
Los ciclos financieros y los medios de financiación empresarial

Introducción a la dinámica financiera de la empresa

PID_00267790

Francesc Xavier Borràs Balsells
Xavier Sabi Marcano

Tiempo mínimo de dedicación recomendado: 5 horas



Universitat
Oberta
de Catalunya

Francesc Xavier Borràs Balsells

Xavier Sabi Marcano

La revisión de este recurso de aprendizaje UOC ha sido coordinada por el profesor: Joan Llobet Dalmases

Segunda edición: septiembre 2019

© de esta edición, Fundació Universitat Oberta de Catalunya (FUOC)

Av. Tibidabo, 39-43, 08035 Barcelona

Autoría: Francesc Xavier Borràs Balsells, Xavier Sabi Marcano

Producción: FUOC

Todos los derechos reservados

Ninguna parte de esta publicación, incluido el diseño general y la cubierta, puede ser copiada, reproducida, almacenada o transmitida de ninguna forma, ni por ningún medio, sea este eléctrico, químico, mecánico, óptico, grabación fotocopia, o cualquier otro, sin la previa autorización escrita de los titulares de los derechos.

Índice

Introducción	5
Objetivos	6
1. El ciclo a corto plazo	7
1.1. La duración del ciclo a corto plazo: el PMME y el PMMF.....	9
1.2. El fondo de maniobra necesario (FMNec) o NOF	11
1.3. Fondo de maniobra y la duración de la fuente de financiación	16
1.4. Fondo de maniobra y fondo de maniobra necesario o NOF.....	18
2. El ciclo a largo plazo	22
3. La financiación interna (FI) o autofinanciación	25
3.1. Las amortizaciones (AEC)	26
3.2. Los beneficios retenidos	30
4. Fuentes de financiación bancarias	32
4.1. Productos de financiación a corto plazo	32
4.2. Productos de financiación a largo plazo	38
5. Financiación de pymes y grandes empresas	42
5.1. Instrumentos de apoyo a pymes	42
5.2. Financiación alternativa	46
5.3. Financiación de las grandes empresas.....	47
Resumen	55
Ejercicios de autoevaluación	57
Solucionario	63
Bibliografía	67

Introducción

El área financiera de la empresa se ocupa tanto de la asignación (función de inversión) como de la obtención (función de financiación) eficiente de los recursos para poder llevar a cabo las inversiones.

Pues bien, una de las primeras tareas a las que tiene que hacer frente la empresa y concretamente su directivo financiero es conocer las necesidades financieras y cuáles son las fuentes más idóneas para cubrir estas necesidades.

Para cumplir con los dos propósitos anteriores, hemos estructurado el módulo de la manera siguiente:

En primer lugar, analizamos la dinámica financiera de la empresa con el estudio de los dos ciclos financieros: el ciclo de la explotación o ciclo a corto plazo y el ciclo de la inversión-amortización o ciclo a largo plazo.

La segunda parte del módulo la dedicamos al análisis de las diferentes fuentes de financiación que tienen al alcance nuestras empresas, con el fin de conocer sus características más importantes y, así, darles la asignación más adecuada. Analizamos, primero, los productos e instrumentos más utilizados por la práctica totalidad de empresas –microempresas, pequeñas y medianas empresas (pymes) y grandes empresas–, que son las que proporcionan las entidades financieras; en segundo lugar, nos centramos en las peculiaridades de la financiación de las pequeñas y medianas empresas y las de la financiación de las grandes empresas con la emisión de títulos en los mercados de capitales: de acciones y activos de renta fija.

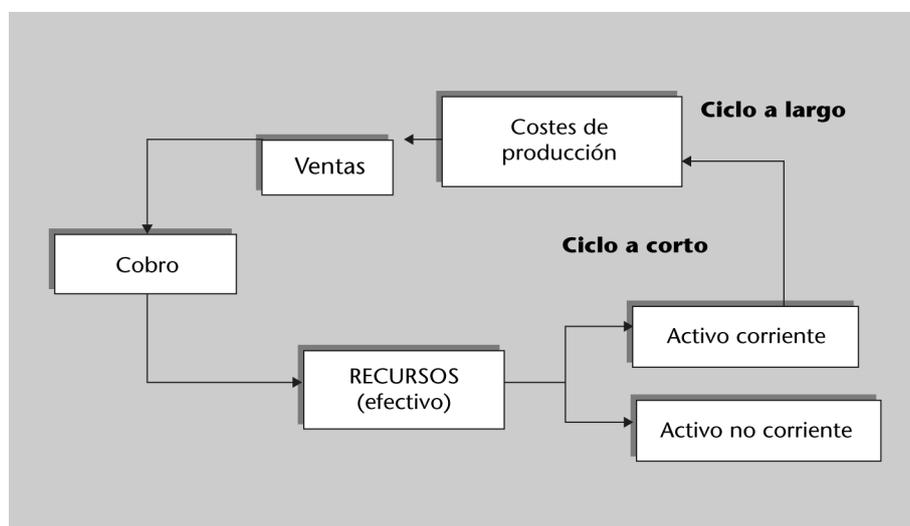
Objetivos

Con la lectura de este primer módulo el estudiante tiene que alcanzar los objetivos siguientes:

1. Diferenciar los dos ciclos financieros clave que tienen lugar en la empresa: el ciclo a corto plazo y el ciclo a largo plazo.
2. Conocer los rasgos principales y la duración (media).
3. Poder establecer y diferenciar las necesidades de financiación que originan los ciclos a lo largo del tiempo –permanentes y temporales– y, a la vez, saber calcular el volumen.
4. Conocer las principales características y aplicaciones de las fuentes de financiación interna, tanto los recursos procedentes de la amortización como los que provienen de los beneficios retenidos.
5. Conocer las características más importantes de los productos financieros que tienen al alcance tanto pequeñas, como grandes empresas con el fin de poder escoger los más adecuados en cada caso.

1. El ciclo a corto plazo

La actividad de cualquier empresa se inicia con la aportación de recursos por parte de sus propietarios (accionistas, si consideramos a una sociedad anónima). Estos recursos se destinan a la adquisición de bienes (de diferente naturaleza) y servicios, cosa que permite a la empresa hacer el proceso productivo que lleva, nuevamente, a la obtención de otros bienes y servicios que son vendidos y a cobrar las ventas correspondientes. Volvemos a estar al cabo de la calle. Hemos vuelto a generar recursos que, en la mayoría de los casos, se destinarán a obtener otros bienes y, así, dar continuidad al proceso productivo empresarial. Acabamos de describir el ciclo financiero empresarial por excelencia.

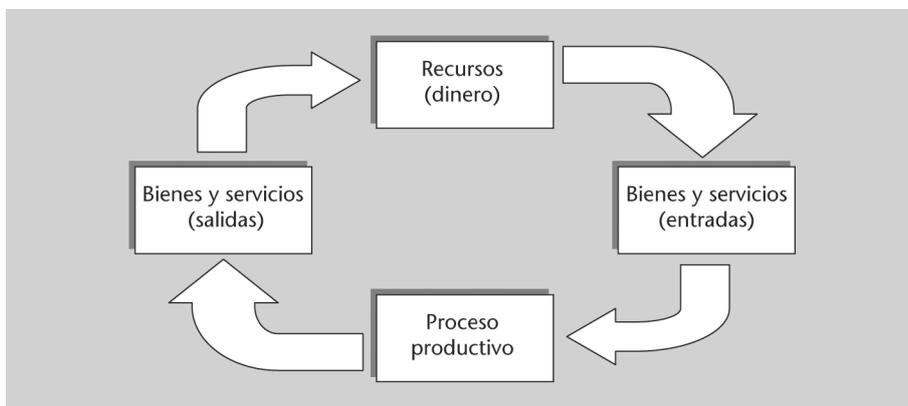


Si diferenciamos los bienes del activo corriente (la empresa los adquiere y son “destruidos” o transformados cuando participan en el proceso productivo, como son las materias primas, los envases y otros materiales) de los del inmovilizado (los que también participan pero permanecen en la empresa una vez se ha completado el proceso, como son, por ejemplo, la maquinaria, las instalaciones, etc.) podemos considerar dos subciclos: el ciclo a largo plazo o ciclo inversión-amortización y el ciclo a corto plazo o ciclo de explotación.

El **ciclo a corto plazo** o de explotación comprende todas las actividades a través de las cuales la empresa consigue recuperar los recursos financieros invertidos a corto plazo.

El ciclo se inicia con la adquisición de los factores productivos necesarios – compras y otros gastos de explotación– y su transformación posterior mediante el proceso productivo en productos acabados. Y acaba con la colocación de los productos acabados en el mercado y su venta. Estas ventas se transforman

en créditos contra los clientes que, llegado el momento, se liquidarán. En este punto, se vuelve a la situación inicial de disposición de recursos financieros. Gráficamente, tenemos lo siguiente:



No hay que olvidar, sin embargo, que estos recursos financieros tienen que permitir a la empresa hacer frente a las obligaciones financieras generadas por el camino: pagar las deudas con sus proveedores y acreedores para la adquisición de bienes y servicios, los sueldos a final de mes y generar un cierto excedente, si se quiere que la empresa pueda sobrevivir y/o crecer en el futuro. Calculamos este excedente de la manera siguiente:

$$\text{Ingresos de explotación (ING)} - \text{gastos de la explotación (DE)} = \text{recursos generados de la explotación (RGE)}$$

Este excedente se obtiene de restar a los ingresos por ventas los pagos por los gastos de explotación que tienen vencimiento a corto plazo (según la contabilidad financiera, inferior a un año). Tenemos que ir con cuidado, ya que los ingresos de explotación de un periodo no siempre se cobran en el mismo periodo (lo mismo para los gastos), de manera que si, por ejemplo, queremos computar la totalidad de dinero obtenido vía ingresos de explotación que han entrado en tesorería en un periodo determinado, tenemos que proceder de la manera siguiente: ventas del periodo anterior cobradas en este periodo (saldo inicial de clientes) más las ventas del periodo, menos las ventas del periodo actual pendientes de cobro (saldo final de clientes).

El excedente generado por los RGE (o EBITDA) es de vital importancia ya que si es negativo (ingresos inferiores a gastos) estamos ante una situación en la que, con los ingresos generados, la empresa no puede hacer frente a sus gastos corrientes, como sueldos, alquileres, suministros, etc. En estos casos resulta necesario buscar alguna fuente de financiación (capital) que permita cubrir este déficit (pago de los gastos no cubiertos con los ingresos generados).

Se trata de la peor situación financiera a la que se pueda enfrentar una empresa. Si, por ejemplo, se destinan recursos propios (dinero de los socios o accionistas) a cubrir el déficit, nos encontramos ante una situación de

EBITDA

Muy a menudo, para designar los recursos generados por la explotación se utiliza el acrónimo EBITDA (*earnings before interest, tax, depreciation and amortization*).

descapitalización: el dinero aportado por los socios se destina a pagar gastos como el alquilar o sueldos, por ejemplo.

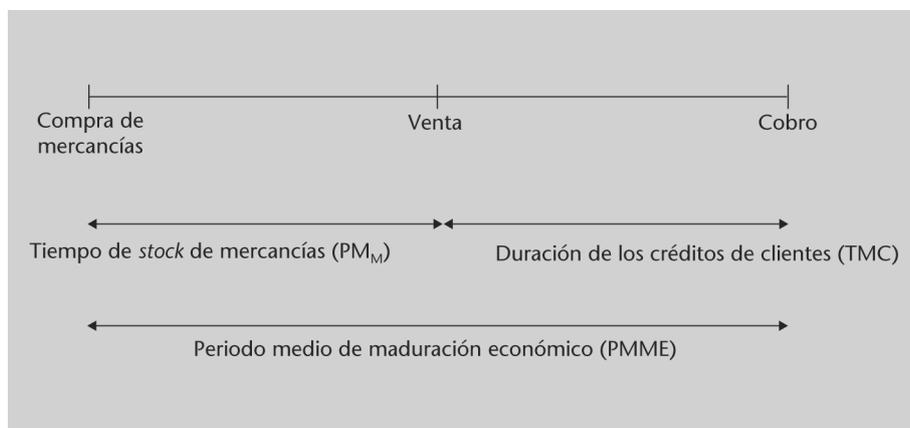
Algunas empresas para designar esta corriente de ingresos menos gastos utilizan otro acrónimo inglés, el OIBDA: *Operating Income before Depreciation and Amortization*.

La empresa tarda un cierto tiempo en completar el ciclo a corto plazo y, como veremos acto seguido, la mayoría de las veces se ve obligada a anticipar dinero (financiar) durante un cierto tiempo para que el ciclo se pueda completar.

1.1. La duración del ciclo a corto plazo: el PMME y el PMMF

La duración del ciclo a corto plazo, entendido como el tiempo que por término medio transcurre desde que se invierte una unidad monetaria en la compra de bienes (materias primas y/o mercancías) hasta que se recupera con el cobro de las ventas, se llama **periodo medio de maduración económico** (PMME).

Por ejemplo, el esquema que representa el periodo medio de maduración económico en una empresa comercial es el siguiente:



El **periodo medio de maduración económico** en una empresa comercial es, pues, la suma de los dos subperiodos que integran el ciclo de explotación:

$$\text{PMME} = \text{PMM} + \text{TMC}$$

Donde PM_M es el periodo medio de maduración de las mercancías y TMC, el plazo medio de cobro de clientes.

No es habitual pagar las mercancías en el mismo momento en que se compran. Es de esperar que nuestros proveedores también nos concedan unos días de crédito. De esta manera, únicamente hay que preocuparse del tiempo (me-

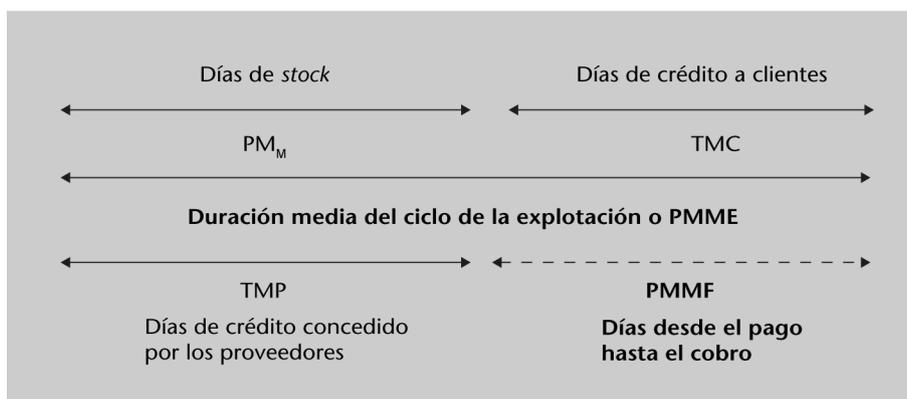
dio) desde que se produce el pago hasta que se produce el cobro, que denominamos periodo medio de maduración financiero (PMMF). Este periodo mide el tiempo medio entre flujos financieros (*inflows* y *outflows*): pagos por compras y otros gastos de explotación y cobros por ventas.

El **periodo medio de maduración financiera** lo podemos definir como el número medio de días que transcurren entre el momento en que la empresa hace el pago por las inversiones en activos corrientes (compras y otros gastos a corto plazo) y el momento en que obtiene el cobro de los clientes:

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

Donde TMP es el periodo medio de pago a proveedores.

En un diagrama temporal y para una empresa comercial, el PMMF queda definido, gráficamente:



Las empresas que presentan un PMMF positivo, situación más habitual sobre todo en las pymes, tienen que pagar a los proveedores antes de cobrar a los clientes. Por ejemplo, si una empresa cobra las ventas 60 días después de haberse hecho las compras y las tiene que pagar a los 30 días, se ve obligada a anticipar el dinero (financiar el ciclo) durante 30 días (correspondientes al PMMF). Los recursos que se destinan a financiar estas necesidades que impone el ciclo a corto plazo se llaman fondo de maniobra necesario (FMNec), también llamado NOF o "necesidades operativas de financiación o de fondos". En inglés también se usa este acrónimo: *needs of operating funds*, aunque también podemos encontrar *needs of funds for operations*, NFO o working capital requirements.

A menudo se confunde el FMNec y el fondo de maniobra (FM) contable (en inglés *working capital*). En el epígrafe 1.4 veremos la diferencia entre uno y otro, y además comprobaremos que la comparación y análisis de ambos proporciona información de primera mano en el análisis de la solvencia empresarial.

Dicho de otro modo, $PMMF < 0$ negativo es sinónimo de $PMME < TMP$. Los proveedores financian todo el ciclo a corto plazo y, como se verá más adelante, las empresas que presenten esta estructura temporal del ciclo a corto no necesitan dinero para financiarlo, sino al contrario: generan recursos únicamente por el hecho de cobrar pronto y pagar más tarde.

