Coordinación:
Oriol Amat y Xavier Puig

MÁSTER EN FINANZAS

Claves, fundamentos, estrategias y operativas de las finanzas empresariales

O. Amat, E. Bail, M. Casanovas, G. Cid, J. Fabregat, M. Guasch,
F.J. López Lubián, J.L. Martin, X. Olsina, X. Puig, J.A. Ros,
R. Sambola, C. Téllez y H. Vater

ACCID
Contabilidad y Dirección

upf. Universitat Pompeu Fabra Barcelona
barcelona school of management

PROFIT editorial

MÁSTER EN FINANZAS

Si deseas estar informado de nuestras novedades, te animamos a que te apuntes a nuestros boletines a través de nuestro mail o web:

www.profiteditorial.com
info@profiteditorial.com

Recuerda que también puedes encontrarnos en las redes sociales:

@profiteditorial
facebook.com/profiteditorial

Máster en Finanzas

Claves, fundamentos, estrategias y operativas de las finanzas empresariales

Coordinación: Oriol Amat y Xavier Puig

O. Amat (UPF BSM), E. Bail (ICV),
M. Casanovas (UB), G. Cid (UPF BSM),
J. Fabregat (ESADE), M. Guasch (UPF),
F. J. López Lubián (IE), J. Martí (UB),
J. L. Martín (UPO), X. Olsina (UPF, UB, EADA),
X. Puig (UPF BSM), J. A. Ros (UPF BSM),
R. Sambola (EADA), C. Téllez (UPO)
y H. Vater (ICV)

ACCID
Contabilidad y Dirección

upf. Universitat Pompeu Fabra Barcelona

barcelona school of management

PROFIT editorial

Cualquier forma de reproducción, distribución, comunicación pública o transformación de esta obra solo puede ser realizada con la autorización de sus titulares, salvo excepción prevista por la ley. Diríjase a CEDRO (Centro Español de Derechos Reprográficos) si necesita fotocopiar o escanear algún fragmento de esta obra (www.conlicencia.com; 91 702 19 70 / 93 272 04 45).

© ACCID, 2018

© Profit Editorial I., S.L., 2018

Diseño cubierta: XicArt
Maquetación: Víctor Marimón

ISBN: 978-84-17209-05-6

Producción del ebook: booqlab.com

Referencias

Sobre el autor

Oriol Amat es Catedrático de Economia Financiera y Contabilidad de la Universitat Pompeu Fabra. Es presidente de ACCID. Es autor de diversos libros de contabilidad y finanzas, algunos de los cuales han sido traducidos a varios idiomas.

Más información sobre Oriol Amat.

Xavier Puig es director y profesor de programas de dirección bancaria en la Universidad Pompeu Fabra, además de consejero de GESIURIS, SGIIC, SA. y vicepresidente de CAT PATRIMONIS, SICAV, SA.

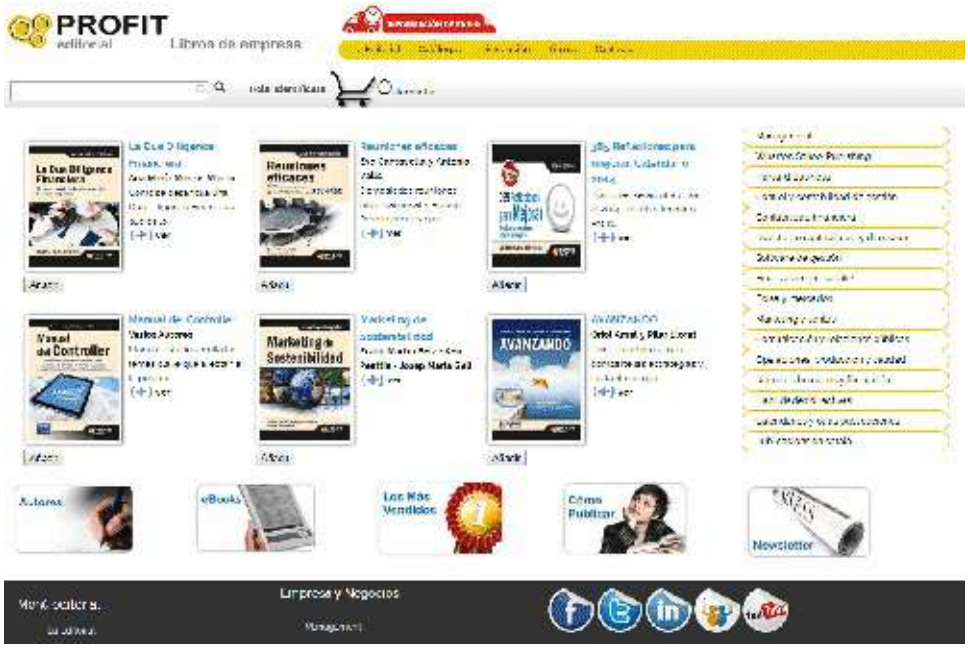
Más información sobre Xavier Puig Pla.

Sobre el libro

Claves, fundamentos, estrategias y operativas de las finanzas empresariales. El dominio de las finanzas es fundamental para el éxito de una empresa y Máster en finanzas es una guía indispensable para comprender y aplicar con rigor los conceptos clave, fundamentos, estrategias y operativas financieras que tienen como objetivo generar valor en las empresas. Desde el marco general de las finanzas corporativas hasta la evaluación de inversiones o la gestión del fondo de maniobra, esta obra cubre las principales áreas de la financiación empresarial, los mercados financieros y la evaluación de inversiones. Una obra creada por reconocidos expertos en la materia y que está dirigida a directivos, profesionales de las finanzas y gestores de inversión.

Más información sobre el libro y/o material complementario

Otros libros de interés



[Web de Profit Editorial]

ÍNDICE

Presentación

1. Marco general de las finanzas corporativas

1.1. El ámbito de las finanzas corporativas
1.2. La creación de valor a través de las finanzas corporativas
1.3. Decisiones de inversión
1.4. Decisiones de financiación
1.5. Decisiones sobre dividendos
1.6. La gestión de riesgos financieros
1.7. Interrelaciones entre finanzas corporativas y gobierno de la empresa
1.8. Conclusiones
Referencias bibliográficas

2. Evaluación de inversiones

2.1. Introducción
2.2. Las variables clave para la toma de decisiones
2.3. Métodos de selección de inversiones
2.4. Conclusiones
Referencias bibliográficas

3. Valoración de empresas

3.1. Introducción

3.2. Métodos basados en el patrimonio
3.3. Métodos basados en la capacidad de generar riqueza futura
3.4. Valoración de participaciones a efectos fiscales
3.5. Valoración en un entorno de mayor incertidumbre
3.6. Elección del método más apropiado
3.7. Conclusiones
Referencias bibliográficas

4. Gestión del fondo de maniobra

4.1. La gestión de las existencias – el proceso de la previsión a la entrega (*forecast-to-fulfill)*
4.2. La gestión de las cuentas a cobrar – el proceso de pedido a caja (*order-to-cash)*
4.3. La gestión de cuentas a pagar – el proceso de compra a pago (*purchase-to-pay)*
Referencias bibliográficas

5. *Credit management*

5.1. La función del *credit manager*
5.2. La gestión de riesgos es un trabajo de equipo
5.3. La evaluación del riesgo de crédito
5.4. El seguimiento del crédito
5.5. Políticas de crédito liberales o restrictivas
5.6. La pérdida esperada
5.7. Errores comunes en la gestión empresarial que aumentan la morosidad
5.8. La recuperación de los impagados
5.9. Las agencias de recobro
5.10. El seguro de crédito
5.11. El marco legal en la gestión de la morosidad
5.12. La reclamación judicial
5.13. El concurso de acreedores

5.14. Las situaciones preconcursales
Referencias bibliográficas

6. *Cash management:* la tesorería, el «corazón» de la empresa
6.1. Introducción
6.2. Los cobros
6.3. Los pagos
6.4. Las previsiones de tesorería
6.5. Los instrumentos de gestión de déficits de liquidez
6.6. Gestión de excedentes temporales de tesorería
6.7. Las relaciones bancarias
6.8. La centralización de tesorerías (*cash pool*)
Referencias bibliográficas

7. Política financiera de la empresa
7.1. Introducción
7.2. Cómo se financian las empresas para generar valor
7.3. La primera decisión: la estructura de capital
7.4. La segunda decisión: autofinanciación y política de dividendos
7.5. La tercera decisión: deuda a corto o largo plazo
7.6. Conclusiones
Referencias bibliográficas

8. Financiación de las operaciones corporativas
8.1. Introducción
8.2. Financiación propia
8.3. Híbridos financieros: entre la financiación propia y la ajena
8.4. Financiación mediante deuda
8.5. Conclusiones
Referencias bibliográficas

9. Créditos sindicados y emisiones internacionales de bonos

9.1. Introducción

9.2. Tipología de los créditos sindicados

9.3. Tipología de las emisiones internacionales de bonos

9.4. Comparación, ventajas e inconvenientes

9.5. Conclusiones

Referencias bibliográficas

10. Financiación del circulante

10.1. Introducción

10.2. Planificación financiera

10.3. Resolución de la necesidad financiera

10.4. Financiación del circulante

10.5. Conclusiones

Referencias bibliográficas

11. Operaciones de reestructuración de la empresa

11.1. Introducción

11.2. Aspectos operativos y financieros en una empresa

11.3. ¿Cuándo es necesaria una reestructuración financiera?

11.4. Operaciones de reestructuración operativa

11.5. Operaciones de reestructuración financiera

11.6. Conclusiones

Referencias bibliográficas

12. Alternativas de financiación no tradicionales para pymes

12.1. Introducción

12.2. Antecedentes del mercado alternativo bursátil: el segundo mercado

12.3. El mercado alternativo bursátil (MAB)

12.4. Las sociedades de capital riesgo, los fondos de capital riesgo y las sociedades gestoras de entidades de capital riesgo: características y tipos

de inversión a los que se dirigen
12.5. Los *business angels*: características y tipos de inversión a los que se dirigen
12.6. Conclusiones
Referencias bibliográficas

13. Los riesgos financieros y su cobertura
13.1. Introducción
13.2. Definiciones
13.3. Variables de una inversión
13.4. Fase de adquisición
13.5. Fase de explotación
13.6. Fase de extinción de la inversión
13.7. Conclusiones
Referencias bibliográficas

14. Finanzas y buen gobierno de la empresa
14.1. Introducción
14.2. Control interno
14.3. Calidad y transparencia de la información
14.4. Ética y valores
14.5. Política financiera
14.6. Retribución variable
14.7. Gestión de riesgos
14.8. El buen gobierno es rentable
14.9. Conclusiones
Referencias bibliográficas

Glosario

PRESENTACIÓN

Este libro tiene el objetivo de exponer los principales conceptos y técnicas que integran las finanzas empresariales. El término «finanzas» proviene del latín *finís*, que significa acabar o terminar, y se refiere a que una transacción económica finaliza con el pago. Por tanto, finanzas tiene que ver con la parte monetaria de una transacción, que complementa la parte operativa, como puede ser la adquisición de una mercadería.

Las finanzas son la parte de la economía que trata los intercambios de dinero, ya sea para inversión, para financiación o para cualquier otro motivo relacionado con personas, empresas y administraciones públicas. Las finanzas suelen subdividirse en diversas áreas, como son:

— Las finanzas corporativas (afectan a las empresas).
— Las finanzas personales o familiares (relacionadas con personas y familias).
— Las finanzas públicas (relacionadas con la Administración Pública y los Estados).
— La banca y otros intermediarios financieros
— Los mercados financieros (bolsas y otros mercados).

Este libro está dedicado a la primera área, la de las finanzas corporativas. Las finanzas corporativas, o empresariales, como también se las denomina, se pueden clasificar en dos grandes materias: las inversiones y la financiación. Al decidir sobre inversiones, la dirección financiera de la empresa debe conseguir un equilibrio óptimo entre rentabilidad, riesgo y liquidez. Al decidir sobre financiación, la dirección financiera de la empresa debe conseguir financiarse al mínimo coste, a unos plazos adecuados y con un nivel de garantías que no comprometa el futuro

de la empresa. El conjunto de las finanzas corporativas tiene como principales objetivos, la maximización del valor generado por la empresa, con un adecuado nivel de riesgo y garantizando una liquidez suficiente para atender todos los compromisos de la empresa.

A lo largo de los diferentes capítulos del libro se describen y analizan los fundamentos, conceptos y estrategias que hoy día están a disposición de las empresas para conseguir que la función financiera contribuya a la generación de valor.

El libro se inicia con un capítulo dedicado a ofrecer una visión panorámica de las finanzas corporativas. A continuación, siguen varios capítulos que tratan la temática de la inversión:

- Evaluación de inversiones
- Valoración de empresas
- Gestión del fondo de maniobra
- *Credit management* (gestión del crédito a clientes)
- *Cash management* (gestión de tesorería)

Seguidamente, se tratan los temas de financiación, y se incluyen los capítulos siguientes:

- Política financiera de la empresa
- Financiación de las operaciones corporativas
- Créditos sindicados y emisiones internacionales de bonos
- Financiación del circulante
- Operaciones de reestructuración de la empresa
- Alternativas de financiación no tradicionales para pymes

Finalmente, en los dos últimos capítulos se trata la temática de la gestión de riesgos y de la relación entre las finanzas y el buen gobierno corporativo

Para la confección del libro, la Comisión de Publicaciones de ACCID ha recopilado trabajos publicados previamente por ACCID, esencialmente en la *Revista de Contabilidad y Dirección*. Se trata de trabajos realizados por profesores de EADA Business School, ESADE Business School, IE Business School,

Internationaler Controller Verein, Universitat de Barcelona, Universidad Pablo de Olavide y UPF Barcelona School of Management.

ACCID agradece a todos los autores su colaboración con la *Revista de Contabilidad y Dirección* y con esta publicación; y también las sugerencias realizadas por Maria Josep Arasa, Fernando Campa, Joaquim Rabaseda y Xavier Subirats.

El empresario estadounidense Robert Sarnoff decía que *«Las finanzas son el arte de hacer pasar el dinero de mano en mano hasta que finalmente desaparece»*. Estamos convencidos de que esta publicación cumplirá su objetivo y ayudará a conseguir lo contrario de lo que decía Sarnoff. De esta forma, las finanzas contribuirán a que las empresas generen más valor.

1

MARCO GENERAL DE LAS FINANZAS CORPORATIVAS[1]

Resumen

Las finanzas corporativas se centran en cómo las empresas pueden obtener fondos para financiar sus actividades y en cómo invertir estos fondos para generar valor, teniendo en cuenta el riesgo que implican. Este primer capítulo describe el marco general de actuación de las finanzas corporativas. Para ello, se analiza el concepto de creación de valor. También se describen las principales decisiones de finanzas corporativas: inversión, financiación y reparto de dividendos. Otros aspectos analizados son la gestión de riesgos que incide en cualquier decisión de finanzas y las relaciones entre estas y el gobierno corporativo.

Conceptos clave

BAIDI, Coste de capital, Dividendo, EBITDA, EVA, Financiación, Finanzas corporativas, Inversiones, Liquidez, OPA, OPS, OPV, *Private Equity*, Rentabilidad, Riesgos financieros, TIR, VAN.

1.1. El ámbito de las finanzas corporativas

Las finanzas, como disciplina de las ciencias económicas y empresariales, se empezaron a estructurar a partir del siglo xx. En aquellos años, las necesidades financieras de las empresas se incrementaron considerablemente como consecuencia del auge que estaban viviendo la industria y los servicios. Esto provocó un gran desarrollo de los mercados de capitales. En los años 50 ya se estaban consolidando los cimientos conceptuales en los que se basan las finanzas tal y como las conocemos hoy.

Las finanzas estudian cómo obtener el mejor provecho de recursos financieros escasos, y se dividen en finanzas personales, finanzas corporativas y finanzas públicas. Las finanzas corporativas se centran en cómo las empresas pueden obtener fondos para financiar sus actividades y en cómo invertir estos fondos para generar valor. La mayoría de las decisiones empresariales, ya sean de producción, marketing, recursos humanos, etc., tienen implicaciones financieras y, por ello, afectan a las finanzas corporativas.

Las finanzas corporativas tienen como principal objetivo elevar el valor de la empresa y, por lo tanto, el de las acciones que integran el capital social. Para ello, han de encontrar un equilibrio adecuado entre los subobjetivos de rentabilidad, riesgo y liquidez:

- La rentabilidad persigue conseguir el máximo rendimiento de las inversiones efectuadas.
- La gestión de la rentabilidad va ligada a la del riesgo, ya que más rentabilidad implica más riesgo, y viceversa. El riesgo se refiere a la posibilidad de tener pérdidas que reducen el valor de la empresa.
- Un nivel adecuado de liquidez permite poder afrontar los diferentes compromisos de pago, lo cual es imprescindible para que la empresa pueda funcionar con normalidad.

Las finanzas corporativas constituyen la tarea del director financiero de la empresa, que en muchos casos es asesorada por consultoras especializadas.

Este trabajo se propone presentar el marco general de actuación de las finanzas corporativas. Para ello, en el apartado 1.2 se analiza el concepto de creación de valor. En los apartados 1.3, 1.4 y 1.5 se describen las principales decisiones de

finanzas corporativas: inversión, financiación y reparto de dividendos. En el apartado 1.6 se trata la gestión de riesgos que incide en cualquier decisión de finanzas corporativas. A continuación, en el apartado 1.7 se exponen las relaciones principales entre el gobierno de la empresa y las finanzas corporativas. Finalmente, en el apartado 1.8 se presentan las principales conclusiones del capítulo.

1.2. La creación de valor a través de las finanzas corporativas

Como se ha indicado, el objetivo principal de las finanzas corporativas es maximizar el valor de la empresa y, en consecuencia, crear valor para sus accionistas. Por valor se entiende normalmente el dinero que percibe el accionista a lo largo de los años en que tiene acciones de la empresa. Desde el punto de vista de estos, existen diversas alternativas para medir la riqueza generada. Entre las más utilizadas están las siguientes:

• **Riqueza medida a través del aumento de valor de las acciones y del dinero entregado a los accionistas, ya sea con recompra de acciones o con dividendos** (apartado 1.5). El aumento de precio de mercado de las acciones se trata de un indicador claro, fiable y fácil de obtener, siempre que la empresa cotice en bolsa. Por otro lado, el precio de mercado tiene en cuenta toda la información disponible sobre la empresa hasta ese momento. Así, datos como el riesgo con el que opera la empresa, el valor de sus inversiones, la liquidez generada por la empresa o las expectativas de futuro son consideradas por el mercado cuando establece la cotización de las acciones de una empresa. El problema es que muy pocas empresas cotizan en bolsa, por lo que su utilización está limitada a un número muy reducido de grandes empresas.

• **Riqueza medida a través del EVA**. El EVA (valor económico añadido, del inglés, *economic value added*) es el importe que queda una vez se han deducido de los ingresos la totalidad de los gastos, incluidos el coste de oportunidad del capital y los impuestos. Es una herramienta que adquirió mucho auge a partir de los años 90 con los trabajos de Stern (1995). El EVA, por tanto, considera la productividad de todos los factores utilizados para desarrollar la actividad empresarial. En otras palabras, el EVA es lo que queda una vez se han atendido

todos los gastos y satisfecho una rentabilidad mínima esperada por parte de los accionistas. Por tanto, se crea valor en una empresa cuando la rentabilidad generada supera el coste de oportunidad de los accionistas.

Para calcular el EVA se opera como sigue:

Beneficio de las actividades ordinarias antes de intereses
y después de impuestos (BAIDI)
– Valor contable del activo x Coste promedio de la financiación
EVA

Para que el EVA sea positivo, la rentabilidad de los activos después de impuestos ha de ser superior al coste financiero de los mismos.

El EVA se diferencia de otros indicadores como el beneficio neto, el flujo de caja (beneficio más amortizaciones), el EBITDA (beneficios antes de intereses, impuestos y amortizaciones) o el flujo de caja libre (EBITDA menos impuestos, reinversiones en activos) en que estos no tienen en cuenta el coste de oportunidad de los accionistas. Por tanto, el EVA tiene en cuenta todos los recursos utilizados ya que el coste promedio de la financiación considera tanto el coste de la deuda como el coste de los fondos propios.

De forma sintética, podría decirse que existen cinco estrategias básicas para incrementar el EVA:

- Mejorar la eficiencia de los activos actuales. Si las inversiones rinden más, se incrementará la riqueza generada.
- Aumentar las inversiones en activos que rindan por encima del coste de la financiación.
- Bajar el coste de la financiación.
- Reducir la carga fiscal tomando decisiones que maximicen las desgravaciones y deducciones fiscales.
- Reducir los activos, manteniendo el BAIDI, para que se pueda disminuir la financiación total utilizada. Así, al reducir la financiación será menor su coste total, que es lo que se deduce del beneficio. Por lo tanto, aunque el

beneficio (BAIDI) siga siendo el mismo, el EVA aumentará al reducirse el coste financiero.

Con alguna de las estrategias expuestas, o combinaciones de ellas, que tienen mucho que ver con las finanzas corporativas, se puede aumentar el EVA y, por lo tanto, el valor creado para el accionista.

Los enfoques expuestos se centran en el valor para el accionista. Sin embargo, otras corrientes de pensamiento amplían este objetivo a más grupos con intereses en la empresa o *stakeholders*: trabajadores, acreedores, proveedores, clientes, administración pública y sociedad en general. La tendencia es lograr un adecuado equilibrio entre los intereses de todos los *stakeholders*. De todas formas, en este trabajo nos centraremos en la generación de riqueza desde el punto de vista del accionista.

1.3. Decisiones de inversión

Un primer tipo de decisión que entra en el ámbito de las finanzas corporativas es el que está relacionado con las inversiones. Las decisiones de inversión intentan colocar los recursos financieros escasos en las alternativas más interesantes para conseguir un buen equilibrio entre rentabilidad, riesgo y liquidez (figura 1.1).

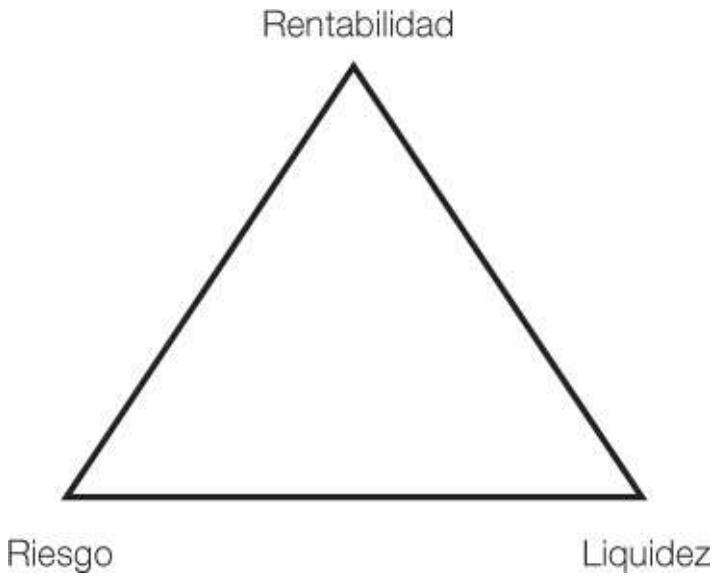


Figura 1.1. Objetivos de las decisiones de inversión.

Suelen clasificarse en dos grandes áreas: inversiones a largo plazo e inversiones a corto plazo:

1.3.1. Inversiones a largo plazo

Las decisiones de inversión a largo plazo van encaminadas a seleccionar aquellos activos que generen valor a largo plazo para la empresa. En este terreno, las finanzas corporativas evalúan operaciones tales como:

- **Inversiones en activos tangibles o intangibles,** como máquinas, inmuebles o marcas, por ejemplo.
- **Inversiones financieras,** como pueden ser las obligaciones o bonos, por ejemplo.
- **Reestructuraciones empresariales,** que suelen ser más complejas en cuanto a su evaluación y financiación:
    - Combinaciones de negocios:
        - Fusiones
        - Adquisiciones o absorciones de empresas
        - Adquisiciones de líneas de negocios
    - Alianzas estratégicas
    - Escisión
    - Venta de la empresa o de una parte de la misma (línea de negocio, activos separados...)

Las fusiones, adquisiciones y alianzas estratégicas persiguen el crecimiento (ventas, cuota de mercado, beneficios...), las sinergias (aumento de ingresos o reducción de gastos) o la diversificación. Por ello, es fundamental evaluar su impacto en el valor generado.

