
Planificación y gestión de la tesorería

PID_00262655

Joan Gómez Munuera

Tiempo mínimo de dedicación recomendado: 4 horas



Joan Gómez Munuera

Licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad de Barcelona. Máster de Comercio exterior por la EAE Business School de Barcelona. PDD por el IESE Business School. Experiencia profesional: socio director del área de Corporate Finance en MORISON AC; consejero independiente de varias empresas. Experiencia docente: profesor-consultor en la UOC, en programas de dirección financiera, finanzas operativas y estructurales, finanzas corporativas, valoración de empresas, control de gestión, etc. MBA, EMBA, In Company.

El encargo y la creación de este recurso de aprendizaje UOC han sido coordinados por la profesora: Dolors Plana Ertá (2019)

Primera edición: septiembre 2019
© Joan Gómez Munuera
Todos los derechos reservados
© de esta edición, FUOC, 2019
Av. Tibidabo, 39-43, 08035 Barcelona
Diseño: Manel Andreu
Realización editorial: Oberta UOC Publishing, SL

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 éste eléctrico, químico, mecánico, óptico, grabación, fotocopia, o cualquier otro, sin la previa autorización escrita de los titulares del copyright.

Índice

Objetivos.....	5
1. La importancia de la gestión de tesorería por parte de las empresas.....	7
2. El estado de flujos de efectivo.....	9
3. La función de tesorería como parte de la función financiera de la empresa.....	12
4. Los instrumentos que utilizamos para la planificación financiera en la empresa.....	15
5. Drivers de la generación de <i>cash flow</i> en la empresa.....	18
5.1. <i>Cash flow</i> que proviene de las operaciones de la empresa	18
5.2. <i>Cash flow</i> que genera la gestión de las NOF	20
5.3. <i>Cash flow</i> que genera las inversiones y desinversiones	21
5.4. <i>Cash flow</i> que genera la financiación externa	22
5.5. <i>Cash flow</i> que genera el neto patrimonial	23
6. Análisis y selección de fuentes de financiación operativa.....	25
7. Análisis y selección de fuentes de financiación permanente.	32
8. Relaciones de la empresa con sus bancos o cajas: el balance banco/empresa.....	34
9. Instrumentos financieros para la cobertura de riesgos.....	42
9.1. Riesgo de tipo de interés	42
9.2. Riesgo de tipo de cambio	45
10. Conclusiones.....	49
Bibliografía.....	51

Objetivos

1. Entender los impactos del ciclo corto de caja y del ciclo largo de inversiones en la posición de liquidez o tesorería de la empresa.
2. Adquirir la capacidad para analizar, proyectar y valorar las necesidades de fondos para el normal funcionamiento de la empresa.
3. Estructurar la dimensión temporal de la deuda, combinando tipos de interés y ratios de liquidez.
4. Analizar y seleccionar las diferentes fuentes de financiación operativas y permanentes.
5. Ver cómo se hace el balance banco/empresa y el análisis de rentabilidad.
6. Analizar las exposiciones de riesgo a que se enfrenta la empresa, la gestión del riesgo en tipos de interés, los tipos de cambio, y cómo se pueden cubrir, minimizar o neutralizar.

1. La importancia de la gestión de tesorería por parte de las empresas

Recientemente, el Banco Internacional de Pagos (BIS, por sus siglas en inglés), en su informe económico anual 2018, mencionaba que los porcentajes de deuda mundial con relación al PIB mundial había alcanzado niveles récord (aprovechando la situación de los tipos intereses ZERO gracias a los programas QE «política expansiva de la masa monetaria» de los bancos centrales), dejando al sistema financiero internacional extremadamente débil y vulnerable frente a una más que posible subida en los intereses *prime rate* que pagar por dicho endeudamiento.

Por el momento, el Banco Central Europeo (BCE) mantiene los tipos de interés en el 0 %, por un tipo de intervención del 0,75 % del Banco de Inglaterra (BoE). El Banco de Japón (BoJ) está todavía en tasas negativas, del -0,10%, mientras que la Reserva Federal estadounidense (FED) ya lleva un periodo de subidas hasta el actual 2,25 %. En cuanto el precio del dinero empiece a subir de forma progresiva y generalizada, empresas y Gobiernos comenzarán a tenerlo más difícil para hacer frente a sus deudas y para refinarlas en los mercados de capitales.

El McKinsey Global Institute (MGI) ofrece unas cifras que dan idea de lo que está por llegar. Desde la crisis financiera mundial de 2007, la deuda global no solo no se ha reducido, sino que ha seguido incrementándose: nada menos que en 72 billones de dólares, con un crecimiento del 74 %, al pasar de 97 billones de dólares a 169 billones en la primera mitad de 2017. La deuda pública representa el 43 % de este aumento y la deuda corporativa no financiera del 41 %.

España dedicará, en 2018, 31.547 millones de euros a pagar intereses a los acreedores, casi el doble de lo que se pagaba por esta partida antes de la crisis.

Llegado este punto y dado el escenario internacional en el que nos encontramos, la gestión de la tesorería por parte de las empresas pasa a ser crítico y vital. Es más que plausible que volvamos a encontrarnos en una situación de *crunch* por parte del sistema financiero, es decir, un cierre de la liquidez que bancos y cajas ofrecen a las empresas para cubrir sus necesidades de financiación, tanto a corto como a medio y largo plazo.

Dicho esto, hay que gestionar de forma eficiente, desde la tesorería de las empresas, cada una de las partes en que se descompone la cuenta de pérdidas y ganancias que tienen flujo monetario asociado, así como los planes de inversión en el ANC y sus flujos monetarios asociados, y finalmente los compromi-

tos y las obligaciones financieros asumidos por las empresas que tengan que ver con la financiación del ANC y de las NOF (activo corriente operativo (-) pasivo corriente operativo).

2. El estado de flujos de efectivo

El estado de flujos de efectivo (EFE), conocido habitualmente como estado de tesorería o de *cash flow*, es uno de los documentos que forma parte de los estados financieros de la empresa. Se encuentra recogido dentro de la normativa española del PGC, si bien con la categoría de componente de las cuentas anuales. Internacionalmente, este estado se desarrolla en la NIC 7.

El estado de flujos de efectivo es el documento básico que refleja los movimientos de tesorería de la empresa. Diferencia tres tipos distintos de flujos de efectivo:

- El derivado de las actividades ordinarias o de explotación de la empresa, es decir, la liquidez que genera la explotación de la empresa reflejada en la cuenta de pérdidas y ganancias + la liquidez neta que genera la gestión del capital circulante o *working capital* de la empresa.
- El derivado de las actividades de inversión, como la adquisición de activos no corrientes, los beneficios o las pérdidas resultantes de su venta o amortización, es decir, la liquidez neta que procede de los nuevos proyectos de inversión y de las desinversiones que se realicen.
- El derivado de las actividades de financiación externa + la liquidez que proviene del neto patrimonial.

La información acerca de los flujos de efectivo es útil porque permite evaluar la capacidad que tiene la empresa para generar efectivo, así como sus necesidades de liquidez. Para tomar decisiones económicas, el *top management* de las empresas debe evaluar la capacidad que estas tienen para generar efectivo y equivalentes, así como las fechas en que se producen y el grado de certidumbre de las proyecciones financieras de cobros y pagos.

¿Qué debemos comprobar?

Una empresa solvente es aquella cuyo flujo de explotación es positivo y suficientemente elevado como para permitir cubrir los flujos negativos de inversión y financiación.

Lo importante es que el *top management* de la empresa sepa separar el grano de la paja, ya que más importante que el beneficio son las partidas que lo componen.

Algunos ejemplos que se deben considerar

1) Flujos de explotación: un flujo de explotación positivo no es necesariamente buen ejemplo. Puede que la empresa haya incurrido en mora no pagando a sus proveedores y acreedores, por lo que sus flujos de salida de efectivo serán menores.

Un flujo de explotación negativo no es necesariamente malo. En empresas en crecimiento suele ser normal, ya que, al inicio de la actividad o en un entorno de expansión de la empresa, los costes suelen ser superiores a las ganancias, con lo cual suele tener mayores pagos que cobros.

Además, si la empresa realiza ciertas operaciones para aumentar su fondo de maniobra, como comprar activos financieros o cualquier tipo de operación que incremente el activo corriente, le supondrá unos mayores pagos que, aunque se registren de manera negativa en el estado de flujos de efectivo, debemos interpretar positivamente, pues mejoran la solvencia de la empresa.

2) Flujos de Inversión: un flujo de inversión positivo no es necesariamente malo. Puede que la empresa haya realizado un nuevo proyecto de inversión que suponga unos importantes y elevados flujos de salida o pagos de efectivo, pero puede que, en contraposición, sus cobros de, por ejemplo, ventas de acciones en el mercado bursátil o desinversiones estratégicas del ANC financiero hayan sido mayores.

3) Flujos de financiación: un flujo de financiación positivo no es necesariamente malo. Puede que, a pesar de haber disminuido su deuda (salida de efectivo), la empresa haya hecho una nueva ampliación de capital con sus accionistas, la cual se registra como entrada de efectivo.

Un flujo de financiación negativo no es necesariamente bueno. Puede que la deuda de bancos se haya incrementado contratando nuevas operaciones de crédito o préstamos, tanto a corto como largo plazo, lo que representa una entrada de dinero disponible, pero al mismo tiempo los dividendos (o *pay out*) pagados por la empresa a sus accionistas puede que hayan sido mayores que dicho incremento de nueva deuda de bancos. Es decir, además de incrementar el nivel vivo de la deuda con bancos, lo que empeora la ratio de autonomía financiera, el efectivo disponible de la empresa se reparte entre los accionistas, lo cual empeora la solvencia de esta.

En la figura 1 se muestra la interrelación de la cuenta de pérdidas y ganancias en la construcción del estado de flujos de efectivo, también denominado estado de tesorería o *cash flow*.

Figura 1. Gráfico del flujo de fondos: de explotación, de inversión, de financiación.

ESTRUCTURA DE LA CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS

+ Ingresos explotación	Ingresos netos excepto financieros
- Coste de las ventas	Todos los gastos de producir las Ventas
= Margen Bruto	Margen Bruto, Margen de Contribución -Gross Margin
- Gastos Marketing y Venta	Todos los de marketing y ventas
- Gastos generales de estructura	Resto gastos explotación (operativos)
= E.B.I.T.D.A.	Resultado operativo antes de Intereses, Impuestos, Amortizaciones y Provisiones
- Amortizaciones	Depreciación del ANC
= BAIT	Beneficio Operativo antes de Intereses e Impuestos
+ - Resultado Financiero	Ingresos y gastos financieros
= BAT	Beneficio antes del pago del Impuesto Sociedades
+ - Impuesto de Sociedades	Pago del Impuesto o Crédito del Impuesto
= BENEFICIO NETO	BENEFICIO NETO DISPONIBLE PARA LA EMPRESA

ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO	
Saldo inicial de la Tesorería	€
FLUJOS de EFECTIVO EXPLOTACIÓN	^(1)
BAT = Resultado antes de impuestos	
Ajustes del resultado (ingresos -)	
Ajustes del resultado (gastos +)	
Cambios en capital corriente (positivos +)	
Cambios en capital corriente (negativos -)	
Otros flujos explotación (positivos +)	
Otros flujos explotación (negativos -)	
FLUJOS de EFECTIVO INVERSIÓN	^(2)
Inversiones (pagos -)	
Desinversiones (cobros +)	
FLUJOS de EFECTIVO FINANCIACIÓN	^(3)
Cobros obtención de financiación (+)	
Pagos deudas y obligaciones (-)	
Pagos dividendos y remuneraciones (-)	
Variación NETA DE LOS FLUJOS DE EFECTIVO	^(1) + (2) + (3)
Saldo Final de la Tesorería	€

Este formato (de la cuenta de Pérdidas y Ganancias o P&L) es frecuente y el más recomendable debido a que permite un análisis fácil y visual a través de los ratios que presenta.