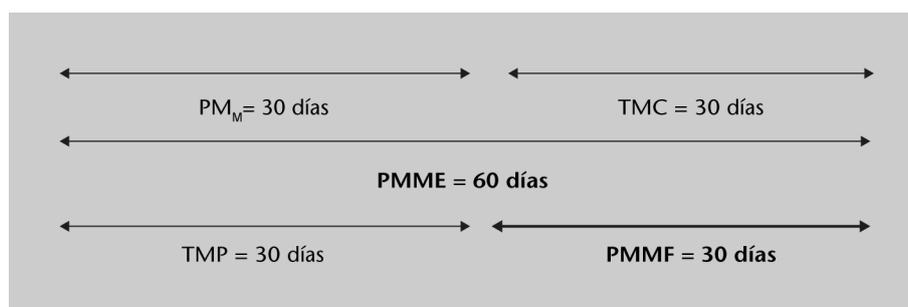
Por otra parte, si el $PMMF$ es negativo, las compras se pagan después de cobrar las ventas. Ésta es la situación que querría cualquier empresa y restringida a una minoría, grandes superficies comerciales, por ejemplo.

1.2. El fondo de maniobra necesario (FMNec) o NOF

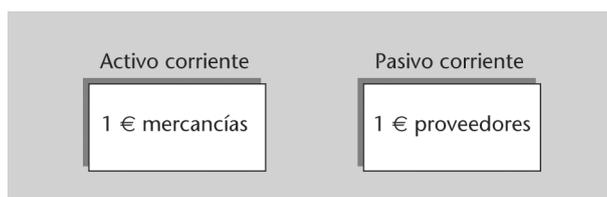
A continuación profundizamos en el análisis de las necesidades de financiación del ciclo a corto plazo (FMNec). Queremos determinar la cantidad de recursos que tiene que destinar la empresa a financiar el ciclo a corto plazo y, por otra parte, cuáles son las fuentes de financiación y/o los productos financieros idóneos para cubrir estas necesidades. Para hacerlo, introducimos el ejemplo siguiente:

Suponemos una empresa comercial (COMERCIAL, S. A.) que inicia su actividad. Tiene previsto comprar cada día 1 euro de mercancías y el tiempo previsto de almacenamiento de estas mercancías es de 30 días. El plazo de cobro y pago previsto es también de 30 días. Las ventas previstas son de 1 euro y también las compras; por lo tanto, la empresa no genera beneficios. Tenemos que determinar las necesidades de fondo de maniobra para esta empresa y, para hacerlo, simularemos la actividad a lo largo del tiempo.

Gráficamente, la estructura temporal del ciclo a corto para esta empresa queda definida del siguiente modo:



Día 1. El primer día compra 1 euro de mercancías. No se realiza ninguna otra operación. No vende porque tienen que transcurrir 30 días desde la entrada en el almacén de la mercancía. Tampoco paga ($TMP = 30$ días). El balance que tendremos a corto plazo será:



Día 2. Vuelve a comprar 1 euro de mercancías. Tendremos:

Activo corriente	Pasivo corriente
2 € mercancías	2 € proveedores

Y así sucesivamente hasta el **día 30**, que tendremos:

Activo corriente	Pasivo corriente
30 € mercancías	30 € proveedores

El **día 31**, vende 1 euro y también compra 1 euro. El saldo de la cuenta de mercancías permanece constante a partir de este día. Por otra parte, se activa la cuenta de clientes con 1 euro, ya que ha vendido y no ha cobrado (faltan 30 días para el cobro). Y, por otro lado, recordemos que tenemos que pagar 1 euro a los proveedores: ya han transcurrido los 30 días de crédito que nos ofrecieron. El saldo de la cuenta de proveedores queda igual, pagamos 1 euro y también hemos comprado 1 euro que queda pendiente de pago. ¿De dónde sacamos el dinero para pagar el euro vencido a los proveedores? Sin duda necesitamos financiar el pago de 1 euro a los proveedores el día 31. El FMNec (o las NOF) en este día 31 es de 1 euro. Podemos pedirlo al banco, es una opción. De momento dejamos pendiente de dónde sacamos el dinero y solo reflejamos las necesidades:

Activo corriente	Pasivo corriente
1 € clientes	1 € FMNec
30 € mercancías	30 € proveedores

El **día 32**, lo mismo. Los saldos de las cuentas mercancías y proveedores quedan igual y el de la cuenta de clientes aumenta 1 euro (hemos vuelto a vender 1 euro), por lo cual volvemos a necesitar 1 euro de capital para financiar el pago a los proveedores:

Activo corriente	Pasivo corriente
2 € clientes	2 € FMNec
30 € mercancías	30 € proveedores

Activo corriente	Pasivo corriente
30 € clientes	30 € FMNec
30 € mercancías	30 € proveedores

Así, hasta el **día 60**...

El día 61, cobra ya de los clientes (¡ya era hora!). La cuenta de clientes a partir de la fecha se mantiene en 30 euros, ya que cada día cobramos 1 euro y vendemos 1 euro, de manera que la estructura económico-financiera a corto plazo de la empresa a partir del día 60 permanece constante a lo largo del tiempo.

Este día 61, el euro que cobra de los clientes lo destina a pagar a proveedores. Así mismo el día 62, y el 63, etc. Las necesidades de recursos son de 30 euros.

Como acabamos de ver, el fondo de maniobra necesario para esta empresa es de 30 euros. El periodo medio de maduración económico es de 60 días (30 de mercancías y 30 de clientes) y el periodo medio de maduración financiero es de 30 días: de los 60 que dura el económico, 30 nos los financian los proveedores.

Ciclo de caja

El ciclo de caja es un subciclo del ciclo de explotación y comprende los cobros de clientes y los pagos a proveedores. Únicamente tiene en cuenta los flujos financieros (*inflows* y *outflows*) generados en la actividad de explotación. La duración del ciclo de caja o tiempo medio entre flujos financieros es el PMMF.

En el ejemplo, hemos visto que la duración del ciclo de caja es de 30 días. Además, según hemos dicho al principio, cada día se invierte 1 euro en el ciclo de explotación; por lo tanto, necesitaremos financiar este euro durante los 30 días que dura el ciclo de caja, y el fondo de maniobra necesario será de 30 euros. Siguiendo este planteamiento, en una empresa real, podríamos determinar la financiación media diaria necesaria y la duración del ciclo de caja para obtener un valor aproximado del fondo de maniobra necesario. Veamos dos maneras diferentes de calcular el FMNec: el método de las rotaciones o cálculo de las masas patrimoniales medias y mediante un porcentaje sobre las ventas. Veamos el primero.

FMNec

Calcular el fondo de maniobra necesario es de gran ayuda para determinar las necesidades de financiación del circulante en caso de un incremento de la actividad, como puede ser, por ejemplo, una nueva planta de producción o, sencillamente, la creación de un nuevo negocio. Hay que subrayar, pues, que las magnitudes que se utilizan son previsiones.

Partimos de la premisa de que calculamos el fondo de maniobra necesario a partir de la diferencia entre activo corriente y pasivo corriente previstos. Para determinarlos, sumamos las masas patrimoniales medias previstas que lo compondrán. Estas masas patrimoniales se obtienen de acuerdo con la expresión siguiente:

$$\text{Masa patrimonial media} = PM \times \frac{\text{Volumen anual de operaciones}}{360}$$

donde PM es el periodo medio de maduración de la masa correspondiente. Si aplicamos la expresión anterior al ejemplo de más arriba, obtener el saldo de clientes es muy fácil:

Saldo medio de clientes = 30 días x 1 euro de ventas al día = 30 euros.

También podemos escribir:

Saldo medio de clientes = TMC x ventas de un día.

Utilizando esta expresión para las diferentes masas patrimoniales que integran el activo corriente y para el pasivo corriente, obtenemos:

$$\text{FMNec o NOF} = \text{Saldo medio de stocks} + \text{Saldo medio de clientes} + \text{Tesorería} - \text{Saldo medio de proveedores}$$

Y, en concreto, para una empresa comercial y considerando flujos anuales (coste de ventas, ventas y compras), se obtiene fácilmente:

$$FMNec = \frac{\text{Coste de ventas}}{360} PM_M + \frac{\text{Ventas}}{360} TMC + \text{Tesorería} - \frac{\text{Compras}}{360} TMP$$

Por ejemplo, si una empresa presenta unas ventas anuales de 3,6 millones de euros (valoradas a precio de coste o coste de ventas), eso significará que cada día vende:

$$\begin{aligned} \text{Ventas de un día (a precio de coste)} &= \frac{\text{Coste de ventas anuales}}{360} = \\ &= \frac{3.600.000}{360} = 10.000 \text{ euros} \end{aligned}$$

Por otra parte, si el tiempo de *stock* de las existencias de mercancías es de un mes, entonces la inversión o saldo (medio) en *stock* será de:

$$\begin{aligned} \text{Inversión media en stocks} &= \frac{\text{Coste de ventas anuales}}{360} \cdot PM_M = \\ &= \frac{3.600.000}{360} \cdot 30 = \\ &= 10.000 \text{ euros} \cdot 30 \text{ días de tiempo medio de maduración de estocaje} \\ &= 300.000 \text{ euros} \end{aligned}$$

En este mismo ejemplo, nos podríamos preguntar: ¿Cuál sería la inversión media en stocks si el tiempo de maduración pasara de 30 a 15 días? Con el recorrido que hemos hecho para llegar hasta aquí, la respuesta es muy fácil, ¿verdad?

$$\begin{aligned} \text{Inversión media en stocks} &= \\ 10.000 \text{ euros} \cdot 15 \text{ días de tiempo medio de maduración de estocaje} &= 150.000 \text{ euros} \end{aligned}$$

Este es un dato importante: si reducimos el tiempo de maduración de los stocks, la inversión también se reduce, y, por tanto, también las necesidades de financiación.

Fijaos que en el cálculo del fondo de maniobra necesario hemos tenido en cuenta un determinado volumen medio de tesorería. Este saldo de tesorería corresponde al saldo mínimo o de seguridad que debe permitir a la empresa cumplir en todo momento las obligaciones financieras contraídas con sus proveedores y acreedores.

Si queremos establecer el FMNec como un porcentaje sobre las ventas, únicamente hay que modelizar, de acuerdo con nuestro deseo, la expresión anterior del FMNec y transformarla en una función de las ventas. Así:

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

Donde m es el margen en tanto por u (ventas menos coste de ventas sobre ventas) y t es la inversión prevista en tesorería expresada en tanto por u sobre las ventas.

Hemos considerado, para simplificar, que el coste de las ventas coincide con las compras y, por lo tanto, que la variación de existencias es nula. Agrupando términos, la expresión de arriba nos queda de la manera siguiente:

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

con

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

donde a indica los céntimos por cada euro de venta anual que tenemos que destinar a financiar el ciclo a corto plazo.

Hemos llegado a la expresión anterior del FMNec(V) siguiendo el camino siguiente:

El coste de ventas (CV) lo podemos expresar a partir de las ventas (V) y del margen en tanto por uno o porcentaje (m):

$$\text{Coste de ventas} = (1 - m)V$$

Las compras, si suponemos la variación de stock nula, las podemos expresar:

$$\text{Compras} = \text{Coste de ventas} = (1 - m)V$$

Donde m es el margen definido por:

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

Con un ejemplo podremos comprobar el potencial de aquella relación. Una empresa de supermercados opera habitualmente con un margen del 25% sobre ventas (por cada euro de venta el coste es de 75 céntimos; $m = 25\%$) y presenta unos valores del ciclo a corto cercanos a:

PMM = 15 días, la rotación de *stocks* es de 2 veces al mes, 48 en un año.

TMC = 3 días, el periodo medio de cobro se acerca al contado.

TMP = 60 días, paga a sus proveedores a los 60 días de la entrega de mercancías.

Sustituyendo en la expresión anterior, se obtiene:

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

Obtenemos un valor de a negativo, dado que el PMMF también es negativo.

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

La empresa, en promedio, cobra las ventas 18 días después de realizar las compras (15 días de estocaje y 3 de clientes). Y paga a sus proveedores 42 días después de producirse el cobro. En este caso, la empresa no necesita capital para financiar su ciclo a corto. De hecho, genera superávit.

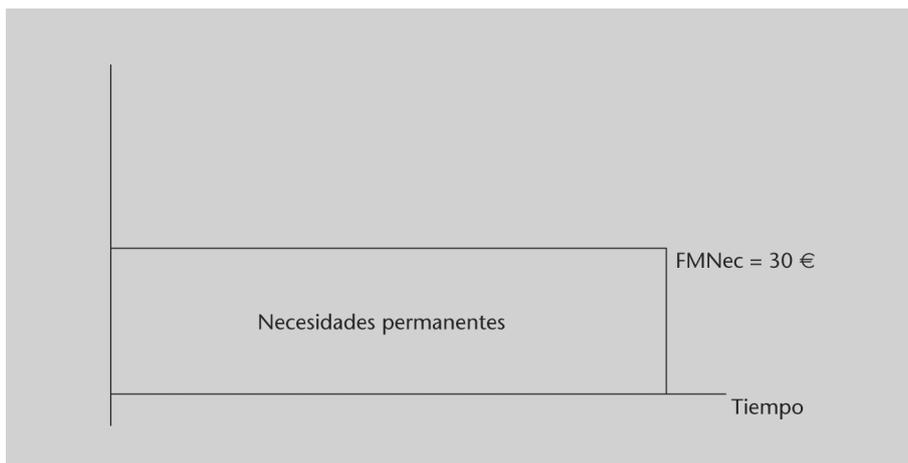
En resumen, por cada euro anual de venta, esta empresa comercial genera 8,5 céntimos de tesorería (NOF negativas). Si las ventas, pongamos por ejemplo, ascienden a 10 mil millones de euros al año, el lector puede hacer sus números y calcular la tesorería permanente generada: ¡unos 850 millones de euros! Y eso sin contar los beneficios generados por el camino.

La realidad de las pequeñas y medianas empresas está muy lejos del ejemplo que hemos visto. El porcentaje de NOF (o FMNec) sobre ventas anuales está alrededor del 5%-10% (positivos). Esto significa que por cada euro de venta anual generado necesitamos 10 céntimos para financiar el ciclo a corto (NOF (V) = 0,1V).

1.3. Fondo de maniobra y la duración de la fuente de financiación

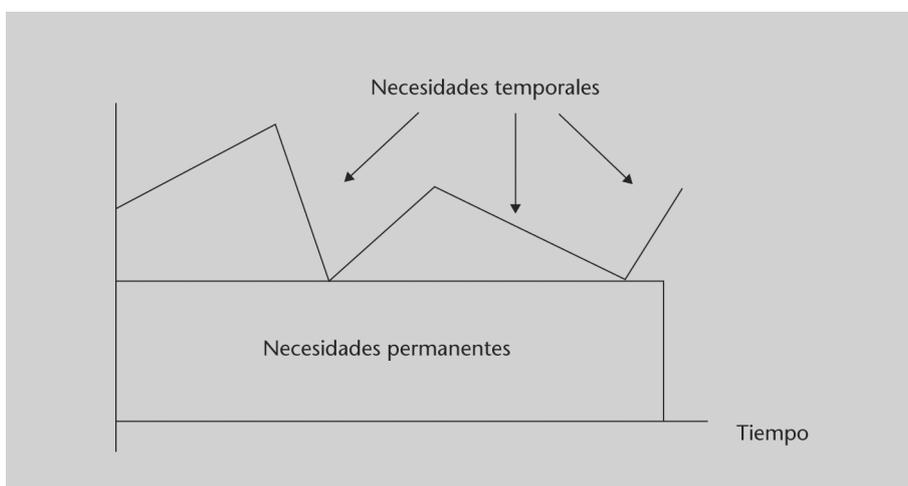
Acto seguido, trataremos de analizar el vencimiento (o duración) más idóneo de los recursos que tienen que permitir financiar las operaciones de la empresa en el tiempo que dura el ciclo de caja (o los días del periodo medio de maduración financiera).

Para hacerlo, nos centraremos en el ejemplo de nuestra empresa COMERCIAL, S. A. A partir del día 61 y, si no se alteran los parámetros iniciales (plazo de cobro, días de *stock* de mercancías y plazo de pago de 30 días), las necesidades de financiación de 30 euros se mantienen constantes a lo largo del tiempo. Si, por ejemplo, financiamos estos 30 euros con capital propio, los accionistas no podrán recuperarlos en ningún momento (excepto si deciden detener la actividad): están permanentemente invertidos en el ciclo a corto plazo. En un diagrama temporal en el que reflejamos las necesidades de recursos a lo largo del tiempo tendremos:



Ante esta realidad nos podemos hacer la pregunta: ¿cuál es la fuente de financiación más adecuada para cubrir estas necesidades? La verdad es que no hay una sola receta válida. En la mayoría de los casos se suele utilizar una combinación de fuentes de financiación: propias y ajenas. Eso sí, únicamente nos tenemos que asegurar de que la duración de la fuente sea igual a la duración de las necesidades que cubre y en este caso tenemos dos opciones: financiar las necesidades permanentes mediante capital propio y/o endeudamiento (préstamos) a largo plazo, o bien utilizar fuentes a corto plazo y renovarlas a su vencimiento, como por ejemplo, el descuento comercial (con todos los mecanismos/instrumentos que lo permiten: descuento de letras, *factoring* y *confirming*) o las pólizas de crédito. Esta transformación de fuentes a corto plazo en fuentes, más que a largo plazo, permanentes, se llama *rolling*, práctica muy aceptada y utilizada por nuestras pymes, ya que presentan dificultades para acceder a una financiación a largo plazo en condiciones favorables.