¿Cómo podemos saber qué inversiones generan valor y cuáles no? Las dos herramientas básicas de análisis de inversiones más aceptadas para responder a esta pregunta son (véase un análisis más detallado en el capítulo 2): el valor actual neto (VAN) y la tasa interna de rentabilidad (TIR). Una inversión creará valor si su

rentabilidad (TIR) supera el coste del dinero para la empresa (véase WACC más adelante y en el capítulo 2). En este caso, el VAN será mayor que cero.

El cálculo del VAN y la TIR de cualquier proyecto de inversión implica realizar estimaciones de dos variables clave que afectarán a su resultado final: los flujos de caja futuros (beneficio más amortizaciones) que aportará el proyecto y el coste del dinero. Cuanto más elevados sean los flujos de caja aportados por el proyecto y cuanto menor sea el coste del dinero, mayor valor aportará este proyecto de inversión a la empresa. De forma complementaria, también se utilizan otras técnicas como el plazo de recuperación o el ROI (beneficio antes de intereses e impuestos dividido por la inversión).

Pero nada es sencillo cuando se trata de hacer previsiones. Cuantificar las previsiones futuras de flujos de caja que ofrecerá la inversión propuesta es complejo y conlleva un nivel de riesgo o error apreciable... ¡Y sin embargo debemos decidir hoy si se lleva a cabo o no la inversión! No es trivial. Cuando Apple decidió invertir en el proyecto del Iphone o del Ipad ¿conocía con seguridad los flujos futuros que iba a obtener en la realidad? Obviamente no. La inversión ha sido un éxito rotundo y ni el más optimista podía imaginar los rendimientos finales de dicha inversión. Las empresas concesionarias que han invertido en autopistas deficitarias, ¿Sabían que los flujos futuros que obtendrían iban a ser tan reducidos? Obviamente tampoco, de haberlos conocido no hubieran emprendido la aventura. En definitiva, una decisión de este tipo requiere no solo una visión puramente financiera, sino también una visión estratégica.

Las reestructuraciones empresariales (compras de empresas...) se evalúan con técnicas de **valoración de empresas** (capítulo 3). El método de referencia es el descuento de flujos de caja libre, que calcula el valor actual de los flujos de caja libre (EBITDA menos impuestos y menos reinversiones en activos) aplicando una tasa de descuento (coste medio de la financiación utilizada).

Por otro lado, las decisiones de inversión conllevan riesgos que se deben analizar, medir y gestionar (apartado 1.7). Cuando una inversión puede tener diversos escenarios futuros se utilizan métodos como los árboles de decisión o las opciones reales. Cuando los flujos de una inversión son difíciles de estimar, se efectúan análisis de sensibilidad modificando cada una de las variables sensibles para ver su impacto en el valor generado.

1.3.2. Inversiones a corto plazo

Estas inversiones, denominadas también inversiones en circulante (véanse los capítulos 4, 5 y 6), incluyen las de fondo de maniobra y las inversiones financieras a corto plazo. Las primeras tienen en cuenta las necesidades de la empresa en cuanto al nivel de existencias, realizable y disponible necesario para una gestión eficiente, así como la financiación automática que proporcionan los proveedores u otros acreedores (impuestos, Seguridad Social, suministros...).

La gestión de estos activos corrientes es un elemento clave de éxito ya que tanto un exceso como un déficit en ese tipo de inversiones reducirán el valor de la empresa.

Una correcta gestión de existencias (compras, almacenamiento, producción, etc.), también denominada *stock management*, con la utilización de herramientas como el justo a tiempo o el *kanban*, permite aplicar los recursos estrictamente necesarios para el buen funcionamiento de la empresa. Por contra, unos recursos excesivos (existencias de seguridad desproporcionadas, costes de almacenamiento elevados, etc.) implican un menor rendimiento que reduce el valor generado y drena recursos para otras inversiones más rentables.

Asimismo, una gestión eficiente del realizable —básicamente el crédito a clientes— y de la tesorería (movimientos y saldos de liquidez, inversiones financieras a corto plazo...) favorecen la generación de liquidez que evite problemas con los pagos de la empresa. Estas técnicas reciben la denominación de *credit management* (gestión del crédito a clientes) y *cash management* (gestión de la tesorería). Un exceso de recursos puede producir un déficit en su capacidad de inversión y una asignación escasa de recursos puede hacer que la empresa tenga problemas de tesorería y, por tanto, de liquidez, y conducirla, en el caso extremo, a una situación de concurso de acreedores.

En definitiva, una eficiente gestión de las inversiones en circulante permite generar valor y asegurar la liquidez necesaria para el desarrollo de las actividades sin tensiones de tesorería. En otras palabras: ser eficientes en las inversiones en circulante es condición necesaria, pero no suficiente, para poder realizar una buena gestión de las inversiones a largo plazo en activos no corrientes.

1.4. Decisiones de financiación

Otra gran área decisoria de las finanzas corporativas es la relacionada con la financiación de las inversiones empresariales. Se trata de conseguir los recursos necesarios, al mínimo coste y con las mínimas contrapartidas como garantías, avales, *covenants*, etc. (figura 1.2). Los *covenants* son compromisos que la empresa adquiere al recibir un préstamo. Ejemplos de *covenants* son el compromiso de auditar las cuentas, de no repartir dividendos o de cumplir determinados ratios financieros.

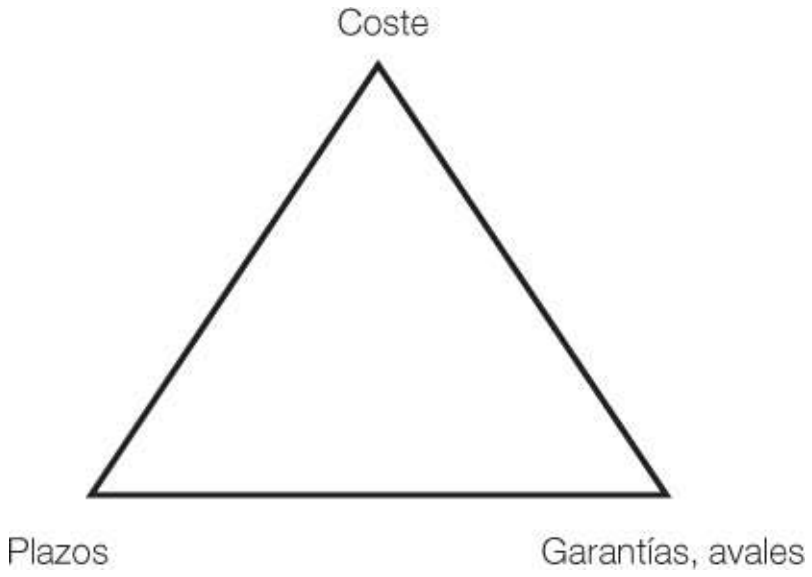


Figura 1.2. Objetivos de las decisiones de financiación.

Existen dos grandes vías para financiar las inversiones (figura 1.3): fondos propios (capital y reservas) y deuda. Más recientemente, han ido apareciendo productos híbridos que están en la frontera de ambos, que no son ni deuda pura ni fondos propios puros, como por ejemplo las obligaciones obligatoriamente convertibles o las participaciones preferentes, pero la gran mayoría de las empresas sigue financiándose mediante la emisión de acciones o pidiendo un préstamo al banco.

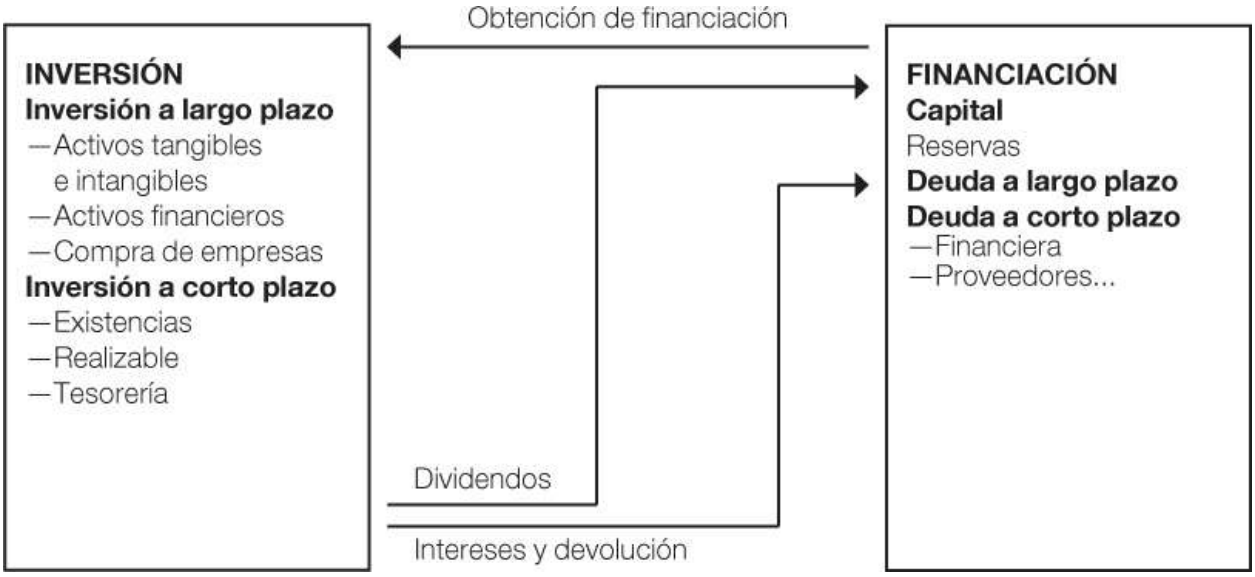


Figura 1.3. Flujos financieros de las inversiones y la financiación de la empresa.

Entre los temas más relevantes de las decisiones de financiación, destacan la gestión del coste de capital y la elección de la estructura óptima de la financiación (ver capítulo 7).

1.4.1. El coste de capital

Una de las funciones claves de las finanzas corporativas es la optimización del coste de capital, que es el coste medio de toda la financiación (WACC o *weighted average cost of capital*) que utiliza la empresa. Tiene en cuenta el coste que debe pagar a sus acreedores por la deuda contraída y el coste que debe soportar para remunerar a sus accionistas. El coste de los capitales propios suele ser mayor que el coste del endeudamiento, ya que el riesgo asumido por parte de los inversores que deciden ser acreedores de la empresa (deuda) es menor que el de los que deciden ser socios (capital). Quien asume más riesgo también exige más rentabilidad y lo que para el inversor es rentabilidad, para la empresa es coste. La rentabilidad esperada por los accionistas por invertir en la empresa es el coste de los fondos propios de la empresa, y la rentabilidad esperada por los acreedores por prestarle dinero a la empresa es el coste de su deuda. El coste de capital de una empresa se calcula a partir de la media ponderada del coste de ambas: deuda y fondos propios,

tal y como se expone detalladamente en el capítulo 2.

Dado que uno de los objetivos de las finanzas corporativas es la minimización del coste de capital, es fundamental que cada empresa encuentre su estructura financiera óptima.

1.4.2. La estructura financiera óptima

Llegados a este punto, surge una pregunta estratégica respecto a la financiación de una empresa:

¿Qué estructura de financiación o «estructura de capital» es la óptima en una empresa?

Nos estamos refiriendo a la proporción óptima entre deuda y fondos propios. Modigliani y Miller (1958) rompen con las teorías tradicionales que afirmaban que existía una combinación óptima entre deuda y capital que minimizaba el coste de capital y aumentaba el valor de la empresa. Según ellos, el coste de capital y el valor de la empresa son independientes de su estructura financiera, por tanto, el que decidamos tener mayor proporción de deuda o de fondos propios no va a aportar valor a la empresa.

La principal crítica que recibieron fue que su tesis no tenía en cuenta los impuestos. Pocos años después, Modigliani y Miller (1963) reformularon su modelo incorporando el efecto de los impuestos. En este segundo modelo, llamado de la Dependencia (pues ahora el valor de la empresa sí depende de la estructura financiera elegida), concluían que cuanto más endeudada estuviera una empresa, menor coste de capital soportaría y, por tanto, su valor aumentaría. En definitiva, su tesis afirmaba que el endeudamiento —apalancamiento financiero— aporta valor a la empresa principalmente debido a la ventaja fiscal del endeudamiento, ya que los intereses pagados son deducibles fiscalmente (figura 1.4).

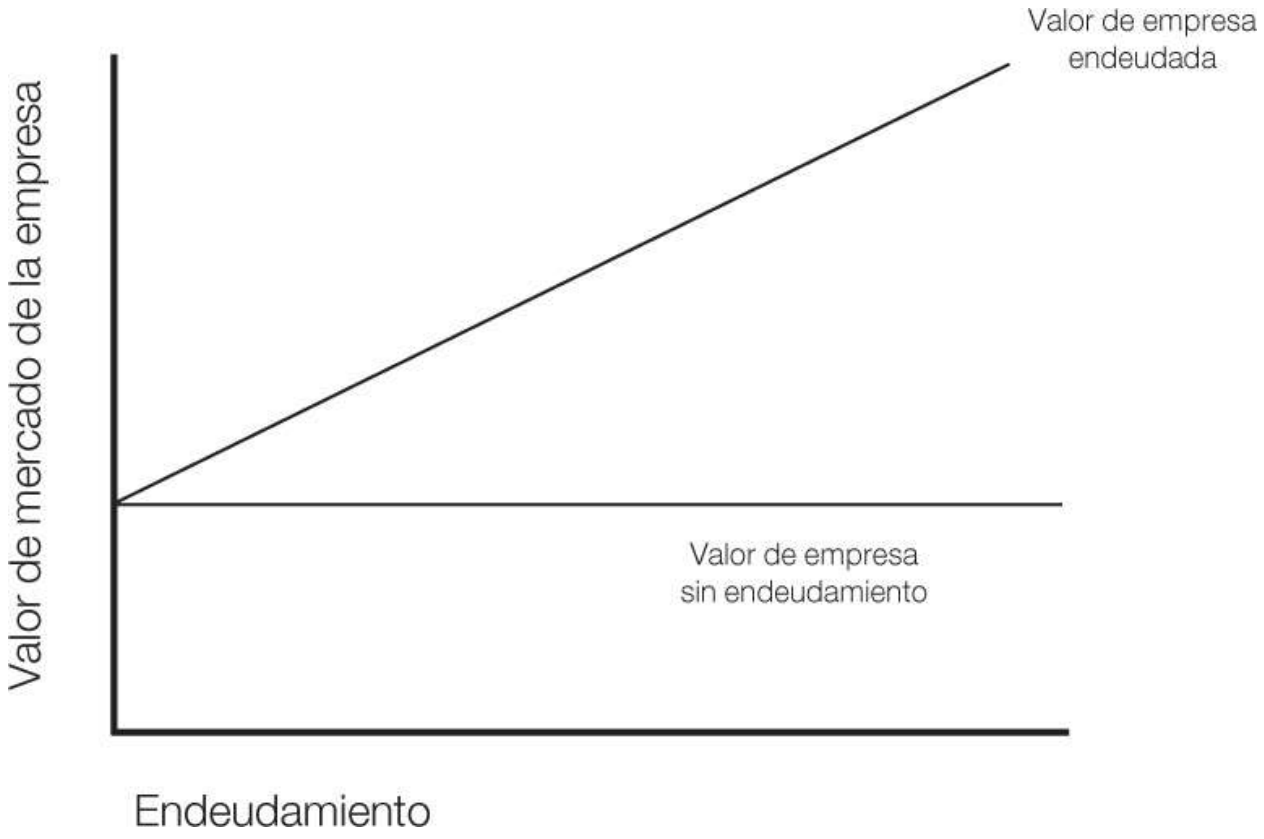


Figura 1.4. Valor de mercado de la empresa con y sin endeudamiento.

Posteriormente, muchos otros economistas, aceptando las aportaciones básicas de Modigliani y Miller, consideran que el endeudamiento tiene un límite a partir del cual deja de ser eficiente y disminuye el valor de la empresa (figura 1.5). Han analizado e incorporado diversas variables al modelo de Modigliani y Miller para dotar de más realidad las conclusiones obtenidas. Su análisis se centra en el estudio de las variables que, al aumentar el endeudamiento a partir de un cierto nivel, producen un incremento de costes en la empresa que afecta negativamente a su valor. Todas ellas forman las teorías del *trade off* (intercambio entre «ventaja fiscal» y «riesgo de quiebra» a medida que aumenta la deuda).

El endeudamiento aporta valor pero hasta un determinado nivel, en el que una serie de variables afectadas por los mercados: costes de insolvencia, fiscalidad, garantías y avales, imagen de la empresa, etc., hacen que el valor de la empresa disminuya si aumenta el endeudamiento.

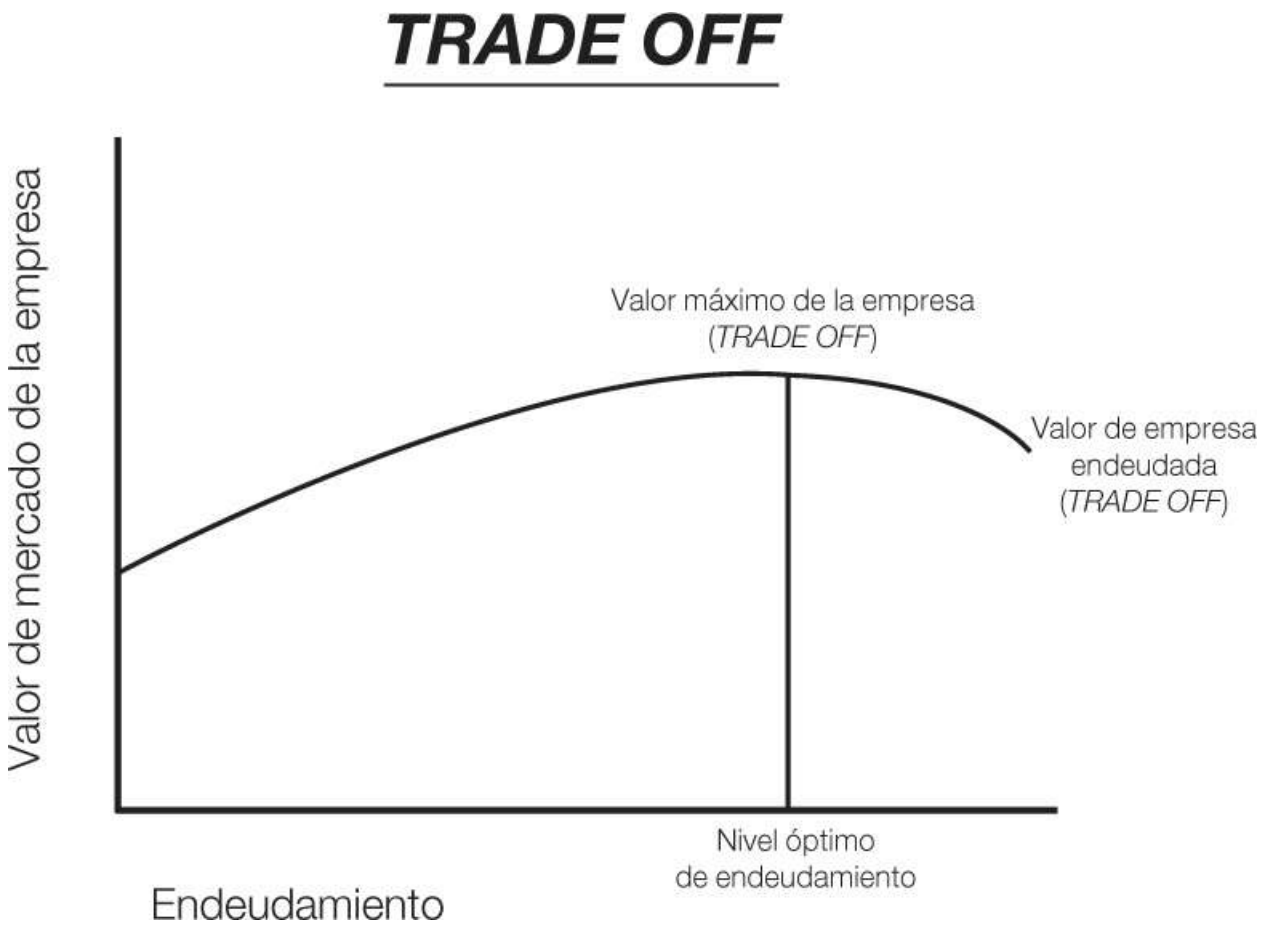


Figura 1.5. *Trade off* que relaciona endeudamiento y valor de la empresa.

Este tema se profundiza en el capítulo 7.

1.4.3. La selección de las mejores alternativas de financiación

Cuando una empresa quiere acometer una inversión, puede financiarla a través de los propios recursos que genera (autofinanciación), pero en general esta es una fuente de financiación que difícilmente podrá cubrir sus necesidades de inversión a largo plazo. La autofinanciación solo es suficiente en el caso, muy poco frecuente, de las empresas muy rentables y con formas de operar que necesitan poca financiación.

La otra alternativa es conseguir los fondos necesarios o bien a través de las aportaciones de los socios (aportaciones de fondos propios) o endeudándose (aportaciones de fondos ajenos). Esta disyuntiva toma un cariz diferente si la

petición de recursos se canaliza a través de un intermediario financiero o a través de los mercados de capitales (privados o públicos) de renta variable y de renta fija.

1.4.3.1. Financiación a través de fondos propios

Cuando una empresa pequeña o mediana desea ampliar sus fondos propios, generalmente son los propios socios o personas físicas o jurídicas próximos a ellos quienes harán dichas aportaciones. Esos recursos, si no provienen de su propio ahorro generado, los obtendrán mediante créditos concedidos por entidades financieras para adquirir las nuevas acciones emitidas por la empresa.

En el caso de empresas de mayor tamaño y que precisan de un mayor volumen de inversión, estas pueden acudir a los mercados de capitales emitiendo acciones que podrán ser adquiridas por un mayor número de posibles inversionistas-accionistas. Es importante distinguir entre las acciones cotizadas en una bolsa de valores y las no cotizadas. A las acciones cotizadas se las llama en inglés *public equity* (acciones que cotizan en un mercado público de capitales, una «bolsa»), las segundas no cotizan —no son líquidas— y forman parte del mercado privado de capitales (acciones privadas o en inglés *private equity*). En la figura 1.6, se acompañan las vías principales de financiación a través de capital.

La distinción anglosajona es muy clarificadora:

- Las sociedades anónimas que emiten acciones públicas, es decir, que cotizan en un mercado secundario de capitales, están obligadas a dar información pública de forma continuada y constante. Una empresa cotizada se traduce en inglés como una *public company*, y debe ser más transparente y dar toda la información relevante para que los inversores puedan tomar con mayor conocimiento de causa sus decisiones de inversión.
- Por el contrario, las sociedades que emiten acciones privadas o no cotizadas en un mercado público son más opacas. Si una empresa de tamaño medio o pequeño desea ampliar su capital, muy probablemente tampoco podrá hacerlo emitiendo acciones cotizadas en los mercados de capitales; tendrá que captar ese capital que precisa a través de emisiones

privadas, de una forma más doméstica, más cercana, que es lo que se denomina *private equity*.

Cuando una empresa desea que sus acciones sean admitidas a cotización en una bolsa de valores, debe cumplir una serie de requisitos y una vez se ha aceptado su solicitud, la forma de iniciar su salida a bolsa suele ser mediante una OPV o una OPS.

Las **ofertas públicas de venta (OPV)** son operaciones que se realizan cuando un propietario de un gran volumen de acciones de una empresa desea vender la totalidad o parte de su paquete accionarial. Por ello, la venta se hace de forma ordenada y regulada a través de una OPV.

Las OPV no son operaciones de mercado primario (emisiones) porque se trata de vender valores ya emitidos. Las OPV se suelen realizar motivadas por dos situaciones, principalmente:

	INTERMEDIARIO (bancos, etc.)	MERCADO «PRIVADO» DE CAPITALES (capital riesgo, *private equity*, *family* office, etc.)	MERCADOS «PÚBLICO» DE CAPITALES (bolsas de valores)
Alternativas de financiación	Crédito a socios y posterior aportación a la empresa emitiendo acciones nuevas.	Emisión de acciones (*private equity*). Emisión de híbridos (preferentes, obligaciones convertibles, deuda subordinada).	Emisión de acciones (acciones cotizadas). Emisión de híbridos (preferentes, obligaciones convertibles, deuda subordinada). OPS, BUY-OUTS, etc.
VENTAJAS	Facilidad administrativa.	Menor coste de capital que a través del intermediario y mayor que a través del mercado «público».	Mayor y más fácil acceso a capitales y posibles inversores. Menor coste de capital que a través de intermediarios bancarios y mercados privados de capitales. Liquidez para los inversores.
INCONVE-NIENTES	Garantías personales. Ineficiencias fiscales. Mayor coste de capital.	Difícil acceso a posibles inversores (mayor dificultad a medida que el activo pierde prelación de cobro). Inversión no-líquida para los inversores.	Obligaciones de información de empresa cotizada. Complejidad administrativa. Pérdida de independencia. Posibles OPA.