EI MARGEN BRUTO (muy importante) nos indica el margen que nos queda después de cada venta.

EI EBITDA nos ofrece un índice del rendimiento de las operaciones «puras», sin tener en cuenta las amortizaciones ni los gastos financieros.

Mantener separados los Ingresos y Gastos operativos del Resultado Financiero nos permite visualizar mejor (entre otros) el **Beneficio obtenido de las operaciones y el impacto del Endeudamiento** o aplancamiento de la empresa.

3. La función de tesorería como parte de la función financiera de la empresa

La función de la tesorería en la empresa, ver el apartado 3 de la nota técnica «En búsqueda del equilibrio entre el FM y las NOF», se encuentra directamente ligada al objetivo de obtener la liquidez diaria necesaria para su normal funcionamiento. Dicho esto, la gestión de tesorería se centra en prever y asegurar la liquidez, es decir, conseguirla al menor coste financiero posible (en la situación de déficit) y conseguir la mayor rentabilidad posible (en el caso de superávit). Para ello se ha de disponer del presupuesto de tesorería y de la posición de tesorería, que permite trasladar el presupuesto financiero a cobros y pagos.

El **presupuesto de tesorería** tiene un horizonte temporal de un año, desglosado por meses. Su objetivo es calcular las necesidades de financiación corriente y los superávits de tesorería. Se incluye en el presupuesto anual (económico-financiero) y su objetivo es plasmar las operaciones concretas y estimadas necesarias para garantizar una gestión adecuada de la liquidez y facilitar la negociación bancaria.

Su ámbito es el corto plazo para establecer la liquidez esperada, tratando de identificar con la máxima anticipación los déficits y superávits a corto plazo con el objetivo de poder negociar con datos concretos con las entidades financieras.

El factor clave es la anticipación y requiere revisión continua, como mucho de forma mensual. Para su concreción es necesario involucrar a toda la organización en la facilitación de datos fiables.

La **posición de tesorería** tiene un horizonte temporal de una semana o, como mucho, un mes, con desglose diario. Su objetivo es prever y asegurar la liquidez diaria. Se pretende distribuir la operativa bancaria entre las entidades financieras con que trabajamos. Se utilizan datos referentes a operaciones seguras y/o realizadas. Revisión diaria, como mucho semanal.

Asimismo, los flujos de efectivo que se cobran y pagan de las cuentas de la empresa han de gestionarse y controlarse; éste es el objetivo del *cash-management*, que veremos con detalle en el apartado 8 de esta nota técnica. Aquí solo anticipamos que se focaliza en la optimización de los recursos, permitiendo:

- La adecuada gestión y planificación financiera de la empresa.
- El aumento de la eficiencia de la empresa.

Y para poder llegar a una correcta conclusión sobre la situación de liquidez de la empresa y de la gestión eficaz que ha realizado el Departamento Financiero se analiza la solvencia a corto plazo en el *reporting* mensual, semanal o anual. Las ratios más habituales que hemos de analizar son las siguientes:

- Las **ratios de liquidez** juntamente con el estado de flujos de efectivo que hemos detallado en el punto 3 de esta nota técnica. Las ratios de liquidez nos indican la capacidad de la empresa para afrontar deudas y obligaciones en el corto plazo. Dentro de estas ratios, cabe destacar las ratios de liquidez, liquidez inmediata, tesorería ordinaria o test ácido y del fondo de maniobra (que se pueden consultar en el material de la nota técnica «Gestión y optimización del circulante operativo»).
- Las **ratios de rentabilidad** comparan el beneficio obtenido en un periodo con la inversión realizada para obtenerlo. El objetivo prioritario de cualquier empresa es ser rentable, por tanto, este grupo de ratios deben de ser constantemente evaluados. Las ratios que más se emplean son la rentabilidad económica y la financiera (que se pueden consultar en el material de la nota técnica «Herramientas de predicción»).

No hay que olvidar que estas ratios constituyen una visión estática de la realidad financiera de la empresa, puesto que evalúan la solvencia a corto plazo en un momento dado. Así pues, las ratios deben servir de apoyo a la gestión activa de la tesorería que hemos descrito anteriormente mostrando si esta consigue sus objetivos.

Como hemos dicho, el presupuesto de tesorería permite detectar desajustes entre las corrientes de cobros y pagos, y sugiere la manera de realizar medidas correctivas para subsanarlos. Aunque también existen instrumentos complementarios para la gestión de la tesorería; estas son las ratios dinámicas de tesorería, entre las que destacamos: la variación de tesorería, los flujos de caja de explotación (operativos) y los flujos de caja no operativos.

$$VARIACIÓN TESORERÍA = \frac{S.I.TESORERÍA - S.F.TESORERÍA}{S.F.PASIVO CORRIENTE} \times 100$$

Un valor positivo indicaría un incremento en la tesorería para el periodo estudiado.

$$FLUJO DE CAJA DE EXPLOTACION = \frac{COBROS OPERATIVOS}{PAGOS OPERATIVOS}$$

$$FLUJO DE CAJA DE NO OPERATIVOS = \frac{COBROS NO OPERATIVOS}{PAGOS NO OPERATIVOS}$$

Un valor de ambos igual a 1 nos indicaría que los flujos operativos / no operativos de cobros y pagos se compensan, no existiendo desequilibrio en la tesorería.

La relación entre el equilibrio financiero y la solvencia a corto plazo se da porque la solvencia a corto plazo se apoya necesariamente en un estado de equilibrio financiero también a corto plazo. Sin embargo, una empresa puede estar en desequilibrio y ser capaz de atender sus obligaciones de pago a corto plazo siempre que la empresa tenga capacidad de endeudamiento.

4. Los instrumentos que utilizamos para la planificación financiera en la empresa

Cuando hablamos de planificación financiera nos encontramos con tres tipos de instrumentos, que podemos visualizar en la tabla siguiente:

- El **presupuesto financiero** tiene que recoger la planificación estratégica, las necesidades de recursos propios, deuda con coste (a largo y corto plazo) y la financiación del circulante de las operaciones.
- El **presupuesto de tesorería** tiene que recoger la ejecución del presupuesto financiero con un horizonte de un año.
- La **posición de tesorería o de liquidez** tiene que recoger y facilitar información detallada de la gestión de los flujos de cobros y pagos a través de nuestro *pool* de bancos. El horizonte de las previsiones de tesorería es a muy corto plazo, día, semana, quincena, mes.

Instrumentos de previsión financiera

	Ppto. de Tesorería	Posición de Tesorería	Ppto. Financiero
Objetivos	Corto plazo	Próximo	Medio/ Largo plazo
Duración	1 año	<ul style="list-style-type: none"> • 1 semana • 1 quincena • 1 mes 	3 a 5 años
Desglose	Mensual	Diario	Anual
Información	Previsiones: <ul style="list-style-type: none"> • ingresos • pagos • liquidez 	Flujos de entradas y salidas con un elevado grado de certeza	Previsiones: <ul style="list-style-type: none"> • necesidades financieras • recursos generados

Los objetivos del presupuesto de tesorería, que veremos con más detalle en el apartado 7 de esta nota técnica, son:

- **Proyectar la planificación de las políticas del circulante operativo**, es decir, de los plazos medios de maduración, cómo afectan a los flujos monetarios de entrada y salida.
- **Proyectar la planificación de las inversiones en el activo no corriente**, recogiendo el volumen de estas y su estacionalidad a lo largo del año, así como las posibilidades de financiación alternativas.

- **Gestión del riesgo financiero** (que veremos con más detalle en el apartado 8 de esta nota técnica), tipos de interés, tipos de cambio, evolución de materias primas, de forma que se puedan cubrir y gestionar evoluciones desfavorables que puedan incidir de forma negativa en la cuenta de resultados, así como la cobertura de la carga financiera y la capacidad de devolución de la deuda.

En la figura 2, se muestra el *work flow* de todo el proceso de la planificación de la tesorería. Para empezar vamos a recordar lo visto en la nota técnica «En búsqueda del equilibrio entre el FM y las NOF», donde el presupuesto financiero recoge la cuantificación de los presupuesto de operaciones y del presupuesto de capital o inversiones, que aglutinan la actividad económica de la empresa, y permitir realizar las proyecciones financieras en el presupuesto de tesorería con el objeto de poder analizar y negociar por anticipado las necesidades o excedentes de financiación que el presupuesto económico aporta en función de la estacionalidad mensual y de las condiciones del periodo de maduración de las operaciones y del calendario de pago de los nuevos proyectos de inversión (ANC).

El Departamento Financiero de cualquier empresa, desde el punto de vista de gestión de la tesorería, tiene los siguientes objetivos, que quedan reflejados en la figura 2:

- Planificación y previsión lo más completa y detallada posible de los *cash flow*, tanto de entrada como de salida, que sirvan de base para la toma de decisiones por parte de la empresa, al comparar posibles desviaciones, flujos reales versus flujos previsionales.
- Gestión óptima y dinámica de los flujos derivados del circulante operativo de la empresa y de los proyectos de inversión o de capital, para adoptar los medios bancarios de cobros y pagos más eficaces posibles que eviten demoras en el circuito del ciclo de caja.
- Gestión dinámica de los costes de financiación (en situaciones de déficit de tesorería) y de la rentabilidad de las inversiones (en situaciones de superávit de tesorería).
- Conciliación bancaria de los movimientos de ingresos y cargos, en las cuentas bancarias de la empresa, con las proyecciones de las previsiones del presupuesto de tesorería, para poder detectar errores y efectuar las correspondientes reclamaciones lo más rápido posible.

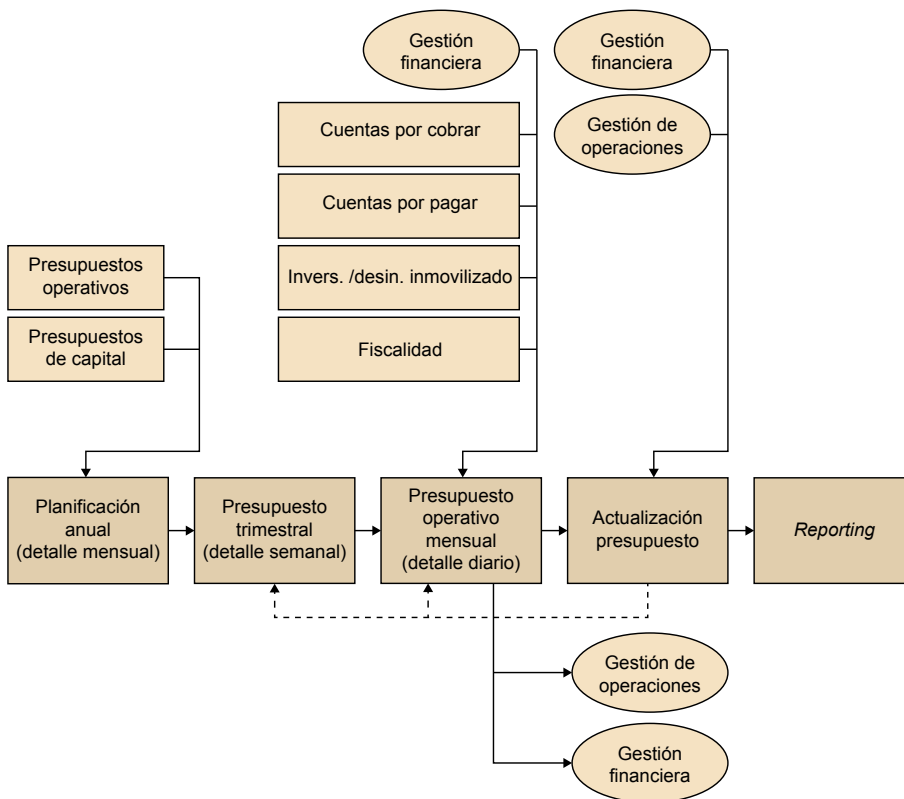
En la figura se detallan los tres tipos de presupuestos de tesorería que van a permitir la toma de decisiones de forma eficiente en la empresa.