El ejemplo nos ha servido para poner de manifiesto la necesidad de que las empresas financien su ciclo a corto plazo con fuentes a largo plazo, pero la realidad es otra. Pocas empresas presentan una actividad (y necesidades de recursos) tan uniforme y constante como la del ejemplo, COMERCIAL, S. A. Posiblemente la del gráfico de abajo se acerca más a la realidad:



Rolling

El significado literal de *rolling* es 'rodar, como una piedra o pelota,' que es lo que se consigue. Por ejemplo, si descontamos efectos comerciales, cuando vencen (o antes) llevamos otros nuevos al banco, y así sucesivamente. También las pólizas de crédito a un año suelen ser renovadas al vencimiento casi automáticamente.

El análisis del gráfico pone de manifiesto la obligación de disponer de fuentes de financiación que puedan cubrir las puntas de sobreactividad y disponerlas únicamente por el tiempo que dura esta necesidad. Las fuentes idóneas en estos casos nos las proporcionan las entidades financieras, bancos y cajas, con productos como las pólizas de crédito y el descuento comercial.

Antes de acabar, queremos apuntar dos comentarios a modo de conclusión:

Uno de los objetivos clave del área financiera es reducir las necesidades de fondo de maniobra (FMNec). Eso, entre otras repercusiones, tiene un impacto directo en la rentabilidad, ya que (*caeteris paribus*) con menos inversión obtenemos igual beneficio. ¿Cómo podemos reducir el FMNec? Pues no tenemos muchas opciones, sólo hay que reducir la velocidad del PMMF y sabiendo que éste se compone de:

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

o bien aumentamos la rotación de los *stocks*, o bien reducimos el crédito de clientes o alargamos el plazo de pago. En cualquier caso, hay que evaluar con detalle los ingresos y los costes (marginales) que comporta alterar las velocidades. Y si no hay costes... ¡adelante!

Por otra parte, hay que apuntar que lo que hemos visto hasta aquí no libera a la empresa de hilar mucho más fino a la hora de hacer previsiones. Efectivamente, la gestión financiera empresarial pasa ineludiblemente por la confección de planes a corto (y a largo) plazo en los que hay que incluir el presupuesto de tesorería anual y mensual (plan financiero) y la cuenta de resultados prevista (plan económico), y por la posterior revisión y control de la gestión mediante el análisis de desviaciones.

1.4. Fondo de maniobra y fondo de maniobra necesario o NOF

Una de las herramientas más importante que permite analizar el equilibrio financiero a partir del balance de situación es el fondo de maniobra (FM): recursos a largo plazo destinados a financiar inversiones a corto plazo o activo corriente.

Si queremos calcularlo a partir del balance de situación, tendremos que aplicar una de las expresiones siguientes:

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

Con:

AC: activo corriente.

PC: pasivo corriente.

PN: patrimonio neto.

PnC: pasivo no corriente.

AnC: activo no corriente.

En este punto intentaremos establecer una relación entre el FMNec (NOF o *working capital requirements*) y el FM o *working capital* y, además, evaluaremos la calidad de las fuentes de financiación que utilizan las empresas para cubrir sus necesidades del ciclo a corto.

El FMNec como herramienta permite al gestor anticiparse al futuro mediante el cálculo de la financiación necesaria que exige el ciclo a corto. En este apartado evaluamos la gestión realizada en este sentido a partir del balance de situación y, por tanto, a través de información histórica. Dicho de otro modo, nuestro objetivo permitirá responder a la pregunta: ¿qué fuentes de financiación ha empleado la empresa para cubrir el FMNec?

Para cumplir con los objetivos marcados, introducimos tres ejemplos en los que se analizan tres políticas financieras del corto plazo muy diferentes.

Situación 1 (FMNec = FM)

Partimos del siguiente balance expresado en miles de euros al cierre de 31/12/20XX:

Activo a 31/12/20XX		Pasivo y PN a 31/12/20XX	
Activo no corriente	2.000	Patrimonio neto	2.300
Existencias	100		
Clientes	300		
Tesorería	100	Proveedores	200
Activo corriente	500	Pasivo corriente	200
Total activo	2.500	Total pasivo yPN	2.500

La tesorería que presenta la empresa por valor de 100.000 euros corresponde a los saldos necesarios para hacer frente a los compromisos generados por la explotación. De modo que podemos considerarla como tesorería de explotación. De este modo, el total activo corriente son inversiones a corto generadas por la explotación.

Las necesidades operativas de fondos que la empresa presentaba a la fecha de cierre del balance son de 300.000 euros. Este importe se obtiene:

$$\text{FMNec o NOF} = \text{Existencias} + \text{Clientes} + \text{Tresorería de explotación} - \text{Proveedores}$$

En este ejemplo, y dado que todo el activo y pasivo corrientes son de naturaleza comercial, el FMNec coincide con el FM. Efectivamente, como $\text{FM} = \text{AC} - \text{PC}$, entonces $\text{FMNec} = \text{FM}$. Recordemos que FM, corresponde a los recursos con vencimiento a largo destinados a financiar la AC. O sea:

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

La lectura financiera del ejemplo es bien sencilla: la empresa cubre la totalidad del FMNec (NOF) mediante recursos procedentes del FM, es decir, mediante fondos a largo plazo. Y en este caso concreto, como la empresa no presenta deuda financiera, los recursos provienen del capital propio.

¿Cuál sería la situación patrimonial, y los valores de la FM y del FMNec, si la empresa financiara su ciclo a corto plazo en su totalidad con una póliza de crédito? En este caso, el balance anterior quedaría alterado de la manera siguiente:

Situación 2 (FMNec > FM)

Activo a 31/12/20XX		Pasivo y PN a 31/12/20XX	
Activo no corriente	2.000	Patrimonio neto	2.000
Existencias	100		
Clientes	300	Póliza de crédito	300
Tresorería	100	Proveedores	200
Activo corriente	500	Pasivo corriente	500
Total activo	2.500	Total pasivo y PN	2.500

En esta situación tenemos lo que a priori se denomina equilibrio financiero: el activo corriente es igual al pasivo corriente y, por tanto, el FM es cero. Sin embargo, el FMNec no se ha alterado y sigue siendo de 300.000 euros: $\text{FMNec} > \text{FM}$.

Este segundo ejemplo es ilustrativo de las prácticas habituales de las pymes y microempresas. Las necesidades del corto plazo son cubiertas mediante pro-

ductos bancarios a corto plazo: en este caso, una póliza de crédito, aunque también podríamos haber considerado otros productos tan o más utilizados en el presente como el descuento comercial a través del *factoring o confirming*.

Muchos autores consideran y califican esta situación ($FMNec > FM$, con $FM = 0$) como de déficit financiero. Si fuera así, la mayoría de pequeñas empresas estarían en esta situación de déficit o desequilibrio. La verdad es otra. No hay déficit: se trata de una política financiera en la que la totalidad de las NOF son cubiertas con financiación bancaria a corto plazo.

Sin embargo, es cierto que esta situación pone a la empresa en un terreno financiero hostil caracterizado por la dependencia de las entidades financieras, y su supervivencia está condicionada a la renovación de las fuentes al vencimiento, en este caso, de la póliza de crédito.

Situación 3 ($FMNec < FM$)

En términos de solvencia esta es la mejor de todas. El $FMNec$ (o NOF) sigue siendo de 300.000 euros y el FM asciende a 500.000 euros. Los fondos propios (patrimonio neto) no únicamente permiten cubrir el $FMNec$, sino que además permiten realizar inversiones financieras a fin de rentabilizar la liquidez “sobrante”. En este caso, el director financiero puede dormir como un niño, dado que su tarea será mucho más apacible que en el caso anterior. Esta se centrará en rentabilizar el excedente, aparcando las siempre duras negociaciones con los bancos para la obtención y / o renovación de financiación.

Activo a 31/12/20XX		Pasivo y PN a 31/12/20XX	
Activo no corriente	2.000	Patrimonio neto	2.500
Existencias	100		
Clientes	300		
Inversiones financieras a corto	200		
Tresorería	100	Proveedores	200
Activo corriente	700	Pasivo corriente	200
Total activo	2.700	Total pasivo y PN	2.700

2. El ciclo a largo plazo

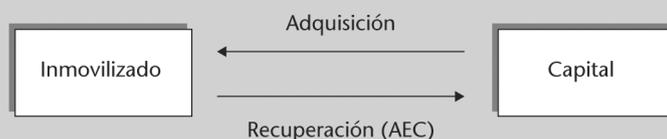
El ciclo a largo plazo comprende la adquisición de bienes del activo inmovilizado, su consumo gradual y, simultáneamente, la recuperación del capital invertido mediante la amortización económica (AEC).

A diferencia de los bienes del activo corriente, los bienes del activo inmovilizado permanecen en la empresa un largo periodo de tiempo. Es financieramente deseable que al acabar su participación en el proceso productivo (vida útil) la empresa haya recuperado la totalidad de recursos –capital– que en su momento se destinaron a su adquisición. Este propósito se consigue mediante la amortización económica. Veamos cómo funciona este mecanismo y las implicaciones que tiene.

La razón de la existencia de la amortización económica radica en la diferencia entre coste y gasto que afecta al inmovilizado, ya que el gasto se produce en el mismo momento de su adquisición pero el consumo –y por lo tanto el coste– se difiere en los periodos posteriores. Este coste queda reflejado en la cuenta de explotación a través de la amortización económica. De esta manera, diremos que bajo la vertiente económica las amortizaciones tienen por objetivo, entre otros, cuantificar el consumo del inmovilizado e incorporarlo en el valor del producto.

La recuperación de la inversión en inmovilizado se materializa en el momento en que se produce la venta de los productos o, mejor dicho, en el momento en que se cobran. Así, el precio de venta de los productos que comercializa la empresa incorpora el coste de los bienes del inmovilizado que han participado en la producción de aquel bien y cuando se produce la venta y cobro posterior recuperamos una parte de aquella inversión. Fijaos que la cantidad de recursos que recuperamos está determinada por el criterio de amortización escogido.

Mediante la vertiente financiera de la amortización económica podemos construir (y cerrar) el ciclo financiero a largo plazo o ciclo inversión-amortización (dinero-bienes-dinero).



Función financiera de la amortización económica

La función financiera de la amortización económica permite transformar el activo inmovilizado en medios líquidos, y cierra, de esta manera, el ciclo a largo plazo.

Un ejemplo puede ilustrar lo comentado hasta aquí. El Sr. Antonio, que está de vacaciones, compra cada día su diario deportivo favorito. Quiere conocer los fichajes de última hora. El precio del diario es de 1,20 euros. Un día, tomando el sol en la playa, se pregunta: ¿qué estoy pagando con el euro y veinte que me cuesta el diario? Un poco de contabilidad le lleva al siguiente escándalo, expresado en céntimos de euro y suponiendo que 20 céntimos se los lleva el quiosco de la playa. El siguiente análisis es aplicable a cualquier empresa. Si el precio de venta no es 100, las ratios verticales de la cuenta de resultados nos permiten llegar a la misma conclusión.

Escándalo del precio del diario de 1 euro	Céntimos de euro
Precio de venta	100
Coste materiales, papel y tinta	30
Margen bruto	70
Sueldos	30
Otros gastos	10
EBITDA	30
Amortizaciones	10
Impuesto beneficios	10
Beneficio	10

Cuando compramos y pagamos cualquier bien o servicio, estamos pagando todos y cada uno de los conceptos desglosados arriba. En este caso concreto, el Sr. Antonio está pagando 10 céntimos en concepto de amortización de las máquinas rotativas, instalaciones, etc. Dicho de otro modo, por cada diario vendido se recuperan 10 céntimos del capital que permitió la adquisición de los bienes del activo no corriente o inmovilizado.

Otro ejemplo puede ayudar al lector a completar la comprensión de la función financiera de las amortizaciones: la vaca alegre.

Un ganadero recientemente ha comprado una vaca. El valor de compra ha sido de 5.000 euros. La vaca tiene una vida estimada de 5 años. Cada año proporcionará a su propietario 1.000 litros de leche, cada vez que da un litro de leche la vaca sonríe (de ahí su nombre). Los ingresos previstos anuales son de 1.000 euros: supongamos que el precio de venta futuro de un litro de leche es de 1 euro. Por otra parte, la vaca no come (solo ríe), por lo tanto no genera ningún gasto adicional.

El primer año (y si no se alteran las previsiones, los restantes cuatro años de vida) los ingresos son de 1.000 €. Estos 1.000 euros permiten recuperar el capital invertido (amortización). Al final de los cinco años el ganadero habrá re-

cuperado su inversión, y no habrá generado ningún beneficio entretanto. La cuenta de resultados anual del ganadero es la que sigue:

La vaca alegre	Euros
Ventas	1.000
Coste ventas	0
Margen bruto	1.000
Sueldos	0
Otros gastos	0
EBITDA	1.000
Amortizaciones de la vaca	1.000
Impuesto beneficios	0
Beneficio	0

En este caso, los EBITDA generados se destinan íntegramente a recuperar la inversión (5.000 €).

Como los bienes se amortizan durante su vida útil, la recuperación del capital invertido se hace a medida que los amortizamos y de acuerdo con el criterio de amortización escogido. Si queremos mantener la salud financiera de nuestra empresa, el vencimiento de la fuente de financiación tiene que ser igual a la duración de la inversión (vida útil). Si el vencimiento es anterior, podemos poner en peligro la solvencia empresarial. Por lo tanto, podemos afirmar que inversiones a largo plazo tienen que ser financiadas con fuentes de financiación también a largo plazo.

3. La financiación interna (FI) o autofinanciación

A diferencia de cualquier otra fuente de financiación, la financiación interna o autofinanciación la constituyen recursos que genera la misma empresa a raíz de su actividad y que no provienen del exterior (préstamos, créditos e, incluso, ampliaciones de capital son fuentes externas).

La financiación interna se compone de las amortizaciones y los beneficios retenidos.

En primer lugar, veremos cómo se generan estos recursos, para después analizarlos con detalle separadamente. Empezamos por el primer punto.

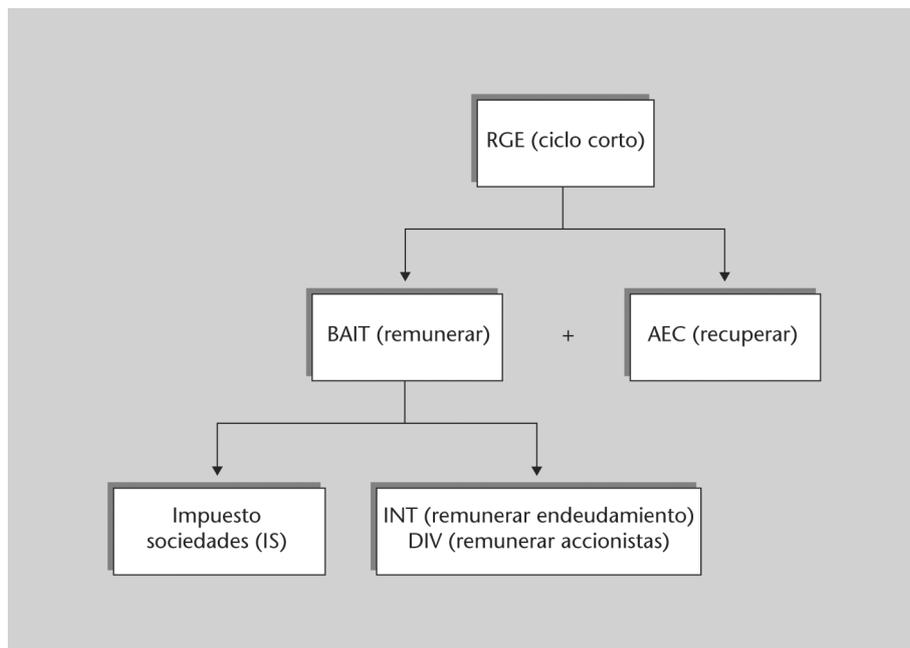
Para hacerlo se debe partir de la estructura de una cuenta de resultados habitual y con la cual trabajamos, como la siguiente:

Ingresos de explotación	ING
Gastos de explotación	-DE
Recursos generados de explotación	= RGE
Amortizaciones	-AEC
Beneficio antes de intereses e impuestos	= BAIT
Gastos financieros	-INT
Beneficio antes de impuestos	= BAT
Impuesto de sociedades	-IS
Beneficio neto	BN

Recordemos que el ciclo a corto plazo proporciona un excedente financiero: los RGE que se destinan a la recuperación de los capitales invertidos gracias a las AEC y a su remuneración a través del BAIT. Efectivamente, el BAIT nos permite remunerar los capitales ajenos mediante los intereses (INT), pagar impuestos (el impuesto de sociedades) y obtener el beneficio neto (BN) y, con este beneficio, remunerar los capitales propios vía dividendos (DIV). De esta manera cumplimos todas las obligaciones financieras: pagar a nuestros proveedores y acreedores, y remunerar y devolver (vía amortizaciones financieras) las fuentes de financiación satisfactoriamente. Analíticamente, podemos resumirlo de la manera siguiente:

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

El gráfico siguiente quizás nos ayudará a entender un poco más lo que acabamos de apuntar:



¿Qué recursos le quedan a la empresa una vez remuneramos el capital y al que denominamos FI?

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

Hemos localizado el beneficio neto: $BN = BAIT - INT - IS$ y agrupando términos se obtiene fácilmente la expresión del FI.