Figura 1.6. Principales alternativas de financiación con fondos propios, ventajas e inconvenientes.

— **OPV de acciones no cotizadas**. Se realizan como fase previa a su cotización en bolsa.

— **OPV de acciones ya cotizadas**. En este supuesto, el accionista mayoritario se desprende de una parte o de todo el paquete de acciones que tiene, y las pone a disposición del público.

Otro caso es el de la **oferta pública de suscripción (OPS)**. En este caso, sí se trata de una operación de mercado primario, pues es una oferta de acciones nuevas —y, por tanto, implica una ampliación de capital— que el emisor realiza como entrada a cotizar en bolsa.

En las OPV y OPS aunque el precio lo puede fijar libremente el oferente, se ha de seguir un proceso administrativo complejo supervisado por el supervisor bursátil (SEC en Estados Unidos, FSA en el Reino Unido, AFM en Francia, CNMV en España...). En cualquier oferta pública se ha de realizar un folleto informativo de dicha oferta, que ha de ponerse gratuitamente a disposición de los interesados. En los procesos de adjudicación de las OPV y OPS, muchas veces se establecen varios tramos de oferta. Por ejemplo, un tramo puede dirigirse a pequeños inversores, otro para inversores institucionales nacionales y otro para inversores extranjeros, generalmente institucionales. En cada uno de los tramos pueden ponerse topes máximos y mínimos de las acciones a adquirir.

1.4.3.2. Financiación a través de fondos ajenos

La otra gran vía de financiación es la deuda (figura 1.7). Para las empresas de pequeño o mediano tamaño, generalmente la única posibilidad de endeudarse es acudiendo a una entidad de crédito (intermediario financiero). Sin embargo, cuando el tamaño aumenta —y por tanto, el volumen de financiación solicitada también aumenta— el acceso a los mercados de capitales, tanto privados como públicos, suele ser una buena alternativa.

La desintermediación financiera significa justamente esto: que las empresas emiten bonos (y acciones) que serán adquiridos por los ahorradores directamente a través de los mercados de capitales. Las empresas cotizadas son las que acceden de forma más fácil y directa al ahorro de los inversores.

En principio, cuando la empresa tiene una cierta dimensión, el coste de capital de los recursos captados a través de emisiones de renta fija (bonos, etc.) es menor

cuando la empresa lo realiza directamente a través del mercado de capitales, que cuando lo hace a través de un intermediario financiero. Esta es la principal ventaja de los mercados de capitales: acceso directo al ahorro del sistema, en condiciones más favorables que las obtenidas a través de los bancos o intermediarios financieros en general.

Si la emisión de renta fija es «privada», el coste de capital para la empresa emisora será, en principio, mayor que si la emisión es «pública», es decir, cotizada en un mercado secundario organizado.

	DEUDA (FINANCIACIÓN AJENA)		
	INTERMEDIARIO (bancos, etc.)	**MERCADO «PRIVADO» DE CAPITALES (capital riesgo, *private equity, family office,* etc.)**	**MERCADOS «PÚBLICO» DE CAPITALES (mercados secundarios de renta fija)**
Alternativas de financiación	Crédito bancario a la sociedad (línea de crédito, préstamo, leasing, *factoring*, etc.).	Emisión privada de renta fija.	Emisión de renta fija cotizada.
VENTAJAS	Facilidad administrativa. Ventajas fiscales de la deuda.	Menor coste de capital que a través del intermediario y mayor que a través del mercado «público». Ventajas fiscales de la deuda.	Mayor y más fácil acceso a capitales y posibles inversores. Menor coste de capital que a través de intermediarios bancarios y mercados privados de capitales. Liquidez para los inversores. Ventajas fiscales de la deuda.
INCONVE-NIENTES	Posibles garantías personales. Mayor coste de capital.	Difícil acceso a posibles inversores. Inversión no-líquida para los inversores.	En general, poca liquidez para los inversores. Obligaciones de información de emisión cotizada. Complejidad administrativa.

Figura 1.7. Principales alternativas de financiación con fondos ajenos, ventajas e inconvenientes.

La elección de las mejores alternativas de financiación dependerá de muchas variables, tal y como ya se ha indicado, pero además tendrá que considerar la etapa del ciclo de vida en el que se encuentra la empresa. Tal y como se puede visualizar en la figura 1.8, las necesidades de inversión y la capacidad de generar beneficios varían mucho a lo largo de la vida de la empresa. Por ello, en la etapa inicial, cuando hay muchas necesidades de inversión y no se generan beneficios, las vías más habituales son los préstamos de familiares y amigos, además de los bancos. En cambio, cuando la empresa demuestra que es capaz de generar beneficios ya puede acudir a otras vías de financiación como el capital riesgo. Más adelante, cuando la empresa empieza a obtener muchos beneficios ya se puede plantear otras opciones como la Bolsa, por ejemplo.

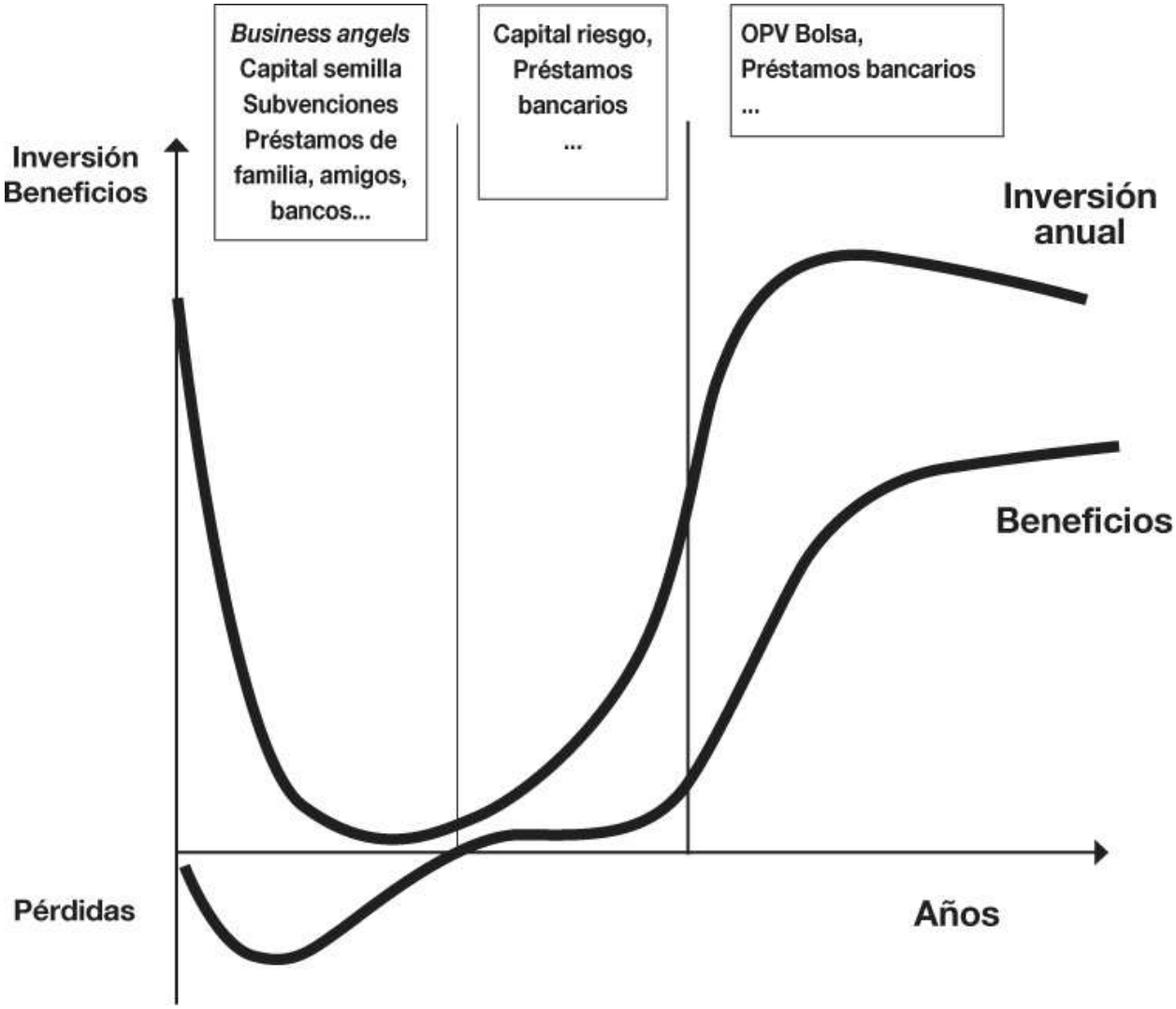


Figura 1.8. Fuentes de financiación según la etapa del ciclo de vida de la empresa.

1.5. Decisiones sobre dividendos

Otro ámbito de decisiones de las finanzas corporativas es el correspondiente a la política de dividendos que tiene que distribuir los recursos generados entre la parte que va a los accionistas y la parte que se queda en la empresa como autofinanciación. La retribución al accionista puede ser o bien repartiendo dividendo o bien recomprando acciones. El reparto de dividendos o la recompra de acciones de una empresa suele ser una señal positiva para el mercado ya que indica que la empresa consigue obtener beneficios suficientes tanto para recompensar a los accionistas como para autofinanciarse.

Las empresas, normalmente, siguen alguna de las políticas siguientes:

— Cantidades estables de dividendos por acción.
— Porcentajes constantes de dividendos sobre beneficios.
— Dividendos estables.
— Dividendos cero.

Entre los diversos factores que inciden en la política de dividendos están las disponibilidades de tesorería, las expectativas de los accionistas, el nivel de endeudamiento, las posibilidades de crecimiento, la fiscalidad y el control de la empresa, entre otros.

La controversia principal es si la política de dividendos influye en el valor de la empresa. Muchas aportaciones teóricas se han elaborado para responder a esta pregunta, que se podrían agrupar en varios bloques:

— Los que consideran que la política de dividendos es irrelevante. Miller y Modigliani (1961) hicieron una aportación muy relevante, demostrando que, dadas unas hipótesis de partida, la decisión de reparto de dividendos es irrelevante respecto a su influencia en el valor de una compañía. El valor de una empresa es función de la rentabilidad de las inversiones efectuadas y no de si estos rendimientos son repartidos o no entre los accionistas.

— Las propuestas de Gordon (1959) y Lintner (1964) consideran que el reparto de dividendos sí es relevante y puede favorecer el aumento de valor de la empresa. Se conocen como teorías del «pájaro en mano». Dadas dos empresas con un mismo nivel de riesgo, aquella que reparte mayores dividendos será más apreciada por los inversores y estos estarán dispuestos a pagar más por ella. Esta mayor apreciación por el mercado aumentará el valor de sus acciones y, por tanto, el valor total de la empresa. La teoría se basa en la suposición de que los inversores perciben menos riesgo en los dividendos actuales que en los futuros. Por tanto, cuanto antes los reciban mejor.
— Las teorías que relacionan la política de dividendos con el rendimiento de las inversiones y el coste de capital. En principio, consideran que vale la pena repartir dividendo cuando el rendimiento que obtiene la empresa es menor al coste de capital. En este caso, es más interesante repartir dividendo. En cambio, cuando la empresa puede generar un rendimiento con sus inversiones que supera al coste de capital, es mejor dedicar el dinero generado a invertirlo en la empresa.
— Las teorías de la relevancia fiscal de la política de dividendos, donde se considera que el reparto de dividendos sí es relevante, pero de forma negativa, reduciendo el valor de la empresa. Se basan en que el pago de dividendos aumenta el pago de impuestos por parte de los accionistas. Estas teorías consideran que cuando alguien invierte en acciones de una empresa obtiene rendimientos de dos formas posibles: mediante los dividendos cobrados mediante la plusvalía generada, también llamada ganancia de capital. Pero una va en contra de la otra, ya que una compañía que reparte dividendos vale menos. Los dividendos se gravan inmediatamente, por eso los accionistas prefieren la ganancia de capital ya que permite modular el pago fiscal a su conveniencia, dado que este se producirá cuando el accionista decida vender sus acciones. Los autores de esas teorías indican que la liquidez generada por la compañía, al no destinarse a dividendos, se dedicará a inversiones que generarán valor a la empresa.

Sin embargo, en la realidad cotidiana de las empresas, las casuísticas son muy

diversas y poco comparables. No tienen los mismos objetivos respecto a la política de dividendos una empresa familiar o unipersonal que una empresa cotizada en bolsa con un accionariado enormemente atomizado. En una empresa familiar es posible que el interés de la propiedad sea transmitir el máximo valor posible en el momento en que los sucesores heredan la empresa. En cambio, en una empresa cotizada las perspectivas son mucho más a corto plazo. Cuando la propiedad está en manos de fondos de inversión cuya permanencia en el capital de la empresa no tiene una voluntad de permanencia, difícilmente se les podrá retener sin una política generosa de dividendos, mientras que las compañías con un accionariado estable y comprometido, será más receptivo a la renuncia de un porcentaje de dividendos sin entender que ello lesione sus intereses.

1.6. La gestión de riesgos financieros

Los riesgos son consecuencia de la evolución de los mercados (por ejemplo, el riesgo de tipo de cambio), o de las relaciones con otras empresas (riesgo de crédito, por ejemplo) o de la actuación de la propia empresa (riesgo legal por incumplir alguna normativa). Tanto las decisiones de inversión como las de financiación implican múltiples riesgos financieros que han de ser evaluados y gestionados adecuadamente ya que pueden afectar negativamente al valor de la empresa. Para ello, hay que conseguir una cobertura adecuada de los distintos riesgos financieros con los que la empresa debe convivir.

Entre estos riesgos cabe destacar el riesgo de crédito ligado a la morosidad de la clientela, el riesgo de liquidez (imposibilidad puntual de atender obligaciones de pago) o de quiebra (insolvencia definitiva de la empresa), el riesgo de mercado (riesgo de fluctuación de activos que cotizan en mercados bursátiles, riesgo de tipos de interés y riesgo de tipo de cambio), por ejemplo. La cobertura de riesgos exige una política adecuada de prevención. Sin duda, una cierta dosis de riesgo es inevitable, pero para ello existen mecanismos de prevención.

Una parte significativa de los riesgos pueden cubrirse. Por ejemplo, el riesgo de crédito o de impago de un cliente, puede reducirse a través de los seguros de cambio o del *factoring*. El riesgo de liquidez, que se refiere a la existencia de tensiones de tesorería que impidan atender las obligaciones de pago, puede

evitarse a través de la planificación financiera y la contratación de productos que permitan disponer de liquidez en momentos punta (pólizas de crédito, por ejemplo). Los riesgos de mercado pueden mitigarse con instrumentos financieros derivados (opciones, futuros, *forward*, *swaps*...).

El director financiero de la empresa es responsable de conseguir que la empresa gestione de forma adecuada estos riesgos con el fin de minimizar las consecuencias negativas que podrían suponer la no gestión (o la mala gestión) de los mismos. Cualquiera de los riesgos enumerados puede provocar una reducción drástica del valor o incluso la desaparición de la empresa. Por ejemplo, cuando un cliente muy importante quiebra, o cuando los mercados fluctúan de forma muy perjudicial. Por ello, la alta dirección de la empresa y su consejo de administración han de establecer los mecanismos adecuados para el control de los riesgos.

1.7. Interrelaciones entre finanzas corporativas y gobierno de la empresa

El gobierno corporativo, que es el sistema a través del cual se dirigen y controlan las empresas, tiene un papel decisivo en la gestión y reducción del riesgo, en la generación de valor y también en las relaciones entre los diferentes *stakeholders*: la dirección de la empresa, su consejo de administración, los accionistas y otros *stakeholders* (empleados, acreedores, sociedad...).

El gobierno corporativo ha de permitir un equilibrio adecuado entre los intereses de los diferentes *stakeholders*. Para ello, supervisa la actuación de los directivos y las relaciones entre los *stakeholders*. De esta forma, se trata de garantizar las mejores prácticas en la gestión y en la transparencia de la empresa.

Los fundamentos teóricos del gobierno corporativo se basan en la teoría de la agencia, que ya aparece en los trabajos de Adam Smith (1776), dada la asimetría de objetivos entre accionistas, miembros del consejo y directivos. Según la teoría de la agencia, los costes se producen cuando el principal (los accionistas) designa a los agentes (miembros del consejo y directivos) para que dirijan la empresa. Como estos colectivos tienen objetivos e información diferente se pueden producir resultados no deseados.

El impulso del gobierno corporativo se produce a raíz del crack de 1929.

Poco después aparecieron los trabajos de Berle y Means (1932) y de Coase (1937) que propusieron mecanismos para controlar la actuación de los directivos y así proteger los intereses de los accionistas. El gobierno corporativo, precisamente, contribuye a reducir los costes de agencia. De hecho, en las empresas pequeñas y medianas en las que hay más coincidencia entre accionistas, consejeros y directivos el gobierno corporativo no es un problema relevante.

Hay diversas facetas del gobierno corporativo que tienen relaciones con las finanzas corporativas. Veamos algunos ejemplos:

— Funcionamiento y transparencia del consejo de administración y la dirección.
— Salvaguarda de los derechos de los accionistas (participación en asambleas, dividendo, información y gestión sobre riesgos, auditoría y control interno, transparencia y calidad de la información financiera de la empresa...).
— Sistemas de retribución de los miembros del consejo y de la dirección (opciones sobre acciones, *bonusses*...).
— Responsabilidad de los administradores.
— Salvaguarda de los derechos de los acreedores (política de endeudamiento, información financiera de la empresa, relaciones con agencias de rating...).

Las reglas principales del gobierno corporativo están en la legislación mercantil. Sin embargo, a lo largo de los últimos años, y especialmente como consecuencia de los grandes escándalos financieros producidos, se han ido reforzando las obligaciones de la empresa en materia de gobierno corporativo (Ley Sarbanes-Oxley en Estados Unidos, Informe Cadbury en el Reino Unido, Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas en España...) y también se han ido difundiendo guías de buenas prácticas. Esto afecta esencialmente a las empresas cotizadas.

1.8. Conclusiones

Seguidamente, resumimos los principales conceptos tratados y también apuntamos

diversos retos de futuro.

Las finanzas estudian cómo obtener el mejor provecho de recursos financieros escasos.

Las finanzas corporativas tienen como principal objetivo elevar el valor de la empresa, a través de las decisiones de inversiones, financiación y dividendo.

Por valor se entiende normalmente el dinero que percibe el accionista a lo largo de los años en que tiene acciones de la empresa.

Al evaluar inversiones hay que encontrar un equilibrio adecuado entre los subobjetivos de rentabilidad, riesgo y liquidez. Las inversiones tienen que asegurar que el rendimiento obtenido es superior al coste del dinero para la empresa, con un nivel de riesgo adecuado y garantizando la liquidez necesaria para atender los compromisos de pago.

Al decidir sobre financiación, se trata de conseguir los recursos necesarios, al mínimo coste y con las mínimas contrapartidas como garantías, avales, *covenants*, etc. Para ello, una de las responsabilidades de las finanzas corporativas es diseñar y gestionar la estructura financiera óptima de la empresa.

- El coste de los fondos propios se calcula a partir del denominado coste de oportunidad de los accionistas, que es la rentabilidad mínima exigida por los accionistas. También puede estimarse a partir del tipo de interés sin riesgo, más la prima de riesgo de mercado y la prima de riesgo específica de la propia empresa.
- La elección entre fondos propios y deuda ha de hacerse considerando las diferentes ventajas e inconvenientes que tienen cada una de ellas en cada caso concreto.
- La política de dividendos más razonable depende de diversas cuestiones que pueden variar según la situación y perspectivas de cada empresa.
- Las finanzas corporativas están condicionadas por múltiples riesgos que deben gestionarse adecuadamente.
- Cada vez es más relevante la interrelación entre las finanzas y el gobierno corporativo de la empresa.

Cosas que sabemos y cosas que no sabemos de las finanzas corporativas

Como complemento a las conclusiones, también es oportuno identificar aquellos aspectos de las finanzas corporativas en los que hay certezas, para distinguirlos de aquellos otros en los que aún hay muchos interrogantes:

- El valor creado por la empresa se puede medir a través del aumento de valor de las acciones y del dinero entregado a los accionistas. También se puede medir con el EVA.
- Se puede aumentar el valor consiguiendo que los activos rindan más, bajando el coste de la financiación u optimizando la fiscalidad.
- Más rentabilidad implica normalmente más riesgo.
- Una inversión crea valor si su rentabilidad (TIR) supera el coste del dinero. En este caso, el VAN será mayor que cero.
- El método de referencia para valorar empresas es el descuento de flujos de caja libre.
- El método más aceptado para obtener el coste de capital de una empresa es el WACC, o coste medio ponderado del coste de los fondos propios y el coste de la deuda.
- El coste de los capitales propios suele ser mayor que el coste del endeudamiento, ya que el riesgo asumido por parte de los inversores que deciden ser acreedores de la empresa (deuda) es menor que el de los que deciden ser socios (capital).
- El endeudamiento aporta valor a la empresa dadas sus ventajas fiscales respecto a los fondos propios.
- A partir de un nivel de endeudamiento la empresa alcanza una alta probabilidad de entrar en peligro de quiebra, pero no sabemos calcular con exactitud cuál es ese nivel. La diversidad de factores cambiantes tanto internos como externos que influyen complica sobremanera dicho cálculo.
- Sabemos calcular con cierta precisión el coste de endeudamiento de una empresa, no así el coste de los fondos propios. Hay aproximaciones teóricas solventes a este intento de valoración del coste de los fondos propios de una empresa, pero no resuelven con exactitud la incógnita.
- La etapa del ciclo de vida influye en las necesidades de inversión y en la capacidad de generación de beneficios. Por tanto, también influye en la financiación.

- La política de dividendos está muy influida por la evolución de diversas variables entre las que destacan las disponibilidades de tesorería, las expectativas de los accionistas, el nivel de endeudamiento, las posibilidades de crecimiento, la fiscalidad y el control de la empresa, entre otros. No hay una fórmula exacta que permita conocer cuál es la política óptima de dividendos, ya que juegan muchas variables, algunas de ellas de determinación subjetiva.
- Cuando la empresa no consigue que sus inversiones obtengan un rendimiento que supere al coste de la financiación, puede ser conveniente devolver el dinero a los accionistas, ya sea con dividendos o con recompras de acciones.
- El riesgo existe, pero la prevención también. Las finanzas corporativas están inmersas en múltiples riesgos y es fundamental que se gestionen adecuadamente para conseguir unos niveles de prevención que no pongan en peligro la empresa.

Nuevas tendencias en finanzas corporativas

Uno de los retos principales de las finanzas es influir en la estrategia del negocio y en las prioridades operativas.

Otro reto importante es el de que encontrar un equilibrio entre los intereses de los distintos *stakeholders* de la empresa. Las nuevas tendencias en gobierno corporativo otorgan un papel creciente a las interrelaciones con las finanzas corporativas en temas tan relevantes como la retribución de accionistas, consejeros y directivos; y el control de los riesgos.

En los últimos años también ha ido despertando interés el tema de la medición y gestión de los intangibles (marcas, redes de clientes, saber-hacer...) ya que influyen decisivamente en el valor de las empresas.

Referencias bibliográficas

ACCID (2011): «Nuevas tendencias en financiación empresarial», *Revista de Contabilidad y Dirección*.

BERLE, A.A. y MEANS, G.C. (1932): *The modern corporation and private property*, Macmillan.

BODIE, Z. y MERTON, R. (2003): *Finanzas*, Prentice Hall – Pearson Education.

BREALEY, R. A. y MYERS, S. C. (2010): *Principles of Corporate Finance*, McGraw-Hill, Nueva York.

COASE, R.H. (1937): «The nature of the firm», *Economica*, 4.

GÓMEZ-BEZARES, F. y APRAIZ, A. (2012): «Política de dividendos», *Revista de Contabilidad y Dirección*, núm. 15.

GORDON, M. (1959): «Dividends, earnings, and stock prices». *The Review of Economics and Statistics*, 41.

LINTNER, J. (1964): «Optimal dividends and corporate growth under uncertainty. The Quarterly Journal of Economics, 1964. Vol. 78, N.º 1.