- **Planificación anual**, que como hemos detallado anteriormente se configura a partir de los presupuestos de inversiones o de capital y de los presu-

puestos operativos, y se realiza en base mensual, recogiendo los *cash flow* de entrada y salida de los presupuestos detallados anteriormente. Su objetivo es cuantificar desde el punto de vista de la tesorería si nos encontramos en una situación equilibrada, de déficit o de superávit.

- **Presupuesto trimestral**, recoge con más detalle los cuatro trimestres de la planificación anual; formará parte de este último con un mayor grado de certidumbre de las previsiones de cobros y pagos proyectadas.
- **Presupuesto operativo**, con un nivel detalle diario, recoge los datos recibidos de todos los departamentos de la empresa que originan flujos de cobros y pagos. Este documento es muy importante, ya que se debe acercar mucho a la realidad de la situación de tesorería o liquidez de la empresa, en cuanto a la fiabilidad de los flujos de cobros y pagos.

Figura 2. Esquema del proceso de planificación de tesorería



5. Drivers de la generación de *cash flow* en la empresa

Llegado este punto vamos a desarrollar los *drivers* que generan *cash flow*, y por tanto flujos de tesorería, de entrada y de salida «*cash in, cash out*».

5.1. *Cash flow* que proviene de las operaciones de la empresa

El desglose de la cuenta de pérdidas y ganancias de la empresa (según la figura 3) aporta información relevante para la toma de decisiones, especialmente los indicadores de **margen bruto**, **EBITDA** y ***cash flow***, que comentamos a continuación:

1) Margen bruto o *gross margin*

Indica el margen con el que los productos y servicios que vendemos pueden contribuir, por una parte, a cubrir la estructura productiva de la empresa, y a la retribución de nuestros accionistas y bancos. Su evolución positiva o negativa desencadenará decisiones de reducción/incremento, o cambios porcentuales en la estructura de reparto, exceptuando los gastos financieros que, una vez negociados, son fijos.

2) EBITDA = beneficio antes de intereses de impuestos de depreciaciones y amortizaciones o resultado de explotación

Este indicador está cada vez más presente en las presentaciones de resultados de las empresas. Se debe a que representa la capacidad de generación de dinero a través de la actividad económica o *core business*. Vendría a ser equivalente, de algún modo, al *cash flow* de explotación, lo que evita tanto el impacto de los gastos no monetarios (amortizaciones y deterioro de valor «provisiones insolvencias de la cartera de clientes») como del impacto de la estructura financiera, ya que es evidente que la rentabilidad de la empresa no es mejor ni peor dependiendo de quién haya aportado los fondos necesarios para su constitución y funcionamiento.

3) *Cash flow* = beneficio neto + amortizaciones + depreciaciones

Nos aproxima a una primera definición del *cash flow*, ya que se trata del *cash flow* contable, sin tener en cuenta los periodos de cobro y pago de las diferentes partidas que componen la cuenta de pérdidas y ganancias.

Figura 3. Gráfico variables inductoras del *cash flow* en la cuenta de P y G

VARIABLES INDUCTORAS DE CASH FLOW DE LA CUENTA DE PyG		
1	INGRESOS «Revenues»	
Venta bruta	Facturación prevista por ventas	<p>Ingresos</p> <p>Es bueno separar los ingresos por ventas del resto de ingresos, eso permite analizar y seguir mejor el presupuesto.</p> <p>Si la empresa tiene múltiples líneas de ingresos o productos es recomendable elaborar un presupuesto de ventas por separado.</p>
(-) menos ventas	(-) abonos, devoluciones, etc.	
Otros ingresos	Resto de ingresos	
Ingresos netos	Total ingresos netos	
2	COSTES DE LAS VENTAS	
Coste de las Ventas «COGS»	Material consumido para la venta	<p>Coste de las Ventas</p> <p>(solo si se han realizado ventas de productos y/o servicios)</p> <p>Debe reflejar el coste de los productos que se han vendido (no las compras). Se trata de costes variables que van en función de las ventas.</p>
Coste del material vendido		
Coste de los productos vendidos		
<i>Cost of Goods Sold</i>		
MARGEN BRUTO, GROSS MARGIN	Margen Bruto o Margen de Contribución (1) - (2)	<p>Margen BRUTO o Margen CONTRIBUCIÓN</p> <p>Lo que le queda a la empresa para cubrir los Gastos Operativos de Estructura. En la mayoría de las empresas se trata de Costes Fijos</p>
3	GASTOS OPERATIVOS de ESTRUCTURA	
Gastos de Personal	Pueden ser (entre otros)	<p>Gastos de Personal</p> <ul style="list-style-type: none"> - Remuneraciones de todo tipo: salarios, comisiones, etc. - Seguridad social a cargo de la empresa (no la parte correspondiente al trabajador) <p>No se incluyen los importes correspondientes a las retenciones (IRPF, que no son un coste).</p>
	Sueldos y salarios	
	Comisiones sobre ventas	
	Incentivos, primas y bonus	
	Seguridad Social cargo empresa	
	Otros gastos sociales	
	Indemnizaciones	
Gastos generales	Pueden ser (entre otros)	<p>Gastos Generales Estructura o gastos operativos «OPEX»</p> <p>Bajo el capítulo comúnmente denominado «gastos generales» y en el PGC «servicios exteriores» se suele incluir el resto de los gastos de la explotación.</p> <p>Ten siempre presente que puedes (y debes) diseccionarlo de forma que queden bien reflejados los costes más relevantes para tu empresa.</p> <p>Así, por ejemplo, para una empresa comercial puede ser interesante segregar el epígrafe «publicidad y promoción» por los diversos conceptos (publicidad, RR.PP., acciones promocionales, etc.).</p>
	Publicidad y promoción	
	Gastos en I+D	
	Arrendamientos y cánones	
	Reparaciones y conservación	
	Servicios de profesionales ind.	
	Transportes	
	Seguros	
	Servicios bancarios y similares	
	Suministros	
	Viajes, dietas y kilometrajes	
	Gastos representación	
	Material oficina	
	Otros servicios	
Tributos	Tributos, tasas e impuestos loc	
EBITDA	Resultado de las Operaciones (1) - (2) - (3)	<p>EBITDA (Earnings before interest, tax, depreciations and amortizations) = BAAIT «Beneficio antes de amortizaciones, depreciaciones, intereses e impuestos»</p>

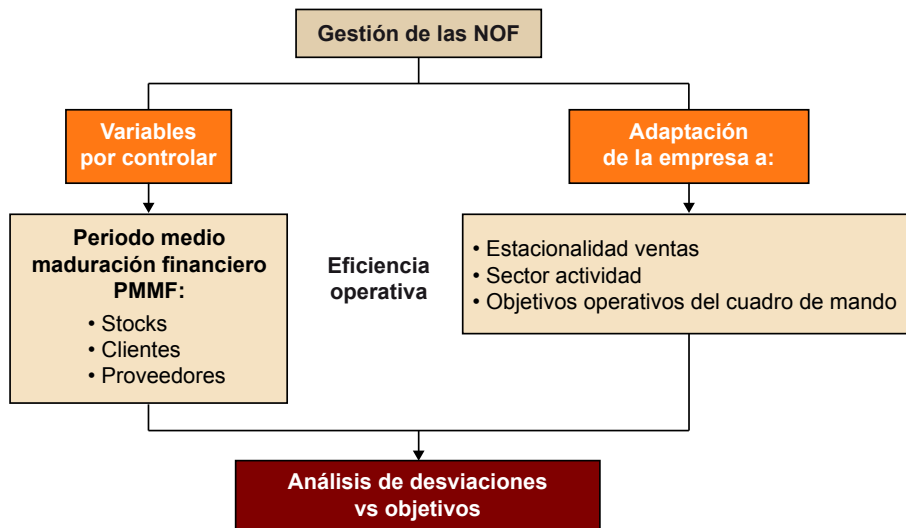
4	PROVISIONES + AMORTIZACIONES		Amortización del ANC Deben incluirse las amortizaciones (depreciaciones) del activo no corriente (Material, Inmaterial, Financiero, etc.) propiedad de la empresa. La forma más habitual de cálculo de la amortización es lineal (valor del activo ÷ número años amortización = amortización anual)
	Provisiones Insolvencias	Provisión para fallidos (incobrables)	
	Amortizaciones	Depreciaciones del inmovilizado	
	Depreciaciones		
	BAIT	Resultado de las Operaciones (1) - (2) - (3) - (4)	BAIT " Beneficio antes de intereses e impuestos
5	RESULTADO FINANCIERO	Intereses y gastos financieros	Resultado Financiero En general, es aconsejable presentar los ingresos y-o (al menos) los gastos financieros por separado. Los gastos financieros en su mayor parte son intereses resultantes de la financiación bancaria, y dan una idea clara del endeudamiento de la empresa.
	Ingresos financieros - Intereses y otros gastos financieros		
5	BAT	Beneficio antes de impuestos (1) - (2) - (3) - (4) - (5)	Resultados: BAT y BN Beneficio antes de impuestos. Puede ser beneficio o pérdida, De este primer resultado debe deducirse el impuesto de sociedades, que normalmente es un % sobre el BAT y da lugar al beneficio neto después de impuestos, que será objeto de capitalización en el Neto Patrimonial o bien de reparto vía Dividendos «Pay out»
	(-) Impuesto de Sociedades	Impuesto de sociedades	
	BN	Beneficio Neto (1) - (2) - (3) - (4) - (5) - (6)	

5.2. Cash flow que genera la gestión de las NOF

Las NOF (necesidades operativas de fondos) surgen de la diferencia entre el activo corriente operativo (ACO) y el pasivo corriente operativo (PCO). La diferencia entre los fondos generados por las operaciones (FGO), es decir, de todas las partidas de la cuenta de pérdidas y ganancias hasta el cálculo del EBITDA, y la variación de las NOF nos da el concepto de caja generada por las operaciones (CGO).

Ratios y variables que vigilar que impactan en su generación

- Política de *stocks* en almacén: materias primas, productos en curso, productos acabados.
- Periodo medio de cobro de la cartera de clientes y de los deudores.
- Periodo medio de pago a proveedores y acreedores.
- Poder negociador con clientes y proveedores para fijar los plazos y medios de cobro y pago.

Figura 4. Gráfico Variables Inductoras del *cash flow* de las NOF

5.3. *Cash flow* que genera las inversiones y desinversiones

Tienen que ver con las inversiones o desinversiones que realiza la empresa en su activo no corriente (ANC).

Cuando hablamos de proyectos de inversión (o Capex), estos se encuentran estrechamente relacionados con la obtención de fondos por parte de la empresa para financiarlos.

