vendre una determinada quantitat de divisa a un tipus de canvi prefixat. És l'opció utilitzada pels exportadors.

b) Avantatges

Permet al comprador fixar un preu per a l'adquisició o venda de divises.

Com que es tracta d'un dret i no d'un compromís, fa que el comprador pugui optar per exercir aquest dret durant el període de cobertura de l'opció o al venciment. En funció de la modalitat, el comprador pot utilitzar el seu dret o acudir al mercat de comptat.

c) Contractació

En el moment en què ens posem en contacte amb l'intermediari financer que ens vengui aquesta opció, haurem de facilitar-li i fixar els següents aspectes:

- **Divisa** que pretenem cobrir.
- **Import** de la divisa que pretenem cobrir.
- **Termini**: moment en què es necessita la divisa.
- **Modalitat**: americana o europea.
- **Preu d'exercici**: tipus màxim de canvi que desitgem fixar; ens cotitzaran la prima per pagar.
- **Prima**: import que desitgem pagar per la seva compra; ens fixaran el tipus de canvi màxim contractat.

10. Conclusions

Resulta evident que el pla financer és una eina necessària i imprescindible sobretot en escenaris d'incertesa, ja que ens permet dibuixar l'empresa que projectarem en el proper exercici econòmic, però en el vessant financer («com ho farem»).

El seu inici necessita una sèrie de restriccions prèvies, atès que el pla financer ha de contenir de manera clara l'expressió de l'estratègia d'inversió i finançament de l'empresa, i ser coherent amb la trajectòria històrica.

Les ràtios d'endeutament (risc financer) i solvència (garantia enfront de tercers) seran les condicions necessàries i suficients per a establir el punt de partida de la seva elaboració.

De la mateixa manera, la definició del total de la inversió màxima per executar en l'actiu no corrent (ANC) estarà determinada pel passiu o finançament màxim aconseguit en el passiu (net patrimonial + PNC).

El càlcul de les necessitats operatives de fons NOF, juntament amb el desenvolupament en terminis i saldos, dibuixaran el panorama financer del curt termini que desembocarà posteriorment en el pressupost de tresoreria. Tot això amb la comprovació de l'existència del fons de maniobra real que garanteixi l'execució i viabilitat del pla financer i de les variables inductores.

Tanmateix, el pla financer i el pressupost de tresoreria són processos en l'elaboració dels quals han de participar els directius de totes i cadascuna de les àrees o unitats productives, ja que, posteriorment, seran els executors de l'activitat no només en els seus volums, sinó, sobretot, en la seva manera de desenvolupar-la, i en definitiva de la consecució dels objectius marcats, que seran degudament integrats en el quadre de comandament o balanç (*scorecard*) de l'empresa.

Bibliografia

Brealey, Richard A.; Myers, Stewart C. *Principles of Corporate Finance*. Ed. McGraw Hill.

Díez de Castro, Luis; Mascareñas, Juan. *Ingeniería financiera. La gestión en los mercados financieros internacionales*. Ed. McGraw Hill.

Faus, Josep; Tàpies, Josep. *Finanzas operativas*. IESE.

Mallo, Carlos; Merlo, José. *Control de gestión y control presupuestario*. Ed. McGraw-Hill.

Martínez Pedrós, Daniel; Milla Gutiérrez, Artemio. *Como elaborar y controlar los presupuestos anuales*. ESIC.

Massons, Joan. *Finanzas para profesionales de marketing y ventas*. Editorial Deusto.

Nueno, Pedro; Pregel, Gert. *Instrumentos financieros al servicio de la empresa*. Editorial Deusto.

Pérez-Carballo Veiga, Juan F. *Estrategia y políticas financieras*. ESIC.

Suárez Suárez, Andrés Santiago. *Decisiones óptimas de inversión y financiación en la empresa*. Editorial Pirámide.

Welsch, Glenn A.; Hilton, Ronald W. *Presupuestos. Planificación y control*. Pearson Prentice Hall.

Westwick, C. A. *Manual para la aplicación de ratios de gestión*. Editorial Deusto.

Lectures recomanades:

Financial Reader for IT Executives. Computer World.

Maximizing the ROI and Value from IT Investments.