MILLER, M y MODIGLIANI, F. (1961): «Dividend Policy, and the Valuation of Shares», *Journal of Business*, 34. octubre, pp. 411-433.

MODIGLIANI, F. y MILLER M. (1958): «The cost of capital, corporation finance and the theory of investment», *The American Economic Review*, Vol. 48, junio, pp. 261-297.

MODIGLIANI, F. y MILLER M. (1963): «Corporate income taxes and the cost of capital: a correction», *The American Economic Review*, Vol. 53, junio, pp. 433-443.

PUIG, X. y CID, G. (2011): «Política financiera de la empresa», *Revista de Contabilidad y Dirección*, núm. 12., pp. 11-32.

SMITH, A. (1776): *An Inquiry into the Wealth of Nations*, Adam Smith, Boston.

STERN, J., STEWART, B. y CHEW, D. (1995): «The EVA Financial Management System», *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 8, núm. 2.

1. Capítulo redactado por Oriol Amat y Xavier Puig (UPF Barcelona School of Management). Publicado previamente en el número 15 de la *Revista de Contabilidad y Dirección*.

2

EVALUACIÓN DE INVERSIONES[2]

Resumen

Las decisiones de inversión en la empresa tienen como objetivo aumentar el valor de la misma. Las variables clave que debemos conocer son dos: El flujo de caja que genera el activo y el coste de la financiación que necesitamos para financiarlo. Los métodos que nos permiten decidir son, básicamente, el periodo de recuperación de la inversión, el valor actual neto y la tasa interna de rentabilidad (TIR). Detallamos algunos aspectos que hacen de la TIR un método que puede generar incoherencias, en especial en las decisiones de jerarquización. Asimismo, al final dedicamos un apartado a las hipótesis de mantenimiento de la estructura financiera que suele pasar desapercibido cuando decidimos por valor actual neto.

Conceptos clave

Coste de capital, Flujo de caja, Flujo de caja libre, Inversiones, *pay-back*, TIR, VAN, WACC.

2.1. Introducción

El objetivo de este capítulo es explicar la metodología de selección de inversiones que nos permita decidir si efectuamos o no un determinado proyecto, o si tuviéramos que decidir entre varias posibilidades, por cuál de ellas empezaríamos. Aquí nos plantearemos si hemos de comprar maquinaria, abrir una tienda, construir una fábrica, hacer un turno de noche para aumentar la producción o lanzar al mercado un nuevo producto. También la inversión más lamentable, que es la presentación de un expediente de regulación de empleo. En cualquiera de los casos, el objetivo de efectuar una inversión es crear valor para la empresa y en consecuencia, para el accionista.

La definición de una inversión podría ser la colocación de uno o varios capitales financieros, en fecha y forma predeterminadas, en un proyecto del cual se espera un retorno futuro. Esto ya nos adelanta que deberemos sacar dinero del bolsillo al inicio y esperamos unos flujos futuros que supongan una entrada de dinero.

2.2. Las variables clave para la toma de decisiones

En cualquier decisión de inversión acabamos utilizando unos activos, ya sean fijos o circulantes, que deben ser financiados en su totalidad por fondos propios o ajenos. Es muy útil referenciar las variables clave que detallaremos a continuación con un balance de situación de un proyecto (figura 2.1). Así, diremos que los activos puestos a disposición de la dirección general deben generar flujos de caja en el futuro y todos aquellos que han suministrado fondos para financiar estas inversiones exigen una retribución por ello. El coste medio ponderado del pasivo y patrimonio neto (WACC) es la variable clave que obtenemos del lado derecho del balance.

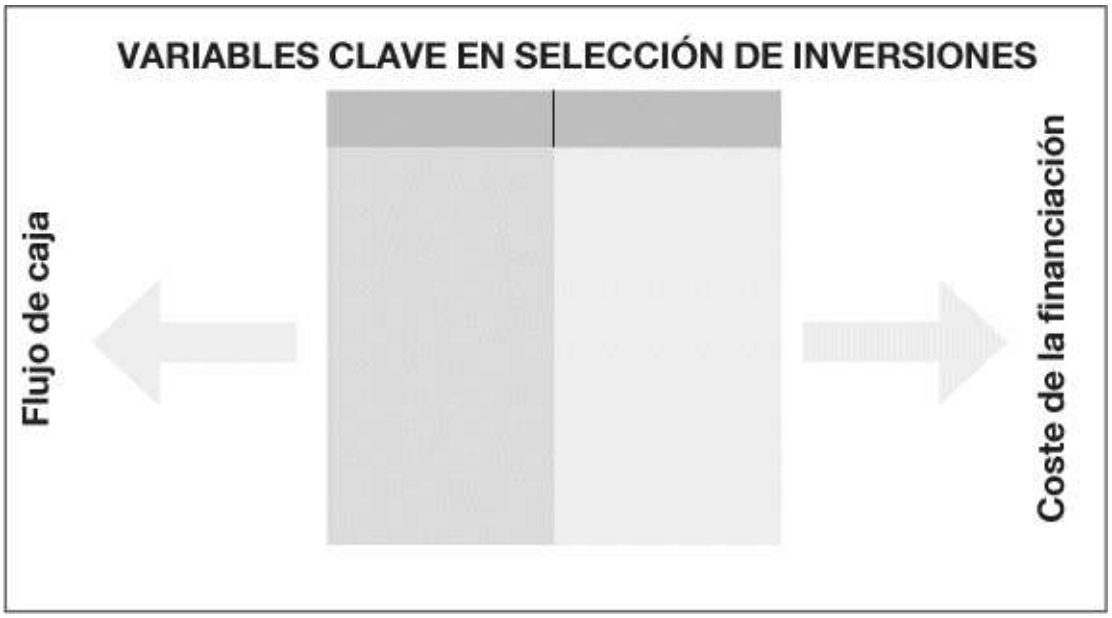


Figura 2.1. Variables clave en la selección de inversiones.

En los apartados siguientes nos proponemos explicar detalladamente cómo calcular y utilizar las dos variables clave que hemos mencionado.

2.2.1. Flujos de caja

El término flujo de caja es uno de los que más se utilizan en finanzas y que más confusión genera. Si leemos en la prensa económica que el flujo de caja de una empresa es 23 ya podemos jugarnos un café con quien queramos a que se refiere a la suma de los beneficios después de impuestos y la dotación a la amortización que ha efectuado una empresa. Es la acepción más habitual de la expresión, pero no es la que nos interesa a nosotros.

En la metodología de selección de inversiones, y de hecho también en la de valoración de empresas, tenemos dos formas distintas de aproximarnos al cálculo del flujo de caja.

- Flujo de caja del proyecto.

Es el flujo de caja que genera el proyecto, concretamente los activos de que disponemos. No va a tener en cuenta nada de la parte derecha del balance. Es

decir, que no incluirá en ningún caso el coste de la financiación, que se materializa en los gastos financieros y los dividendos. Tampoco tendrá en cuenta las posibles devoluciones o incrementos de deuda. Es el flujo que responde a la pregunta de qué importe en efectivo es capaz de generar un determinado conjunto de activos. Este dinero debe ser suficiente para retribuir los fondos que nos han dejado, devolverlos a los que nos los han suministrado y generar algún excedente adicional para los accionistas.

- Flujo de caja para el accionista.

Es el flujo que acabará afectando al bolsillo del accionista. Por lo tanto, intentaremos definir cuánto dinero debe depositar, solo el accionista, para realizar un proyecto y, tras el pago de los intereses y la amortización prevista de la deuda, cuánto dinero podrá volver a entrar en su bolsillo. Es un cálculo parecido al anterior, pero al que habrá que añadir todos los movimientos de efectivo que genere la retribución y la cancelación de la deuda financiera.

Flujo de caja del proyecto

Tal y como hemos comentado, tratamos de encontrar el volumen de efectivo que genera un proyecto por unidad de tiempo, la más habitual es un año. Esto lo podríamos obtener a partir de un presupuesto de tesorería y hacer estrictamente entradas menos salidas de caja, pero lo habitual es llegar al mismo resultado partiendo de una cuenta de pérdidas y ganancias, llegando a un flujo de caja de operaciones y posteriormente restar o sumar todo aquello que puede afectar a la tesorería y que en particular serán las inversiones en activos no corrientes y en el capital de trabajo que requiera el proyecto, que es, de hecho, la inversión en circulante (figura 2.2).



Figura 2.2. Cálculo del flujo de caja libre.

El cálculo del flujo de caja libre empieza como una cuenta de resultados por la cifra de ventas a la que minoramos todos los costes que generan pago, como el coste del producto, personal, mantenimiento, suministros o seguros, entre otros. Ello nos lleva a un EBITDA, que es el beneficio antes de deducir las amortizaciones, los intereses y los impuestos. Una vez deducidas las amortizaciones, llegamos al beneficio de explotación, es decir, el beneficio antes de intereses e impuestos. Aquí nos separamos de una cuenta de resultados tradicional ya que no incluimos los gastos financieros para calcular el impuesto. Recordemos que separamos totalmente la inversión en los activos, que genera un flujo de caja, de la financiación que tiene un coste. Por lo tanto, en el flujo de caja no incluimos la retribución del pasivo ni de los fondos propios. Aplicando directamente la tasa impositiva sobre los beneficios al EBIT obtenemos los impuestos que pagaríamos y la diferencia nos da un resultado antes de intereses pero después de impuestos, cuyas iniciales son NOPAT (del inglés, *net operating profit after taxes*, también denominado EBIAT —*earnings before interests after taxes*— o BAIDI, *beneficio operativo antes de intereses después de impuestos*). A partir de ahí, iniciamos la búsqueda de la tesorería añadiendo las amortizaciones que no suponen salida de dinero para llegar al flujo de caja operativo. A continuación, restamos las inversiones que tendremos en activo fijo y en las necesidades de capital de trabajo para llegar al flujo de caja libre final, que debería coincidir al euro con las entradas menos las salidas de dinero del periodo.

Aquí es útil recordar que el capital de trabajo es la inversión en existencias y en clientes minorada de la financiación espontánea de proveedores. El balance con el que trabajamos difiere ligeramente del habitual, según vemos en la figura

2.3, ya que los proveedores pasan al activo restando.

Es útil pensar en el balance como:

- Activo = Fijo + Capital de Trabajo
- Pasivo = Capital propio + Deuda con coste explícito



Figura 2.3. Transformación del balance restando los proveedores al activo circulante (corriente).

Las necesidades de inversión en capital de trabajo (fondo de maniobra necesario) son el incremento marginal de cada periodo. En el ejemplo de la figura 2.4, la inversión en capital de trabajo del periodo es de 30.

ESTIMACIÓN DE LA INVERSIÓN EN CAPITAL DE TRABAJO EN UN PERIODO

Analizaremos el incremento (inversión) de las cuentas de capital de trabajo entre dos periodos:

		Año 1	Año 2
Stocks (–):	Coste prod. / 365 x días en stock	100	120
Clientes (–)	Ventas / 365 x días cobro	60	75
Proveedores (+)	Coste prod. / 365 x días pago	50	55
Capital de trabajo		110	140
Incremento (Inversión CT)			30

Nota: (–) significa una inversión para la empresa. (+) significa que nos financian los proveedores

Figura 2.4. Cálculo de las necesidades de capital de trabajo.

Es importante señalar que los flujos de caja, en todos sus conceptos, deben ser incrementales, es decir, modificarse por el hecho de efectuar el proyecto. A estos flujos les llamamos relevantes para la decisión de inversión. Todos aquellos conceptos que no se modifiquen por el hecho de efectuar un proyecto no serán relevantes para la decisión de aceptarlo. Para asegurarnos de que sea relevante, hay que preguntarse para cada concepto (ventas, costes, inversiones, etc.) si se modifica en función de «hacer o no hacer» el proyecto. Si se modifica, el concepto es relevante para la decisión de hacer el proyecto.

Los problemas más habituales son:

a) Costes hundidos

Son aquellos costes en los que incurrimos independientemente de realizar o no el proyecto, y que por tanto no son relevantes a la hora de tomar la decisión.

El tema clave es el tiempo, es decir, si la decisión de invertir o no la tomamos posteriormente a haber incurrido en determinadas salidas de caja, estas ya no

pueden ser consideradas para la toma de decisión posterior ya que deberemos pagarlas sea cual sea nuestra decisión. Respecto al proyecto, ello no implica que no intentemos recuperarlas posteriormente con el proyecto.

Ejemplo:

Nos planteamos hacer un proyecto y para ello encargamos un estudio de mercado que cuesta 300.000 euros. El estudio de mercado nos revela que el cash flow *que obtendremos del proyecto será de 240.000 euros.*

El pago de 300.000 euros no es un coste relevante para decidir si llevamos o no a cabo el proyecto, ya que lo pagaremos tanto si lo hacemos como si no. Consecuentemente, no lo consideramos para decidir si lo llevamos a cabo.

Sin embargo, en la contabilidad analítica contemplaremos este gasto para conocer la aportación del mismo a la cuenta de resultados total. En este caso la pérdida es de 60.000 euros, pero si no hiciéramos el proyecto sería de 300.000 euros.

Lo mismo ocurre con los gastos de investigación y desarrollo en que se incurre antes de realizar un proyecto, dado que los tendremos independientemente de si llevamos a cabo o no el proyecto, no los tendremos en cuenta a la hora de decidir.

Otro ejemplo son las pruebas de fabricación o de diseño; una vez más, si se realizan con anterioridad a la decisión de llevar o no a cabo el proyecto.

b) Canibalización

Es el efecto negativo que se produce en las ventas anteriores cuando se realiza una acción para aumentar ventas, ya sea lanzando un nuevo producto o abriendo una tienda. Esta disminución de las ventas de productos antiguos, tiendas anteriores, etc. se denomina efecto canibalización ya que supone «comerse» ventas antiguas. En este caso, a la hora de calcular las ventas de la nueva tienda o el nuevo producto debemos tener en cuenta el efecto canibalización.

Ejemplo:

Una empresa de televisores lanza al mercado un nuevo modelo de televisor cuyas ventas esperadas son de 100 millones de euros. Sin embargo, las ventas del antiguo modelo de televisión se ven disminuidas en 20 millones de euros, lo que

comporta una pérdida de margen (diferencia entre ventas y coste de ventas) de 15 millones de euros.

En este caso, debemos tener en cuenta la reducción del margen que se produce en el modelo anterior y considerar que el beneficio adicional del nuevo modelo es la diferencia entre lo que se gana con el nuevo modelo y lo que se pierde en margen del modelo anterior.

c) Costes de oportunidad

En referencia a un proyecto, se trata de la rentabilidad de la mejor alternativa de inversión a la que es necesario renunciar para aceptar el proyecto en cuestión. También se podría definir como las utilizaciones alternativas del activo.

Ejemplo:

Una empresa X se plantea comprar una máquina nueva que se colocaría en una nave del almacén actualmente alquilada a la empresa Z.

En este caso, el coste de oportunidad implicaría que, en caso de comprar la máquina y situarla en la nave, dejaríamos de ingresar el dinero en concepto de alquiler de la empresa Z y por tanto debemos considerar esta partida como relevante para tomar la decisión.

Ejemplo:

Seguidamente, se calcula el flujo de caja y la comprobación de su equivalencia con el cálculo de entradas menos salidas de dinero. En principio, si construimos un balance de situación, el flujo de caja es la tesorería que encontraremos en el mismo.

Supongamos que decidimos instalar una tienda de ropa en la que invertimos en activo no corriente (activo fijo) 1.500.000 euros en el año 1 y 100.000 euros en el año 2. En ambos casos, la amortización será lineal y a 10 años. Esperamos vender 1.000.000 de euros el primer año y que aumente un 10 % en el segundo. El coste del producto será de un 40 % de la cifra de ventas los dos periodos, con un coste en el año inicial de 150.000 euros en personal, 40.000 euros en alquiler, 12.000 euros en suministros y 50.000 euros en otros. Los incrementos para el segundo año serán de un 5 % para los dos primeros y de un 3 % para suministros y otros. El Impuesto de Sociedades es un 30 %, que supondremos por simplificar

que se paga al contado. En cuanto a la inversión en circulante, supongamos 120 días de existencias y 90 días de financiación de proveedores, todo ello a coste de producto. Con una tarjeta propia, concedemos 15 días a clientes, en este caso a precio de venta. Tanto en proveedores como en clientes despreciaremos el IVA.

El resultado del flujo de caja esperado se obtiene en las siguientes figuras 2.5, 2.6 y 2.7.

Flujo de caja	**Año 1**	**Año 2**
Ventas	1.000.000	1.100.000
Coste del producto	–400.000	–440.000
Margen bruto	600.000	660.000
Personal	–150.000	–157.500
Alquiler	–40.000	–42.000
Suministros	–12.000	–12.360
Otros	–50.000	–51.500
EBITDA	348.000	396.640
Amortización	–150.000	–160.000
EBIT	198.000	236.640
Impuestos	–59.400	–70.992
NOPAT	138.000	165.648
Amortización	150.000	160.000
Cash flow operativo	288.000	325.648
Inversión en fijo	–1.500.000	–100.000
Inversión en cap. trab.	–75.000	–7.500
Flujo de caja libre	**–1.286.400**	**218.148**
Flujo libre acumulado	**–1.286.400**	**–1.068.252**

Detalle del capital de trabajo		
Existencias	–133.333	–146.667
Clientes	–41.667	–45.833
Proveedores	100.000	110.000
Necesidad total	–75.000	–82.500
Necesidad incremental	*–75.000*	*–7.500*

Figura 2.5. Flujo de caja libre.

Balance	Año 1	Año 2
Activo fijo neto	1.350.000	1.290.000
Existencias	133.333	146.667
Clientes	41.667	45.833
–Proveedores	–100.000	–110.000
Caja	**–1.286.400**	**–1.068.252**
Total activo	138.600	304.248
Resultado acum.	138.600	304.248
Total pasivo	138.600	304.248

Nota: En el balance de situación previsional se ha incluido el saldo de proveedores restando del activo corriente.

Figura 2.6. Balance previsional.

Tesorería	Año 1	Año 2
COBROS		
Clientes	958.333	1.095.833
PAGOS		
Proveedores	433.333	443.333
Personal	150.000	157.500
Alquiler	40.000	42.000
Suministros	12.000	12.360
Otros	50.000	51.500
Impuestos	59.400	70.992
Inversión en fijo	1.500.000	100.000
Total pagos	2.244.733	877.685
Cobros - pagos	**–1.286.400**	**218.148**

Figura 2.7. Tesorería previsional.

Los flujos de caja libres calculados a partir de la cuenta de resultados (figura 2.5) son idénticos a los obtenidos en tesorería (figura 2.7) o al saldo de caja que aparece en el balance (figura 2.6), lógicamente acumulada en el segundo periodo. Respecto a los pagos, todos los costes se obtienen de forma directa de la cuenta de resultados excepto los pagos a los proveedores que deben ajustarse al volumen de compras, que será igual al coste del producto más el incremento del inventario.

2.2.2. Coste de la financiación

La segunda variable clave dentro de la metodología de selección de inversiones es el coste de toda la financiación que requiere un proyecto (figura 2.8). La inversión en activos no corrientes y corrientes debe ser financiada por fondos propios, aportados por los accionistas, y por acceso a deuda suministrada por entidades financieras o mercados especializados si la empresa tiene el tamaño suficiente para emitir deuda que cotice en un mercado secundario. Este coste de toda la financiación es la tasa que vamos a utilizar para actualizar los flujos de caja futuros, que llamamos coste de capital ponderado o WACC, que ya se ha descrito en el capítulo anterior.

Para el cálculo de la tasa de actualización, WACC, se procede en dos pasos:

- *Estimación de la estructura del pasivo y patrimonio neto para el proyecto*

Para financiar un proyecto podemos recurrir al capital propio, a la deuda o a ambos a la vez. Debemos tener en cuenta en qué porcentajes utilizamos cada uno de ellos.

- *Estimación del coste de cada uno de los recursos*

El capital propio tiene un coste Ke y la deuda tiene un coste Kd. A mayor riesgo en una inversión esperamos mayor rentabilidad. Dado que un accionista tiene mayor riesgo que un obligacionista, exige más rentabilidad y, consecuentemente, se cumple que Ke > Kd.

La rentabilidad que exige un inversor, o sea, el coste que debe asumir el emisor de un título, ya sea renta fija o renta variable, siempre es la suma de la rentabilidad libre de riesgo más una prima en función del riesgo del proyecto o de la empresa.

($R = R_F + PRIMA$; siendo R_F el coste de la tasa libre de riesgo (risk free)*)*

El coste de la deuda (*Kd*) es fácil de calcular pues depende básicamente de los ratings de las agencias. En caso de que la deuda que posee nuestra empresa no esté

calificada por las agencias, conocemos el coste que nos aplican los bancos, los obligacionistas y demás y, por tanto, la podemos calcular.

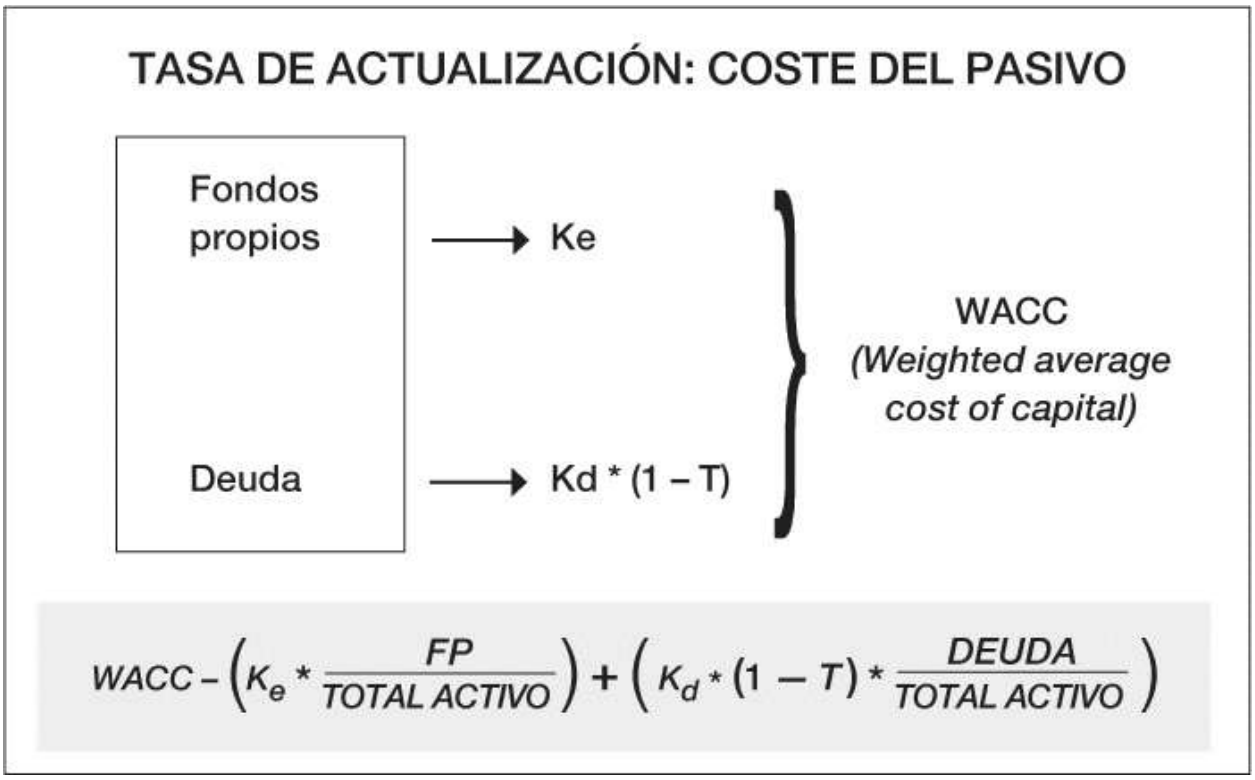


Figura 2.8. Cálculo del WACC.