A modo de ejemplo, un proyecto de inversión mal financiado puede llevar a la empresa a tener problemas de liquidez importantes.

Políticas y variables que impactan en la generación de este *cash flow*

1) Dentro del plan estratégico:

- Política de inversiones o Capex
- Estructura financiera o apalancamiento financiero
- Política de autofinanciación y de reparto de dividendos o *pay out*.

2) Importe de los nuevos proyectos de inversión ejecutados.

3) Calendario de los pagos acordados.

4) Estructura financiera que soportan los nuevos proyectos de inversión.

5) Desinversiones o ventas de elementos del ANC.

Figura 5. Gráfico comparativo inversiones versus fuentes de financiación

Tipos de inversiones "CAPEX":	Fuentes de financiación:
<p>Activo no corriente: aquellos bienes que permanecen en la empresa, por lo general, un periodo superior a un año. (Ej. Edificios)</p>	<p>Recursos permanentes: financiación disponible para la empresa un periodo largo de tiempo. Son los fondos propios y el pasivo no corriente (Ej. Deudas largo plazo)</p>
<p>Activo corriente: formado por todos los bienes y derechos que circulan por la empresa: (Ej. Materias primas)</p>	<p>Pasivo corriente: integrado por las deudas que vencen en un periodo breve de tiempo. (Ej. Deudas corto plazo)</p>

Las decisiones de financiación condicionan las de inversión. Para que una empresa sea viable a largo plazo la rentabilidad de las inversiones debe ser mayor al coste de su financiación.

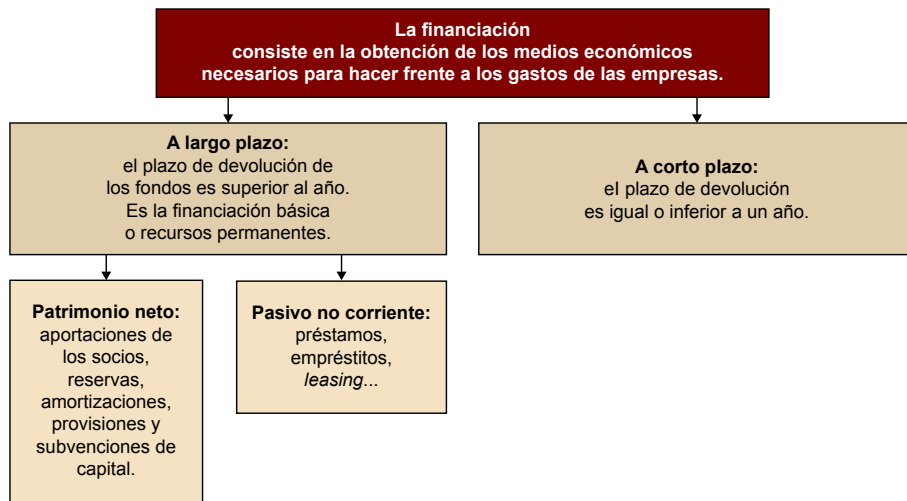
5.4. *Cash flow* que genera la financiación externa

La estructura financiera (pasivo) representa el capital financiero de la empresa, sus obligaciones y sus deudas; incorpora todas las cuentas que muestran cómo está financiado el activo, es decir, con fondos propios o con deudas. Responde a la pregunta: ¿de dónde se ha obtenido la financiación?

Ratios y variables que influyen en su generación

- 1) Endeudamiento bancario actual.
- 2) Capacidad de incrementar el endeudamiento a futuro.
- 3) Generación de *cash* de las operaciones.
- 4) Tasa de autofinanciación del beneficio neto.
- 5) Capacidad de negociar con las entidades financieras, *rating* de clasificación según criterios de Basilea III.
- 6) Acceso a plataformas de financiación alternativa, *crowdfunding*.

Figura 6. Clasificación de las fuentes de financiación según el plazo de devolución

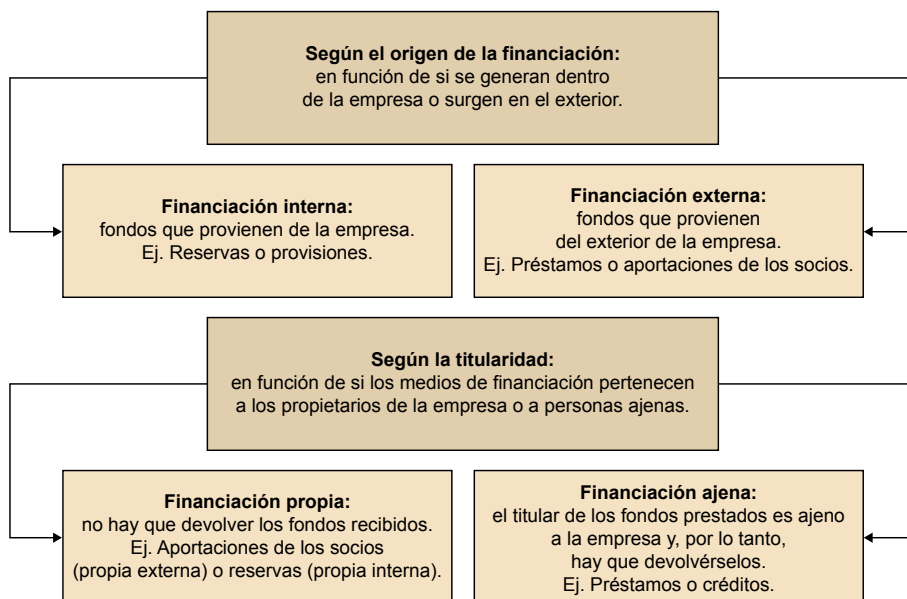


5.5. Cash flow que genera el neto patrimonial

Los accionistas de la empresa inciden en su liquidez utilizando diferentes tipos de transacciones:

- 1) Desembolso del capital inicial en la fundación de la empresa.
- 2) Nuevas ampliaciones de capital.
- 3) Reducciones o devoluciones del capital.
- 4) Préstamos participativos.
- 5) Política de reparto de dividendos.

Figura 7. Clasificación de las fuentes de financiación según el origen y titularidad



En los dos apartados siguientes nos proponemos conocer las diferentes fuentes de financiación de que disponen las empresas tanto operativas como permanentes.

6. Análisis y selección de fuentes de financiación operativa

Para escoger una determinada estructura de financiación para el circulante operativo de cualquier empresa, se deben tener en cuenta tres objetivos:

- 1) El nivel de apalancamiento.
- 2) El equilibrio financiero entre las distintas masas patrimoniales del activo y pasivo del balance.

Tratamos de proteger la liquidez de la empresa, por tanto, es aconsejable que las necesidades de fondos a largo plazo, es decir, inversiones en el activo no corriente, se financien con la obtención de fondos a largo plazo, es decir, con recursos permanentes (neto patrimonial + PNC). En el mismo sentido, las necesidades de fondos para el activo corriente que se financien con fondos obtenidos en el pasivo corriente.

- 3) La elección de las diferentes líneas de financiación, en función del grado de disponibilidad, coste financiero, etc.

a) Con relación a las necesidades de financiación de las operaciones, nos encontramos con la siguiente oferta de líneas de financiación y servicios bancarios:

- **Póliza de crédito** en cuenta corriente.
- **Línea de descuento comercial** para anticipar la cuenta de clientes.
- **Factoring**, para vender nuestra cartera de clientes a la empresa de *factoring*, que a su vez puede ser:
 - Sin recurso
 - Con recurso
- **Confirming**: es una variante de cobro de nuestros clientes que permite recibir de la entidad financiera de la empresa cliente un compromiso de pago al vencimiento de la factura correspondiente; de necesitarlo, podemos anticipar su cobro sin recurso para nosotros.

b) A cada una de estas modalidades de líneas de financiación, tienen asociado los siguientes costes que variarán en función de la modalidad que escojamos y de su nivel de riesgo, así como de la clasificación que nos haga nuestra entidad financiera, según los criterios de Basilea III.

- Tipo de interés, que a su vez puede ser:
 - Fijo.
 - Variable, referenciado al Euríbor a un plazo de 1, 2, 3, 6, 12 meses + un *spread* %.
- Comisiones.
- Gastos de intervención notarial.
- Fecha valor.
- Devengo de intereses por anticipado o vencido.

A continuación vamos a detallar cómo podemos calcular el coste efectivo, es decir, la tasa anual equivalente (TAE) que todas las entidades financieras tienen que tener publicadas ante el Banco de España, y que nos va a servir de criterio de coste para utilizar una u otra, o inclusive de comparación entre las diferentes líneas entre diferentes bancos o cajas de ahorro.

Hoy en día, dada la actual situación de análisis de riesgo (Basilea III), reducción del número de entidades financieras y elevada morosidad, a pesar de que el tipo de intervención del BCE se encuentra en ZERO, los *spread* sobre el Euríbor se han disparado de forma importante para las pymes.

Veamos las características y el coste de las diferentes líneas de financiación a disposición de las sociedades:

1) Las pólizas de crédito

Las pólizas de crédito representan una de las modalidades de financiación más extendidas que utilizan las empresas. Se formalizan en documento mercantil; la mayoría de las veces están intervenidas por fedatario público.

En el documento mercantil se recogen las siguientes características:

- **Límite del crédito**, la póliza de crédito permite disponer hasta el límite máximo indicado; por tanto, la empresa la utiliza como una cuenta corriente que recoge flujos de entrada y salida.
- **Tipo de interés nominal**, al que se encuentra referenciado, es decir, el Euríbor a 1, 2, 3, 6 y 12 meses más un *spread* en función del análisis de riesgo que haya realizado la entidad financiera de su empresa cliente («Basilea III»); actualmente se están añadiendo *spread* que van desde 1,75 % hasta 6 % y 7 % puntos porcentuales a la referencia del Euríbor. Las liquidaciones de los intereses normalmente son en plazos mensuales o trimestrales.
- **Vencimiento**, normalmente un año con renovaciones que pueden ser tácticas de mutuo acuerdo, o bien se tiene que volver a clasificar a la empresa cliente.
- **Gastos de formalización:**
 - Comisión de estudio.
 - Comisión de apertura.
 - Comisión de saldo no dispuesto.
 - Minuta de notaría.

La expresión del coste de la **tasa anual efectiva de la póliza de crédito (TAE)** quedaría:

$$\text{TAE. Pza. Crédito} = \left[1 + \left(\frac{\text{Interés nominal}}{\text{N}^\circ \text{ períodos capitalización}} \right)^{\text{N}^\circ \text{ períodos capitalización}} - 1 \right]$$

Por ejemplo, si tenemos las siguientes opciones de liquidaciones de póliza de crédito:

IN: 10,5 % con liquidación diaria

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

IN: 10,75 % con liquidación mensual

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

IN: 11 % con liquidación anual

$$\text{TAE} = (1 + 11 \div 1)^1 - 1 = 11 \%$$

2) La financiación por **descuento de efectos comerciales**, recibos, pagarés, anticipo de facturas consiste en una de las figuras más utilizadas por las empresas para anticipar y hacer liquidez de la cartera de clientes del activo corriente del balance de las compañías.

El descuento de efectos comerciales se puede definir como la cesión por parte de la empresa a su banco o caja de unos derechos de cobro que posee frente a sus clientes por la venta de productos o prestación de servicios.

Para poder realizar el descuento, las empresas tienen que ser clasificadas previamente por sus bancos o cajas, al igual que sucede en cualquier operación de activo: crédito, préstamos, etc.