En el ejemplo del diario, la financiación interna sería igual a 20 céntimos por euro de venta (suponiendo que no se pagan dividendos):

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

Efectivamente, el euro que cobra la empresa al Sr. Pérez por el diario le permite pagar todos los gastos e impuestos y le quedan 20 céntimos: 10 céntimos de beneficio y 10 céntimos que permiten recuperar el capital invertido en inmovilizado (máquinas e instalaciones).

3.1. Las amortizaciones (AEC)

Las AEC como parte de la financiación interna representan un origen de fondo que, como hemos visto, permite completar el ciclo a largo plazo recuperando el capital invertido. Veamos acto seguido cuál es la aplicación más adecuada que podemos dar a estos recursos. Para hacerlo, consideramos dos situaciones diferentes: la primera, cuando los bienes del inmovilizado se financian con en-

deudamiento o capital ajeno y la segunda, cuando los activos se adquieren mediante capital propio.

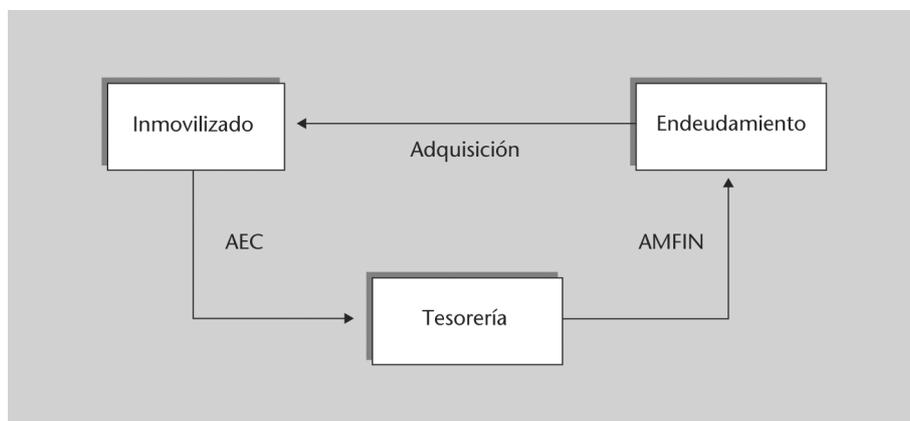
AEC y endeudamiento

Ya hemos visto que las AEC se traducen en la recuperación de las inversiones hechas en inmovilizado. Cuando los bienes han sido financiados con endeudamiento, esta fuente exige la devolución parcial del capital, con lo cual se origina la amortización financiera (AMFIN), de manera que los recursos originados vía AEC se tienen que destinar a esta finalidad.

Es conveniente distinguir con claridad el significado diferente que presentan las amortizaciones económica y financiera.

Las AEC permiten recuperar inversiones hechas en inmovilizado, mientras que la amortización financiera consiste en la devolución en las fuentes de financiación de un capital que anteriormente habían aportado.

Las AEC son, pues, un origen de fondos y el AMFIN, una aplicación de fondos.



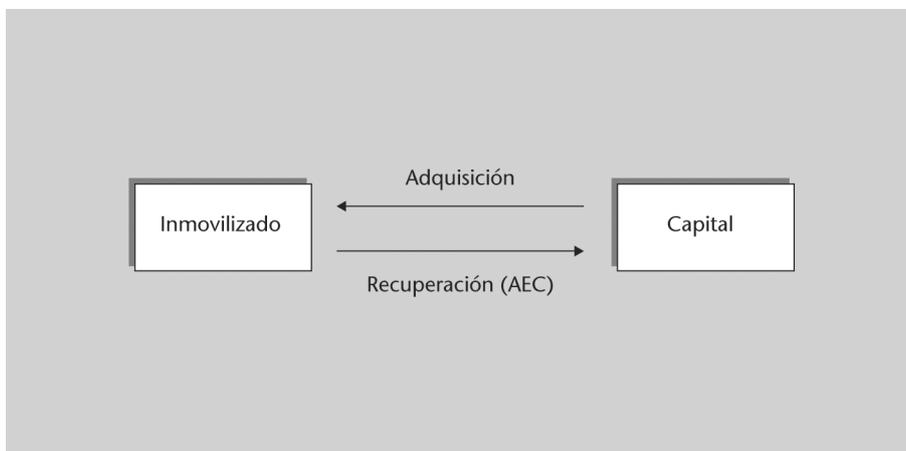
Fijaos, por otra parte, que con el fin de mantener un cierto equilibrio financiero tenemos que imponer la condición $AEC = AMFIN$ durante la vida de la inversión (y de la fuente de financiación, claro está). En caso contrario, podríamos provocar una situación de despilfarro de recursos ($AEC > AMFIN$). En esta situación estaríamos financiando un bien de vida útil inferior al vencimiento de la fuente. Al contrario, en una situación en la que $AEC < AMFIN$, se hace necesario el uso de otra fuente de financiación para cubrir la diferencia ($AMFIN - AEC$). Una conclusión importante de imponer la condición $AEC > AMFIN$ es que la vida de toda inversión tiene que ser igual a la vida (vencimiento) de la fuente que la financia.

Con un ejemplo quizás se verá más claro.

Suponemos que adquirimos una máquina por valor de 1.000 con una vida útil de 10 años y la amortizamos linealmente. La cuota de amortización anual es de 100. Según lo que hemos apuntado antes, tenemos que financiarla con un préstamo a 10 años y la amortización del préstamo anual también tendrá que ser de 100. Si seguimos este camino, la liquidez que genera la máquina vía amortización económica (100) se destina a la devolución del préstamo (también de 100), de manera que cada año hacemos las paces. Suponemos ahora que pedimos un préstamo a 20 años. La máquina la continuamos amortizando a razón de 100 anual y del préstamo devolvemos sólo 50 (AEC > AMFIN). Anualmente nos quedan en el cajón 50, que los podríamos devolver al banco y ahorrarnos los intereses. La última opción es pedir un préstamo a 5 años. Estamos en el caso en que la máquina nos genera 100 y tenemos que devolver del préstamo 200 cada año. ¡Tenemos un déficit de 100! No pasa nada si utilizamos otra fuente de financiación. Podemos hacer uso, por ejemplo, del dinero que obtiene la empresa de los beneficios (si es que los genera), pero tenemos que ir con cuidado con esta opción, ya que a la hora de pagar dividendos tendremos el cajón vacío. En cualquier caso, las empresas se tienen que guiar por planes que tienen que incluir, a corto plazo, un presupuesto de tesorería cuidadoso, donde se refleje la previsión de cobros y pagos anuales, y en el que no se puede dejar, en ningún caso, ninguna oveja sin su pareja.

AEC y fondos propios

¿Qué podemos decir cuando se trata de inversiones en inmovilizado financiadas con fondos propios? La financiación propia, por su propia naturaleza, excluye las amortizaciones financieras, pero obliga a hacer nuevas inversiones. Es decir, si los accionistas quieren dar continuidad a la empresa, estos recursos se tienen que destinar a la reposición de los bienes amortizados, cosa que da lugar a la llamada *financiación por mantenimiento*, ya que el objetivo último es mantener la capacidad productiva de la empresa.



Hay que remarcar que cuando los bienes del activo fijo han sido financiados con capital propio, la amortización económica pasa a ser una fuente transitoria de financiación, ya que hasta que no se produce la renovación del inmovilizado (acabe su vida útil) la empresa va disponiendo (a medida que amortiza) de unos recursos. En este punto, trataremos de responder a la cuestión siguiente: ¿cuáles son las aplicaciones más adecuadas de esta fuente mientras no llegue el momento de la renovación? La respuesta *a priori* es inmediata: la mejor aplicación que le podemos dar, si no queremos poner en peligro la capacidad productiva futura de la empresa, es en inversiones en activo corriente, que son las que presentan más liquidez (de he-

cho, la mejor opción sería en tesorería y, si queremos evitar la erosión de la inflación, en inversiones financieras temporales).

Muy a menudo, sin embargo, esta fuente transitoria de financiación se destina a inversiones en inmovilizado sin poner en peligro la renovación de las inversiones primitivas, haciendo uso, a la vez, de un fenómeno conocido como el efecto expansivo de las AEC o **efecto Ruchti-Lohman**. Un ejemplo concreto de este efecto es el siguiente: suponemos una empresa que año tras año invierte en inmovilizado una cuantía igual a X , la vida de cada uno de estos activos es de n periodos, de manera que al final del periodo n el valor total bruto del inmovilizado es de nX . La cuota de amortización (considerando una amortización lineal) es de X , justamente la cifra necesaria para renovar el equipo adquirido el primer año. En consecuencia, si todas las cuotas anteriores se han aplicado a financiar nuevo inmovilizado, no se origina ningún problema de liquidez ni de renovación. Observad, por otra parte, que a partir de este momento se entra en una situación estacionaria: la cuota de amortización anual es suficiente para renovar la inversión obsoleta en inmovilizado que hay que retirar.

Veamos un ejemplo de ello.

Para simular una situación necesitamos establecer dos parámetros: $n = 5$ y $X = 1.000$. Tendremos la situación siguiente para seis periodos (a partir del sexto, todas las masas permanecen constantes):

Año	1	2	3	4	5	6
Compra	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
Saldo bruto	1.000	2.000	3.000	4.000	5.000	5.000
Amortización	200	400	600	800	1.000	1.000
A. acumulada	200	600	1.200	2.000	3.000	3.000

El capital liberado o amortización acumulada en el momento n siguiendo el proceso acumulativo es 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 nuestro ejemplo, es fácil comprobar que partiendo de $X = 1.000$ y $n = 5$, se obtiene 3.000, como era de esperar. El efecto expansivo se genera reinvertiendo (ampliando, ya que no tenemos que reponer) el año 5 o durante los anteriores los recursos procedentes de la amortización, en concreto podemos utilizar 2.000 sin riesgo ni peligro: sólo necesitamos 1.000 para renovar el equipo inicial al final del año 5. El año 6 tampoco nos tenemos que preocupar porque la amortización es la necesaria para reponer el equipo adquirido el año 2, y así sucesivamente.

Para que este efecto pueda tener los resultados que queremos, obviamente se tienen que cumplir una serie de requisitos implícitos, entre otros:

- La empresa tiene que estar en fase de crecimiento: las nuevas incorporaciones de inmovilizado tienen que ser productivas (y rentables).
- El inmovilizado tiene que presentar un cierto grado de “divisibilidad”. El incremento de capacidad productiva se puede conseguir adquiriendo nuevas unidades.
- En el equipo productivo que se quiere renovar no tiene que haber inflación, aunque podemos reducir el efecto adverso mediante la rentabilidad (que esperamos que sea superior a la inflación) que se obtiene de los recursos a medida que amortizamos.

3.2. Los beneficios retenidos

Los recursos financieros que se generan con los beneficios y que no se reparten a los accionistas en forma de dividendos y que contablemente incrementan las reservas de la empresa es la segunda fuente de financiación interna (BN – DIV). Las aplicaciones recomendadas de estos recursos son dos: incrementar el inmovilizado (nuevas inversiones) y/o reducir el endeudamiento.

A diferencia de los recursos generados por las AEC, los recursos procedentes de los beneficios retenidos son libres, en el sentido de que no se tienen que aplicar a la renovación del inmovilizado con el fin de mantener la capacidad productiva. Este hecho permite que sea una fuente de financiación idónea para financiar el crecimiento de la empresa (nuevas inversiones que aumenten la capacidad productiva): es por este motivo por lo que se le ha llamado *autofinanciación para el enriquecimiento o para el crecimiento*. Hay que apuntar que, lógicamente, en caso de expansión buena parte de estos recursos se pueden destinar a financiar parte del ciclo a corto plazo y, por lo tanto, pueden pasar a formar parte del fondo de maniobra.

Como son recursos “libres”, también se pueden destinar a reducir el endeudamiento. Ésta es una práctica muy utilizada por nuestras pymes: cuando las cosas van bien (se generan beneficios) la póliza de crédito se utiliza menos. Eso otorga a la empresa más solvencia y como se reduce la ratio de endeudamiento, puede facilitar la financiación de inversiones futuras con recursos ajenos (nuevo endeudamiento).

A modo de conclusión, apuntamos algunas reflexiones sobre la financiación interna:

- Es una fuente de financiación muy importante para las pymes, sobre todo si consideramos la dificultad de acceso que tienen estas empresas a los

Podéis ver el módulo “Coste de capital de las diferentes fuentes de financiación”.



mercados de capitales y al endeudamiento en las mismas condiciones que las grandes empresas.

- Es una fuente de financiación que no presenta coste explícito –por ejemplo, no genera pago de intereses–, a diferencia del endeudamiento. Hay que ser cautos, sin embargo, ya que si bien no tiene coste explícito, hace falta valorar y tener muy presente su coste de oportunidad. Dedicamos todo un módulo entero al coste de las diferentes fuentes de financiación.
- Al ser una fuente de financiación de acceso fácil, sobre todo cuando se generan beneficios, se corre el peligro de aplicarla a inversiones poco rentables. En este caso, mejor repartir dividendos y/o guardar los dineritos para el futuro.
- Para acabar, hay que apuntar que el FI (financiación interna) genera dos efectos beneficiosos para la empresa: le otorga una capacidad de crecimiento mayor y, por otra parte, una liquidez también mayor, sobre todo si los recursos se destinan a financiar el corto plazo.

4. Fuentes de financiación bancarias

La financiación bancaria, con todas sus modalidades y productos, constituye una fuente primordial y necesaria para las empresas y, sobre todo, para nuestras microempresas y pymes. Veamos cuáles son las características de los productos más usuales, tanto para cubrir necesidades a corto plazo como a largo plazo.

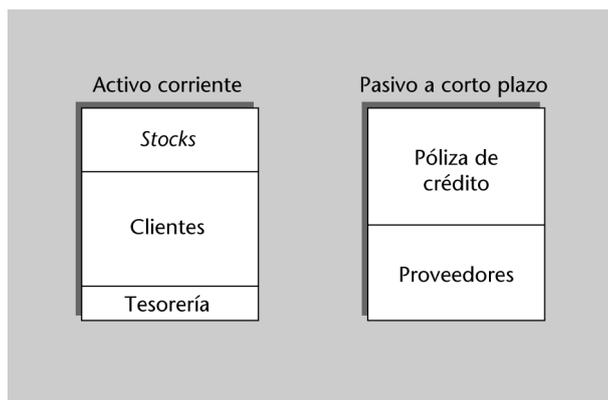
4.1. Productos de financiación a corto plazo

La póliza de crédito

El crédito es una operación financiera, mediante la cual una entidad financiera otorga a una empresa el derecho a endeudarse hasta una determinada cantidad durante un periodo de tiempo fijado.

La entidad pone a disposición de la empresa cierta cantidad de dinero, de la cual podrá disponer hasta un cierto límite, de manera que sólo se pagarán los intereses por las cantidades efectivamente dispuestas y no por la totalidad del crédito concedido. La póliza de crédito se articula mediante una cuenta corriente (de crédito).

Los créditos son un instrumento financiero adecuado para cubrir las necesidades de fondo a corto plazo (el vencimiento de los créditos acostumbra a ser entre seis meses y dos años). Vistas las características de los créditos, se utilizan para financiar parte del ciclo a corto plazo o ciclo de explotación: una parte de la inversión en activo corriente es financiada por los proveedores cuando otorgan a la empresa la posibilidad de retrasar el pago de las compras, el resto de la inversión a corto plazo se puede financiar mediante la póliza de crédito (aunque, claro está, siempre puede haber otras alternativas de financiación, como son los recursos propios). Gráficamente:



Costes de un crédito

Los costes habituales de un crédito son la comisión de estudio (entre 0,10% y 0,50%); la comisión de apertura (entre 0,15% y 1%); la amortización anticipada (entre 0% y 2%); la comisión de saldo medio no dispuesto (entre 0,10% y 0,25% trimestral); la comisión de renovación (entre 0,15% y 1%) y, finalmente, tenemos que contar el coste de intervención de fedatario público, que varía según el importe del crédito.

Hay que diferenciar el contrato de crédito del de préstamo, ya que presentan muchas diferencias, entre otras:

- En el préstamo se entrega la totalidad del dinero en el momento de la firma del contrato, mientras que en el contrato de crédito se ponen a disposición fondos hasta el límite concedido y para un tiempo determinado.
- En el crédito está la posibilidad de reutilizar los fondos: a medida que se va devolviendo el capital se puede volver a disponer de él en el futuro. En el préstamo no se permite esta posibilidad.
- El crédito es una fuente de financiación más flexible, ya que, por una parte, se adapta mejor a las necesidades de financiación y permite pagar intereses únicamente por los fondos dispuestos y, por otra parte, es renovable (renegociable) al vencimiento.
- El préstamo se suele solicitar para una determinada finalidad (habitualmente para financiar la adquisición de bienes activos a largo plazo), mientras que el crédito se aplica a una finalidad genérica, financiar la falta de liquidez que genera el ciclo de explotación.