Para el coste de fondos propios, si la empresa cotiza en bolsa, existen modelos que permiten calcularlo a partir de la ecuación siguiente:

$$K_e = R_F + b\ (R_M - R_F)$$

siendo:
R_M = Coste de los recursos
R_F = Coste de los recursos sin riesgo

b = Coeficiente beta que mide el riesgo de la acción de la compañía en comparación con el riesgo del mercado. Este coeficiente normalmente oscila entre 0,5 y 2 (significando 1 que el riesgo es igual al del mercado, 2 que es superior al riesgo de mercado y 0,5 que es inferior al de mercado).

$$WACC = (\%\ FP \times K_e) + [(\%\ D \times K_d)\ (1 - T)]$$

Donde:

FP = Fondos propios
K_e = Coste de fondos propios
D = Deuda
K_d = Coste de la deuda
T = Impuestos

Ejemplo:

Necesitamos 10 millones para hacer frente a nuestro proyecto, de manera que pediremos un préstamo al banco por valor de 6 millones, obteniendo el resto (4 millones) de nuestros accionistas. Teniendo en cuenta que el coste de la deuda (*Kd*) es del 6 % y el de los capitales propios (*Ke*) del 10 % y el Impuesto sobre Beneficios del 35 %, calcularemos el coste de capital ponderado (*WACC*) como sigue:

$$WACC = (0{,}4 \times 0{,}1) + [(0{,}6 \times 0{,}06)\ (1 - 0{,}35)] = 6{,}34\ \%$$

Por tanto, la WACC (coste medio ponderado de la financiación) es del 6,34 %.

2.3. Métodos de selección de inversiones

En este apartado describiremos los tres métodos más importantes para tomar una decisión de inversión. Existen otros más aproximados, como la tasa de rendimiento contable, que consideramos no son apropiados y pueden llevarnos a cometer errores de análisis por lo que no los trataremos.

2.3.1. Periodo de recuperación de la inversión o *pay-back*

El periodo de recuperación de una inversión se define como el número de periodos necesarios para recuperar una inversión. Se mide en años y responde a la pregunta que se hace un inversor cuando le piden que aporte un determinado capital para iniciar un proyecto y se cuestiona cuándo lo recuperará.

Los *cash-flows* deben sumarse año tras año hasta llegar a recuperar la inversión. El último año puede contarse en fracciones si los *cash-flows* se devengan a lo largo del año, de lo contrario debe ajustarse por exceso. Si hubiese inversiones adicionales durante la vida del proyecto, estas pueden descontarse de los *cash-flows* positivos del mismo periodo.

Ejemplo:

Invertimos 10 millones en un proyecto que permitirá obtener 5 millones anuales durante 3 años. El *pay-back* de este proyecto serían 2 años. Para poder tomar una decisión hemos de establecer un periodo máximo de recuperación de la inversión y verificar que el proyecto analizado no supera este límite.

$$\text{CRITERIO} \longrightarrow \text{ACEPTAMOS SI } P < P_{MÁXIMO}$$

Una mejora al cálculo anterior sería hallar el llamado *pay-back ajustado*, que se calcula con los *cash-flows* actualizados al momento inicial o momento 0 para coincidir en el tiempo con la inversión inicial. La tasa que utilizaríamos sería el coste de capital de los recursos necesarios para financiar la inversión. Es, sin duda, una mejora a costa de perder la principal ventaja del método, que es la sencillez.

2.3.2. Valor actual neto (VAN)

Es el mejor método ya que no tiene los inconvenientes del *pay-back* y de la tasa interna de rentabilidad. El significado del VAN es la creación de valor que obtiene el que realiza la inversión. Informa, por lo tanto, del aumento neto de patrimonio.

Se calcula mediante la actualización de los *cash-flows* que genera el proyecto en el momento 0.

Por lo tanto, la fórmula general será:

$$VAN = -CF_0 + \frac{CF_1}{(1+I)^1} + \frac{CF_2}{(1+I)^2} + ... + \frac{CF_n}{(1+I)^n}$$

CF: son los flujos de caja de cada periodo.

I: es la WACC. Es la tasa mínima para actualizar los *cash-flows*. Esta tasa es el coste de capital ponderado de los recursos que permiten financiar el proyecto, ajustando estos costes al riesgo del proyecto.

Si el proyecto es perpetuo, habrá que añadir un valor terminal en el último periodo, que recogerá la actualización de los infinitos flujos de caja posteriores al momento «n»:

El valor terminal se calcula con la fórmula: CFn / I

Dado que el valor actual neto implica creación de valor, deberemos aceptar todos los proyectos con un valor actual neto positivo.

CRITERIO ⟶ ACEPTAMOS SI VAN > 0

Aceptaremos todos los proyectos que tengan un VAN positivo, y jerarquizaremos varios proyectos favoreciendo los que tengan un VAN superior.

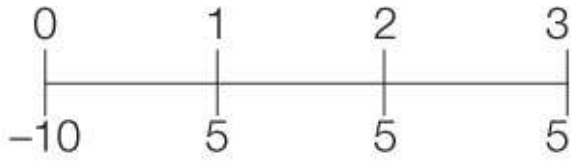
Si un proyecto tiene un VAN positivo de 5 millones implica que:

- Ha devuelto todos los capitales invertidos.
- Ha remunerado a su coste todos los recursos utilizados para financiarlo.
- Ha generado un excedente con un valor en el momento inicial de 5 millones.

Por ello, en las salidas de flujos del proyecto no incluiremos ni los gastos financieros ni los dividendos, ya que su pago está implícito en la tasa de descuento. La condición para que lo anterior se cumpla es la hipótesis de reinversión de los flujos de caja intermedios. En efecto, si los flujos de caja se reinvirtieran a una tasa inferior al coste de capital, el VAN real sería menor al calculado, y si la tasa de reinversión fuera mayor, el VAN sería más positivo.

Ejemplo:

En el ejemplo en el que invertíamos 10 y obteníamos unos flujos de caja de 5 anuales durante 3 años, con una WACC del 10 %, obtenemos un VAN de 2,43, como se observa en la ecuación siguiente y, por lo tanto, aceptaríamos el proyecto.



$$Van = -10 + \frac{5}{1{,}1} + \frac{5}{1{,}1^2} + \frac{5}{1{,}1^3} = 2.43$$

2.3.3. Tasa interna de rentabilidad (TIR)

Se define como el tipo de interés que hace que el VAN sea igual a 0. El significado de esta tasa es la rentabilidad que obtenemos si efectuamos el proyecto. Sin embargo, para que esta rentabilidad se obtenga realmente se deben cumplir ciertas premisas que comentaremos posteriormente.

La fórmula que permite calcularlo es:

$$0 = -CF_0 + CF_1 / (1+TIR)^1 + CF_2 / (1+TIR)^2 + \ldots + CFn / (1+TIR)^n$$

El criterio de decisión con este método será:

$$\text{CRITERIO} \longrightarrow \text{ACEPTAMOS SI TIR} > \text{WACC}$$

La idea intuitiva es que aceptamos un proyecto si la rentabilidad que obtenemos de los activos en los que hay que invertir es superior al coste de los recursos que utilizamos para financiarlos.

La utilización de la tasa TIR presenta diversos problemas, que se exponen a continuación.

2.3.3.1. Hipótesis de reinversión de los flujos de caja intermedios

La TIR supone que los flujos de caja que se van generando antes de la finalización del proyecto son invertidos a la propia tasa TIR. Ello no siempre es posible efectuarlo en la realidad, especialmente en los proyectos que tienen una TIR elevada.

Ejemplo:

Supongamos dos proyectos que duran 2 años y tienen los siguientes flujos de caja:

	Año 0	Año 1	Año 2	TIR
Proyecto A	–100	+10	+110	10 %
Proyecto B	–100	0	121	10 %

Ambos proyectos tienen una TIR del 10 %, y pueden parecer equivalentes, pero para conseguir un flujo de caja de 121 en el año 2, que ya está asegurado por el proyecto B, en el caso del proyecto A hay que utilizar los 10 del primer año e invertirlos al 10 % para conseguir los 11 necesarios que sumados a los 110 del año 2 darían los 121 que equivaldrían al flujo generado por el proyecto B.

De hecho, la estructura del proyecto A se denomina de «cupones» y la del B de «bono cupón cero». La TIR hasta el vencimiento solo está garantizada en el caso de los bonos cupón cero, pero los proyectos de inversión en las empresas que generan flujos intermedios, que son la práctica totalidad, solo consiguen la tasa de rendimiento si logran volver a invertir estos flujos a la propia tasa TIR.

Esta problemática es idéntica a la que nos enfrentamos en los casos de los depósitos semanales retribuidos a una TAE (Tasa Anual Equivalente, también denominado tipo de interés efectivo, que suele coincidir con la TIR) del 7 %. Ello solo se conseguiría si se mantuviera la oferta durante todo un año, es decir, si a cada vencimiento semanal se volviera a disponer de la misma oferta y así sucesivamente hasta llegar al periodo anual.

2.3.3.2. Proyectos con distintas inversiones iniciales

No hay que olvidar que la TIR es simplemente un porcentaje, y que no es lo mismo obtener un 10 % de una inversión de 100 euros que de una de 1.000 euros, obviamente suponiendo que no tenemos limitaciones de tesorería.

Ejemplo:

	Año 0	Año 1	TIR
Proyecto A	–10	12	20 %
Proyecto B	–100	115	15 %

Si comparamos ambas tasas, es mejor la del proyecto A. Sin embargo, la inversión inicial de A es menor que la de B. Es evidente que si disponemos de los 100 euros necesarios para efectuar el segundo proyecto, lo ideal sería efectuar 10 veces el proyecto A, si el mismo se pudiera repetir. Pero si con los 90 euros sobrantes no tengo ninguna oportunidad de inversión, si acepto el A, en el año 1 obtendría los 90 + 12, mientras que con el B obtendría 115, claramente superior.

Por lo tanto, para utilizar correctamente la tasa TIR es necesario igualar las inversiones iniciales.

2.3.3.3. Proyectos con múltiples tasas

Si observamos la ecuación que utilizamos para el cálculo de la TIR, vemos que es una ecuación de grado «n». Ello implica que, en función de los cambios de signo de los flujos de caja, puede llegar a tener «n» soluciones. Este efecto no se da en los proyectos en los que solo hay un cambio de signo en la corriente de flujos de caja del mismo, que son los más habituales. En efecto, en la mayoría de casos, al inicio de las inversiones se producen las salidas de caja y posteriormente las entradas de efectivo.

Sin embargo, en aquellos proyectos en los que hay más de un cambio de

signo, es mejor utilizar el método del valor actual neto y no tomar decisiones con la tasa TIR.

Ejemplo:

Veamos un ejemplo de aplicación de los métodos expuestos. Supóngase un proyecto que genera los siguientes flujos de caja:

	Año 0	Año 1	Año 2
Proyecto A	−1.800	+20.000	−20.000

Si calculamos la TIR de este proyecto A, aparecen dos soluciones, que son un 11 % y un 900 %. Obsérvese que hay dos cambios de signo (uno entre el año 0 y el 1; y otro entre el 1 y el 2).

De entrada, sorprende que un proyecto de inversión pueda tener varias rentabilidades y, además, si pretendemos decidir con la TIR y suponemos que la rentabilidad mínima exigible es un 10 %, podríamos estar tentados de aceptar el proyecto ya que ambas tasas son superiores al 10 %, pero si luego calculamos el VAN actualizando los flujos al 10 % observamos que el valor actual neto es negativo, lo que nos lleva a no aceptar el proyecto. Con ello se demuestra que en los casos en que existan dos o más cambios de signo en los flujos que genera un proyecto, es indispensable utilizar el valor actual neto como criterio de decisión.

Ejemplo de cálculo de la TIR del accionista

En el ejemplo anterior se supone que los flujos de caja son los libres del proyecto que hemos definido antes y, por lo tanto, la TIR resultante es la del proyecto.

Otra posibilidad es calcular la TIR del accionista y, para ello, hemos de determinar los flujos de caja que reciben efectivamente los accionistas, después de pagar gastos financieros y la devolución del principal de la deuda.

Supongamos que en el ejemplo sencillo anterior de una inversión de 10 millones que genera un flujo de caja de 5 millones al año durante 3 años, la

financiación es de 5 millones de fondos propios y 5 millones de deuda financiera. Esta deuda bancaria debe devolverse en 3 años y su coste es un 6 %. La cuota anual que deberíamos pagar si nos aplican un sistema francés es de 1,871 millones, y el cuadro de amortización es el que se detalla a continuación.

Año	Préstamo pendiente al inicio	Cuota	Intereses	Devolución de deuda	Final
1	5,000	–1,871	0,300	1,571	3,429
2	3,429	–1,871	0,206	1,665	1,765
3	1,765	–1,871	0,106	1,765	0

Ahora, para calcular el flujo de caja neto para el accionista, hay que descontar de los flujos de caja originales la devolución de la deuda, el pago de los intereses y añadir el efecto fiscal por ser los intereses deducibles de la basa imponible. Estos flujos serían los siguientes:

PERIODOS	**1**	**2**	**3**
Flujo de caja	5,000	5,000	5,000
Devolución del préstamo	–1,571	–1,665	–1,765
Intereses del préstamo	–0,300	–0,206	–0,106
Efecto fiscal (30 % de los intereses del préstamo)	+0,090	+0,062	+0,032
Flujo de caja neto para el accionista	**+3,219**	**+3,191**	**+3,161**

Una vez realizados estos cálculos, podemos calcular la TIR del accionista, que

deberá invertir en el proyecto el 50 % de la inversión inicial, ya que los otros 5.000 los hemos conseguido vía deuda. Así tendríamos:

PERIODOS	0	1	2	3
Flujo de caja para el accionista	–5,000	+3,219	+3,191	+3,161
TIR del accionista	41 %			

Como se puede observar, la TIR del accionista ha subido brutalmente desde el 23 % de rentabilidad del proyecto. El motivo es que nos hemos apalancado a un coste de la deuda inferior, concretamente un 6 % y, por ello, la rentabilidad del accionista ha subido. Pero no olvidemos que tenemos el clásico problema de reinversión de los flujos intermedios que nos llevaría a una rentabilidad del 30 % si la rentabilidad exigida por el accionista fuese un 14 % o capitalizando al final del proyecto los flujos intermedios al coste de los fondos propios.

Problemática del cuadre de los valores actuales netos

Este apartado pretende desvelar una hipótesis que subyace en el cálculo del VAN cuando lo hacemos utilizando los flujos de caja del proyecto y la WACC, que es la situación más habitual. En concreto, la problemática reside en que, igual que ocurre en la metodología de valoración de empresas con el descuento de flujos de caja (DCF), para que obtengamos el VAN prometido debemos mantener en todo momento la estructura financiera utilizada en el cálculo de la WACC a valor de mercado. Es una limitación que suele obviarse y, paradójicamente, puede ser muy relevante.

Vamos a verlo paso a paso con un ejemplo, en el que obviaremos los impuestos, ya que se trata de destacar la problemática de la estructura a valor de mercado.

Como en los ejemplos anteriores, supongamos una inversión que requiere 10 millones al inicio y genera un flujo de caja libre para el proyecto (sin pago de deuda ni gastos financieros ni dividendos) de 5 millones anuales.

Es decir, siguiendo la estructura siguiente:

Periodo	0	1	2	3
Flujos proyecto	−10	5	5	5

Supongamos que la estructura de financiación decidimos que sea un 50 % de fondos propios aportados por el accionista y un 50 % en forma de deuda financiera. La rentabilidad exigida por los accionistas es un 14 % y el coste de la deuda es un 6 %, con lo que la WACC sería un 10 %. Los datos se presentan a continuación:

ESTRUCTURA DE FINANCIACIÓN DEL PROYECTO			
	Proporción	**Coste**	**Proporción x Coste**
Fondos propios	50,0 %	14,0 %	7,0 %
Deuda	50,0 %	6,0 %	3,0 %
WACC			**10,0 %**

Con estos datos podemos obtener el VAN y la tasa TIR, que serían 2,434 millones de euros y la tasa TIR el 23 %.

El valor actual neto nos indica la creación de valor para el accionista, su aumento de patrimonio en euros del momento inicial si se cumplen las hipótesis asumidas en el flujo de caja y la WACC.

Por ello, parece lógico pensar que si efectuamos la TIR del accionista, esta debe subir respecto a la del proyecto, pero el VAN debe mantenerse puesto que el valor creado no puede modificarse por el método escogido.

Si suponemos que financiamos 5 millones con deuda y la pagamos mediante un sistema francés a 3 años al 6 %, la cuota resultante es 1,871 millones como hemos visto antes. Ahora, dado que simplificamos el efecto de los impuestos, nos

es indiferente que la salida de efectivo sea para disminuir el volumen de deuda que para atender al pago de los intereses. Por lo tanto, los flujos para el accionista son constantes y surgen como diferencia entre los 5 millones anuales y el pago de 1,871 millones. Si ahora calculamos el VAN y la TIR, el segundo ha subido a 40 % antes de abatirlo por la reinversión pero el VAN, sorprendentemente baja a 1,987 millones desde los 2,434 millones iniciales.

PERIODOS	**0**	**1**	**2**	**3**
FLUJOS TOTALES ACCIONISTA	–5,000	3,129	3,129	3,129

TIR ACCIONISTA	**40 %**
TIRM	29 %
VAN (al 14 %)	**1.987,22 €**

El motivo por el cual no nos cuadra, cuando debería hacerlo, es que siguiendo el sistema francés de amortización del préstamo no hemos mantenido una estructura a valor de mercado como exigía la WACC.

Vamos a demostrar cómo tendríamos que proceder para el cuadre. De entrada, ya no es cierto que tengamos que calcular la proporción inicial sobre 10 millones, sino sobre el valor de mercado que es la suma de los 10 millones más el valor actual neto de 2,434. En efecto, si pudieramos vender el proyecto entero a un inversor lo haríamos por 12,434 millones. Así que el 50 % inicial de deuda a pedir lo calcularemos sobre este importe. Pero aún es más sorprendente la forma en que deberemos calcular la proporción de fondos propios y deuda al final del primer periodo. En efecto, antes de las retribuciones respectivas, y si no hubiese ningún pago, el valor de mercado de los fondos propios sería la inversión inicial, 6,217 millones, incrementada en un 14 % que es la rentabilidad exigida, y la de la deuda sería los otros 6,217 millones pero incrementados en un 6 % que es su coste. La suma de ambos nos da un valor total de 13,678 millones. Como sabemos que el proyecto genera 5 millones a final del primer periodo hemos de

verificar qué proporción debe destinarse a cancelar deuda y cuál a repartir dividendos. Sabemos que la deuda final debe volver a ser el 50 % para ajustarnos a la hipótesis de la WACC, así que efectuamos la diferencia entre 13,678 millones y los 5 millones y le aplicamos el 50 %. Así obtenemos que hemos de acabar a 4,339 y, por lo tanto, hemos de cancelar la diferencia entre la deuda inicial más los intereses y la deuda final, resultando en 2,251 millones. Ello permite distribuir 2,749 millones como dividendo y mantener a valor de mercado la estructura 50 % de fondos propios y 50 % de deuda. El mismo cálculo debe realizarse en los otros dos periodos, y en efecto verificamos que el VAN coincide con el que habíamos encontrado al inicio y la TIR ha subido al 50,1 % antes del abatimiento por reinversión.

El detalle se observa a continuación:

	DEMOSTRACIÓN VAN Y TIR DEL ACCIONISTA				
	Fondos propios	**Deuda**	**Intereses devengados**	**Dividendos devengados**	**valor final-1**
Periodo 1	6,217	6,217	0,373	0,870	13,678
Periodo 2	4,339	4,339	0,260	0,607	9,545
Periodo 3	2,273	2,273	0,136	0,318	5,000

	Valor final-1	**Deuda final**	**Cancelación deuda**	**Pago dividendos**	**Valor final-2**
Periodo 1	13,678	4,339	2,251	2,749	8,678
Periodo 2	9,545	2,273	2,326	2,674	4,545
Periodo 3	5,000	0,000	2,409	2,591	0,000

VAN	14,0 %	2,434

Flujos accionista	–3,783	2,749	2,674	2,591

TIR accionista 50,1 %

TIRM (al 14 %) 35 %

La conclusión, por tanto, es que si queremos que el valor actual neto calculado a partir de los flujos de caja del proyecto y la WACC sea realidad, hemos que ajustar la cancelación de deuda y el pago de dividendos al mantenimiento de la estructura financiera determinada en la WACC a valor de mercado y no a valor contable que es el error más habitual.

2.4. Conclusiones

En este capítulo hemos destacado las variables que debemos conocer para poder tomar decisiones de inversión que generen valor, así como los métodos y los criterios que ayudan a decidir. El método más seguro es el VAN, que nos indica en euros la creación de valor que obtenemos al invertir.

La TIR debe ser superior al coste de los recursos para aceptar un proyecto. Nos indica la rentabilidad que obtenemos al realizar el proyecto aunque debemos prestar atención a sus posibles incoherencias, en especial en las jerarquizaciones entre varios proyectos alternativos.

Finalmente, el periodo de recuperación debe ser inferior al máximo que estemos dispuestos a aceptar y se mide en unidades de tiempo. Al final, hemos destacado la metodología de cálculo de la TIR del accionista, así como la importancia de la hipótesis de mantenimiento a valor de mercado de la estructura financiera asumida en el cálculo del valor actual neto.

Referencias bibliográficas

BREALEY, R. y MYERS, S. (2010): Principios de Finanzas Corporativas, McGraw-Hill, Nueva York.

HIGGINS, R. (2009): Analysis for Financial Management, McGraw-Hill, Nueva York.

LOPEZ LUBIAN, F.J. (2005): Finanzas en el mundo corporativo. Un enfoque práctico McGraw-Hill.

MARTINEZ ABASCAL, E. (2012): Finanzas para directivos McGraw-Hill.

PARTAL, A. y OTROS (2011): Introducción a las finanzas empresariales, Pirámide.

ROSS, S., WESTERFIELD, R. y JAFFE, J. (2012): Finanzas Corporativas, Irwin, Nueva York.

2. Capítulo redactado por Jordi Fabregat, ESADE Business School. Publicado previamente en el número 15 de la *Revista de Contabilidad y Dirección*.

3

VALORACIÓN DE EMPRESAS[3]

Resumen

El principal objetivo de este capítulo es exponer, con un enfoque introductorio y práctico, cómo se puede valorar una empresa. Para ello, se exponen, en primer lugar, los métodos de valoración de empresas basados en el patrimonio. Posteriormente, se tratan los métodos de valoración basados en la capacidad de generar riqueza futura. A continuación, se presentan algunas de las tendencias más actuales en esta materia. Se cuestiona también, el efecto de la incertidumbre en las valoraciones y cómo actuar al respecto. Finalmente, se aporta un caso práctico de valoración de una empresa real.

Conceptos clave

Flujos de caja descontados, Flujo de caja libre, Múltiplos, PER, Renta perpetua, Valor contable, Valor de liquidación, Valor sustancial.

3.1. Introducción

¿Cuánto vale una determinada empresa? Esta es una pregunta que se formula en

todo proceso de compra-venta de empresas. Normalmente, se dice que un negocio vale lo que alguien esté dispuesto a pagar por él, pero esta respuesta no vale si no se tiene una oferta en firme por la empresa. Además, aunque se tenga una oferta en firme, quizás se trate de un precio muy alejado de su valor real. La respuesta es más fácil cuando una empresa cotiza en bolsa, porque se dispone en todo momento del precio que está pagando actualmente el mercado por las acciones de la empresa.

Cabe destacar que para la valoración de empresas es tan importante la aplicación de fórmulas matemáticas y la metodología establecida al respecto, como el sentido común en el uso de las variables e información obtenida. Como podremos observar en varios ejemplos que se presentan, no se trata de una ciencia exacta ya que el «valor» de una empresa como una cifra exacta no existe, se trata más bien de un rango de valores de determinación muy subjetiva y que dependen de la adopción de criterios más o menos optimistas.

Seguidamente, exponemos los métodos de valoración de empresas más utilizados. Por valor de la empresa entendemos el valor real de la totalidad de las acciones que integran su capital social. A veces, más que determinar el valor de la empresa, se calcula el valor de la acción, que es el resultado de dividir el valor de la empresa por el número de acciones.

3.2. Métodos basados en el patrimonio

Los métodos de valoración tradicionales por excelencia se basan en el balance de situación. Para ello, se precisa disponer de un balance auditado en una fecha lo más reciente posible. De esta forma, se puede calcular el denominado **valor contable**:

Valor contable = Activo total – Deudas totales

En caso de que el informe de auditoría contenga salvedades, debería ajustarse el activo o las deudas para corregir los errores detectados por los auditores. El

valor contable puede llegar a ser negativo cuando las deudas superan los activos de la empresa. Esto se produce cuando la empresa genera resultados negativos y arrastra pérdidas de ejercicios anteriores.

Este método tiene como gran ventaja la simplicidad, pero tiene el inconveniente de que el valor contable del activo suele estar alejado de su valor de mercado. Esto puede ser significativo en el caso de las empresas que tienen inmuebles. Por ello, es más conveniente utilizar el método del valor contable corregido que tiene en cuenta el valor de mercado de los activos que la empresa tiene en el balance:

Valor contable corregido = Activo total corregido – Deudas totales

Este método tiene sentido cuando la principal motivación para comprar la empresa es disponer de sus activos tangibles. Una limitación de este método, al igual que el anterior, es que no tiene en cuenta los activos intangibles que la empresa ha generado internamente y que no están debidamente valorados en el balance (marcas, saber-hacer, listados de clientes...).