Esta clasificación permite fijar un límite máximo de riesgo, en este caso, para el descuento, que la entidad financiera está dispuesta a descontar o anticipar. Lógicamente, a medida que los documentos de cobros negociados van venciendo y son pagados por los clientes de la empresa, cada entidad financiera procede a dar de baja el riesgo de la cantidad vencida, y entonces la empresa nuevamente recupera la posibilidad de descontar nuevos documentos de cobro, y así sucesivamente.

Todas las operaciones recogidas para esta modalidad de descuento están realizadas salvo buen fin, esto quiere decir que, si se produce cualquier impago de los documentos de cobro por parte de los clientes, la empresa tiene que hacer frente a dicho impago y reponer la cantidad a su entidad financiera.

Para calcular el **coste financiero del descuento**, hay que tener en cuenta los siguientes puntos:

- **Comisión de cobro** por cada efecto, pagaré, recibo, factura anticipada.
- **Días de valoración**, normalmente se aplica el abono en la cuenta de la empresa por parte de la entidad financiera, al día siguiente hábil a la fecha de descuento o anticipo.
- **Tipo de interés** aplicado, en este caso el cálculo es **al tirón**, esto quiere decir que los intereses por el descuento o anticipo se cobran por anticipado «hoy» hasta la fecha de vencimiento del documento de cobro. Al igual que la póliza de crédito, los tipos de interés nominales que se aplican están referenciados al Euríbor + *spread*.

La expresión del coste de la **tasa anual efectiva del descuento** (TAE) quedaría:

$$\text{TAE. Dto. Comercial} = \left[\left(\frac{\text{Nominal}}{\text{Efectivo}} \right)^{\text{inversa del tiempo en años}} - 1 \right] \times 100$$

3) El **confirming** consiste en un servicio íntegro de pago por parte de las empresas (clientes) a sus proveedores (beneficiarios), a través de una entidad financiera del cliente que emite el *confirming*.

El **confirming** tiene las siguientes características:

- **Financiación automática** a las empresas proveedoras de productos y servicios **sin recurso** a sus empresas clientes.
- **No consume líneas de financiación bancarias** de la empresa proveedora, por lo tanto, no hay que buscar nuevas clasificaciones ni consume líneas que tengamos clasificadas con nuestro bancos o cajas.
- **Posible ahorro en costes financieros** sobre la base de la solvencia de la empresa cliente, ya que el banco del cliente es el que nos presenta la opción de que utilicemos el *confirming* para descontar el importe de la factura antes del vencimiento establecido para su pago.
- **Mejora la rentabilidad del activo** de la empresa proveedora, al mejorar las NOF y la ratio de solvencia vista anteriormente.
- Puede anticipar o no el cobro de las facturas en función de sus necesidades de tesorería, sin riesgo de impago, una vez emitida la correspondiente carta de *confirming* por parte de la entidad financiera del cliente.
- **Reduce la incertidumbre del cobro** de la factura y permite resolver con anticipación cualquier incidencia que se haya producido en el proceso de facturación con nuestro cliente, haciendo de esta forma mucho más eficiente el proceso de cobro dentro de las condiciones acordadas con nuestra empresa cliente.
- La **única característica negativa** se centra en que tenemos que **esperar que nuestro cliente tenga desarrollado un buen y ágil sistema de autorización de facturas** para que su banco pueda enviarnos la correspondiente notificación de carta de *confirming* con una antelación más que suficiente a la fecha de vencimiento establecida para el pago de la factura, es decir, estamos en manos de que nuestro cliente no retenga la autorización de la factura hasta pocos días antes del vencimiento inicial de pago por un sistema lento de autorización de pago, con lo que la citada facilidad crediticia no nos aportaría ninguna ventaja y no podríamos anticipar importe alguno en caso de necesidades de tesorería.

4) El **factoring**

El *factoring* es un conjunto de servicios financieros y administrativos de una empresa de *factoring* o *factor*, normalmente perteneciente a un grupo bancario o cajas de ahorros, que pone a disposición de las empresas la posibilidad de vender su cartera de clientes del activo corriente; es decir, es un sistema de financiación del circulante operativo.

Existen dos modalidades de *factoring*:

- **Factoring sin recurso:** en este caso, la empresa de *factoring* asume el riesgo de impago de nuestros clientes o deudores.
- **Factoring con recurso:** sería un caso similar al del descuento; es la empresa la que asume los posibles impagos delante de la empresa de *factoring*.

Los servicios que presta una empresa de *factoring* se pueden clasificar en:

a) Administrativos:

- Gestión de cobro de la facturación de nuestros clientes.
- Control de riesgos de los clientes o deudores de la sociedad.
- Elaboración de la contabilidad de ventas y cobros.
- Elaboración de estadísticas de ventas.

b) Financieros:

- Estudio y clasificación de solvencia de nuestros clientes.
- Garantía de cobro del cien por cien, en la modalidad de **sin recurso**, en caso de impago de nuestros clientes o deudores.
- Anticipo financiero a cuenta de las facturas cedidas para su cobro al vencimiento.

Para calcular el **coste financiero del *factoring***, hay que tener en cuenta los siguientes puntos:

- **Comisión de *factoring*** o cobro por cada efecto, pagaré, recibo, factura anticipada.

- **Días de valoración:** normalmente se aplica el abono en la cuenta de la empresa por parte de la entidad financiera, al día siguiente hábil a la fecha de descuento o anticipo.
- **Tipo de interés aplicado,** en este caso el cálculo es **al tirón**, esto quiere decir que los intereses por el descuento o anticipo se cobran por anticipado «hoy» hasta la fecha de vencimiento del documento de cobro. Al igual que la póliza de crédito, los tipos de interés nominales que se aplican están referenciados al Euríbor + *spread*.
- Es posible que nos hagan una **retención** o un anticipo inferior al cien por cien de la factura como contra garantía.

La expresión del coste de la **tasa anual efectiva del factoring** (TAE) quedaría:

$$\text{TAE. Factoring} = \left[\left(\frac{\text{Nominal retención}}{100 - \% \text{ descuento}} \right)^{\text{inversa del tiempo en años}} - 1 \right] \times 100$$

5) La **financiación de proveedores:** ya comentamos anteriormente, en las NOF, que se produce una financiación espontánea de las actividades operativas del circulante de la compañía. Las condiciones normales del mercado establecen unas políticas de pago generalmente aceptadas, es decir, a 30, 60, 90, 120 y 180 días de la fecha factura; por tanto, la financiación conseguida de esta forma no tiene un coste explícito de intereses como la deuda de bancos o cajas, pero sí recoge un coste de financiación implícita por el concepto de valor del dinero en el tiempo, que se encuentra incorporado en el precio de venta de nuestros productos o servicios. La expresión que nos aporta información en cuanto al coste financiero de oportunidad que representa la financiación de proveedores viene determinada por la siguiente fórmula, desde el momento en que tenemos la posibilidad de un descuento por pronto pago, como, por ejemplo, en una situación de excedente de liquidez si quisiéramos aprovechar dicha oferta por parte de nuestro proveedor.

La expresión del coste de la **tasa anual efectiva de la financiación de proveedores** (TAE) quedaría:

$$\text{TAE. Dto. Proveedores} = \left[\left(1 + \frac{\% \text{ descuento}}{100 - \% \text{ descuento}} \right)^{\text{inversa del tiempo en años}} - 1 \right] \times 100$$

7. Análisis y selección de fuentes de financiación permanente

Tal como habíamos comentado anteriormente, la financiación permanente (neto patrimonial + PNC) es aquella parte de las **fuentes de financiación** de una empresa que debería permitir la financiación del activo no corriente y aquella parte del activo corriente que se puede considerar como fijo (los *stocks*), las podríamos clasificar como sigue:

- Desembolsos y aportaciones de los socios al capital de la empresa.
- Autofinanciación del beneficio neto retenido en reservas.
- Subvenciones recibidas de capital.
- Emisiones de obligaciones y bonos convertibles a largo plazo.
- Préstamos participativos.
- Créditos y préstamos a largo plazo de entidades financieras.
- Préstamos del BEI, ICO, ICF.
- Arrendamiento financiero.
 - *Leasing* financiero.
 - *Leasing* operativo.
- *Renting*.
- *Crowlending* y *crowdfunding*.

Dada la reducción de bancos y cajas por la reciente crisis financiera mundial y la situación de aversión al riesgo por parte del sistema financiero, nos vamos a centrar en operaciones alternativas a la financiación de bancos o cajas mediante créditos y préstamos a largo plazo, es decir, vamos a comentar las operaciones de *leasing* y *renting*, dado que de esta forma conseguimos con el *leasing* una ventaja financiero-fiscal de amortización acelerada de los activos no corrientes comprados bajo esta modalidad, es decir, un diferimiento en el pago del impuesto de sociedades en el tiempo.

La diferencia entre los dos tipos de *leasing* consiste en lo siguiente (ver tabla siguiente):

- **Leasing financiero:** no se pone en duda la ejecución del valor residual (VR) al final del contrato por parte de la empresa arrendataria, ya que este VR es equivalente a una cuota, es decir, un valor muy pequeño.
- **Leasing operativo y renting:** es aquel en que no está clara la ejecución del valor residual al final del contrato, ya que este tiene un valor elevado; al final se permite la recompra del equipo usado o su renovación, con lo que se evita la obsolescencia tecnológica. Este tipo de contrato está especialmente indicado para determinados activos y sectores, como el del automóvil y el de sistemas de información. Adicionalmente, a las cuotas financieras por utilización del bien se añade un servicio adicional de mantenimiento integral, seguro a todo riesgo, cambio de los equipos o de bienes durante la vida del contrato.

Tabla comparativa entre *leasing* operativo y financiero

Características	Leasing operativo	Leasing financiero
Arrendador	Fabricantes	Entidades financieras
Duración	1 a 4 años...	3 a 5 años bienes muebles 20 a 30 años bienes inmuebles
Obsolescencia tecnológica	La soporta el arrendador	La soporta el arrendatario
Riesgos del arrendatario	Ninguno	Técnicos
Riesgos del arrendador	Técnicos y financieros	Financieros
Modalidad renting	Sí	NO
Valor residual	Alto	1 cuota

8. Relaciones de la empresa con sus bancos o cajas: el balance banco/empresa

Las empresas presentan las siguientes necesidades por las operaciones de sus actividades:

- Financiación del circulante operativo.
- Financiación del activo no corriente.
- Colocación de excedentes de tesorería.
- Movimientos de fondos de cobro y pago por sus operaciones.

En el otro lado de la balanza, los bancos y cajas tienen como objetivo:

- La captación de pasivo de sus clientes.
- Conceder préstamos, créditos o cualquier otra línea de financiación a sus clientes, bien sean empresas o particulares.

El riesgo medio de financiación de una empresa con sus bancos o cajas vendrá determinado por el importe medio de financiación que haya recibido en cada una de las modalidades «cuenta de crédito, préstamos, descuento de efectos comerciales, etc.», menos los importes que tenga en depósitos de pasivo «cuentas corrientes, depósitos a plazo, etc.».

Los bancos o cajas ven a las empresas a las que financian con un enfoque de valoración riesgo/rentabilidad, que tiene que dar una determinada rentabilidad en función del nivel de riesgo asumido; siempre prima la afirmación de que mayor riesgo implica una mayor rentabilidad, hay que hacer referencia obligada a las normas de Basilea III.