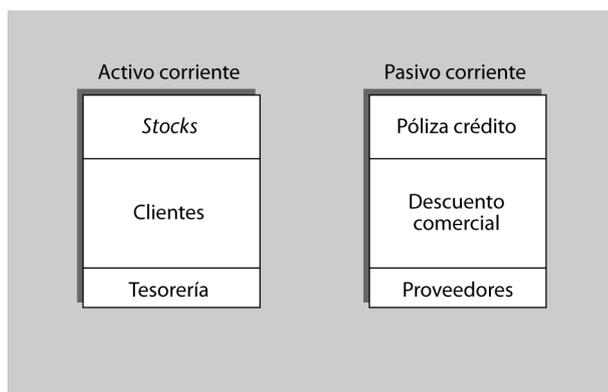
El descuento comercial

En el descuento comercial, la entidad financiera anticipa el importe del crédito otorgado a un cliente, instrumentado mediante efectos comerciales o mercantiles (letras de cambio, pagarés o recibos negociables) a cambio de la cesión del cobro y de un determinado coste.

El descuento permite cobrar las ventas antes de que llegue el vencimiento. Es, pues, una fuente a corto plazo que, igual que la póliza de crédito, se aplica a financiar el ciclo de explotación. A diferencia, sin embargo, de la póliza, que tiene una aplicación genérica, el descuento comercial financia los saldos de clientes. Así, gráficamente (el ejemplo corresponde a una empresa que descuenta la totalidad de los créditos a clientes justo en el momento en que se generan):

Pymes

El descuento comercial es una fuente de financiación muy utilizada por la mayoría de pymes, básicamente por la facilidad de acceso y de uso. Además, es un instrumento financiero caro respecto de otros de similares; por una parte, porque los intereses son más altos y, por otra parte, porque hay que añadir el coste del timbrado de los efectos (el impuesto sobre transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados).



Para descontar efectos en una entidad financiera, previamente hay que formalizar, mediante contrato, una línea de descuento que recoge las condiciones particulares; entre otros, el límite de descuento, el tipo de interés y otros costes asociados como las comisiones de apertura, de impagos, garantías, etc.

Factoring

Muchas empresas hacen uso de la *factoring* como una fuente de financiación, dado que esta calidad es un servicio más de los que proporciona el factor. Veamos en qué consiste este instrumento financiero.

Factoring es un contrato por el cual una empresa (cedente) transfiere los créditos comerciales (facturas pendientes de cobro) de sus clientes a una entidad financiera (factor) para que se encargue de la gestión de cobro a su vencimiento.

Puede incluir algunos de los servicios siguientes o todos:

- 1) Financiación: la empresa puede recibir adelantos de los créditos cedidos. En este caso, y a diferencia del descuento comercial, no se obtiene el 100% de la factura. Entre el 10% y el 20% se destina a crear un fondo de garantía. El tipo de interés de descuento suele ser superior al del descuento comercial.
- 2) Administración y control de las cuentas de clientes: a la vez procura información de facturas cobradas, saldo pendiente de cobro, incidencias, etc.
- 3) Análisis de la solvencia de los deudores, con la asignación de una línea de riesgo para cada uno de ellos.
- 4) Gestión del cobro de las facturas cedidas, en las que se respetan los medios de pago acordados.
- 5) Cobertura del riesgo de impago como consecuencia de la insolvencia de los clientes del cedente.

Según la cobertura del riesgo de insolvencia, diferenciamos dos tipos de contrato de *factoring*:

- 1) *Factoring* con recurso: la cesión lleva implícita una venta del crédito condicionada al buen fin de la operación. Eso quiere decir que si al vencimiento el deudor no paga, el factor devuelve el recibo a la empresa y le cobra el nominal. La mecánica es similar a la del descuento bancario.
- 2) *Factoring* sin recurso: se trata de una venta pura y simple del crédito, en la cual la entidad de *factoring* asume total o parcialmente el riesgo de insolvencia del deudor contra quien tiene que actuar judicialmente si no paga al vencimiento, sin ningún tipo de responsabilidad hacia la empresa.

Vistas las características de la *factoring*, este instrumento es especialmente recomendable:

- 1) para empresas que tengan una estructura reducida, por el hecho de que se ahorra los gastos propios de la gestión y control de las cuentas para cobrar;
- 2) para pymes exportadoras, por el hecho de que, por una parte, facilita la gestión de cobro y, por otra parte, proporciona información de clientes extranjeros.

Confirming

El desarrollo de la banca electrónica y en general de las nuevas tecnologías ha posibilitado la creación de un nuevo producto, que es la gestión de los pagos a proveedores de la empresa o *confirming*.

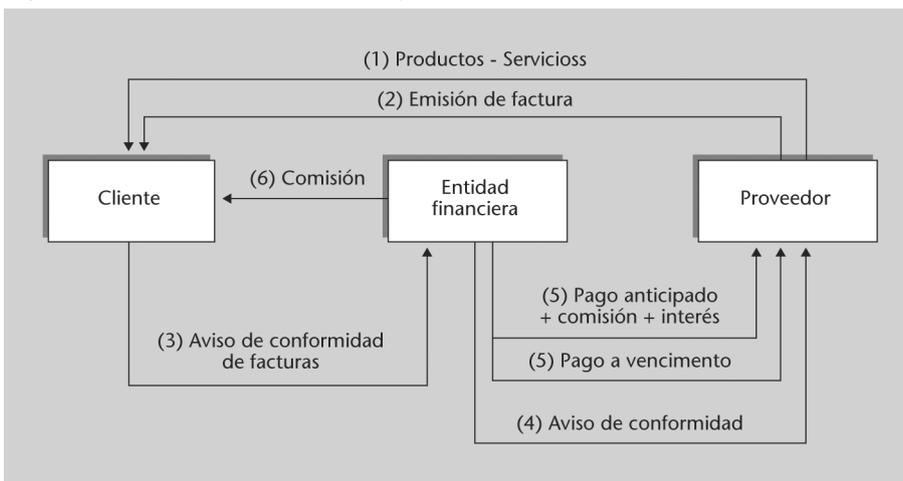
Este producto recibe en la práctica diversos nombres, como *confirming*, *sistema de pagos a proveedores*, *sistema de gestión integral de pagos...*, y es una evolución del proceso de cesión en la banca de la emisión de pagarés por parte de las empresas. La evolución del sistema de pagos ha sido la siguiente a grandes rasgos: inicialmente, los (pequeños) proveedores de grandes empresas descontaban los créditos mediante efectos y letras. La iniciativa de cobro cambió con la banca electrónica y, en concreto, con la emisión de pagarés por parte de la gran empresa con el apoyo de la entidad financiera colaboradora. Los pagarés solucionaron muchos problemas y mejoraron la gestión de pago/cobro tanto de las grandes empresas como de sus proveedores, pero no aportaban ningún tipo de negocio adicional al banco colaborador, ya que los (pequeños) proveedores descontaban los pagarés a los bancos que escogían (los bancos de los cuales eran clientes). La forma por la cual todos los créditos pueden ser descontados en el banco colaborador es mediante *confirming*. Efectivamente, este banco recibe *confirming* de la gran empresa que en el futuro pagará una determinada cantidad a sus proveedores y, por otra parte, se pone en contacto con los proveedores para informarles del compromiso de pago futuro y, lo más importante, ofrecerles la posibilidad de anticipar el crédito inmediatamente por medio de la transferencia a la cuenta que ellos designen. De esta manera, a la entidad financiera no se le escapa ni un euro de negocio y las tres partes vinculadas a la gestión salen ganando. Un punto clave en todo el proceso radica en el hecho de que la comunicación entre todas las partes se hace o bien telefónicamente, o bien electrónicamente por Internet (no se pone nada en el correo ordinario); por lo tanto, se genera poco papel por el camino, con el ahorro consiguiente de tiempo y de costes.

Podemos definir *confirming* como un servicio bancario que consiste en gestionar los pagos de una empresa cliente de la entidad financiera a sus proveedores con la particularidad de que a estos proveedores se les ofrece la posibilidad de cobrar las facturas antes de la fecha de vencimiento.

El proceso de *confirming* empieza con la venta de un producto o servicio al cliente (1). Una vez hecha la venta, el proveedor factura al cliente de acuerdo con los precios pactados (2). A continuación, el cliente conforma internamente las facturas recibidas, las contabiliza y comunica a la entidad financiera, por medios informáticos, la conformidad de estas facturas y el día que tendrán que ser pagadas, es decir, el vencimiento (3). La entidad financiera, por su parte, procesa la información y emite un aviso de conformidad dirigido al proveedor, en el que le informa del hecho de que sus facturas han sido conformadas por el cliente, del día del pago y de la posibilidad que le ofrece la entidad financiera de cobrar anticipadamente (4). Si el proveedor solicita el cobro anticipado, recibe el mismo día, por transferencia bancaria, el importe de las facturas menos la deducción correspondiente de los costes financieros. Si el proveedor no solicita el cobro anticipado, el día del vencimiento recibe el cobro de las facturas, sin ninguna deducción, por transferencia bancaria o a través de una carta con cheque (5). Si la operación es de un volumen importante, la entidad financiera puede ceder al cliente una comisión sobre los pagos anticipados hechos a los proveedores (6).

Todas estas operaciones se hacen con el banco como intermediario, que es quien recibe y da el dinero y paga por la inversión (si el cliente aporta “anticipadamente el dinero”) o cobra por la financiación (si el cliente retrasa el pago o el proveedor adelanta el cobro). Cualquier operación que el cliente o proveedor pacte con el banco no afecta a la otra parte: si el cliente necesita retrasar el pago de la deuda, es el banco quien financia, pero no afecta al proveedor, que cobra puntualmente cuando le toca.

Esquema del funcionamiento de *confirming*



Confirming se está imponiendo como instrumento idóneo para la gestión y pago a los proveedores, ya que presenta ventajas para los tres entes que intervienen.

Para la empresa cliente representa aligerar las tareas administrativas de gestión de cobro, ya que únicamente tiene que comunicar a la entidad financiera la relación de facturas que se tienen que pagar y la fecha de vencimiento. Tam-

bién representa una ventaja el hecho de que la iniciativa de pago la lleva siempre el cliente, a diferencia de medios de pago como las letras, los recibos o la transferencia bancaria, en los que la iniciativa la lleva el proveedor.

Por su parte, los proveedores pueden disponer de una fuente de financiación más barata que el descuento comercial, ya que no hay riesgo de impago. En caso de insolvencia, el banco únicamente puede reclamar al cliente. Es por este motivo por lo que en caso de que el proveedor pida el adelanto por el importe total del crédito, puede dar de baja la factura en el balance, cosa que no pasa con el descuento comercial.

Finalmente, la entidad financiera puede captar negocio adicional si incorpora como nuevo cliente al proveedor de la operación.

***Forfaiting* y crédito documentario**

Forfaiting consiste en el hecho de que una empresa exportadora vende sin recurso a una entidad financiera un efecto financiero (letra de cambio, pagaré) garantizado por otra entidad. De esta manera, la empresa cobra un importe inferior al nominal del efecto y se libera del riesgo de impago, ya que se trata de una venta sin recurso. Es decir, la entidad financiera que compra el crédito renuncia de manera explícita a reclamar algo a la empresa exportadora en caso de que, por cualquier motivo, no se pueda hacer efectiva la deuda del acreedor. Por este motivo *forfaiting* es especialmente útil en operaciones de comercio internacional con el fin de cubrir el riesgo político que pueda haber, especialmente en países inestables, y también los riesgos de tipo de cambio de interés.

Generalmente se aplica a exportaciones de bienes de equipo, aunque se puede aplicar a algún otro tipo de exportaciones. Hay que tener en cuenta que la predisposición para aceptar *forfaiting* por parte del banco no es la misma en el caso de una mercancía perecedera que en el caso de un bien de equipo, dado que el banco también acepta el riesgo comercial de la operación.

El **crédito documentario** se utiliza para minimizar los riesgos, tanto para el vendedor (riesgo de cobro) como para el comprador (cantidad y calidad de la mercancía, plazos de entrega, etc.). Por este motivo, es un medio de pago muy utilizado en comercio exterior, tanto en los casos en los que hay desconfianza entre comprador y vendedor como, especialmente, cuando se trata de exportaciones en países de riesgo por su dudosa solvencia.

El crédito documentario permite garantizar que tanto el comprador como el vendedor cumplirán su parte del contrato de compraventa. Una vez comprador y vendedor se ponen de acuerdo en los detalles de la transacción, el comprador solicita a su banco (banco emisor) la apertura de un crédito documentario para el pago de la operación.

Con la apertura misma del crédito documentario, el banco emisor proporciona su garantía de pago irrevocable al vendedor, siempre que éste aporte los documentos establecidos en las condiciones del crédito.

De esta manera el comprador tiene la garantía de que el vendedor, para poder cobrar, tendrá que presentar en los plazos concedidos los documentos que acreditan que ha cumplido su parte de la transacción (cantidad y calidad de la mercancía, fecha máxima de envío, seguros, etc.) según se establece en las condiciones del crédito. Como se trata de un medio de pago que incorpora una garantía bancaria, el crédito documentario facilita al comprador financiar la compra de la mercancía en condiciones favorables (cuando menos, se ahorra los costes y el tiempo de solicitud), y al vendedor, en caso de que el crédito documentario establezca el pago aplazado, le permite financiarse con la garantía del cobro y en condiciones favorables.

4.2. Productos de financiación a largo plazo

Préstamos

La fuente de financiación con más aceptación para financiar inversiones a largo plazo es el préstamo, en todas sus modalidades.

El préstamo es un instrumento de financiación por el cual una entidad financiera entrega una cantidad fija de dinero, todo a la vez al inicio de la operación, a una empresa, y la empresa adquiere la obligación de atender el pago periódico tanto de los intereses como del principal, según el cuadro de amortización acordado contractualmente.

La empresa puede disponer de fondo a medio y a largo plazo para llevar a cabo inversiones en activos a largo plazo, como compras de inmovilizado (maquinaria, instalaciones...), necesidades fijas de capital (inicio o ampliaciones de negocios, nuevas actividades...) e inversiones a largo plazo o permanentes (inmuebles, refinanciación a largo plazo) que permitan generar rendimientos superiores al coste efectivo del préstamo.

Por otra parte, las cuotas periódicas que incorporan tanto intereses como devolución del principal drenan liquidez en la empresa y se tienen que tener en cuenta a la hora de elaborar los presupuestos de tesorería tanto a corto plazo como a largo plazo. A veces, en negocios incipientes, es conveniente pedir un periodo inicial de carencia de la amortización del principal, durante el cual tan sólo se pagan intereses.

La duración de los préstamos depende en gran medida de la vida útil del bien objeto o de la inversión a la cual se destine, aunque no es habitual que haya

préstamos superiores a 15 años (excepto los hipotecarios que veremos más adelante). El tipo de interés aplicable (fijo o variable) depende de muchos factores, como son la duración del préstamo, el principal de la operación a que se aplica, las garantías y los avales, etc.

Acto seguido, comentamos tres modalidades de préstamo que han proliferado últimamente gracias a las ventajas que tienen. Son los préstamos con garantía hipotecaria, los participativos y los sindicados.

El **préstamo con garantía hipotecaria** es aquel que se concede con la aportación de una garantía real de hipoteca sobre los bienes inmuebles, propiedad de la empresa que pide el préstamo o de un tercero (accionista o propietario de la empresa). Los contratos de préstamo con garantía hipotecaria se formalizan mediante escritura pública otorgada notarialmente y se inscriben en el Registro de la Propiedad. Los préstamos con garantía hipotecaria se pueden utilizar para financiar la adquisición de inmuebles industriales o comerciales, pero también se pueden destinar a financiar otros tipos de activos (como maquinaria) o inversiones (inicio o ampliación de negocios, nuevas actividades) e incluso refinanciaciones. Aunque los préstamos con garantía hipotecaria disfrutan de tipos de interés más bajos por la reducción del riesgo gracias a la garantía real, los gastos que comportan son superiores, dado que las formalidades para obtenerlos son más estrictas (tasaciones, notarios, registro, cancelación...).

Las referencias de tipo de interés utilizadas en préstamos con garantía hipotecaria son las siguientes: tipo interbancario, normalmente en 12 meses (Euribor) y el índice de referencia de los préstamos hipotecarios (IRPH).

En los últimos años han aparecido diversos medios de financiación alternativos como respuesta a las limitaciones que soportan las pymes para acceder al mercado de capitales, entre los cuales está el préstamo participativo, dirigido a potenciar el desarrollo y la expansión de estas empresas.

Se trata de un instrumento financiero, diferente del préstamo tradicional, a medio camino entre los recursos propios y la financiación ajena: el préstamo participativo es considerado capital con carácter general excepto en orden de prelación de créditos, donde se sitúa después de los acreedores comunes (justo antes de los socios). A los efectos de solvencia de la empresa, estos préstamos forman parte de los fondos propios, hecho que permite incrementar la capacidad de endeudamiento de la empresa y no comporta ninguna dilución de la estructura de propiedad de la sociedad.

Es una fuente de financiación diseñada para empresas con proyectos de inversión con viabilidad económica y técnica, y con un plan de negocio desarrollado y coherente.

Los intereses que se tienen que pagar se componen de dos tramos en función del beneficio anual: uno inmovilizado y uno variable. Al principio de la operación, el coste del préstamo participativo es normalmente inferior al de un préstamo ordinario (ya que el interés correspondiente a la parte fija es normalmente inferior al de mercado): a medida que la empresa aumenta el beneficio, paga un interés superior (por efecto de la parte variable), incluso más elevado que el de mercado.