Otro método basado en el patrimonio es el denominado valor de liquidación, que se utiliza cuando se adquiere una empresa para proceder de forma inmediata a su liquidación mediante la venta de todos sus activos y el pago anticipado de las deudas pendientes:

Valor de liquidación = Valor de liquidación del activo – Valor de reembolso de las deudas

El valor de liquidación se obtiene a partir de una estimación de lo que se podría obtener si se venden de forma rápida los activos de la empresa. Y el valor de reembolso se obtiene a partir de lo que habría que pagar para cancelar anticipadamente las deudas, lo que puede incluir algún descuento o quita.

El valor de liquidación del activo suele ser más bajo que el valor de mercado y

el valor de reembolso de las deudas también suele ser más bajo que su valor contable ya que su liquidación anticipada genera descuentos.

Un método similar es el valor de reposición, que consiste en calcular lo que costaría adquirir unos activos idénticos a los que tiene la empresa que se está valorando. La suma de estos activos es el valor de reposición. Se trata de un valor a tener en cuenta cuando se está negociando la compra de otra empresa ya que si adquiriendo activos similares se puede poner en marcha una empresa idéntica a la que se pretende adquirir, quizás es mejor optar por esta vía, en lugar de adquirir la empresa.

La principal limitación de todos estos métodos es que no tienen en cuenta lo que suele motivar que alguien esté interesado en adquirir una empresa: los activos intangibles (marcas, saber-hacer, clientela...) y las expectativas de generación de riqueza futura.

Como se expone en el apartado siguiente, existen otros métodos de valoración que sí tienen en cuenta las expectativas de futuro.

3.3. Métodos basados en la capacidad de generar riqueza futura

Si comparamos a una empresa con una vaca lechera, los métodos anteriores valorarían una vaca según los kilogramos de peso y el precio por kilo. En cambio, si interesa la capacidad de generar riqueza, nos basaremos en la previsión de litros de leche que se espera obtener en los años que le quedan de vida a la vaca, y en el valor final (denominado valor residual) de la misma cuando deje de producir leche. Este método recibe la denominación de descuento de flujos de caja libre y valora la empresa a partir de la capacidad de generar riqueza (flujos) para los accionistas. Los métodos basados en el patrimonio, que han sido muy utilizados en el pasado, fallan porque calculan el valor desde una perspectiva estática, sin tener en cuenta la evolución futura de la empresa.

El método del descuento de flujos de caja libre requiere estimaciones de tres incógnitas para la valoración de la empresa: la riqueza a generar, el número de años a considerar en la formulación de las previsiones y la tasa de actualización.

3.3.1. Determinación de la riqueza a generar, número de años y tasa de actualización

Seguidamente, se expone cómo se puede estimar cada una de las variables que es preciso concretar para valorar una empresa a partir del descuento de flujos de caja libre:

—**Riqueza**: se suele utilizar el denominado flujo de caja libre no financiero que se calcula a partir del flujo de caja (beneficio neto más amortizaciones). Las amortizaciones se suman porque se trata de unos gastos, incluidos en la cuenta de pérdidas y ganancias, que no generan pagos. En caso de que existan otros gastos que se hayan deducido al calcular el beneficio, que no generen pagos, como ciertas provisiones o deterioros, por ejemplo, también se incorporarían. El flujo de caja libre es el flujo generado por las operaciones, sin tener en cuenta la deuda financiera, y después de impuestos. No se tienen en cuenta los pagos en concepto de intereses ni de devolución de préstamos, ya que la deuda existente se deducirá en su totalidad del valor total de la empresa, tal y como se expone más adelante. El flujo de caja libre no financiero es una forma de calcular la riqueza que genera la empresa, ya que mide el flujo obtenido después de hacer frente a inversiones de activos necesarios (tanto en activo no corriente, para mantener o ampliar la capacidad productiva, como en activo corriente, es decir, existencias, clientes y proveedores). Se calcula como sigue (figura 3.1).



Figura 3.1. Cálculo del flujo de caja libre no financiero.

—**Número de años** para efectuar previsiones: se suelen considerar cinco o diez, por la dificultad de hacer estimaciones a más largo plazo. En el caso de empresas muy jóvenes o cuando existe mucha incertidumbre sobre el futuro del sector, el número de años puede ser menor y reducirse a tres años, por ejemplo.

—**Tasa de actualización**: se considera el denominado coste medio ponderado de la financiación de la empresa (*weighted average cost of capital* o WACC, en inglés) que se ha explicado en los capítulos anteriores.

Una vez efectuadas las hipótesis sobre las tres variables (riqueza, número de años y tasa de actualización) ya se puede calcular el valor de la empresa.

3.3.2. Determinación del valor de la empresa con el método de descuento de flujos de caja libres

Para calcular el valor de la empresa con este método, se consideran los elementos siguientes:

—**Valor actual de los flujos de caja libre futuros:**

Una vez calculados los flujos de caja libre a generar en el futuro y la tasa de actualización, ya se puede calcular el valor actual de estos flujos mediante la fórmula siguiente, suponiendo que la previsión se hace para los próximos *n* años:

$$\text{Valor actual flujos de caja libre futuros} = \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \frac{CF_3}{(1+r)^3} + \frac{CF_4}{(1+r)^4} + \ldots + \frac{CF_n}{(1+r)^n}$$

Donde:

CFt = Flujo de caja libre del año t

r = tasa de actualización (coste medio ponderado de la financiación de la empresa)

A veces, en lugar de la **r**, para expresar la tasa de actualización o coste de

capital se usan las letras **I** o **K**.

Como ya se ha indicado, a pesar de que es muy frecuente que las previsiones se hagan a cinco o diez años, en el caso de empresas muy jóvenes o cuando hay grandes dificultades para prever el futuro, las previsiones se formulan para horizontes temporales más cortos, como tres años, por ejemplo. En cambio, en empresas en las que es más fácil efectuar estimaciones a largo plazo, como en sectores regulados (electricidad, agua, gas...) o concesiones (autopistas...) las previsiones se hacen a un número mayor de años, como veinte, treinta o incluso más años.

—**Valor residual al final del último año de la previsión:**

Dado que el número de años que se han incluido en la previsión del apartado anterior suele ser menor que la vida esperada de la empresa, hay que añadir una estimación de lo que valdrá la empresa al final del último año que se ha considerado en la previsión. Entonces se puede optar por alguna de las alternativas siguientes (Damodaran, 2009):

—Asumir el principio de empresa en funcionamiento o gestión continuada, que implica considerar que la empresa va a vivir siempre hasta el infinito. Suele estimarse a partir de la consideración de que el flujo de caja libre del último año incluido en la previsión (normalmente el quinto año o el décimo año) es el que se irá repitiendo cada año hasta el infinito. Por tanto, se trata de una renta perpetua. Este planteamiento significa que, por un lado, se es muy optimista (la empresa va a durar hasta el infinito) y que, por otro, se es pesimista (la riqueza generada no se incrementa a partir del último año de la previsión, lo que significa que, por el efecto del paso del tiempo, se irá reduciendo su valor actual).

El valor de la renta perpetua desde el año *n* (que normalmente sería el año 5 o 10) hasta el infinito se puede calcular de la siguiente forma, si se hace el supuesto de que la empresa generará la misma riqueza desde el último año de la previsión hasta el infinito:

$$\text{Valor de la renta perpetua} = \sum_{t=n}^{\infty} \frac{CFt}{(1+r)^t} \approx \frac{CFt}{r}$$

donde:

CFt = Flujo de caja libre del año t (normalmente año 5 o 10)
r = tasa de actualización

Esta perpetuidad (considerada como valor residual en este caso), debe estar actualizada a valor presente, procediendo de igual manera que con el resto de flujos de caja.

Una variante consistiría en tener en cuenta que los flujos pueden seguir creciendo a una determinada tasa anual. En el caso de determinar un crecimiento constante para la empresa a lo largo del tiempo, se añade el factor «g» (tasa de crecimiento) a la fórmula anterior. Así, la perpetuidad sería actualizada a la tasa *«r-g»*, en lugar de por *«r»*:

$$\text{Valor de la renta perpetua} = \frac{CFt}{r-g}$$

donde:

CFt = Flujo de caja libre del año t (normalmente año 3 o 5)
r = tasa de actualización
g = tasa de crecimiento

—En otros casos, se estima no razonable la hipótesis de que la empresa va a operar hasta el infinito, ya sea porque la supervivencia de la empresa depende excesivamente de una o más personas clave o por otros motivos, como las incertidumbres del sector o la desaparición de las ventajas competitivas de la empresa al cabo de unos años, por ejemplo. En estas situaciones se hace una

hipótesis sobre cuantos años va a vivir la empresa y se estima el valor residual a partir del valor actual de los flujos esperados en esos años.

—Otra alternativa es cuantificar el valor residual a partir de un múltiplo de los flujos de caja libre del último año. A veces, el múltiplo se aplica a otras variables tales como el beneficio, por ejemplo. Estos múltiplos se pueden obtener a partir del promedio de múltiplos aplicados en transacciones recientes de empresas del mismo sector, en el caso de que exista esta información.

—Una opción más conservadora consiste en considerar que la empresa se va a liquidar al final del último año de la previsión. Esto también es aplicable en empresas que tienen una duración limitada por estatutos o por otros motivos. En esta opción, el valor residual sería el valor razonable de los activos menos las deudas existentes en ese momento.

—Finalmente, hay casos en los que se considera que el valor residual es cero. Se trata, por ejemplo, cuando es muy elevado el número de años considerados en la estimación de los flujos de caja, por ejemplo, 30 o 50 años, lo que hace que el valor residual pueda ser insignificante si se actualiza considerando un plazo tan largo. Otra situación en la que puede justificarse un valor residual nulo es cuando se trate de una empresa en la que no se pueda aplicar el principio de gestión continuada a partir del último año de la previsión y en la que los costes de liquidación puedan ser superiores al valor de sus activos.

—**Valor de los activos no necesarios:**

Al valor resultante de las operaciones citadas anteriormente, habría que añadir el valor de los activos que tiene la empresa que no sean necesarios para la generación de flujos de caja libres como inmuebles ajenos a la explotación o tesorería ociosa, por ejemplo.

—**Deuda financiera:**

Se deducen los préstamos y otras deudas financieras pendientes en el momento de hacer la valoración. Por ello, son omitidos en el momento de calcular los flujos de caja libre ya que se descuentan en este momento. El impacto de esta deducción es que cuando una empresa está más endeudada, se reducirá más su valor.

—**Contingencias:**

En caso de que existan contingencias por circunstancias tales como juicios pendientes, o temas medioambientales, por ejemplo, se deduce del valor de la empresa la estimación del valor actual de los pagos que se estima realizar en el futuro por dichos conceptos.

Finalmente, el valor de la empresa se obtiene a partir de la consideración de los elementos siguientes (figura 3.2).

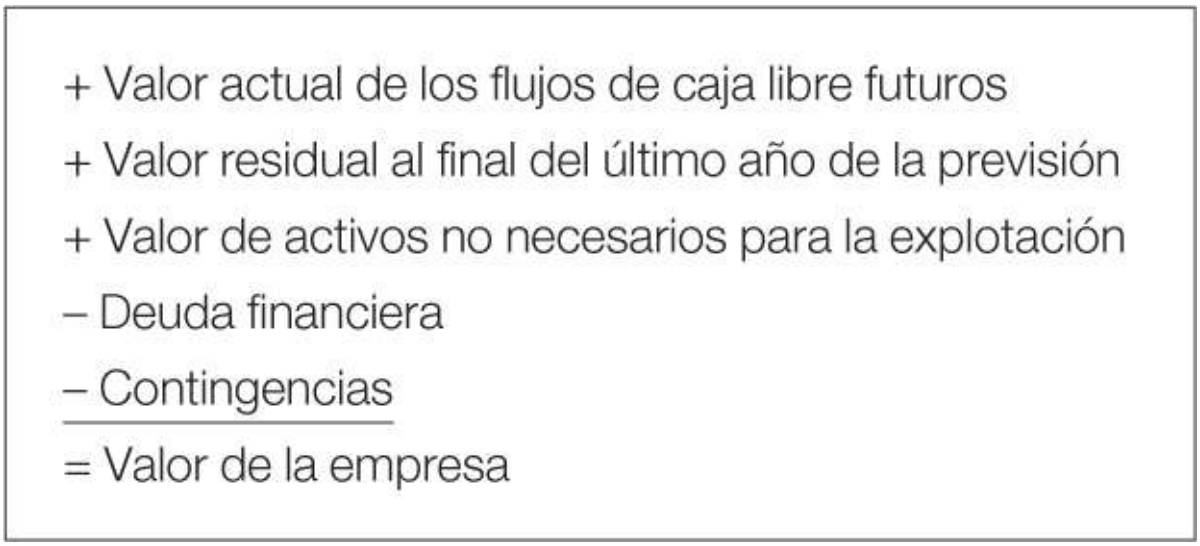


Figura 3.2. Valor de la empresa con el método de los flujos de caja descontados.

Caso práctico de valoración con el método de descuento de flujos de caja libres

Se trata de calcular el valor de una empresa de la que se sabe que el coste medio ponderado de la financiación asciende al 8,5 % y que prevé los siguientes flujos de caja para los próximos años:

	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
Beneficio antes intereses después de impuestos	283	510	596	652	834
+ Amortizaciones	+683	+608	+623	+632	+631
Flujo de caja	866	1118	1219	1284	1465
- Inversiones en activo no corriente	–100	–100	–100	–100	–100
- Inversiones en circulante	–357	–403	–452	–496	494
Flujo de caja libre	409	615	667	688	871

Se sabe también que la deuda financiera de la empresa asciende a 432 y que tiene activos inmobiliarios no necesarios para el desarrollo de la actividad que tienen un valor de 124.

El valor actual de los flujos de caja libres de los próximos cinco años asciende a:

$$\text{Valor actual de los flujos de caja libres} = 409 / 1{,}085 + 615 / (1{,}085)^2 + 667 / (1{,}085)^3 + 688 / (1{,}085)^4 + 871 / (1{,}085)^5 = 2.496$$

El valor actual de la renta perpetua asciende a:

$$\text{Valor actual de la renta perpetua} = (871 / (0{,}085)) / (1{,}085)^5 = 6.668$$

El valor de la empresa sería:

Valor actual de los flujos libres de caja hasta el 31.12 año 5	+2.496
Valor residual	+6.668
Préstamos pendientes de devolución	-432
Activos no necesarios para la explotación	+124
Valor	8.856

Por tanto, y de acuerdo con la información facilitada, esta empresa valdría

8.856 si se aplica el método del descuento de flujos de caja libres.

La principal limitación de este método es que se basa en estimaciones futuras que son difíciles de determinar en un entorno empresarial turbulento y sujeto a cambios frecuentes. Por ello, la determinación de las variables y datos puede diferir atendiendo a la subjetividad de cada analista. Más adelante, se expone cómo tratar la problemática de la incertidumbre.

Por el contrario, es más fácil de utilizar en empresas que tienen crecimientos fácilmente predecibles como empresas reguladas (eléctricas, agua o gas, por ejemplo) o que disfrutan de concesiones (autopistas).

Adicionalmente, cabe mencionar que las proyecciones futuras, a menudo, tienen planteamientos que las hacen poco creíbles, tales como:

- Falta de lógica y conocimiento del propio modelo financiero
- Excesivo optimismo
- Desconocimiento del mercado y de la competencia

A pesar de los inconvenientes de este método (subjetivismo, dificultad de hacer previsiones realistas...), es, sin ninguna duda, el más utilizado.

3.3.3. Método de los múltiplos

El método de los múltiplos consiste en examinar los precios de compra-ventas recientes de empresas similares. Estos precios se comparan con indicadores de la riqueza generada por las empresas en cuestión, tales como el beneficio, el flujo de caja, el EBITDA (beneficio antes de intereses, de impuestos y amortizaciones) o las ventas, por ejemplo. Se trata de aplicar el mismo PER (precio / beneficio), o el multiplicador del flujo de caja (precio / flujo de caja), o el multiplicador del EBITDA (precio / beneficio antes de intereses, impuestos y amortizaciones) o el multiplicador de las ventas (precio / ventas) que dichas empresas.

Un ejemplo de sector en el que se utiliza este método es el de las farmacias, ya que es habitual que el valor de traspaso de una farmacia se fije en un rango que oscila entre 1 y 1,5 veces las ventas de un año. Por tanto, una farmacia que genera unas ventas anuales de 600.000 euros, tendría un valor estimado que oscilaría

entre 600.000 y 900.000 euros.

Al aplicar este método, es habitual calcular la media del sector y ajustarla al caso particular de la empresa, teniendo en cuenta la posición que se ocupa en el propio sector (las mejores empresas estarán por encima de la media y a la inversa). El problema de esta metodología es que no siempre se habrán producido compra-ventas de empresas muy similares a la nuestra y, además, no existe la certeza de que las valoraciones de esas otras empresas se hayan efectuado correctamente. Así, si se ha sobrevalorado una empresa del mismo sector, se puede caer fácilmente en la sobrevaloración de la propia empresa.

Ejemplo:

Seguidamente, se valora a partir del múltiplo PER (ratio precio beneficio) una empresa de la que se sabe que en el último año ha tenido un beneficio neto de 30 millones de euros. Se sabe también que recientemente se han producido las compraventas de dos empresas comparables (la empresa 1 que tiene un beneficio neto de 20, ha sido vendida por 200 y la segunda empresa que tiene un beneficio de 25 ha sido vendida por 500):

	1	2	Promedio
Se necesitan precios de compra-ventas de empresas comparables	200	500	
Se calcula el múltiplo en relación con determinadas variables (ventas, beneficio, EBITDA...) En este caso, se conoce el último Beneficio neto Valor del múltiplo (dividiendo el precio pagado por el beneficio)	Bº: 20 10	Bº: 25 20	 15
Se aplica el múltiplo promedio al valor de la variable en la empresa a valorar: Ejemplo: Beneficio = 30 Múltiplo PER = 15 Valor asignado = 450			

Figura 3.3. Ejemplo de valoración por múltiplos usando el PER.

Los múltiplos más utilizados se basan en datos de la cuenta de resultados

(PER, Valor empresa / EBITDA, Valor empresa / Ventas), en el valor contable (Valor empresa / Patrimonio neto) o datos operativos (Valor empresa / N.º de visitas web, Valor empresa / Kilowatios-Hora, etc.).

Caso práctico: el conflicto entre KISS FM y Antena 3

Un caso reciente de valoración mediante el método de múltiplos es el conflicto que se produjo en la venta de la cadena de radio Kiss FM a Antena 3. En el acuerdo de compra-venta se utilizó un múltiplo basado en el número de oyentes que la emisora alcanzara en los años siguientes. El precio a pagar se fijó en 18 euros por oyente que tuviera en cada uno de los diez años siguientes. Este múltiplo se basaba en transacciones (compra-ventas) realizadas anteriormente entre empresas del sector de la comunicación. La compradora (Antena 3) y la vendedora (Kiss FM) acordaron un plazo de diez años en los que la compradora debía pagar a la vendedora a razón de 18 euros multiplicado por el número de oyentes que tuviese al final de cada año. Las estimaciones de Antena 3 cifraban el número de oyentes en 200.000 anuales, lo que representaban 36 millones de euros a lo largo de los 10 años de duración de contrato:

200.000 oyentes x 10 años x 18 euros/oyente = 36.000.000 euros

Un año después de la firma del contrato de compra-venta, Kiss FM alcanzó un nivel de audiencia de 1.366.000 oyentes ya que KISS FM siguió siendo gestionada por el vendedor, que redujo la publicidad y mejoró la calidad de la música ofrecida, aunque esto hizo que cayera el beneficio de la cadena. Este nivel de audiencia implicaba un pago, por parte de la compradora, de 24.588.000 euros en ese año:

1.366.000 x 18 euros = 24.588.000 euros

Si ese número de oyentes se mantuviese constante durante los siguientes nueve años, el pago total ascendería a 245.880.000 euros, más de siete veces el importe previsto inicialmente por el comprador:

24.588.000 euros x 10 años = 245.880.000 euros

En este caso, el problema fue que el múltiplo utilizado no estaba relacionado con la generación de valor para el accionista, ya que el aumento en el número de oyentes se hizo a costa de reducir el beneficio.

En conclusión, la elección de un múltiplo no relacionado con la generación de valor para el accionista y el hecho de que la empresa siguiera gestionada por el vendedor, provocaron que esta compra-venta fuera un mal negocio para el comprador lo que le generó importantes pérdidas

De los ejemplos expuestos se puede concluir que el método de los múltiplos suele ser muy fácil de calcular. Sin embargo, se ha de comprobar que los múltiplos relacionen el precio pagado por una empresa con alguna variable que esté relacionada con la riqueza generada por la empresa (ventas, beneficios...). Entre los inconvenientes de este método cabe citar que no siempre se dispone de información sobre compra-ventas de empresas similares.

3.4. Valoración de participaciones a efectos fiscales

En el caso de participaciones de sociedades no cotizadas en bolsa, la Administración Tributaria suele contemplar el siguiente procedimiento para efectuar su valoración:

—El valor teórico resultante del último balance aprobado, siempre que este, bien de manera obligatoria o voluntaria, haya sido sometido a revisión y verificación y el informe de auditoría resultara favorable. En este caso, por tanto, el valor será el valor contable del patrimonio neto.

—En el caso de que el balance no haya sido auditado o el informe de auditoría no resultase favorable, la valoración se realizará por el mayor valor de los tres siguientes:

—El valor nominal. Es decir, el valor escriturado y desembolsado del capital social.

—El valor teórico resultante del último balance aprobado. Es decir, el valor contable del patrimonio neto.

—El que resulte de capitalizar al tipo del 20 % el promedio de los beneficios de los tres ejercicios sociales cerrados con anterioridad a la fecha del devengo del impuesto. Por tanto, se trata de multiplicar por cinco el promedio de los

beneficios de los tres últimos años.

Este procedimiento combina los métodos basados en el patrimonio con el de los múltiplos basados en el beneficio.

3.5. Valoración en un entorno de mayor incertidumbre

En el pasado se han pagado precios astronómicos por empresas, normalmente relacionadas con las nuevas tecnologías, que aún no habían demostrado que eran capaces de generar riqueza. Muchos analistas lo justificaban diciendo que los métodos tradicionales ya no servían y que las expectativas generadas por el mercado fijaban realmente aquellos precios. Sin embargo, en la actualidad, los métodos tradicionales han vuelto a ser imprescindibles.

La alta dosis de incertidumbre en la que se mueven la mayoría de las empresas y mercados ha impulsado la introducción de algunas variantes en los métodos clásicos de valoración.

3.5.1. Establecimiento de varios escenarios

A menudo, existe el problema de que algunas variables clave pueden ser de difícil estimación. En este caso, se pueden efectuar simulaciones en torno a las variables críticas, que son aquellas que son más difíciles de prever y que al mismo tiempo pueden influir de forma determinante en la riqueza generada por la empresa, como las ventas (altas expansiones, posibles estancamientos...) o los tipos de interés (mayores inversiones cuando los tipos están bajos...) por ejemplo. Con el método del descuento de flujos de caja libres, la simulación consiste en aplicar distintas previsiones para las variables clave. Por ejemplo, si hay una gran dificultad para estimar la cifra de ventas, se puede calcular el flujo de caja libre para distintas previsiones (más optimistas o más pesimistas) y así se puede analizar cómo varía el valor de la empresa en función de diferentes escenarios. De esta forma, se obtiene un valor de empresa que oscilará entre un máximo (con la estimación más optimista de ventas) y un mínimo (con la estimación más pesimista).