La rentabilidad que los bancos o cajas obtienen de sus clientes vienen del cobro de intereses por cada una de las modalidades de financiación. Recordad que siempre existe un tipo de referencia Euríbor + *spread*, más las comisiones que pague por todos los conceptos de servicios bancarios recibidos y sin olvidar las valoraciones o el *float* de los flujos de cobro y pago que pasamos por las entidades financieras.

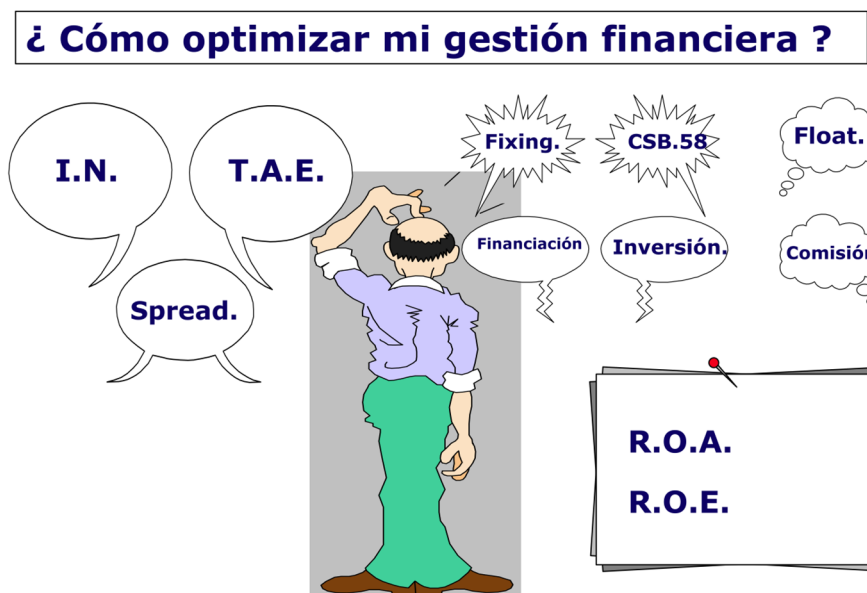
La formación de los precios, y en este caso particular del tipo de interés, y de las comisiones por servicios bancarios, depende de la oferta y la demanda, y, por supuesto, de la competencia dentro del sector financiero. Asimismo y

como causa de la última crisis financiera internacional (2007), en todas las operaciones de financiación o de activo por parte de los bancos o cajas, se aplica la normativa actual de calificación de *rating* de Basilea III.

Lo importante para la empresa es poder hacer una aproximación al precio (comisiones más intereses) que pagará a la entidad financiera para confeccionar un balance del negocio canalizado y recibido entre el banco y la empresa, que le va a servir para poder negociar de una forma más óptima cualquier necesidad de financiación o servicios que haya proyectado en el presupuesto de tesorería hasta un año; es decir, las necesidades de fondos y servicios bancarios a corto plazo por las operaciones de la compañía y las necesidades de inversión o financiación a cubrir a largo plazo con recursos permanentes.

A continuación, vamos a recoger en diferentes figuras cómo funcionaría este modelo de rentabilidad y balance entre banco/empresa que permita recoger toda la información que sirva para una negociación *win to win*, aunque no siempre es fácil tratar de tú a tú, ya que depende de la situación del mercado financiero y del nivel de la empresa que estemos hablando. La situación actual con la que nos encontramos de reducción del número de bancos y cajas (hay menor competencia) y un análisis del riesgo de las empresas mucho más estricto, por parte de los departamentos de riesgos de las entidades financieras, no da mucho margen de maniobra a las empresas en la negociación a la hora de conceder líneas de financiación.

Figura 8. Gráfico del Proceso de tesorería: conceptos financieros



El presupuesto de tesorería es, sin lugar a duda, la herramienta básica que nos va a permitir realizar las negociaciones con nuestras entidades financieras de una forma profesional y consistente con el proceso de planificación a corto y largo plazo, ya que nos va a facilitar información en cuanto al volumen global de la actividad de la empresa, y por consiguiente podremos ver los diferentes conceptos de flujos de cobro y pagos que podremos canalizar o repartir entre

nuestro *pool* de bancos o cajas, juntamente con la planificación de las necesidades de líneas de financiación o de situaciones de excedentes de tesorería para su optimización y negociación con la anticipación suficiente para saber cual será nuestro *peak funding* o punta máxima de financiación y la evolución estacional de las necesidades a lo largo del presupuesto de tesorería que contempla los diferentes periodos medios de cobro y pago.

El objetivo de la gestión financiera de la tesorería es mantener un equilibrio mediante la gestión llamada *cash management*, es decir, gestión global del flujo de fondos de la empresa en las siguientes áreas:

- Flujos de pagos.
- Flujos de cobros.
- Utilización de las diferentes fuentes de financiación.
- Optimización de los excedentes de tesorería.

En el análisis de la rentabilidad banco vs. empresa se ha de tener en cuenta la rentabilidad indirecta y directa:

FLOATING. «Rentabilidad Indirecta»

Desde el punto de vista del Banco	Desde el punto de vista de la Empresa
(+) Cartera cobro	(-) Cartera cobro
(+) Pago cheques	(-) Pago cheques
(+) Transferencias	(-) Transferencias
(+) Pago nóminas	(-) Pago nóminas
(+) Seguridad Social	(-) Seguridad Social
(+) Impuestos	(-) Impuestos
(+) IVA	(-) IVA
(+) IRPF	(-) IRPF
(+) Impuesto sociedades	(-) Impuesto sociedades

FLUJOS DE ENTRADA Y SALIDA. «Rentabilidad directa»

Desde el punto de vista del Banco	Desde el punto de vista de la Empresa
Cartera cobro	Cartera cobro
(+) Comisiones	(-) Comisiones
Descuento efectos	Descuento efectos
(+) Comisiones	(-) Comisiones
Cuentas de crédito	Cuentas de crédito
(+) Comisiones	(-) Comisiones
Impagados	Impagados
(+) Comisiones	(-) Comisiones
Pagos y cobros divisas	Pagos y cobros divisas
(+) Comisiones	(-) Comisiones
(+) <i>Spread</i> T. ^ª cambio	(-) <i>Spread</i> T. ^ª cambio
Transferencias	Transferencias
(+) Comisiones	(-) Comisiones
Cash Pooling	Cash Pooling
(+) Comisiones	(-) Comisiones
Avales	Avales
(+) Comisiones	(-) Comisiones
Inversiones Fin. Temp.	Inversiones Fin. Temp.
(+) <i>Spread</i>	(-) <i>Spread</i>
Gestión riesgo	Gestión riesgo
(+) Tipo interés <i>spread</i>	(-) Tipo interés <i>spread</i>
(+) Tipo de C. ^ª <i>spread</i>	(-) Tipo de C. ^ª <i>spread</i>

Cómo trabaja el modelo de cta. banco/empresa

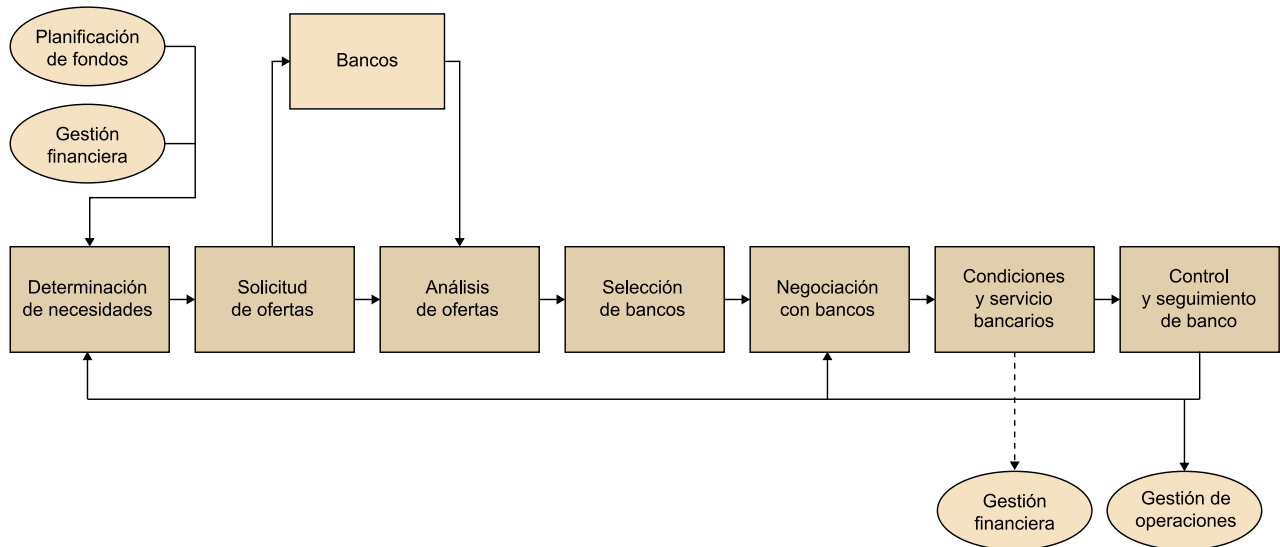
- Banco ROA (Euríbor + *spread*)
 - Utilización media líneas de financiación
 - Tasa anual efectiva (TAE)
 - Rentabilidad directa
 - Rentabilidad indirecta
- Tipo de interés nominal (Euríbor + *spread*)

Para poder confeccionar este balance banco/empresa desde el punto de vista de la rentabilidad que está buscando la entidad financiera, tenemos los siguientes conceptos:

- Conceptos de **rentabilidad directa**, que consisten en los intereses y las comisiones que genera cada una de las diferentes líneas de financiación; «intereses» y pago por prestación de servicios «comisiones».
- Conceptos de **rentabilidad indirecta**, que para la empresa no representan flujos efectivos de pagos, pero sí un beneficio para la entidad financiera; es el concepto de *float* o movimientos con valoración, ya que los bancos o cajas disponen de nuestro dinero unos días antes de efectuar el correspondiente pago o cobro.
- Para finalizar nos queda calcular la **inversión media de fondos** que los bancos o cajas prestan a la empresa, en sus diferentes formas o líneas de financiación que hemos comentado anteriormente. Queda la rentabilidad:

$$\text{Banco ROA} = \frac{\text{Conceptos de rentabilidad directa} + \text{Conceptos rentabilidad indirecta}}{\text{Inversión media líneas de financiación}}$$

Figura 9. Gráfico del proceso de tesorería – negociación con bancos



Cuando nos estamos refiriendo a la gestión de tesorería, tenemos que ser capaces de generar un **cuadro de mando**, que nos sirva para que en un único sistema de información poder disponer de toda la información que afecta a la gestión de las posiciones de tesorería que resultan del proceso de planificación.

El **cuadro de mando de tesorería** debe permitir generar un Informe de *reporting* específico que cubra todos los procesos y que esté disponible en línea, para poder valorar y tomar las decisiones más adecuadas en cada momento. Hoy en día, la gestión de la liquidez en las empresas es vital.

¿Qué información debería recoger el cuadro de mando de tesorería?

Por un lado, una **información operativa**; es decir, debe poder facilitar información del pasado, actual y previsional futura de todas aquellas facilidades crediticias o de servicios que estemos utilizando con nuestros bancos o cajas: líneas de financiación, colocaciones de excedentes, garantías, avales, etc.

Esta información operativa debe recoger:

- Detalle de los saldos existentes en cada una de las cuentas que tengamos con bancos o cajas.
- Permitir incorporar las previsiones de flujos en función del grado de certeza o fiabilidad.
- Información parametrizable de las previsiones introducidas, en sus estatus de realizadas o pendientes, por cada uno de los conceptos de flujo de co-

bro y pago, así como del instrumento bancario utilizado «cheque, transferencia, domiciliación, recibo, pagaré, etc.», así como una información relativa a la evolución del presupuesto de tesorería en diferentes horizontes temporales «día, semana, quincena, mes, etc.».