- Los **préstamos participativos** desde sus inicios sólo han sido cedidos por entidades vinculadas a las administraciones, de capital público o mixto, y por sociedades de capital de riesgo. Recientemente se están incorporando al mercado entidades como la Caixa de Pensions de Barcelona, a través de la Gestora de Finanzas para Emprendedores.
- En los **préstamos sindicados** participan diversas entidades financieras, visto el elevado importe de la operación, y de esta manera se reparten los riesgos de la operación (y también los beneficios). Estos productos aportan negocio a las entidades financieras por la operación en sí misma y, por otra parte, tienen acceso a nuevos clientes a los cuales no podrían acceder por la excesiva dimensión de la operación.

Leasing y renting

El *leasing* es una de las fuentes más utilizadas para financiar la compra de bienes del activo inmovilizado. El término *leasing* viene del verbo inglés *to lease*, que literalmente significa 'alquilar'.

A grandes rasgos el *leasing* consiste en un alquiler con opción de compra.

El *leasing* es tan atractivo para las empresas porque todas las cuotas de alquiler se establecen en primer lugar en el contrato y la última cuota incorpora la opción de compra del bien (que en la mayoría de los casos está satisfecha/ejercida por la empresa). Eso hace que en realidad sea una fuente de financiación a medio y largo plazo.

Las ventajas de esta fuente de financiación se pueden resumir en las siguientes:

- 1) Permite la utilización plena del equipo sin disponer de los recursos.
- 2) El régimen fiscal especial que tiene permite deducir prácticamente la totalidad de las cuotas de arrendamiento financiero devengadas, con ciertos límites establecidos en función de los coeficientes de amortización.
- 3) El IVA se devenga a medida que se pagan las cuotas de alquiler. Ésta es una ventaja comparativa con otras fuentes de financiación, como son los préstamos

o fondos propios, ya que estas otras obligan a financiar durante el primer año la totalidad del IVA devengado en la operación de compra.

4) Permite un alto grado de flexibilidad. Los contratos, dentro de unos baremos, se hacen a medida de las necesidades de la empresa.

5) Reduce el riesgo de obsolescencia tecnológica del bien, ya que el usuario en el momento del vencimiento del contrato no está obligado a ejercer la opción de compra.

6) Vistas sus características, esta modalidad de financiación es adecuada para empresas en plena ocupación y crecimiento (permite la amortización acelerada de los bienes) que generen beneficios para disfrutar de las ventajas fiscales. El coste de la operación suele ser superior al de otras fuentes de financiación a medio y largo plazo.

El *renting* es un contrato de alquiler a medio y largo plazo, generalmente de un bien mueble (maquinaria, equipos informáticos, aunque el más habitual son vehículos), durante un determinado periodo de tiempo en el que el arrendatario se compromete a pagar una cuota periódica y recibe a cambio, del arrendador, servicios de mantenimiento, de uso y seguro del bien objeto del contrato, entre otros.

Este producto presenta unas características diferenciadoras respecto del *leasing*:

1) El *renting* se puede aplicar tanto a equipos nuevos como usados (en el caso del *leasing* hace falta que el bien sea nuevo).

2) El *renting* es una prestación de servicios integral que cubre determinadas necesidades de la empresa, mientras que el *leasing* es una operación de financiación donde la finalidad última habitual es la adquisición del bien.

3) En el *renting* los gastos de mantenimiento y seguro son a cargo del arrendador, mientras que en el *leasing* son a cargo del arrendatario.

4) En el *renting* la totalidad de la cuota es deducible fiscalmente.

5) La operación de *leasing* se refleja en el balance empresarial, mientras que en el *renting* únicamente se contabilizan las cuotas como gasto.

5. Financiación de pymes y grandes empresas

Uno de los problemas tradicionales de las pymes –y en especial de las de creación reciente o innovadoras– y que constituye una limitación para su desarrollo es la dificultad que tienen para acceder a financiación a largo plazo, tanto en forma de fondos propios como de fondos ajenos.

La menor dimensión de los proyectos y el hecho de tratarse de empresas de creación reciente o innovadoras elevan sin duda el riesgo de la operación, cosa que provoca un interés insuficiente por parte del sector privado para financiarlas.

Muchas veces el resultado es la paralización de los proyectos por falta de recursos o una estructura financiera caracterizada por la elevada dependencia del endeudamiento a corto plazo, con la fragilidad consiguiente que eso comporta.

Las grandes empresas, por contra, pueden acceder a nueva financiación con una cierta facilidad, ya que, por una parte, las garantías ante las fuentes de financiación las ofrece la misma empresa (en las pymes las garantías suelen estar avaladas por los propietarios) y, por otra parte, tienen la posibilidad de obtener los recursos mediante la emisión de títulos en los mercados de capitales: acciones y obligaciones. Veamos a continuación las posibilidades de financiación de las dos.

5.1. Instrumentos de apoyo a pymes

En los últimos años desde las administraciones públicas, tanto estatales como autonómicas, se ha potenciado la creación de instrumentos para la financiación de las pymes (los préstamos participativos que hemos visto antes es un ejemplo claro) a fin de resolver los problemas de financiación específicos a los cuales tienen que hacer frente: dificultades para acceder a fuentes de financiación ajena a un bajo coste y riesgo más elevado que soportan las entidades financieras y, por lo tanto, exigencia de más garantías. Los esfuerzos se han centrado en la creación y potenciación de organismos como ACCIÓ - Agencia para la Competitividad de la Empresa, el ICF, el ICO, las sociedades de garantía recíproca y las sociedades de capital riesgo.

ACCIÓ es la agencia pública para la competitividad de la empresa catalana, adscrita al Departamento de Empresa y Conocimiento de la Generalitat de Catalunya. Su objetivo es impulsar la competitividad y el crecimiento del tejido

empresarial catalán a través del fomento de la innovación, la internacionalización empresarial y la atracción de inversiones.

El **Instituto Catalán de Finanzas** es una entidad de capital público, adscrita al Departamento de Economía y Finanzas de la Generalitat de Cataluña, a través de la Secretaría de Promoción Económica. Tiene como misión facilitar financiación a los sectores privado y público de la economía catalana y tiene personalidad jurídica, patrimonio y tesorería propios.

Los objetivos generales de actuación son el sostén y la promoción de actividades que contribuyen al crecimiento económico y a la mejora de la distribución de la riqueza catalana. En concreto, actúa como una institución de inversión pública que presta una atención especial a la pequeña y mediana empresa: financiación a medio y largo plazo de inversiones en activos materiales e inmateriales a través de la promoción de fondo de capital de riesgo (ICF Holding, SAU) y de préstamos participativos.

En el mismo camino y de ámbito estatal encontramos el **Instituto de Crédito Oficial (ICO)**, que tiene por misión impulsar las inversiones en las pymes, la innovación tecnológica y la exportación, entre otros.

Para cumplir con estos objetivos, este banco público mantiene un catálogo de líneas de financiación estructurado en dos grandes bloques: empresas y emprendedores e internacional.

La mediación es la forma en que el dinero llega a las empresas mediante las líneas de financiación ICO (principalmente préstamos). Esta se instrumentaliza de la siguiente manera: primero, el ICO establece la dotación y las condiciones de financiación, a la vez que se firman los contratos de colaboración con la mayoría de bancos y entidades financieras. Con posterioridad, las enti-

dades de crédito se encargan del análisis y viabilidad de las operaciones individuales y, lo más importante, asumen el riesgo de insolvencia.

Una **sociedad de garantía recíproca** (SGR) es una entidad financiera con ámbito de actuación específico (por autonomías o, en menor medida, sectores) y con carácter mutual (quien quiera conseguir la garantía tiene que tener necesariamente la condición de socio). Su misión se centra en procurar el acceso al crédito de las pequeñas y medianas empresas y mejorar, en general, sus condiciones de financiación a través de la prestación de avales ante bancos y cajas de ahorros. Además, pueden ofrecer servicios de consultoría y asesoramiento.

En las SGR coexisten dos tipos de socios: los socios protectores, que son instituciones públicas o privadas de interés económico general, y los socios partícipes, pequeñas y medianas empresas, autónomos y profesionales independientes.

En el 2003, el Departamento de Economía y Finanzas impulsó la creación de Avalis de Cataluña, SGR. Los socios protectores de Avalis son la gran mayoría de entidades financieras que tienen sede social o que operan en Cataluña, todas las cámaras de Comercio, Industria y Navegación de Cataluña y las entidades patronales más representativas de las pymes del país.

La misión de Avalis es conceder a sus asociados avales financieros y técnicos:

- **Avales financieros** destinados a la inversión que responden ante pólizas de crédito a medio y largo plazo, préstamos y *leasings*. En el momento de la suscripción de un aval, se tienen que adquirir participaciones por un importe del 4% del aval que se pide.
- **Avales técnicos** que responden del cumplimiento de los compromisos que el avalado tiene contraídos, generalmente, ante algún organismo público para poder acceder a concursos, subastas, ejecución de obras, suministros, anticipos de subvenciones, etc.

Las actividades de financiación de **capital de riesgo** consisten en la aportación de capital durante un tiempo limitado (de 4 a 10 años) a pymes en fase de crecimiento, con claras expectativas de éxito, con un equipo directivo comprometido y, consiguientemente, con proyectos de inversión que presentan una alta rentabilidad esperada.

Las sociedades de capital de riesgo (SCR) rentabilizan su inversión con la venta posterior de su participación o bien a terceras personas, o bien a la misma em-

presa o a sus socios. Como contrapartida, la pyme recibe una inyección de capital (mediante una ampliación) y asesoramiento por parte del nuevo socio.

Las entidades de capital de riesgo pueden ser sociedades (SCR) o fondo de capital de riesgo (FCR). Las primeras son sociedades anónimas con un capital mínimo de 1.200.000 euros e invierten sus propios recursos. Los fondos se crean con un capital mínimo de 1.650.000 euros por un tiempo limitado y no tienen personalidad jurídica. Su gestión y representación corresponde a una entidad gestora (SGCR).

Además de la participación directa en el capital social de las empresas, las SCR pueden hacer uso de otros instrumentos, como son la suscripción de obligaciones convertibles o la formalización de préstamos participativos.

Hay diferentes tipos de capital de riesgo atendiendo a la finalidad de los fondos aportados. Diferenciamos los siguientes:

1) *Venture capital*: son inversiones de elevado riesgo destinadas a poner en marcha una idea de negocio (capital semilla o *seed capital*) o bien a financiar el inicio de la producción y la introducción de los nuevos productos en el mercado (*start-up financing*).

2) *Expansion capital*: son inversiones destinadas a empresas consolidadas, en fase de expansión, que necesitan incrementar la capacidad productiva, ampliar el mercado o perfeccionar el producto.

3) Cambios en la estructura de propiedad del accionariado con sus diferentes modalidades:

a) Adquisición directiva o *management buy-out* (MBO), que consiste en la adquisición de una sociedad riesgo, de parte de esta sociedad o de sus activos por parte del equipo directivo con el apoyo de una sociedad. La operación de compra se suele financiar con un préstamo garantizado por los activos de la misma sociedad (compra apalancada o *leverage*).

b) Compra por inversores externos o *management buy-in* (MBI): en este caso el control de la sociedad lo obtiene un nuevo equipo directivo externo a la sociedad.

c) *Management buy-in management buy-out* (BIMBO): consiste en la adquisición de una sociedad en la que el control se obtiene por la combinación de un equipo de directivos que trabaja en la misma sociedad junto con el apoyo de directivos externos.

5.2. Financiación alternativa

En los últimos años, y gracias en gran medida a las nuevas tecnologías, han nacido nuevos instrumentos y posibilidades de financiación para pymes y emprendedores al margen de la financiación tradicional bancaria. Hoy en día, una empresa puede obtener un préstamo de una plataforma de Internet o, incluso, obtener recursos para financiar su ciclo a corto mediante el descuento comercial. Y nosotros como inversores podemos adquirir parte de ese préstamo o anticipar el dinero de una factura en concreto.

La financiación alternativa puede materializarse vía capital (propio) o vía deuda. Los instrumentos de capital pueden tener diferentes características. Así podemos encontrar:

- Financiación colectiva de donación o recompensa: una empresa se puede financiar mediante las aportaciones de pequeños inversores (microinversores) sin esperar una rentabilidad monetaria explícita. Esta modalidad se dirige a iniciativas con interés cultural o social.
- Financiación colectiva de inversión: empresas de reciente creación (fase semilla) pueden financiarse mediante aportaciones de pequeños inversores (microinversores). En estos casos, y a diferencia de la anterior, hay un incentivo de lucro y se espera obtener una rentabilidad futura.
- Ángeles inversores o *business angels*: En las fases iniciales de un nuevo negocio con buenas expectativas de éxito, los ángeles inversores pueden aportar recursos, experiencia y ayudar a los emprendedores en su desarrollo.

Una vez las empresas han superado las siempre duras fases iniciales, pueden acceder a capital riesgo y, con posterioridad, a capital inversión. El capital riesgo permite financiar el crecimiento de empresas de base tecnológica con productos ya contrastados. En el primer caso, las aportaciones pueden oscilar entre 200 y 500 mil euros. Por su parte, las aportaciones del capital inversión van desde el millón a 10 millones de euros.

El último estado de capital corresponde al MAB (Mercado Alternativo Bursátil), que supone la antesala de la salida a bolsa (mercado continuo). Es una plataforma diseñada para que las pequeñas empresas con proyectos de expansión puedan beneficiarse de las ventajas del mercado de valores: financiación, visibilidad, liquidez, valoración, etc.

La instrumentalización de financiación mediante deuda, al igual que el capital propio, se realiza con productos con diferentes características adaptadas a la dimensión empresarial y en la fase de crecimiento, en la que se encuentran:

- **Financiación colectiva de préstamo:** las pymes, y desde hace relativamente poco tiempo, se pueden financiar mediante la obtención de un préstamo, generalmente de poco importe, de muchos inversores, la mayoría de ellos pequeños, pero también puede haberlos mayores y / o profesionales.
- **Financiación garantizada de facturas:** una empresa cede los derechos de cobro de una factura a una empresa, no a un banco, con una base de inversores detrás, a cambio de un préstamo. La empresa, especializada en ofrecer este tipo de financiación, previamente ha analizado la capacidad de pago de la factura por parte del cliente que hace el pedido, así como la situación financiera de la empresa que recibe el pedido y cede el derecho a cobro.
- **Préstamos participativos:** una empresa, ya sea en la fase inicial ya sea una pyme más madura, se puede financiar mediante la obtención de un préstamo participativo por parte de una empresa especializada o un fondo de capital riesgo. Las características básicas son: que sea una deuda subordinada sin requerimiento de garantías directas (sí indirectas, tales como ampliaciones de capital por parte de los accionistas actuales o futuros), en algunos casos convertible en capital, con una retribución fija y una variable ligada a la evolución de la empresa y plazos de amortización largos (de entre 5 y 9 años).

En el último escalón de la fase de crecimiento empresarial tenemos la posibilidad de emisión de empréstitos en el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF). El MARF se configura como una iniciativa para canalizar recursos financieros a un gran número de empresas solventes que pueden encontrar en este mercado una vía para obtener financiación mediante la emisión de títulos de renta fija. Las emisiones se dirigen a inversores institucionales, españoles y extranjeros que desean diversificar sus carteras con valores de renta fija de compañías de mediana dimensión, habitualmente no cotizadas y con buenas perspectivas de negocio.

5.3. Financiación de las grandes empresas

Además de las fuentes de financiación vistas, una posibilidad –eso sí, restringida a las grandes empresas– es acudir a los mercados financieros, tanto monetarios como de capitales, con la emisión de títulos.

En los **mercados monetarios** se negocian activos monetarios que se caracterizan por ser activos con vencimiento a corto plazo (vencimiento hasta los 12 meses, normalmente) y bajo riesgo (emitidos por entes solventes, el Estado y grandes empresas industriales y financieras). Las empresas acuden para financiar su activo corriente.

En los **mercados de capitales** se negocian activos a medio y largo plazo: acciones, bonos y obligaciones, básicamente. Y, como podéis suponer, las empresas acuden para obtener financiación por sus inversiones en inmovilizado.

En el mercado monetario podemos encontrar activos financieros, como son las letras del Tesoro, los pagarés de empresa, los bonos de caja, los certificados de depósito, las participaciones FIAMM y los títulos hipotecarios.

En el mercado de capitales podemos encontrar activos financieros, como son los fondos públicos a medio o largo plazo (bonos y obligaciones del Estado), y los valores privados a medio y largo plazo (bonos, obligaciones y acciones).

Tanto en el mercado monetario como en el de capitales tenemos que diferenciar claramente el segmento de mercado primario –o de emisión– del secundario –o de títulos viejos o de segunda mano–, ya que solamente en el momento de la emisión del título es cuando la empresa obtiene financiación.

Acciones

Las acciones representan una parte proporcional del capital social de una empresa (sociedad anónima).

Dado que la acción es una parte proporcional del capital social de una empresa, el comprador de este título se convierte en socio copropietario de esta empresa en proporción a su participación.

Las acciones forman parte de los fondos propios de la sociedad (el resultado de sumar capital, reservas y resultados, deduciendo los dividendos).

El accionista que quiera “abandonar” la sociedad no tiene otra alternativa que la venta de las acciones, en el mercado o fuera de este mercado, al precio determinado por la libre negociación, es decir, por la oferta y la demanda. Las bolsas de valores (mercados secundarios de acciones) tienen por objeto facilitar la venta (obtener liquidez) de las acciones que cotizan, dado que concentran las ofertas y demandas diarias y forman los precios.