Por ejemplo, en la figura siguiente se puede visualizar el valor de una empresa para cuatro escenarios, siendo el 1 el más optimista y el 4 el más pesimista. Estos valores se podrían obtener, por ejemplo, actualizando los flujos de caja libres previstos para cada escenario:

Escenario	Valor
1	79
2	37
3	15
4	3

Si se sabe el valor de la empresa para cada escenario, se puede asignar una probabilidad de ocurrencia a cada uno de ellos y así se puede calcular el valor de la empresa a partir de la multiplicación de cada valor por la probabilidad esperada. Por ejemplo, si se estima que la probabilidad de que ocurran cada uno de los cuatro escenarios es del 5 %, 35 %, 35 % y 25 %, respectivamente, el valor esperado de la empresa sería:

Escenario	Valor	Probabilidad	Valor esperado (millones de euros)
1	79	5 %	3,9
2	37	35 %	13,0
3	15	35 %	5,3
4	3	25 %	0,8
Total			**23,0**

3.5.2. Uso de árboles para la toma de decisiones

También se usan los denominados árboles de decisión cuando la compra de una empresa presenta diferentes alternativas (ramas del árbol) y conlleva una serie de decisiones secuenciales de inversión (nodos del árbol). Se establecen las posibles alternativas (escenarios) con sus diferentes variantes en función de las decisiones secuenciales posibles. También se pueden aplicar probabilidades a cada rama con lo que se puede determinar el valor esperado de cada alternativa y así evaluar las diferentes decisiones. La utilización de conceptos estadísticos, como las probabilidades, explica que el uso de este método tenga dificultades de comprensión por parte de muchos directivos.

3.5.3. Uso de la teoría de opciones

Otro método que se viene utilizando desde hace algunos años es el de las opciones reales. Este método puede usarse cuando existe la opción y, por tanto, el derecho, de actuar de una determinada manera, a un precio prefijado, en el caso de que se resuelva algo que en la actualidad es incierto. La compra del derecho tiene un precio llamado «prima», que es el precio a pagar para evitar la incertidumbre.

Siguiendo con el ejemplo del árbol, para evitar la incertidumbre al respecto de los beneficios futuros (altos, esperados o bajos), se puede comprar mediante el pago de una prima, la opción a comprar la empresa en un futuro. Así, en una fecha futura y cuando se conozcan los beneficios de la compañía, se puede ejercer la opción (comprar a una valoración 100 % conocida) o no ejercerla. Para aplicar este método se usa normalmente el enfoque de Black y Scholes (Fernández, 2002), que determinará el valor de las opciones. La principal dificultad que tiene este método es su complejidad matemática que lo aleja de muchos directivos.

3.6. Elección del método más apropiado

Se han expuesto distintos métodos de valoración de empresas (valor en libros,

método de los múltiplos, descuento de flujos de caja libres...). En términos generales, los distintos métodos pueden ser aceptables pero hay que tener en cuenta las circunstancias que influyen en la empresa a valorar y en los intereses de quien hace la valoración. No se establecería un buen criterio si se utilizara la actualización de flujos de caja libre para adquirir una empresa con el objetivo de liquidarla a continuación. Siguiendo con el ejemplo de la vaca, si interesa conocer cuántos kilogramos pesa la empresa, no se basará la estrategia de valoración en cuántos litros de leche producirá en un futuro, más bien se pesará la empresa a día de hoy y se comprará a tanto el kilogramo. A simple vista, la decisión a tomar no parece difícil:

Circunstancias e intereses ⟶ Método óptimo de valoración

Sin embargo, las grandes cantidades de dinero que afloran en este tipo de operaciones, así como los conflictos de intereses que se generan detrás de cada agente, hacen de la valoración de una empresa una compleja tarea a definir. A continuación, se presenta un ejemplo ilustrativo basado en un conflicto entre accionistas de El Corte Inglés.

¿Cuánto vale El Corte Inglés?

Hace unos años, la mayor cadena de distribución española, El Corte Inglés, vivió un conflicto porque varios sobrinos de la familia Areces, fundadora de la empresa, querían vender sus acciones, que representaban aproximadamente un 2,5 % del capital social de la empresa. De acuerdo con los estatutos de la empresa, El Corte Inglés, debe comprar estas acciones. Los sobrinos Areces consideraban razonable que sus acciones se valoren entre 368 y 447 millones de euros, basando sus cálculos en dos métodos distintos:

—Descuento de flujos de caja libre (actualización de flujos): que valoraba la empresa en 14.700 millones de euros.

—Valor en libros + valor de las marcas registradas + valor de mercado de los edificios: que valoraba la empresa en 17.886 millones de euros.

Estos cálculos fueron preparados por diversos consultores, profesores y catedráticos de universidad contratados por los vendedores. El consejo de administración presidido por Isidoro Álvarez (propietario de más del 60 % de la compañía), disconforme con la valoración presentada contrató a otro experto que valoró El Corte Inglés mediante el valor contable (activo menos deudas). Este valor ascendía a 5.573 millones de euros.

A modo de resumen:

— 17.886 (valor en libros + valor de las marcas registradas + valor de mercado de los edificios)

— 14.700 (descuento de flujos de caja libres)

— 5.573 (valor contable)

Este conflicto finalizó en los tribunales. Como los sobrinos Areces presentaron las demandas en diversos juzgados, se produjeron sentencias contradictorias. En un caso, el juez, después del análisis de las distintas valoraciones, acabó fallando que la empresa no podía valer el valor contable, como argumentaba la empresa, sino que cifraba su precio en torno a los 14.000 millones de euros, opinión más cercana a las argumentaciones de los sobrinos Areces. En este caso, como acostumbra a suceder en la mayoría de conflictos de valoración que acaban en los juzgados, se suele dar más credibilidad al método basado en el descuento de flujos de caja libres.

Sin embargo, en otro caso, el juez dio la razón a El Corte Inglés y consideró válida la valoración de la empresa en base a su valor contable. Sin embargo, los hermanos Areces recurrieron la sentencia a la Audiencia de Madrid, que el 29 de diciembre de 2009 estimó parcialmente el recurso de los hermanos Areces contra El Corte Inglés al señalar que *«el valor contable no es un precio razonable, y, por tanto, ha de considerarse arbitrario, ya que se limitó al valor contable y no tuvo en cuenta potenciales plusvalías, lo que es manifiestamente insostenible e inaceptable»*. Pero también dio la razón a la empresa, ya que rechazó la petición de los demandantes, que exigían por su participación un precio basado en el descuento de flujos de caja. La Audiencia puso de manifiesto *«la dificultad de determinar el valor razonable de las*

acciones y la incertidumbre que genera su cuantificación, a la vista de que numerosos catedráticos y expertos han sido manifiestamente incapaces de aproximar su valoración».

Al margen de lo expuesto, El Corte Ingles y César Carlos Areces, hermano de los demandantes, llegaron a un acuerdo extrajudicial por el que Areces recibió unos 50 millones por su 0,68 % en la empresa, menos que los 98,5 millones que pedía Areces (basándose en el descuento de flujos de caja), pero más que los 35 millones que le ofreció inicialmente la compañía (basándose en el valor contable).

El ejemplo expuesto pone de manifiesto que la valoración de empresas no es una ciencia exacta, ya que existen muchos razonamientos y escenarios razonables que deben ser bien interpretados y aplicados. Estos deben ser transformados en variables numéricas que se incorporarán en los modelos de valoración y que «pueden» no ser 100 % ciertos, ya que en muchos casos se deben realizar previsiones de futuro. La incertidumbre complica la valoración, ya que provoca oscilaciones en la determinación del precio del escenario previsible.

Simultáneamente al interés por estas variantes en la valoración de empresas, las dificultades para efectuar previsiones de futuro explican el aumento de la importancia de los aspectos cualitativos como complemento a los análisis cuantitativos. Así, el análisis estratégico y operativo de una empresa es fundamental.

El análisis estratégico se refiere al entorno competitivo en el que se mueve la empresa (sector, competidores, clientes...) y a las decisiones estratégicas por las que ha optado la empresa (productos, planes comerciales...). El análisis operativo incluye revisiones de cómo opera la empresa en aspectos tales como organización, finanzas, comercialización, calidad total, tecnología, producción, medio ambiente, recursos humanos, liderazgo o cultura de empresa, por ejemplo.

3.7. Conclusiones

La valoración de una empresa es una tarea compleja y, aunque el método más recomendable es el del descuento de flujos de caja libres, según las circunstancias de cada caso pueden utilizarse también otros métodos. En términos generales, lo que al comprador le interesa es pagar un precio que esté relacionado con la riqueza que espera obtener de la empresa y el flujo de caja libre informa de ello.

En la medida en que sea difícil efectuar previsiones creíbles de estos flujos puede ser de interés la utilización de técnicas como la simulación, los árboles de decisión o las opciones reales como complemento. Sin embargo, dado que en el mundo de la empresa hay que utilizar técnicas que puedan ser comprendidas fácilmente por los que toman las decisiones, es previsible que se acabe imponiendo la aplicación de aquellas que no requieran de metodologías sofisticadas. Una vez aplicadas estas técnicas, se dispone de un intervalo de valores en que comprador y vendedor deberán entenderse. Si el comprador y el vendedor tienen un rango de valores con algún punto en común, será más fácil que la negociación llegue a buen puerto.

La utilización de un método u otro depende de la finalidad de la transacción. Es posible que el precio se aproxime más al valor contable corregido cuando el interés de la compra-venta se centre en el patrimonio de la empresa. En cambio, cuando el interés del comprador se ponga en la capacidad de generar riqueza futura, el precio se situará en la banda de las valoraciones según el descuento de flujos de caja libres. Con esta información ya se dispone de elementos suficientes para iniciar la negociación del precio de una posible compra-venta.

Referencias bibliográficas

ACCID (2009): Valoración de empresas: Fundamentos y aplicaciones prácticas, ACCID-Profit Editorial, Barcelona.

AMAT, O. (2008): Análisis integral de empresas, ACCID-Profit, Barcelona.

AMRAM, M. y KULATILAKA, N. (2000): Opciones reales, Gestión 2000, Barcelona.

COHN, M. (2001): Keep or sell your business, Dearborn, Chicago.

COPELAND, T., KOLLER, T. y MURRIN, J. (2000): Valuation: managing the value of companies, John Wiley, Nueva York.

CORNELL, B. (1993): Corporate valuation: tools for effective appraisal and decision making, McGraw-Hill, Nueva York.

DAMODARAN, A. (2009): The dark side of valuation: valuing young, distressed and complex Business, Financial Times, Pearson Education, New Jersey, págs. 241-242.

FERNÁNDEZ, P. (2002): Valoración de empresas, Gestión 2000, Barcelona.

FERNÁNDEZ, P. (2008): 201 errores en la valoración de empresas, Deusto, Barcelona.
FERNÁNDEZ, P. (2009): Prima de riesgo del mercado: histórica, esperada, exigida e implícita, *Universia Business Review*, núm. 21, págs. 56-65.
MASCAREÑAS, J. (2002): Métodos de valoración de empresas de la Nueva Economía, Bolsa de Madrid, núm. 88.
O'LOUGHLIN, J. (2009): Warren Buffett, Profit Editorial, Barcelona.

3. Capítulo redactado por Oriol Amat y Martí Guasch (UPF Barcelona School of Management).

4

GESTIÓN DEL FONDO DE MANIOBRA[4]

Resumen

La inversión en fondo de maniobra (diferencia entre activo corriente y pasivo corriente) es una de las claves para conseguir eficiencia en la gestión de activos y para mejorar la liquidez en la empresa. Las mejoras en el fondo de maniobra se logran mediante el análisis, el diagnóstico y el diseño de diversos procesos:

- La gestión de existencias (de la previsión a la entrega o *forecast-to-fulfill*)
- La gestión de las cuentas a cobrar (del pedido al cobro u *order-to-cash*)
- La gestión de las cuentas a pagar (de la compra al pago o *purchase-to-pay*)

Cómo están relacionados, muchas medidas destinadas a optimizarlos tendrán efecto en más de uno de estos procesos. En otras palabras, las políticas destinadas a mejorar un proceso, normalmente, afectan al resto.

Conceptos clave

Kanban, Justo a tiempo, Nivel de existencias, Proceso de la previsión a la entrega, Proceso del pedido al cobro, Proceso de la compra al pago.

4.1. La gestión de las existencias – el proceso de la previsión a la entrega (*forecast-to-fulfill*)

4.1.1. Objetivos del proceso

En general, es muy importante mantener las existencias en el nivel más bajo posible. Igual que los otros dos componentes del fondo de maniobra, las existencias bajan el nivel de tesorería y aumentan el capital inmovilizado. Por ello, uno de los pilares de la gestión del fondo de maniobra es reducir las existencias y mantenerlas en los niveles más bajos posibles (materias primas, productos en curso y productos terminados) de acuerdo con la filosofía del proceso *forecast-to-fulfill* (de la previsión a la entrega). Además, un prerrequisito indispensable para tener éxito es definir claramente las responsabilidades, es decir: ¿quién es el responsable de las existencias?

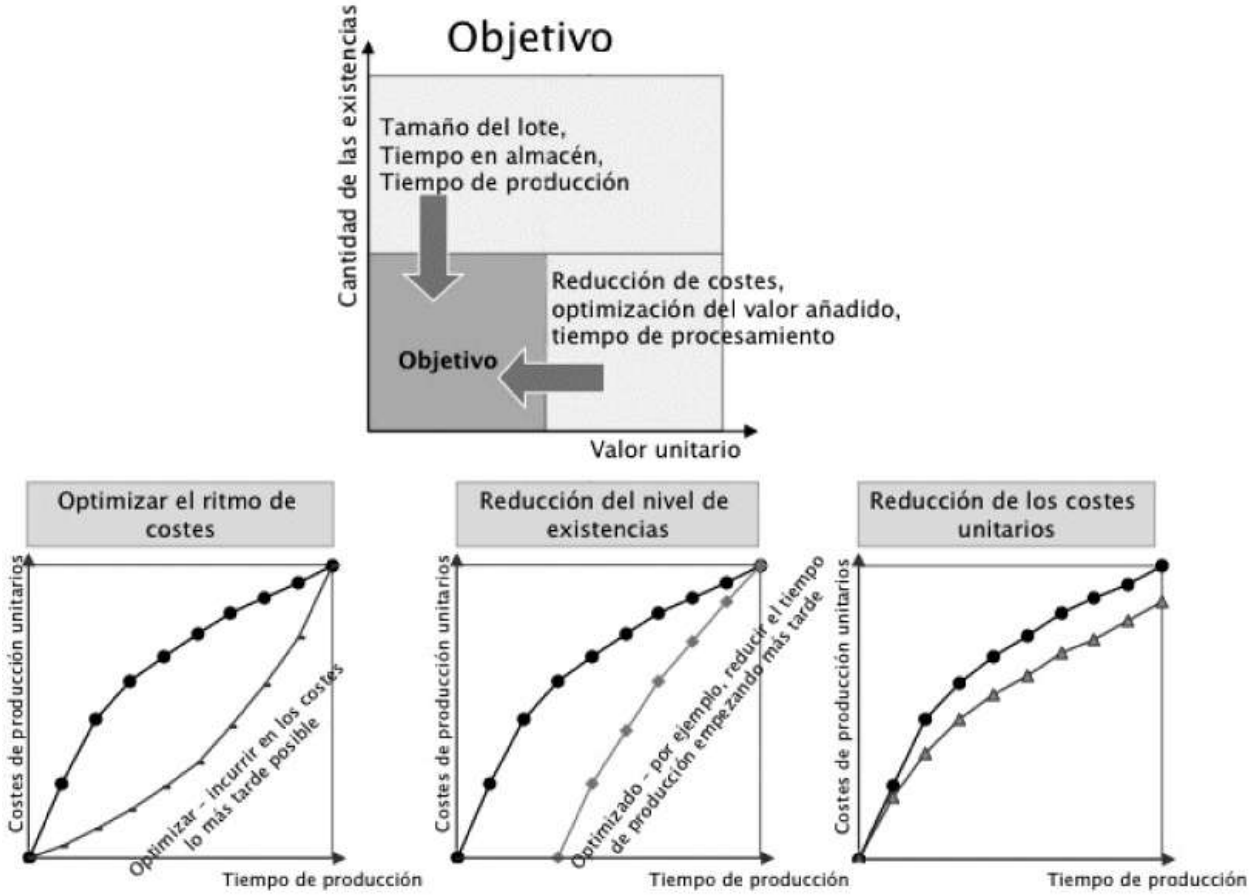
Optimizar el nivel de existencias es especialmente importante para las empresas industriales y en menor medida, para las comerciales. Las empresas de servicios no deben preocuparse por este aspecto ya que o no tienen inventarios o su nivel es poco relevante. La gestión sistemática de las existencias siempre debe analizarse en el contexto de la estrategia empresarial y el método de gestión de la cadena de suministro. Por ejemplo, en las compañías industriales el nivel de existencias se ve muy influenciado por la variedad de productos, el nivel de producción propio y el tipo de fabricación (en masa o por pedido). Estas características deben tomarse en cuenta al comparar empresas y sectores.

En principio, hay tres grandes estrategias para optimizar las existencias (figura 4.1):

- Optimizar el ritmo de los costes (curva de valor añadido)
- Reducir las existencias
- Reducir los costes unitarios

Siempre que reduzcamos el capital destinado a las existencias, debe considerarse la estrategia de la empresa respecto a la cadena de suministro (en aspectos como el servicio al cliente o la flexibilidad). En otras palabras, los

procedimientos deben diseñarse teniendo en mente las necesidades y los productos de la empresa.



Fuente: Losbichler, 2009

Figura 4.1. Estrategias para optimizar las existencias.

4.1.2. Descripción del proceso

El proceso de previsión a entrega puede dividirse en distintos subprocesos que son un punto de referencia para derivar medidas destinadas a optimizar las existencias (figura 4.2). Estos subprocesos tienden a ordenarse cronológicamente y estos a su vez son fragmentados en otros subprocesos esenciales. Lo ideal sería asignar un supervisor en cada subproceso.

4.1.3. Posibilidades de optimización

Existen diversas posibilidades de optimización para cada subproceso.

Gestión de la gama de productos

La base para mejorar el nivel de existencias es mantener al día los datos sobre los materiales dentro del subproceso dedicado a gestionar la gama de productos: sin datos actualizados y precisos no podremos determinar correctamente las necesidades y controlar los materiales en almacén. Además, los bienes deberían clasificarse por tipo e importancia. Así, por ejemplo, la gestión del ciclo de vida del producto es vital para coordinar el nivel de existencias necesarias de aquellos bienes que están siendo descatalogados.

Previsión de ventas

En el subproceso de previsión de ventas debemos centrarnos en anticipar la demanda de manera tan precisa como sea posible. Posteriormente, hay que integrar esta información en el proceso de gestión de los pedidos y anticipar la información a los proveedores para que puedan organizarse.

Procesamiento de los pedidos y servicio al cliente

El siguiente subproceso consiste en planificar y gestionar el procesamiento de pedidos y servicio al cliente. Las existencias se ven influenciadas por las condiciones de entrega, las frecuencias y las cantidades demandadas, además de satisfacer al cliente cumpliendo con los plazos de entrega.

Planificación y adquisición de materiales

La planificación y la adquisición de materiales están relacionadas con las

necesidades de *inputs* de las empresas. Existen diversos enfoques para optimizar las existencias (por ejemplo: almacenes en consigna o depósito, el método justo a tiempo (*just in time* o JIT); el método de la tarjeta o kanban, etc.) y, por tanto, el fondo de maniobra. Si seleccionamos a los proveedores con un enfoque estratégico podremos mejorar las compras que hagamos. Con esta política rebajamos los costes de los consumos, contribuyendo a aumentar los beneficios, además de optimizar los flujos de caja asociados a los envíos y los pedidos.



Nota: MtO (*make to order*, trabajar bajo pedido)
MtS (*make to stock*, trabajar para el almacén).

Fuente: Ernst & Young, 2013a.

Figura 4.2. Fases del subproceso de la previsión a la entrega o *forecast-to-fulfill*.

Planificación de la producción y Producción

En los subprocesos de producción y de su planificación se puede distinguir entre enfoques de planificación y enfoques operativos. Una tarea de los gestores de la

planificación es centrarse en las competencias esenciales. Reducir la complejidad de la producción puede contribuir a reducir el número de unidades producidas lo que permite reducir el nivel de las existencias. Para facilitarlo, puede tener sentido externalizar ciertas fases del proceso productivo o subconjuntos y asociarnos con empresas que den valor añadido al producto. Una adecuada planificación y una reducción de los tiempos de preparación permiten reducir los stocks mínimos y stocks de seguridad. Lo mismo puede decirse de la optimización de los procesos de producción, las zonas de producción y las redes. Además, optimizar el tamaño de los lotes, gestionando la capacidad y cuellos de botella en la producción, ayudan a reducir las existencias y el capital empleado por la empresa.

Gestión del almacén

En la gestión de las existencias, el procedimiento para contabilizar qué hay en el almacén influye en la calidad de la información. Por ejemplo, si el almacén es abierto o cerrado, si se anotan las entradas y salidas o si se informa directamente vía RFID (identificación por radiofrecuencias). La estrategia de producción (por pedido o para el almacén) también influye en el nivel de existencias, en el stock objetivo, en el stock mínimo y en el stock de seguridad. En la estrategia de producción, los niveles de stocks mínimos han de adaptarse según las circunstancias al objetivo de optimizar las existencias. Finalmente, la disponibilidad de maquinaria y equipamientos en los almacenes y en las fábricas influye también en las existencias. Las interrupciones perjudican los materiales y el flujo de producción, y provocan que tengamos más existencias de las necesarias.

Almacén de productos acabados, logística y devoluciones

El subproceso encargado de almacenar los productos terminados, la logística y las devoluciones se ve muy influenciado por la estructura de almacenamiento seleccionada (por ejemplo, un almacén centralizado o diversos almacenes regionales) y el método de gestión que hagamos (por ejemplo, el método de almacenes transparentes donde la información es clara y precisa). También es prioritario administrar el transporte y la cadena de distribución. Existen sistemas

para asegurar un seguimiento continuado de los envíos durante el transporte (dependiendo del momento de facturación) de la forma más transparente y eficiente posible. Esto disminuye el tiempo en que los productos terminados son propiedad de la empresa e impacta positivamente en el nivel de fondo de maniobra. Por último, una gestión eficiente de las devoluciones afecta directamente a la tesorería y a las existencias.

En la figura 4.3 se incluyen más ejemplos de buenas prácticas para el proceso de previsión a entrega.

Área del proceso/ Departamento	Descripción de la medida	Objetivo	Aspectos a tener en cuenta
Desarrollo y gestión del producto	Posponer	Posponer la creación de variantes del producto a las últimas fases de la cadena de valor	• Retrasar la creación de variantes lo máximo posible • Tener esto en cuenta durante el desarrollo/la construcción ofrece el mayor apalancamiento
Previsión	Hacer una planificación efectiva de las compras, la producción y las ventas	• Optimizar los requisitos y la planificación de las existencias • Reducir la complejidad y las fuentes de errores • Fijar unos objetivos claros y mejorar la capacidad de control y medición	• Asegurar una definición clara de las responsabilidades • Planificar entre departamentos de forma transversal • Implantar una planificación efectiva de la producción y las ventas • Usar los principios del CPFR (del inglés *collaborative planning, forecasting and replenishment*, «planificación participativa, previsión y reabastecimiento»)
Gestión de compras, pedidos y proveedores	Racionalizar el portafolio de compras	• Mejorar las condiciones y flexibilizar las entregas • Reducir la complejidad	• Centrarnos en los proveedores estratégicos • Comprobar los compromisos de compra y ajustarlos si es necesario
	Optimizar el proceso de pedidos	• Optimizar los ciclos de disposición, las frecuencias de entrega y los tamaños de los lotes • Reducir el nivel de stock mínimo	• Tomar nota de los tiempos de entrega • Automatizar el proceso de pedido • Introducir compras *online*
	Una producción rigurosa basada en la gestión en grupo (especialmente en empresas comerciales)	• Reducir la complejidad • Mejorar la transparencia, capacidad de gestión • Establecer responsabilidades bien definidas	• Gestionar según los grupos de productos como unidades estratégicas de negocio (debemos eliminar la distinción de compras/ventas) • Lo que es útil depende del sector económico

Gestión de la producción	Estandarización	• Aumentar la flexibilidad • Crear economías de escala y de gama	• Utilizar módulos (por ejemplo, como en la industria del automóvil) • Usar componentes estándares para distintos productos
	Enfoque	• Promover competencias estratégicas • Simplificar el proceso de producción • Reducir el número de partidas que producimos	• Optimizar la producción (propia *vs.* externa) • Reducir la gama de productos • Poner en marcha cooperaciones con otras empresas que nos aporten valor añadido
	Optimizar el proceso de producción	• Optimizar el nivel mínimo de existencias almacenadas • Optimizar los tiempos de producción (por ejemplo, tiempos de preparación)	• Reestructurar las fases de producción según los flujos • Optimizar las zonas de producción/las cadenas de producción estratégicamente
Gestión de los almacenes	Involucrar a los proveedores	• Reducir el tiempo de almacenamiento y el tamaño de las existencias • Permitir una coordinación óptima de las entregas (*just-in-time/ just-in-sequence*)	• Introducir almacenes de consigna (externalizar los almacenes a los suministradores) • Utilizar la gestión de las existencias del vendedor • Introducir *cross-docking* (los bienes se entregan antes de empaquetar)
	Optimizar los mecanismos internos de coordinación	• Optimizar la red y localización de los almacenes • Aumentar la transparencia y precisión de los datos sobre las existencias disponibles	• Usar EDI (intercambio de datos *online*) • Usar códigos de barras • Introducir RFID (identificación mediante radiofrecuencias)
	Racionalizar y realizar controles de calidad de las existencias	• Optimizar el portfolio de existencias • Mejorar la ratio de rotación media de los almacenes	• Analizar regularmente las existencias para todos los productos y materiales • Eliminar «existencias muertas» del almacén • Llevar a cabo el control de calidad/ la gestión de devoluciones en el almacén
Entrega al cliente	Optimizar el envío de productos y la cadena de distribución	• Acortar el tiempo que los bienes terminados están en la empresa y de envío/distribución • Alinear la producción con la demanda para eliminar diferencias	• Envíos directos, siempre y cuando el volumen de entrega sea suficiente • Introducir sistemas de monitorización y localización • Coordinar continuamente la demanda con los clientes y vendedores, y procurar alinear el margen de ventas con el tamaño de los lotes
	Seleccionar medios de transporte adecuados	Acortar el tiempo de transporte	Optimizar los costes de transporte teniendo en cuenta la inversión requerida por los bienes en tránsito

Figura 4.3. Mejores prácticas para el proceso de la previsión a la entrega.