- Debe recoger los volúmenes de negocio que hemos pasado por cada una de las entidades financieras, para hacer un seguimiento sobre los compromisos adquiridos y el grado de cumplimiento.
- Debe poder generar alertas que sobre todo nos informen con anticipación para evitar situaciones de descubiertos en cuentas; son muy gravosos para las empresas y muy beneficiosos para los bancos o cajas; a modo de ejemplo, hoy en día se están pagando tipos de interés de descubierto del 20 % y superiores.

En segundo lugar, una **información de tipo directivo para la toma de decisiones**; es decir, debe poder facilitar información de más calidad cuantitativa y cualitativa.

Este cuadro de mando directivo tendría que facilitar:

- Información del coste de las diferentes líneas de financiación.
- Información de la rentabilidad de las inversiones de los excedentes de tesorería.
- Resultado de las coberturas de los riesgos de:
 - Tipo de interés.
 - Tipo de cambio.
 - Materias primas «Mercado de Futuros de Chicago».
- Saldos medios del periodo analizado, tanto de la utilización de fuentes de financiación de activo cómo de operaciones de pasivo.
- Seguimiento del presupuesto de gastos financieros y sus desviaciones.
- Indicadores de ahorros potenciales para mejorar la rentabilidad financiera o ROE de la empresa.
- Análisis del coste de nuestras relaciones con bancos o cajas, y concentración del riesgo bancario.

En tercer y último lugar, un **cuadro de mando estratégico**, que debe recoger el grado de cumplimiento de los objetivos marcados en la planificación estratégica, y por consiguiente en el proceso de planificación y presupuesto de tesorería.

Este **cuadro estratégico** tendría que recoger una comparación:

a) *Benchmarking*, que puede medir la función del desempeño.

b) Estructura del apalancamiento:

- Clasificación entre largo y corto plazo.
- Tipos de instrumentos utilizados.
- Descomposición en tipos de interés:
 - Fijo
 - Variable
- Situación de liquidez, financiación y recursos disponibles en el periodo.
- Coste del endeudamiento y rentabilidad de las inversiones.
- Volumen y porcentaje de coberturas realizadas en cuanto:
 - Tipo de interés
 - Tipo de cambio
- Seguimiento y desviaciones del presupuesto de tesorería.
- Seguimiento y desviaciones de los gastos financieros presupuestados.
- Plazo medio de cobro y pago de los flujos que afectan al circulante operativo de la compañía.
- Cálculo de la rentabilidad media ponderada de nuestro *pool* de bancos o cajas.

Para concluir, el cuadro de mando de tesorería debe conseguir mejorar los procesos, identificar y gestionar los riesgos de las operaciones a que se encuentra expuesta la empresa, organizar la función de tesorería como un centro de beneficio que mejore la cuenta de resultados de la empresa, y tiene que estar dirigido a la empresa en su conjunto. Los recursos financieros son escasos y

tienen un elevado coste de oportunidad. Todos los departamentos tienen que ser conscientes de ello, ya que las empresas, hoy y siempre, mueren por problemas de **liquidez**.

Figura 10. Gráfico del Proceso de tesorería – automatización

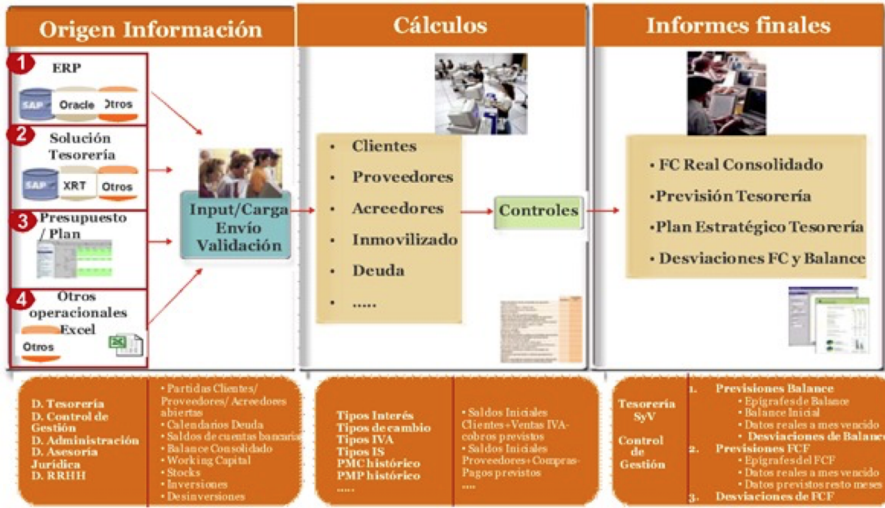
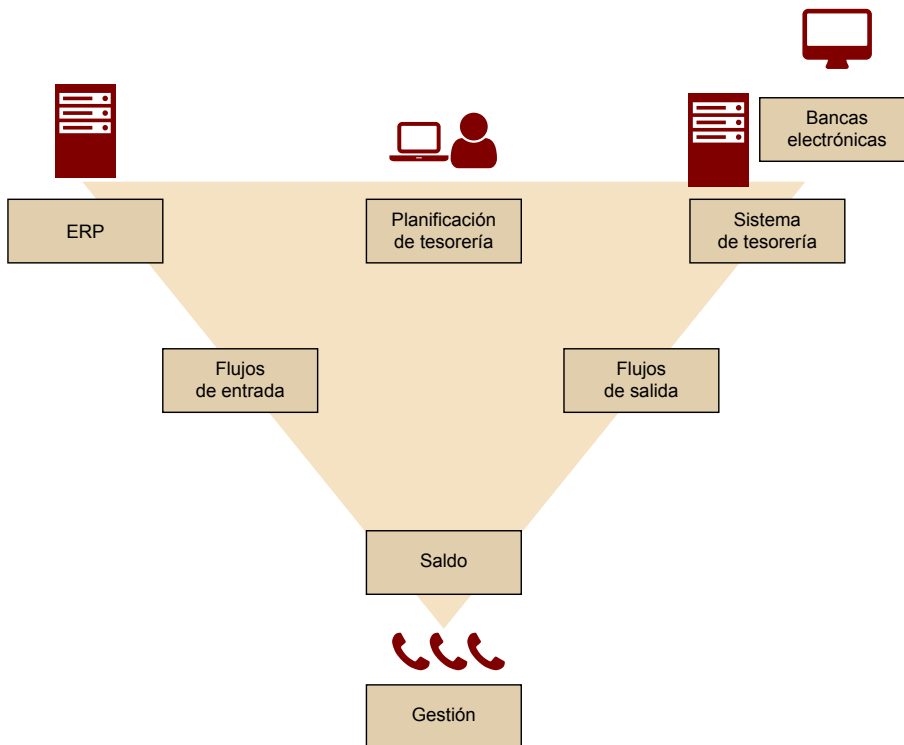


Figura 11. Gráfico del proceso de tesorería – cash management



9. Instrumentos financieros para la cobertura de riesgos

Los mercados financieros han evolucionado significativamente en las últimas décadas. Han permitido a las direcciones financieras de las compañías utilizar diferentes instrumentos financieros para la cobertura de sus riesgos de:

- Tipos de interés
- Tipos de cambio
- Materias primas

Con la gestión y la cobertura de estos riesgos, las direcciones financieras de las empresas pueden mitigar una evolución desfavorable en la tendencia de dichas variables y que lógicamente tienen un impacto directo en su cuenta de resultados. En este material, nos vamos a centrar en los dos primeros riesgos: el de tipo de interés y el de cambio.

9.1. Riesgo de tipo de interés

La volatilidad actual de los mercados financieros, con diferentes escenarios y ciclos de la política monetaria que llevan a cabo los diferentes bancos centrales, así como la actual crisis de guerra comercial, empieza a colocar incertidumbres sobre el futuro de crecimiento de los países, de la evolución de los tipos de interés y de los tipos de cambios, que afectará de forma directa a cualquier empresa. A modo de ejemplo, si contemplamos la situación de:

- **Empresa con excedente de tesorería:** una subida de los tipos de interés repercute en que podrá conseguir una mejor retribución de sus inversiones en instrumentos de pasivo de las entidades financieras; por consiguiente, se verá incrementada la partida de ingresos financieros en la cuenta de pérdidas y ganancias.
- **En sentido contrario, una empresa que se encuentre frente a una situación de necesidades de financiación,** una subida de tipos de interés le repercutirá en que tendrá que pagar un tipo de interés más elevado, y, por tanto, tendrá desviaciones en los gastos por intereses financieros presupuestados, repercutiendo en una reducción del BAT («Beneficio antes de impuestos»), a pesar de tener un ahorro en el impuesto de sociedades, ya que los intereses financieros pagados son considerados gasto deducible del impuesto.

Hoy en día, la mayoría de las empresas necesitan de la financiación de bancos o cajas, ya sea para proyectos de inversión a largo plazo, ya sea para financiación del circulante operativo de corto plazo. Para hacer frente a esta situación, las direcciones financieras, en función de la situación actual del ciclo económico y de las previsiones futuras, tanto desde el punto macroeconómico como microeconómico, pueden utilizar tres de los instrumentos más difundidos y comúnmente utilizados, a saber:

- Los contratos SWAPS o permuta de tipos de interés
 - De fijo a variable
 - De variable a fijo

- Los contratos FRAS.

- Las opciones de tipos de interés
 - CAP (techo de tipo de interés)
 - FLOOR (suelo de tipo de interés)

En la bibliografía hemos recomendado diferentes lecturas para quien quiera profundizar más en este tema tan apasionante.

El contrato **SWAP de tipos de interés** es el proceso por el que se produce un intercambio en los compromisos de los tipos de interés sobre un contrato original de crédito o préstamo, es decir, se trata de un intercambio de flujos de intereses en una fecha de vencimiento predeterminada para la revisión y el pago del tipo de interés, intercambiando tipos fijos por variables, y viceversa. En este tipo de contrato, no se producen intercambios del principal del crédito o préstamo que generan los flujos de intereses; por tanto, no se altera la relación crediticia «prestamista vs. prestatario» de cada empresa con su banco o caja.

El contrato **IRS (*Interest Rate Swap*)** es un acuerdo entre dos partes, donde cada una se compromete con la otra a realizar unos determinados pagos en una fecha futura previamente definida. El objetivo de las partes que firman el contrato IRS es cubrirse de posibles variaciones en los tipos de interés que se producirán durante la vigencia de sus líneas de financiación o de las inversiones de colocación de sus excedentes de tesorería, del mutuo interés de las partes: a una le interesa pagar o cobrar un tipo de interés variable y la contraparte quiere cobrar o pagar un tipo de interés fijo.

Los contratos **FRA (*Forwarding Rate Agreement*)**, o fijación a futuro de los tipos de interés, son acuerdos entre una empresa y su banco o caja que consiste en fijar un tipo de Interés para un periodo futuro predeterminado, bien sea a partir de hoy, bien sea a partir de una fecha futura y para un determinado importe.

En un contrato FRA no existe compromiso de préstamo o inversión en depósito de cantidad alguna, ni tampoco del pago de intereses de los citados contratos de préstamo o inversión. En la fecha acordada y contratada por la empresa y su entidad financiera, cada una de las partes pagará o cobrará la diferencia existente entre el tipo de interés fijo acordado y su comparación con el tipo de interés de contado de ese momento.