Las acciones se pueden clasificar en función de diferentes criterios. La decisión de emitir un tipo de acciones u otro depende de la sociedad. Según los derechos intrínsecos que incorporen (que les determina el emisor), podemos distinguir el tipo de acciones siguientes:

1) **Acciones ordinarias:** atribuyen a sus titulares los derechos que acabamos de describir. La emisión de este tipo de acciones es la más habitual en el mercado de valores español.

2) **Acciones privilegiadas:** incluyen algún privilegio económico adicional en relación con las acciones ordinarias, por norma general, un dividendo mayor, con una participación especial en los beneficios. Estas emisiones son escasas en nuestro mercado y no se tienen que confundir con las participaciones preferentes.

3) **Acciones sin voto:** tienen los mismos derechos que las ordinarias, excepto el de voto en las juntas generales. Como contraprestación, se otorga el derecho a un dividendo mínimo (inmovilizado o variable), adicional en el atribuido para las ordinarias. Este dividendo mínimo garantizado es preferente (se paga antes que el dividendo ordinario) y acumulativo (si no se pudiera pagar este año, se abonaría en los cinco años siguientes). Estas acciones, escasas en la práctica, surgieron como destinadas a los accionistas que buscan una rentabilidad económica y que no tienen un interés especial en participar en los órganos de decisión de la empresa.

4) **Acciones rescatables:** se trata de acciones que pueden ser amortizadas o rescatadas por la sociedad emisora, a solicitud de esta sociedad, de los accionistas o de los dos: esta posibilidad las diferencia del resto de tipos de acciones, que tienen un plazo (duración) indeterminado. En los acuerdos de emisión se inmovilizan las condiciones para el ejercicio del rescate, que se puede hacer con cargo a beneficios, reservas libres, emitiendo nuevas acciones o bien reduciendo capital con devolución de aportaciones. En caso de que únicamente el emisor tenga el derecho de rescate, sólo lo puede ejercitar una vez transcurridos tres años de la emisión de las acciones. Pueden ser emitidas por un importe nominal no superior a la cuarta parte del capital social. Estas emisiones se pueden utilizar para diferentes objetivos: como mecanismo de financiación, como cobertura para los planes de opciones a favor de los empleados o como contraprestación en una aportación no dineraria del paquete de acciones de la sociedad absorbida en una fusión.

Otro criterio nos permite clasificar las acciones en antiguas y nuevas. Son antiguas las acciones normales negociables, que tienen un propietario que disfruta de todos los derechos económicos y políticos. Las acciones nuevas son las que resultan de una ampliación de capital: tienen el mismo derecho político que las antiguas, pero normalmente no tienen los mismos derechos económicos (dividendos) hasta el cierre del ejercicio en el que se han emitido (momento en que se equiparon con las antiguas y desaparece, por lo tanto, la distinción).

Por otra parte, las acciones son valores negociables, es decir, transmisibles. No obstante, las condiciones en que se puede hacer la transmisión son muy diferentes, según si se trata de acciones cotizadas o no cotizadas.

Son cotizadas las acciones que están admitidas a negociación en un mercado secundario. Por eso, las sociedades emisoras tienen que cumplir determinados

requisitos, fijados con el objetivo de garantizar la solvencia y liquidez de los valores. Eso significa que, en general, la inversión se puede deshacer en cualquier momento, que hay una valoración objetiva de la inversión (precio de mercado) y que el inversor no está obligado a buscar un comprador para sus acciones, ya que el mercado aporta de manera instantánea las contrapartidas. Las acciones de empresas no cotizadas no tienen estas ventajas.

El procedimiento de admisión varía según si los valores son nacionales o extranjeros, negociados en el primero o segundo mercado, etc. La admisión a negociación de acciones españolas requiere en general que la CNMV o el organismo competente verifique previamente el cumplimiento de los requisitos legales y el folleto y tríptico informativo correspondientes.

Una vez las acciones de la empresa han sido admitidas a negociación, la sociedad queda sometida a todas las normas vigentes en materia de bolsa (en concreto, a las disposiciones sobre admisión, contratación, permanencia y exclusión de la negociación). Sin embargo, está sujeta a la normativa reguladora de los mercados de valores en todo aquello relativo a comunicación de participaciones significativas, información pública periódica, hechos relevantes, etc.

Por otra parte, en los informes de analistas y en los medios de comunicación en general, es frecuente encontrar calificaciones que, de alguna manera, implican una clasificación de las compañías cotizadas. Estos conceptos se tienen que utilizar con mucho cuidado, ya que son apreciaciones subjetivas, no hay límites entre una categoría y otra. Una de las categorías más importantes es la siguiente:

Los **valores estrella** o *blue chips* son valores de elevada capitalización bursátil y elevada liquidez. Se contraponen a los valores especulativos o “restos”, como se llama a las acciones de empresas de cualquier sector, de pequeño o medio tamaño y baja capitalización, que incorporan un componente especulativo elevado y, por lo tanto, un riesgo también elevado.

Ampliaciones de capital, reducciones de capital y divisiones de acciones (*splits*)

Una ampliación de capital es una operación de financiación empresarial que consiste en aumentar los fondos propios de una sociedad, excepto en las ampliaciones de capital totalmente liberadas, en las que el aumento del capital es con cargo a las reservas acumuladas.

La ampliación de capital se puede hacer aumentando el valor nominal de las acciones o mediante la emisión de acciones nuevas.

Web recomendada

Para obtener más información, podéis consultar la web de la CNMV: <http://www.cnmv.es/index.htm>

Blue chips

El término *blue chips* proviene de las fichas de 1.000 dólares de los casinos de Estados Unidos: sin lugar a dudas son las mejores, y son de color azul.

En las ampliaciones de capital mediante la emisión de acciones nuevas con aportaciones dinerarias, pueden acudir a la ampliación tanto antiguos accionistas como el público en general. Los accionistas pueden ejercer el derecho preferente de suscripción para la adquisición de acciones nuevas, mientras que el resto de personas interesadas tienen que adquirir previamente los derechos que les permitan suscribir el número de acciones nuevas deseado. El precio de las nuevas acciones depende del tipo de ampliación: a la par, con prima de emisión o con cargo a reservas.

En las ampliaciones a la par, el precio de las nuevas acciones coincide con el valor nominal de las antiguas. En las ampliaciones con prima de emisión, el precio de las acciones nuevas es igual al valor nominal más un importe adicional, la prima de emisión. En las ampliaciones con cargo a reservas (liberadas), se traspasan las reservas disponibles al valor nominal de las nuevas acciones emitidas y se entregan las nuevas acciones de manera gratuita y proporcional a los antiguos accionistas.

Las reducciones de capital siempre tienen que ser acordadas por la **junta general de accionistas**. Se hacen por dos causas principales: porque se considera que el capital social de la empresa excede sus necesidades, o bien porque la sociedad se ve obligada a ajustar la cifra de capital a su patrimonio con el fin de absorber pérdidas acumuladas. Si se trata de una reducción motivada por un exceso de capital, la operación puede tener diferentes finalidades: devolución de aportaciones a los socios –modalidad de remuneración a los socios muy utilizada en los últimos años– o constitución o incremento de reservas voluntarias y/o legales. Si la reducción está motivada por la necesidad de restablecer el equilibrio entre el capital y el patrimonio de la sociedad, como consecuencia de las pérdidas generadas, la finalidad de la operación es alcanzar una estructura financiera adecuada a la nueva situación.

Con independencia de los motivos y de la finalidad de la reducción de capital, hay dos caminos para llevarla a cabo: se puede reducir del valor nominal de las acciones, manteniendo el número, o bien se pueden amortizar algunas de las acciones reembolsando las aportaciones a los titulares.

Una **operación financiera especial** es la reducción y ampliación de capital simultánea (operación acordeón). Consiste en reducir el capital social y, al mismo tiempo, incrementarlo, sin que exista la obligación de alcanzar el volumen previo a la reducción. En general, estas operaciones suelen hacerse en procesos de saneamiento empresarial, que requieren la absorción de pérdidas antes de la entrada de capital nuevo.

La **división de acciones o splits** consiste en reducir el nominal de las acciones. El capital social de la empresa no se altera, pero se multiplica el número de acciones en circulación y, por lo tanto, el precio de mercado de las acciones se divide en la misma proporción. El objetivo de la división de acciones

es mejorar la liquidez de la empresa en bolsa e incrementar el volumen de contratación.

Esta operación no comporta ningún desembolso para el accionista; en realidad, no tiene ningún efecto económico-financiero, pero posiblemente sí que tiene efecto psicológico, dado que se reduce el precio de las acciones en la proporción establecida.

También encontramos la agrupación de acciones o *reverse stock split*, que consiste en reducir, en una determinada proporción, el número de acciones y multiplicar por la misma proporción tanto su precio como su valor nominal. De esta manera, se puede reducir la volatilidad del título, ya que, cuando las acciones tienen un precio reducido, una variación en el precio representa un impacto porcentual muy elevado en su cotización.

Obligaciones

El activo financiero negociable de renta fija por excelencia son las obligaciones.

Las obligaciones, de la misma manera que las acciones, son partes alícuotas (idénticas) de un empréstito.

Cuando adquirimos una obligación en el mercado, estamos comprando una pequeña parte de un préstamo de una gran empresa (o de un ente público).

A la hora de estudiar la compra de obligaciones y de cualquier activo de renta fija, hay que conocer las características, que son determinadas por los elementos siguientes:

1) Nominal, precio de emisión y precio de reembolso: el nominal del título es el importe del préstamo (o empréstito) que incorpora el título; el precio de emisión es el precio que tenemos que pagar para adquirir el título en el momento de la emisión. La diferencia entre el precio de emisión y el nominal se llama *prima de emisión*. Finalmente, el de reembolso es el importe que nos promete que devolverá el emisor y que cancela la deuda contraída. También está la prima de reembolso.

2) Vencimiento o vida: es el plazo en el que el emisor se compromete a cancelar la deuda. Las obligaciones son títulos a largo plazo (superior a tres años). Si el vencimiento es inferior al año (activo a corto plazo), hablamos de pagarés de empresa y si es a medio plazo (de uno a tres años), de bonos.

3) Interés y cupón: la remuneración mediante intereses que obtenemos por la compra de obligaciones (y bonos) si está expresada respecto del nominal se llama *interés*. Cuando los pagos de intereses se hacen periódicamente (anual,

mensual, etc.) se llaman *cupones*. Se llama de cupón corrido la parte del cupón devengada, que se calcula proporcionalmente al tiempo transcurrido.

4) Amortización: hay dos tipos de reembolso, por sorteo o escalonado y todo a la vez al final de la vida del empréstito. El primer método habitualmente representa para el emisor la amortización constante del empréstito, ya que se suelen amortizar anualmente y por sorteo el mismo número de títulos.

5) Rentabilidad: no tenemos que confundir el interés que nos proporciona el activo por cupón con la rentabilidad de la operación. Para determinarla, tenemos que tener en cuenta todos los flujos de caja que genera, incluso el precio de venta, y calcular la TIR.

6) Riesgo: un título de renta fija está sometido a diferentes tipos de riesgos. Uno de los más importantes es el riesgo de insolvencia del emisor. En los mercados hay empresas especializadas en dar información y valorar el riesgo de insolvencia de los títulos: son las llamadas *empresas de evaluación (rating)*. Las más conocidas son Moodys y S&P.



Ved el módulo "Efectos del endeudamiento" para más información sobre el *rating*.

Acabamos de ver los atributos principales que caracterizan a las obligaciones y en función de estos atributos encontramos diferentes tipos:

1) Según el precio de emisión, podemos encontrar emisiones a la par, cuando el precio de emisión coincide con el valor nominal; por debajo de la par, cuando el precio está por debajo del valor nominal, y con prima, por encima de la par.

2) Según el cupón, tenemos obligaciones con cupón americano, cupón fijo con periodicidad constante (de aquí el nombre de *renta fija*); cupón cero, en este caso no se pagan intereses durante la vida del título. La rentabilidad de las inversiones en obligaciones cupón cero proviene de la diferencia de precios entre el de la emisión y el del reembolso.

3) Cupón variable o indexado: las obligaciones de este tipo proporcionan intereses variables adicionales a un determinado índice o interés de referencia (Euribor, por ejemplo).

4) Hay una extensa variedad de obligaciones que incorporan la opción de adquirir otros activos financieros. Las obligaciones convertibles otorgan la opción de convertirlas en acciones nuevas de la sociedad. Es decir, al vencimiento el emisor amplía capital y se ahorra la amortización del empréstito. Es como una ampliación de capital diferida, ya que en el momento de la emisión, el empréstito constituye un pasivo y, en caso de que la conversión tenga éxito, al vencimiento la deuda pasa a incrementar el capital social. El derecho de conversión que incorpora la obligación puede ser negociado aparte de la obligación: en este caso se habla de obligaciones con *warrant*. También podemos encontrar las obligaciones cambiabiles. Estos

activos otorgan el derecho de intercambiar los títulos por otros activos financieros, habitualmente acciones (no hace falta que sean nuevas, ni de la misma sociedad).

5) En los últimos años han proliferado activos de renta fija garantizados mediante bienes inmuebles: cédulas, bonos (los más destacados son los bonos y obligaciones de titulización) y participaciones hipotecarias.

AIAF

El mercado secundario de activos de renta fija en España es el AIAF (Asociación de Intermediarios de Activos Financieros). Podéis echar una ojeada a: <http://www.aiaf.es>.

Resumen

El análisis dinámico de la realidad empresarial mediante los ciclos financieros pone de manifiesto necesidades de financiación a corto y a largo plazo.

Hemos analizado el amplio abanico de productos y de fuentes de financiación que permite cubrir estas necesidades:

- Financiación interna o autofinanciación, con sus dos componentes: amortizaciones y beneficios retenidos, que inyectan capital a la empresa, tanto para renovarse como para hacer frente a su crecimiento.
- Productos a corto y a largo plazo; a corto destacamos el descuento comercial, las pólizas de crédito, *confirming* y la factorización, y a largo plazo, como producto estrella hemos visto los préstamos, sin olvidarnos del *leasing* y del *renting*.

La diferente problemática en cuanto a la financiación que presentan las grandes y las pequeñas empresas nos ha llevado a estudiarlas por separado. Así, hemos visto cómo cada vez más los entes autonómicos y estatales ponen al alcance de nuestras pymes nuevos productos de financiación y medios para favorecer su desarrollo. El CIDEM y el ICO son un buen ejemplo de ello. Las grandes empresas, por una parte, tienen un abanico más amplio de posibilidades y más fáciles de conseguir –pueden obtener recursos de entidades financieras con más facilidad– y, por otra parte, pueden acudir a los mercados financieros de emisión o primarios, tanto de renta variable como de renta fija, siempre que cumplan los requisitos que imponen los entes reguladores.

Ejercicios de autoevaluación

Ejercicio 1

A continuación se presentan los balances de la empresa ICX, SA a 31 de diciembre de 200X, 200X + 1 y 200X + 2, además de otra información financiera relevante expresada en millones de euros:

	31/12/200X + 2	31/12/200X + 1	31/12/200X
Activos a largo plazo	3.594	3.156	2.651
Deudores	418	375	272
Stocks	824	684	518
Tesorería	906	988	772
Total activos corrientes	2.148	2.047	1.562
Total activo	5.742	5.203	4.213
Fondos propios	3.470	2.921	2.393
Pasivo a largo plazo	387	431	448
Pasivos corrientes	1.885	1.851	1.372
Total pasivo	5.742	5.203	4.213

	200X + 2	200X + 1
Beneficio neto	1.002	804
AEC	433	367
Dividendos	577	399
Inversiones del periodo	887	812

Según se desprende de la información anterior, durante los años 200X + 1 y 200X + 2 la empresa ha experimentado un crecimiento importante. ¿Cuál ha sido la política de financiación que ha permitido su expansión?

Ejercicio 2

Una empresa comercial quiere expandirse a Portugal. Para hacerlo, quiere crear una filial en el país vecino. El estudio de las inversiones para hacer a largo plazo y su financiación está bastante adelantado, no pasa lo mismo con los activos y pasivos corrientes. El directivo financiero quiere saber las necesidades de fondo de maniobra para los tres años próximos y ha hecho las previsiones siguientes:

	Año X	Año X + 1	Año X + 2
Ventas (miles de euros)	3.000	3.600	4.200
Margen comercial en % sobre ventas	10%	12%	13%
Días de stock de las existencias (días)	20	15	15
Plazo de cobro de los clientes (días)	75	60	60
Plazo de pago a los proveedores (días)	30	30	30
Tesorería mínima (miles de euros)	100	100	100

A partir de la información anterior, determinad las necesidades de fondo de maniobra o *working capital* y la fuente más idónea para cubrirlas.

Ejercicio 3

Responded a las cuestiones siguientes planteadas indicando **cierto** o **falso**. Razonad brevemente la respuesta:

- 1) Las inversiones empresariales a corto plazo siempre se tienen que financiar con fuentes de financiación también a corto plazo.
- 2) Una empresa comercial que presenta un PMMF < 0 , cobra de sus clientes antes de pagar a proveedores y, por lo tanto, no tiene necesidades de fondo de maniobra.
- 3) Si queremos reducir las necesidades de fondo de maniobra, tenemos que reducir la velocidad del PMMF. Entonces, o bien aumentamos la rotación de los *stocks*, o bien reducimos el crédito de clientes, o bien alargamos el plazo de pago a proveedores.
- 4) El *rolling* es una práctica por la cual se obtienen recursos a largo plazo a partir de la renovación sucesiva de fuentes con vencimiento a corto plazo.
- 5) Una empresa tiene que adquirir un bien inmovilizado con una vida útil prevista de cinco años que se tiene que financiar con un préstamo. Con el fin de igualar las AEC y el AMFIN, el préstamo tendría que tener un vencimiento también a cinco años.
- 6) Los recursos de la amortización económica no se pueden destinar a nuevas inversiones, únicamente se tienen que utilizar para renovar el inmovilizado y así asegurar que se mantenga la capacidad productiva a lo largo del tiempo.
- 7) En las pymes, los beneficios retenidos muchas veces se aplican a reducir el endeudamiento a corto plazo.
- 8) *Confirming* es un producto idóneo para financiar las inversiones en existencias.
- 9) El *leasing* es una fuente idónea para empresas en plena ocupación y crecimiento que generan beneficios para disfrutar de las ventajas fiscales de la amortización acelerada.
- 10) Para obtener un aval de una sociedad de garantía recíproca, antes hay que ser socio y haber aportado un porcentaje del aval solicitado.

Ejercicio 4

A partir de los balances y las cuentas de resultados que se muestran a continuación de una cadena de hipermercados, expresados en miles de euros, se pide:

- a) Calcular el PMME (periodo medio de maduración económico) y el PMMF (periodo medio de maduración financiero).
- b) Determinar para el $200X + 1$, el fondo de maniobra necesario (FMnec o NOF) (considere únicamente los saldos de existencias, clientes y proveedores) y también el fondo de maniobra contable (FM). En ambos casos, calcula a partir de los saldos medios de los dos periodos (la media aritmética de los saldos iniciales y finales). Comenta los resultados y relaciónalos con los obtenidos en el apartado anterior.

ACTIVO	31/12/ 200X + 1	31/12/ 200X	PASIVO Y PN	31/12/ 200X + 1	31/12/ 200X
Activo no corriente	206.081	208.573	Patrimonio neto	149.129	167.145
Existencias	54.540	43.496	Pasivo no corriente	6.666	6.641
Deudores	11.576	14.302			
Tresorería	58.591	89.981	Proveedores	147.208	152.956
Activo corriente	124.707	147.779	Otros pasivos corrientes	27.785	29.610
			Pasivo corriente	174.993	182.566
Total activo	330.788	356.352	Total pasivo y PN	330.788	356.352

Pérdidas y ganancias	200X + 1
Ingresos	507.577
Coste ventas	-399.888
<i>Compras</i>	-410.932
<i>Var. existencias</i>	11.044
Margen comercial	107.689
Gastos de explotación	-81.892
Resultado de explotación	25.797
Resultado financiero	3.973
Otros resultados	-260
Beneficio antes impuestos	29.510
Impuestos	-10.055
Beneficio neto	19.455

Para los cálculos considera el año comercial de 360 días y que la empresa trabaja con un IVA medio del 10%. Nota: el coste de las ventas es el resultado de agregar la variación de existencias a las compras del periodo.

Ejercicio 5

1) Podemos mejorar el PMMF en una empresa comercial:

- a) Reduciendo el TMP.
- b) Aumentando el PMM_M .
- c) Reduciendo el TMC
- d) Ninguna de las opciones anteriores es correcta.

1) Habitualmente las grandes superficies comerciales presentan fondo de maniobra necesario negativo (o $NOF < 0$), eso es gracias a:

- a) El $PMME > 0$.
- b) El $PMMF < 0$.
- c) La empresa cobra de sus clientes después de pagar las compras a sus proveedores.
- d) Todas son correctas.

3) Si $PMMF = 0$, entonces:

- a) $TMP = PMM_M$.
- b) $TMP = TMC$.
- c) Los proveedores financian todo el ciclo a corto, por lo que la empresa no presenta necesidades operativas de financiación.
- d) Todas las anteriores.

4) El TMC o plazo medio de cobro es:

- a) El tiempo que tarda en renovarse el *stock* medio de mercancías.
- b) El tiempo que de mediana tardamos en cobrar las ventas.
- c) El número de veces que se renueva el saldo medio de clientes en un año.
- d) Todas las respuestas anteriores son ciertas.

5) Las necesidades operativas de financiación o fondo de maniobra necesario:

- a) Son recursos que la empresa destina a financiar los días del ciclo a corto que marca el $PM-MF$.
- b) Si son permanentes, se tendrán que financiar con una fuente de financiación a largo, o con una fuente a corto haciendo uso del *rolling*.
- c) Pueden ser negativas. En este caso la empresa no necesita financiar el ciclo a corto.
- d) Todas las anteriores son ciertas.

6)Cuál de las siguientes prácticas financieras puede considerarse *rolling*:

- Adquirir una máquina con un contrato de *leasing* financiero.
- Renovar la póliza de crédito a su vencimiento.
- Destinar los recursos procedentes de la amortización económica a expansión.
- Todas son ciertas.

Disponemos de la siguiente información de una empresa comercial:

	200X + 1
Periodo medio de maduración de mercancías	23,64 días
Tiempo medio de cobro	31,98 días
Plazo medio de pago	29,50 días

	200X + 1
Ventas	3.321.000
Coste de ventas	2.158.650
Compras	2.163.150

7) Suponiendo que el saldo medio de tesorería que quiere mantener la empresa es nulo, determina el FMNec de 200X + 1.

- NOF = 259.508,73
- NOF = 285.012,69
- NOF = 614.024,98
- Con los datos proporcionados no podemos calcular las NOF.

8) Disponemos de la siguiente información de una empresa no endeudada (en u.m.):

- BAIT = 50.000
- La amortización económica (AEC) = 150.000
- Paga el 25% en concepto de impuestos ($z = 25\%$).
- No reparte dividendos.

Con estos datos podemos asegurar:

- La empresa ha generado 50.000 u.m. de financiación interna.
- La empresa ha generado 187.500 u.m. de financiación interna
- La empresa ha generado 37.500 u.m. de financiación interna.
- La empresa no ha generado financiación interna.

9) Cuando los bienes del inmovilizado han sido financiados con préstamos bancarios:

- Es aconsejable que el plazo de dichos préstamos coincida con la vida útil de los bienes que financian.
- En este caso, las amortizaciones económicas deberían destinarse a la devolución de los préstamos.
- Los intereses de los préstamos se pagarán con el resultado de explotación.
- Todas las respuestas anteriores son ciertas.

Disponemos de la siguiente información relativa a una empresa comercial (en millares de euros):

En millares de euros	200X + 1	200X
Mercancías	650	350
Clientes + efectos a cobrar	1.650	1.540
Proveedores + efectos a pagar	1.804,2	1.719,32

Otros datos del ejercicio 200X + 1: Ventas 17.400. Coste de las ventas 9.000. IVA: 10%. 1 año = 360 días:

10) El *stock* medio de mercancías:

- a) Se ha renovado 18 veces.
- b) Se ha renovado 24 veces.
- c) Se ha vendido cada 30 días.
- d) Se ha vendido cada 24 días.

11) El periodo medio de maduración financiero (PMMF) ha sido de:

- a) 50 días.
- b) -14 días.
- c) 42,5 días.
- d) -12 días.

Solucionario

Ejercicio 1

Según nos muestran los balances de ICX, SA a los cierres de los tres periodos, podemos establecer lo siguiente:

- Casi no presenta endeudamiento a largo plazo.
- ICX, SA sigue la política de financiar la totalidad de inversiones a largo plazo con recursos propios.
- Las inversiones a corto plazo son financiadas casi en su totalidad con endeudamiento a corto plazo. Hay que subrayar que en las inversiones a corto plazo encontramos un volumen de tesorería significativo que le otorga una alta liquidez.
- La política financiera que permite esto se basa en repartir aproximadamente un 50% del beneficio a los accionistas y la el resto destinarlo a reservas con el fin de financiar inmovilizado nuevo. Los recursos procedentes de las amortizaciones también se aplican a esta finalidad. Veámoslo en el cuadro siguiente:

	200X + 2	200X + 1
BN – DIV	425	405
AEC	433	367
Total financiación interna	858	772
Inversiones del periodo	887	812

Como conclusión podemos apuntar que ICX, SA presenta una alta solvencia (alta tesorería y casi nulo exigible financiero) y financia su crecimiento mediante financiación interna: a partes iguales entre recursos de los beneficios retenidos y de las amortizaciones económicas.

Ejercicio 2

Primero tenemos que calcular las masas patrimoniales medias. De esta manera obtenemos:

	Año X	Año X + 1	Año X + 2
Saldo medio clientes (+)	625	600	700
Stock medio (+)	150	132	152,25
Tesorería (+)	100	100	100
Saldo medio proveedores (-)	225	264	304,5
Fondo de maniobra necesario (=)	650	568	647,75
Fondo de maniobra necesario % s/ventas	22%	16%	15%

Calculamos respectivamente el saldo medio de clientes (Cl), de proveedores (Pr) y de stocks (E):

$$Cl = \frac{\text{Ventas}}{360} TMC ; Pr = \frac{\text{Compras}}{360} TMP ; E = \frac{\text{Coste de ventas}}{360} PM_M$$

Hemos considerado que las compras son igual al coste de ventas, y a la vez que el coste de ventas lo podemos obtener de $V(1 - m)$, siendo V las ventas y m , el margen comercial.

Según nos muestran los resultados, la empresa presenta necesidades de financiación significativas en el corto plazo. De hecho, hay que financiar casi la totalidad de los saldos clientes o, dicho de otra manera, hay que financiar los 75 días (60 en los periodos siguientes) que otorgamos de crédito. Por otra parte, los proveedores nos financian los stocks.

La fuente de financiación idónea para cubrir parte del fondo de maniobra podría ser *confirming* (si los clientes operan con esta modalidad) y el resto, y con el fin de inyectar liquidez al ciclo a corto plazo, podríamos considerar la posibilidad de aportar recursos propios. El porcentaje de una fuente y otra requiere hilar más fino.

Ejercicio 3

1) Las inversiones empresariales a corto plazo siempre se han de financiar con fuentes de financiación también a corto plazo.

Falso. Ya hemos visto en el análisis del ciclo a corto plazo que las empresas generan necesidades permanentes a lo largo del tiempo. En este caso, el vencimiento de las fuentes de financiación debe ser a largo plazo. No excluimos la posibilidad del *rolling*, sobre todo para las pymes.

2) Una empresa comercial que presenta un $PMMF < 0$ cobra de sus clientes antes de pagar a los proveedores y, por lo tanto, no tiene necesidades de fondo de maniobra.

Cierto. Un $PMMF$ negativo es sinónimo de que las ventas se cobran antes de pagar las compras. Si la empresa genera suficientes ventas (o beneficios) y se gestiona esta ventaja correctamente, no habrá que aportar recursos para financiar el ciclo.

3) Si queremos reducir las necesidades de fondo de maniobra, tenemos que reducir la velocidad del $PMMF$. Entonces, o bien aumentamos la rotación de los *stocks*, o bien reducimos el crédito de clientes, o bien alargamos el plazo de pago a proveedores.

Cierto. Efectivamente, podemos reducir las necesidades de financiación que impone el ciclo a corto plazo de las tres maneras. El resultado que obtendremos será un aumento de la rentabilidad tanto del activo como del capital propio (consideramos rentabilidad el cociente entre el beneficio y los recursos que han permitido obtenerlo; entonces, *caeteris paribus*, obtendremos el mismo beneficio con menos recursos).

4) El *rolling* es una práctica por la cual se obtienen recursos a largo plazo a partir de la renovación sucesiva de fuentes con vencimiento a corto plazo.

Cierto. Es justo lo que consiguen las pymes con esta práctica, ya que tienen dificultades para obtener recursos a largo plazo en condiciones favorables.

5) Una empresa tiene que adquirir un bien inmovilizado con una vida útil prevista de cinco años que se tiene que financiar con un préstamo. Con el fin de igualar las AEC y el AMFIN, el préstamo tendría que tener un vencimiento también a cinco años.

Cierto. Ya hemos visto que las inversiones a largo plazo se tienen que financiar con fuentes de financiación con vencimiento también a largo plazo y, además, tenemos que intentar encajar (*matching* de vencimientos) la duración de la inversión con el vencimiento. De esta manera, también encajamos flujos de caja.

6) Los recursos de la amortización económica no se pueden destinar a nuevas inversiones, únicamente se tienen que utilizar para renovar el inmovilizado y así asegurar que se mantiene la capacidad productiva a lo largo del tiempo.

Falso. Los recursos procedentes de las amortizaciones se pueden destinar al crecimiento sin poner en peligro la renovación del inmovilizado antiguo. La mayoría de empresas en crecimiento (ved el ejercicio 1) optan por esta opción.

7) En las pymes, los beneficios retenidos muchas veces se aplican a reducir el endeudamiento a corto plazo.

Cierto. Las características de las pequeñas empresas hacen que los beneficios se apliquen, casi sin darse cuenta de ello, a reducir el endeudamiento y, en concreto, o bien reducen el descuento bancario o bien reducen el nivel de las pólizas.

8) *Confirming* es un producto idóneo para financiar las inversiones en existencias.

Falso. De ninguna manera. *Confirming* únicamente la podemos aplicar a financiar los créditos concedidos a clientes.

9) El *leasing* es una fuente idónea para empresas en plena ocupación y crecimiento que generan beneficios para disfrutar de las ventajas fiscales de la amortización acelerada.

Cierto. En caso contrario, las ventajas del *leasing* se desvanecen como las nubes después de una tormenta de verano: si la empresa tiene pérdidas, por ejemplo, inyectamos más endeudamiento, costes financieros mayores, amortizaciones más elevadas, y todo ello sin poder obtener ningún ahorro fiscal (presente).

10) Para obtener un aval de una sociedad de garantía recíproca, antes hay que ser socio y haber aportado un porcentaje del aval solicitado.

Cierto. En las SGR todos los socios responden de los avales concedidos, de esta manera se diluyen los riesgos.

Ejercicio 4

a) La rotación de mercancías la calculamos a partir de la ratio coste de ventas sobre el *stock* medio de mercancías del periodo. Este *stock* medio, a falta de información adicional, lo calculamos a partir de la media aritmética de los saldos de mercancía a inicio y a final del periodo. Así:

Rotación de mercancías = Coste de ventas / *stock* medio de mercancías. En nuestro ejemplo:

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

Durante el año X + 1, la empresa ha renovado (vendido) *el stock* medio 8,16 veces.

Por otra parte, el periodo medio de maduración de las mercancías ha sido aproximadamente $(360 / 8,16 = 44,13)$ 44 días. Es el tiempo medio desde la compra hasta la venta o, también, tiempo medio desde que entran las mercancías al almacén hasta que son vendidas.

El tiempo medio de cobro o TMC lo calculamos a partir del saldo medio de clientes una vez descontado el IVA (neto de IVA) y las ventas anuales. Así, en nuestro caso, considerando un IVA del 10%, tenemos:

$$\text{Plazo medio de cobro} = (\text{saldo medio de clientes neto de IVA} / \text{ventas}) \cdot 360 = (11.576 + 14.302) / 2 \cdot 1,10 / 507.577 \cdot 360 = 8,34 \text{ días.}$$

Del mismo modo, calculamos el tiempo medio de pago a los proveedores:

Plazo medio de pago, TMP = (saldo medio de proveedores neto de IVA / compras) * 360 = $(147.208 + 152.956) / 2 \cdot 1,10 / 410.932 \cdot 360 = 119,53$ días. Desde la compra hasta su pago, transcurren casi 120 días.

Ahora ya podemos calcular los periodos medios de maduración económico y financiero (PMME y PMMF):

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

Desde la compra de *stocks* hasta el cobro de las ventas generadas transcurren de media 52,47 días.

Por otra parte, la duración del ciclo de caja o PMMF = $44,13 + 8,34 - 119,53 = -67,06$ días.

La empresa cobra de sus clientes el día 53 y no paga a sus proveedores hasta 67 días más tarde. O, también, desde el cobro al pago transcurren 67,06 días. El signo negativo del PMMF denota que antes se produce el cobro que el pago.

b) Fondo de maniobra = Recursos permanentes – Activo fijo = $155.795 - 206.081 = -50.286$ millares de euros. O también podemos calcularlo como Fondo de maniobra = Activo corriente – Pasivo corriente = $124.707 - 174.993 = -50.286$. Más de 50 millones de euros de financiación de los proveedores se destinan a la financiación del activo no corriente o inmovilizado. Muchos supermercados y cadenas han empleado esta política: parte de su expansión es financiada por sus proveedores. Todo eso gracias a que cobra mucho antes de pagar (67 días).

Esta cadena tiene un PMMF negativo, ya que el plazo de cobro de clientes es de 8 días (cobra las ventas casi al contado) y la financiación de proveedores es muy alta (casi de 120 días). Eso les permite tener un fondo de maniobra negativo sin llegar a ningún desequilibrio financiero.

Ejercicio 5

Soluciones:

- 1) c
- 2) b
- 3) c
- 4) b

- 5) d
- 6) b
- 7) a
- 8) b
- 9) d
- 10) a
- 11) d

Bibliografía

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.

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.