El contrato FRA permite que las empresas a través de sus entidades financieras puedan transformar financiaciones o inversiones a tipos variables en tipos fijos para periodos concretos, sin estar obligada la empresa a transformar el carácter de la financiación o inversión de excedente en su totalidad.

En cuanto a las **opciones sobre tipos de interés**, nos vamos a centrar en las dos estructuras más extendidas y de fácil uso por parte de las empresas:

1) Opción CAP

Es aquella que utiliza una empresa para protegerse de un coste máximo de tipo de interés de su posición de financiación o deuda, pero que quiere beneficiarse de las posibles bajadas de los tipos de interés.

- Mediante el pago de una prima, la empresa adquiere el derecho y no la obligación de utilizar dicha opción a su vencimiento.
- Suponiendo que la empresa tiene toda su deuda referenciada a tipos de interés variables y quiere protegerse de una evolución negativa de la curva de intereses en el futuro, compra una opción CAP; si los tipos de interés, llegado el vencimiento de la opción CAP, han superado el precio *strike* contratado en esta, la empresa ejecuta dicha opción. De esta manera, ha protegido su mayor coste financiero limitado al precio fijado en la opción CAP.
- Si llegado el vencimiento de la opción CAP, el tipo de interés de contado está por debajo del precio de ejercicio o *strike*, la empresa no ejecuta la opción CAP. Y sólo ha tenido como gastos financieros la prima que pagó al contratarla.

2) Opción FLOOR

Es aquella que utiliza una empresa para protegerse de una rentabilidad mínima de interés de su posición de inversión en colocaciones de sus excedentes de tesorería y cubrirse ante bajadas de los tipos de interés, pero que quiere beneficiarse de posibles subidas de los tipos de interés.

- Mediante el pago de una prima, la empresa adquiere el derecho y no la obligación de utilizar dicha opción a su vencimiento.

- Suponiendo que la empresa tiene todas sus inversiones referenciada a tipos de interés variables y quiere protegerse de una evolución negativa de la curva de intereses en el futuro, compra una opción FLOOR; si los tipos de interés, llegado el vencimiento de la opción FLOOR, han caído por debajo del precio *strike* contratado en ella, la empresa ejecuta dicha opción. De esta manera, ha protegido su rentabilidad mínima en sus inversiones de tesorería limitada al precio fijado en la opción FLOOR.
- Si llegado el vencimiento de la opción FLOOR el tipo de interés de contado está por encima del precio de ejercicio o *strike*, la empresa no ejecuta la opción FLOOR, y solo ha tenido como gastos financieros la prima que pagó al contratarla.

3) Por último, existe una combinación de ambas para poder neutralizar la prima que se paga al contratar de forma individual una opción CAP y una opción FLOOR: es lo que se denomina una estructura de opciones TUNEL, es decir, la empresa compra una opción CAP o FLOOR, y, al mismo tiempo, vende a la misma entidad financiera una opción con un precio de ejercicio más bajo. Así consigue hacer coincidir ambos vencimientos y que las primas pagadas y recibidas se puedan compensar: el resultado final para la empresa que contrata la opción TUNEL es que su estructura de tipos de interés se moverá de forma variable entre los precios fijados por la opción de compra y la opción de venta, siempre y cuando el tipo de interés de contado al vencimiento se mueva dentro de dicho rango.

Supongamos el siguiente ejercicio

La empresa ABC compra una opción CALL al tipo de interés del 6 % y vende una opción FLOOR con un tipo de interés del 4 %. Por la primera paga una prima de 2500 euros; por la segunda, recibe una prima de 2500 euros; es decir, gastos financieros por primas es CERO.

En una posición de financiación de su deuda, su coste financiero se moverá entre un cuatro y un seis por ciento.

9.2. Riesgo de tipo de cambio

La variación de los tipos de cambio tiene un impacto en la cuenta de resultados de las empresas que tienen una exposición a divisas distintas del euro, si nos referimos en particular a España.

Esto mismo sucede para cualquier empresa del mundo que se encuentre expuesta a divisas diferentes de su moneda local, bien sea porque tiene operaciones de importación-exportación de bienes y servicios, bien sea porque tiene posiciones de financiación en divisas o de inversión en divisa, a modo de ejemplo:

- Una empresa que importe de Japón, Estados Unidos o Inglaterra comprobará como, si el euro se deprecia frente al yen, el dólar y la libra, el coste de sus importaciones subirá en euros.
- En sentido contrario, si el euro es la moneda que se aprecia contra el yen, el dólar y la libra, veremos que el coste de sus importaciones serán más baratas en euros
- Estos movimientos son para importaciones. En el caso de exportaciones, sucede todo lo contrario.

En la gestión de la exposición al riesgo de cambio, vamos a comentar solamente dos de los instrumentos más comúnmente utilizados por las empresas: el seguro de cambio (*forward*) y las opciones sobre divisas. Al igual que lo indicado en el tema de cobertura del riesgo de tipo de interés se recomienda bibliografía especializada para profundizar en el tema.

1) En primer lugar, vamos a explicar el **seguro de cambio** o *forward*, que consiste en la fijación de un tipo de cambio en un vencimiento futuro, por ejemplo €/US\$, €/¥, €/£:

¿Qué se entiende por posiciones «cortas» y «largas»?

- La **posición «larga»** en gestión de divisas se da cuando las compras exceden a las ventas, posición de sobre compra, corresponde a operaciones de importaciones.
- La **posición «corta»** se da cuando las ventas exceden a las compras, posición de sobreventa, corresponde a operaciones de exportaciones.

¿Cómo se cotiza la operación de seguro de cambio o *forward*?

Se trata de un contrato entre la empresa y su banco para entregar un importe de una divisa; es decir, comprar o vender a un vencimiento determinado en el futuro y a un tipo de cambio preestablecido hoy.

Los precios del seguro de cambio a plazo se calculan en función de los precios SPOT de hoy, al que habrá que sumar o restar el diferencial de cada divisa contra la moneda local, en tipos de interés y en el plazo del contrato del seguro de cambio.

¿Qué es cotizar una divisa con respecto a otra a premio y descuento?

Que una divisa esté «al descuento» significa que es más barata a plazo «forward» que al contado «spot»; podemos observar que el €/Yen SPOT = 128,087, y en cambio el €/Yen FORWARD a tres meses = 127,998.

Lo que esto quiere decir en el ejemplo anterior del seguro de cambio euro vs. yen, si el tipo de interés del euro es superior al del yen, el euro se cotiza a descuento en el plazo de tres meses con respecto al yen, que tiene un tipo de interés menor. Esto es un principio de arbitraje internacional.

Si una divisa esta «a premio», significa que esta divisa es más cara a plazo «forward» que al contado «spot». En el ejemplo anterior, esto se cumpliría desde el punto de vista de un residente japonés, comparando su moneda local, el yen, con respecto al euro, ya que el tipo de interés del yen es menor que el tipo de interés del euro.

La cotización a plazo con descuento o premio se expresa en puntos (decimales por la derecha) que se restarán o sumarán al precio *spot*.

Para concluir con el seguro de cambio, se trata de un contrato rígido que obliga a las partes a cumplirlo a su vencimiento; por tanto, no permite flexibilidad de ningún tipo: sabemos desde el punto de vista de la empresa la cantidad que tendremos que pagar o cobrar en el plazo cuando compremos o vendamos las divisas con respecto de nuestra moneda local, el euro.

2) Otros instrumentos mucho más flexibles, similares al explicado en la gestión y cobertura del riesgo de tipo de interés, son las **opciones sobre divisas**.

Tal como habíamos indicado al finalizar el contrato del seguro de cambio, este último es un contrato rígido y obliga a las partes sin ningún tipo de flexibilidad. Las características que tienen las opciones sobre divisas con respecto al seguro de cambio es que nos permiten hacer diferentes tipos de combinaciones, adaptadas a nuestro nivel de riesgo y percepción de evolución del mercado de divisas o *forex*.

Podemos **contratar estructuras con coste o sin coste**; es decir, pagamos una prima para tener el derecho y no la obligación de ejecutar una opción de compra o venta de una divisa a un vencimiento futuro determinado.

a) Modalidades y tipología

- **Opción europea:** es aquella opción cuyo ejercicio se ha de realizar específicamente en la fecha de vencimiento.
- **Opción americana:** aquella cuyo ejercicio se puede realizar cualquier día desde la fecha de contratación hasta la fecha de vencimiento.
- **CALL:** opción que da derecho a su comprador a comprar una determinada cantidad de divisas a un tipo de cambio predeterminado. Se trata de la opción utilizada por un importador que ha de comprar divisas para atender el pago de una importación.

- **PUT:** opción que da derecho a su comprador a vender una determinada cantidad de divisa a un tipo de cambio prefijado. Es la opción utilizada por los exportadores.

b) Ventajas

Permite a su comprador fijar un precio para la adquisición o venta de divisas.

Como se trata de un derecho y no un compromiso, hace que el comprador pueda optar por ejercitar dicho derecho. Esto es durante el periodo de cobertura de la opción o a su vencimiento. En función de la modalidad, el comprador puede utilizar su derecho o acudir al mercado de contado.

c) Contratación

En el momento en que nos pongamos en contacto con el intermediario financiero que nos venda dicha opción, deberemos facilitarle y fijar los siguientes aspectos:

- **Divisa** que pretendemos cubrir.
- **Importe** de la divisa que pretendemos cubrir.
- **Plazo:** momento en el que se necesita la divisa.
- **Modalidad**, americana o europea.
- **Precio de ejercicio:** tipo máximo de cambio que deseamos fijar; nos cotizarán la prima por pagar.
- **Prima:** importe que deseamos pagar por su compra; nos fijaran el tipo de cambio máximo contratado.

10. Conclusiones

Resulta evidente que el plan financiero es una herramienta necesaria e imprescindible sobre todo en escenarios de incertidumbre. Nos permite dibujar la empresa que vamos a proyectar en el próximo ejercicio económico, pero en su vertiente financiera («cómo lo haremos»).

Su puesta en marcha precisa de una serie de restricciones previas, dado que el plan financiero debe contener de forma clara la expresión de la estrategia de inversión y financiación de la empresa y ser coherente con su trayectoria histórica.

Las ratios de endeudamiento (riesgo financiero) y solvencia (garantía frente a terceros) serán las condiciones necesarias y suficientes para establecer el punto de partida en su elaboración.

Del mismo modo, la definición del total de la inversión máxima por ejecutar en el activo no corriente (ANC) vendrá determinada por el pasivo o financiación máxima conseguida en el pasivo (neto patrimonial + PNC).

El cálculo de las necesidades operativas de fondos «NOF», junto con su desarrollo en plazos y saldos, dibujarán el panorama financiero del corto plazo que desembocará posteriormente en el presupuesto de tesorería. Todo ello con la comprobación de la existencia del fondo de maniobra real que garantice la ejecución y viabilidad del plan financiero y de sus variables inductoras.

Dicho esto, el plan financiero y el presupuesto de tesorería son procesos en cuya elaboración deben participar todos los directivos de cada una de las áreas o unidades productivas, puesto que, posteriormente, serán los ejecutores de la actividad no solo en sus volúmenes, sino, sobre todo, en su forma de desarrollarla, y en definitiva de la consecución de los objetivos marcados, que serán debidamente integrados en el cuadro de mando o balance *scorecard* de la empresa.

Bibliografía

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Lecturas recomendadas

Financial Reader for IT Executives. Computer World.

Maximizing the ROI and Value from IT Investments.