4.1.4. Identificar posibles problemas

En la gestión del fondo de maniobra es importante que optimicemos toda la cadena de suministro. Esto implica que no debemos analizar solo aspectos individuales o subprocesos aisladamente, sino que hay que tener una visión de conjunto que analice las consecuencias de decisiones individuales en la empresa y su entorno. Se producen sacrificios importantes cuando intentamos optimizar (Eitelwein y Wohlthat, 2005). Por ejemplo, si la empresa utiliza el proceso de previsión a entrega, a más variedad de productos y piezas, mayores existencias.

Esto se debe a que debemos fijar un stock mínimo de existencias por producto y pieza. Por tanto, las empresas deben analizar cómo reducir la gama de productos y piezas sin que los beneficios de unas necesidades menores de capital se vean contrarrestados por menores ventas o mayores costes. Por ejemplo, podemos introducir la modularización (un sistema de montaje por módulos) en el diseño del producto. Otro sistema que podemos aplicar es el sistema de aplazamiento donde las demandas específicas del cliente sobre el producto se posponen hasta el máximo posible en el proceso productivo.

Niveles de stock versus *pedidos de los clientes*

Para dar una respuesta rápida a los encargos y asegurar la satisfacción del cliente, las existencias no pueden descuidarse. Es, por tanto, necesario determinar el nivel óptimo para que las necesidades de capital de la empresa sean lo más bajas posibles pero no se ponga en riesgo la satisfacción del cliente. Otros aspectos relevantes en la optimización de las existencias es producir en poco tiempo, hacer previsiones precisas de ventas y mantener contacto directo con clientes y vendedores.

Niveles de stock versus *estrategia de producción*

También podemos encontrar situaciones en las que habrá que decidir entre dos objetivos que promueven efectos opuestos con respecto a la estrategia de producción. Por ejemplo, el nivel necesario de existencias puede chocar con la potencial aparición de economías de escala que serían alcanzables a través de la producción de lotes de gran tamaño.

Niveles de stock versus *costes de transporte*

Para reducir los costes es deseable reducir el número de transportes necesarios, en especial cuando se debe a largos viajes (por ejemplo, compras de Asia). Sin embargo, esto implica unos niveles, al menos temporalmente, altos de existencias; por ejemplo, debido al aumento en el tamaño de los lotes. Una planificación

precisa, una buena previsión de la demanda y simulaciones de las distintas alternativas mejoran la optimización.

4.2. La gestión de las cuentas a cobrar – el proceso de pedido a caja (*order-to-cash*)

4.2.1. Objetivos del proceso

Conseguir cobrar a tiempo y prevenir impagados

Los principales factores que hacen que las empresas tengan problemas financieros son los retrasos en el pago de los clientes y los impagados. En consecuencia, sin importar el sector, la gestión de los cobros es vital en la gestión del fondo de maniobra para garantizar la liquidez de la empresa y reducir así el riesgo de retrasos en los pagos y de impagados.

Las razones por los que los pagos se atrasan o no se hacen son múltiples, desde quejas y reclamaciones sobre la garantía del producto hasta la insolvencia del cliente. Como resultado, la gestión de las cuentas a cobrar presenta diversas oportunidades para optimizar el fondo de maniobra, más allá de solo acordar plazos de pago lo más cortos posibles. La gestión activa del crédito a clientes intenta asegurar que el cliente no solo recibe unas condiciones de pago comercialmente favorables y basadas en el mercado, sino también que:

1. El perfil de crédito del cliente es revisado continuamente.
2. La antigüedad de saldos y los cobros deben ser revisados constantemente
3. Se refuerza la cooperación y comunicación entre los departamentos implicados antes de la formalización del contrato con el cliente

Un análisis integral de la gestión del fondo de maniobra y de las cuentas a cobrar en el proceso de pedido a caja ofrece puntos de partida interesantes. Uno de estos es la base para mejorar la cooperación entre los distintos departamentos,

lo que permitirá mejorar la eficiencia del proceso completo.

4.2.2. Descripción del proceso

El proceso de pedido a caja puede descomponerse en cinco subprocesos. En la figura 4.4 vemos el procedimiento completo para gestionar los efectos a cobrar, empezando por la venta, la entrada del pedido y su facturación, siguiendo los plazos y condiciones acordadas, el periodo de reclamaciones y finalmente el cobro. Una descripción individualizada de los distintos subprocesos y su calendario en el conjunto del procedimiento ilustrará las interdependencias entre las distintas fases, las cuales deben considerarse para desarrollar y diseñar buenas políticas óptimas.



Fuente: Ernst & Young, 2013.

Figura 4.4. Fases del subproceso pedido a caja u *order-to-cash*.

Los elementos que apoyan o explican el proceso, como los objetivos acordados, la documentación, el equipamiento técnico de trabajo o las responsabilidades entre otras variables, deben desarrollarse de manera apropiada según el contexto.

4.2.3. Posibilidades de optimización

El objetivo de la gestión de las cuentas a cobrar es optimizar los pagos de los clientes. Esto no solo comprende el pago rápido, sino también cobrar el importe íntegro, sin deducciones. Esto requiere de un sistema bien estructurado y completo donde se diseñen y optimicen los pasos para administrar las cuentas a cobrar. Como en otras ocasiones, los subprocesos están relacionados y hay distintas maneras de optimizarlos.

Gestión del crédito a clientes y Ventas han de cooperar de forma transparente

En el subproceso de ventas una medida importante es analizar el riesgo del cliente y el potencial asociado de pérdidas por impagos. Este análisis debe realizarlo una sección independiente a la de ventas (como la de gestión de crédito a clientes). Las pérdidas por impago pueden evitarse realizando una exhaustiva investigación de la solvencia. Eso se debe hacer tanto con los nuevos clientes antes de iniciar una relación comercial como constantemente con los clientes existentes. En la práctica, actualizar permanentemente la solvencia del cliente y de manera fiable es difícil. El intercambio de información entre departamentos o garantizar el acceso a bases de datos, además de un modelo claro y transparente de evaluación de riesgos crediticios, permitirá que haya un buen entendimiento respecto a la estrategia de clientes entre la división de ventas y la gestión del crédito a clientes. Este cruce de información permitirá que los vendedores se centren en los clientes solventes.

Identificar segmentos de clientes

Es importante añadir que frecuentemente los vendedores ofrecen condiciones especiales basadas en las circunstancias individuales de los clientes. Pero con un análisis más detallado, los clientes pueden clasificarse por grupos o segmentos. Realizar esta clasificación ayudará a armonizar los niveles de servicio al cliente (visitarlos o llamarlos por teléfono según el interés), las condiciones de pago (como el plazo acordado) y los procedimientos administrativos (por ejemplo, la exigencia que debemos aplicar en los procesos de reclamaciones). Sin embargo, la clasificación de los clientes debe hacerse basándose en los objetivos específicos de negocio de la compañía; algunos ejemplos apropiados incluyen ventas, potencial y rentabilidad.

Los responsables de la gestión de los contratos y la facturación se encargan de diseñar los contratos, los métodos de pago, las condiciones, las cláusulas, las garantías de pago y las características del producto. Las fechas de facturación, las condiciones de pago y los avales para asegurar el cobro (por ejemplo, la emisión de cartas de crédito para la exportación), las pérdidas debido a fluctuaciones en el tipo de cambio y minimizar los costes de transacción son áreas importantes que optimizar.

La facturación debe realizarse de la manera más rápida y precisa posible para evitar la creación de fechas de pago que beneficien a los clientes, además de minimizar el riesgo de reclamaciones debidas a errores en las facturas. Finalmente, los plazos acordados empezarán a contar a partir del momento en que se ha generado la factura.

Días de cobro oficiales y «ocultos» acordados vía plazos y condiciones

En el siguiente subproceso se fijan los términos y condiciones básicas de las ventas. La prioridad es reducir el plazo de cobro, y puede conseguirse evitando los llamados días de crédito «ocultos». Los días «ocultos» se producen, por ejemplo, cuando el cliente tiene un día de pago al mes. En este caso, los vencimientos que en teoría deberían pagarse antes de ese día, se retrasan hasta el día de pago. De esta forma, el cliente consigue unos días adicionales de crédito que se denominan

«ocultos» ya que van más allá del plazo concedido por el proveedor.

Además, debemos incluir las cláusulas sobre aspectos legales, el procedimiento para presentar reclamaciones, los costes de cobro y los intereses de demora. Estas cláusulas tienen un efecto disuasorio para los clientes y disminuyen el riesgo de impago en la fecha de vencimiento y el uso de crédito sin consentimiento previo.

Además, las empresas han de comparar las condiciones de sus contratos con las prácticas reales y eliminar las desviaciones negativas.

Un proceso eficiente de cobros segmentado por prioridades, combinado con un reporting *preciso y conectado con la gestión de quejas*

El subproceso de cobros es responsable de cobrar los saldos de clientes. Una vez se ha producido la entrega del pedido y la facturación, el derecho de cobro es administrado y controlado por los responsables contables de cuentas a cobrar. Si tenemos una base de datos centralizada y actualizada, las empresas podrán controlar adecuadamente las deudas activas pendientes, las fechas de vencimiento o su estado de retraso y, en consecuencia, tomar las medidas necesarias. Además, esta base de datos nos ayudará a identificar fácilmente las prioridades; por ejemplo, aquellas facturas donde el retraso es más elevado. Además, indicadores (KPI) como el plazo medio de cobro (a nivel de país o cliente) ayudarán a evaluar las tendencias de los saldos a cobrar pendientes. La comunicación con el cliente que presenta alguna reclamación es vital ya que cualquier retraso empeoraría la disposición a pagar y se podrían ver perjudicados los pagos pendientes.

Las reclamaciones de pagos atrasados deben ser firmes pero respetuosas. En la práctica, los avisos se realizan por etapas, aumentando cada vez la firmeza. Es recomendable una ejecución disciplinada e intervalos cortos entre cada paso. Debemos usar medios (manuales o automatizados) según la importancia del cliente que puede definirse según su clasificación, por ejemplo, por segmentos o agrupaciones. A la hora de gestionar los impagos, es muy importante la cooperación con el departamento de ventas porque tiene contacto directo con el cliente y pueden surgir problemas con respecto a sus objetivos. Consecuentemente, debemos definir procedimientos estandarizados que se adapten a cada tipo de cliente, con actuaciones programadas e intercambio regular

de información.

Si no tenemos los recursos necesarios para realizar nosotros mismos las reclamaciones, podemos externalizar el servicio. Debemos asumir que si las medidas extrajudiciales no funcionan, el cliente debe ser demandado. En este caso, además del riesgo legal fruto del litigio, las actuaciones legales pueden suponer costes extraordinarios.

Los sistemas para cobrar de manera inmediata como el *factoring*, por ejemplo, permiten obtener liquidez rápidamente pero con ciertos costes. Sin embargo, su uso y efectividad deben determinarse caso por caso en cada empresa.

Los medios de pago que aseguran el vencimiento ayudan al cobro

En el subproceso encargado de las transacciones monetarias la pregunta clave es qué medios de pago serán aceptados. Los que retrasen el cobro debido a los procesos necesarios para su desembolso (un ejemplo serían los cheques) deben evitarse a toda costa. También es muy importante que los pagos recibidos por los clientes se descuenten de sus obligaciones pendientes. Esto es necesario no solo para evitar el envío de cartas innecesarias reclamando el pago, sino también para identificar y atender descuentos injustificados.

En la figura 4.5 hay más ejemplos de las mejores prácticas del proceso desde el pedido a caja.

Área del proceso/ Departamento	Descripción de la medida	Objetivo	Aspectos a tener en cuenta
Facturación	Asegurar que las facturas se emiten lo más pronto posible después de la entrega	Evitar los días de crédito «ocultos» en beneficio del cliente	• Minimizar los acuerdos que hacen referencia a facturaciones mensuales, consignas y autofacturación • Eliminar obstáculos técnicos como la emisión de datos por intervalos
	Eliminar los errores en las facturas y las fuentes de errores	Evitar situaciones en que el cliente no paga debido a errores en la factura	Asegurar la calidad de los datos con los que haremos la factura (p.ej., los precios)

Gestión de riesgos	Revisar la solvencia de clientes nuevos y existentes	• Crear una estructura de clientes transparente para identificar los solventes • Que sirva como un indicador avanzado de los cambios en el riesgo	• Las fuentes de información (internas y externas) y los *ratings* crediticios deben comunicarse transparentemente y adaptados al modelo de negocio • En el caso de organizaciones internacionales/grupos monitorizar también a nivel general
	Aplicar de manera rigurosa los límites de crédito definidos y usar sistemas informáticos para detectar los clientes que los sobrepasan; bloquear las entregas en consecuencia	• Hacer el riesgo visible y así gestionable • Automatizar el proceso nos garantiza un repaso eficiente e instantáneo de las deudas y la posibilidad de incluir las facturas por cobrar existentes y nuevas • Reducir los procesos manuales asegurando así no desviarnos de los objetivos y los procedimientos establecidos	• El modelo para calcular los límites crediticios debe ser lo suficientemente dinámico para reflejar las últimas informaciones • Si es necesario, una coordinación muy cercana con el departamento de ventas • Definir excepciones e implementar un proceso de escalada y autorización, por ejemplo para clientes donde las cuentas a cobrar presenten una tendencia variable debido a la estacionalidad del negocio
	Usar herramientas de seguridad cuando sea necesario (un seguro de crédito, pago por adelantado y reserva de propiedad)	Reducir las pérdidas por impago	• No se puede aplicar en todos los países y sectores económicos • Verificar los requisitos legales y la aplicación legal posterior posible

Condiciones de pago	Armonizar y estandarizar las condiciones de pago para cada grupo de clientes (productos, tamaño de la facturación, regiones, etc.)	• Reducir la complejidad y las posibles fuentes de errores administrativos • Permitir la fijación de objetivos claros y asegurar un control/ medidas de los días de crédito concedidos a los clientes	• En las organizaciones internacionales, utilizar tablas informatizadas de códigos comunes • Requiere un registro sistemático de las asignaciones por segmento en la base de datos de los clientes • En las organizaciones internacionales, alinearse además con los niveles más altos de la empresa
	Comparar condiciones entre clientes y proveedores	Asegurar que los clientes que son proveedores no reciben ningún beneficio indirecto	En las organizaciones internacionales, alinear con los estándares y condiciones corporativos
	Renegociar las condiciones de pago	Reducir el periodo de prefinanciación/ facturas de pago rápido	• Tener en cuenta los clientes con un estatus estratégico • Incluir los días de crédito «ocultos», por ejemplo debido a la emisión mensual de facturas
	Obligar a ceñirse a las condiciones definidas, y si es necesario bloquear el campo de entrada de las condiciones de pago	• Evitar ineficiencias en el proceso y desviaciones de los objetivos causados por ajustes manuales de las condiciones de pago cuando recibimos los pedidos • Asegurar que se cumplen las condiciones de pago pactadas	Definir el proceso de autorizaciones necesario para los casos excepcionales

Gestión de las cuentas a cobrar vencidas	Asegurar que las cuentas están al corriente de pago	Evitar reclamaciones injustificadas	Aprovechar cuando hay posibilidades para «netear», por ejemplo, abonos o descuentos
	Implementar y comunicar informes sobre cuentas a cobrar atrasadas	• Crear conciencia sobre las áreas prioritarias, por ejemplo las que tienen un mayor número de deudas o que tardan más tiempo en cobrarlas • Implementar medidas correctivas con la debida antelación	Es necesaria la implicación del departamento de ventas
	Definir el proceso de reclamación desde la perspectiva de los tiempos a seguir, los pasos a realizar, hacerlo responsablemente y desarrollarlo disciplinadamente	• Un elevado nivel de automatización (sin trabajo manual) asegura un proceso administrativo óptimo y libera personal para realizar otras tareas • Definir las responsabilidades para lograr una buena aplicación de los objetivos fijados y poder incentivar lo mejor posible	• Usar un procedimiento distinto según la clasificación otorgada (amigable o estricta) • Comunicar el procedimiento a seguir a todo el personal • Permitir excepciones si han recibido una autorización previa
	Resolver las quejas de los clientes en seguida, seguir la pista e informar sobre las causas	Prevenir situaciones donde los clientes atrasan los pagos debido a las reclamaciones pendientes	Es recomendable implicar a los departamentos de calidad, ventas y logística

Figura 4.5. Mejores prácticas para el proceso de pedido a caja.

4.2.4. Identificar posibles problemas

Optimizar el proceso de pedido a caja implica la aparición de múltiples conflictos potenciales debido a su complejidad y afectación a diversos departamentos. Estos posibles problemas deben identificarse y ser tenidos en cuenta cuando se analiza la gestión de las cuentas a cobrar.

Ventas generadas versus *ventas rentables*

Desde el punto de vista del departamento de ventas, la gestión del fondo de maniobra choca con objetivos como el aumento de ventas, el lanzamiento de nuevos productos, la adquisición de nuevos clientes o los objetivos de precios (Vater, 2011). En consecuencia, el departamento de ventas no verá la optimización de las condiciones de cobro como una prioridad. Dado que, en general, los clientes piden un trato especial (como puede ser un descuento) a cambio de un plazo de pago más corto, puede ocurrir que no se preste la suficiente atención a las condiciones de pago y se llega a resultados de negociación que no son los óptimos. De hecho, es una realidad que los comerciales dejan a menudo abiertas las condiciones de pago hasta el final de las negociaciones, es decir, no las negocian. Y luego, una vez cerradas, los sacrifican para lograr otro objetivo. Esto puede incluso derivar en un mal uso de las condiciones de pago para camuflar ciertos descuentos ya que los costes financieros normalmente no aparecen en el informe de ventas. Aumentar las ventas o lograr nuevos clientes no ayudará si el extra de rentabilidad que aportan es anulado por pagos que se demorarán en exceso o simplemente pérdidas por impago.

Hay que asegurar que el departamento de ventas entienda correctamente la importancia de las condiciones de pago y de la gestión del fondo de maniobra. En consecuencia, debemos incluir esta área en los programas interdepartamentales de gestión del fondo de maniobra (Vater, 2011). Por esta razón las empresas usan cada vez más sistemas de incentivos basándose en el coste de capital (por ejemplo, el EVA o valor económico añadido) ya que así se internalizan los objetivos derivados de la gestión del fondo de maniobra.

Aumentar la liquidez versus *satisfacción del cliente*

Un conflicto «clásico» de la gestión de las cuentas a cobrar aparece cuando las empresas tienen la intención de unificar las condiciones de pago de los clientes. Esto puede hacerse, por ejemplo, rebajando de 45 a 30 los días de plazo para pagar. Con esta medida ganaremos liquidez en el corto plazo aunque puede provocar problemas con los clientes, que disgustados pueden marchar a la competencia. Por tanto, debemos tener en cuenta que la satisfacción del cliente y su mantenimiento pueden deteriorarse, lo que nos haría perder ventas (Deimel, 2009).

A la inversa, no se debe permitir que los plazos de pago sean un criterio decisivo de venta, ya que estas condiciones deben ser claramente las características del producto o servicio, la calidad y la fiabilidad en la entrega. Un enfoque alineado estratégicamente, sensato y bien preparado nos dará la claridad y equilibrio necesarios.

4.3. La gestión de cuentas a pagar – el proceso de compra a pago (*purchase-to-pay*)

4.3.1. Objetivos del proceso

Los proveedores suministran crédito

En muchos aspectos la gestión de las cuentas a pagar va en sentido opuesto a las recomendaciones hechas para la gestión de cuentas a cobrar porque su principal objetivo es retrasar los pagos (Bail y Schneider, 2013). Como los proveedores nos pueden dar crédito, hay que establecer acuerdos satisfactorios. Mediante los plazos de pago, los clientes pueden pagar con posterioridad las facturas pendientes, aunque el bien o servicio ya haya sido entregado. Por tanto, el objetivo de los gestores de las cuentas a pagar es alargar este crédito lo máximo posible. Pero no se trata solo de retrasar los pagos, y menos de hacerlo incumpliendo las condiciones pactadas con los proveedores, ya que no sería ético ni un enfoque completo. Una buena gestión de las cuentas a pagar ofrece muchas más

posibilidades para mejorar el fondo de maniobra con el proceso de compra a pago. Por tanto, debemos centrarnos en medidas que nos llevan a una situación donde todos ganan (*win-win*). Por ejemplo, un proveedor puede acceder a un plazo de pago más largo, a cambio de una programación ordenada de los pedidos del cliente que le permita una reducción en sus inventarios.

4.3.2. Descripción del proceso

Como en los dos procesos anteriores, el proceso de compra a pago también puede dividirse en varios subprocesos (figura 4.6). Hay muchos puntos para empezar a optimizar, desde que recibimos la orden a la recepción de las facturas, a los plazos y condiciones del contrato, pasando por el comportamiento de pago y la salida de dinero. Un repaso por orden cronológico del procedimiento nos ayudará a identificar los aspectos a mejorar. Además, descubriremos las dependencias entre las distintas fases, que debemos tener en cuenta para optimizar el proceso.



Fuente: Ernst & Young, 2013

Figura 4.6. Fases del proceso de compra a pago o *purchase-to-pay*.

Los elementos que explican o apoyan el proceso, como los objetivos acordados, los informes y la forma de presentarlos, la documentación, el equipamiento técnico de trabajo o las responsabilidades, etc., se deben desarrollar de manera adecuada para el usuario y para cada situación.

4.3.3. Posibilidades de optimización

Hay distintas posibilidades para optimizar según el subproceso.

Segmentación, reducción y armonización de la cartera de proveedores

Las condiciones acordadas con los proveedores cuando empieza la relación o cuando se realiza el pedido tienen un impacto directo y en el largo plazo para las salidas de dinero de la empresa. Para fijar la posición y la estrategia de negociación y definir el esfuerzo que supone la gestión de los proveedores de manera eficaz, es recomendable segmentarlos y agruparlos. En el caso de los proveedores claves es necesaria una relación más intensa e individualizada en las condiciones que aquellos que pueden ser reemplazados más fácilmente. Así debemos clasificarlos según su importancia estratégica, es decir, el perjuicio que causarían al negocio si la relación se rompiera o interrumpiera. Otra variable es clasificarlos según el producto o servicio. De esta manera clasificaremos a los proveedores de forma que puedan ser comparados fácilmente y establecer unas condiciones y un nivel de servicio estandarizado. Al mismo tiempo, nos permitirá ver si la dimensión de un grupo de proveedores es razonable (Bail y Schneider, 2013). Si la empresa se concentra en unos cuantos proveedores, haremos pedidos mayores lo que reforzará nuestra posición negociadora y reducirá la complejidad, aunque debemos evitar todo tipo de dependencia.

Tramitar eficientemente las facturas entrantes es fundamental para crear una actitud responsable ante los futuros pagos. Al mismo tiempo, el control de las facturas es crucial para evitar pagos injustificados o pagar demasiado pronto (identificar las facturas injustificadas o determinar la fecha de vencimiento según la fecha de entrada de la factura en lugar de su fecha de emisión).

La experiencia reciente nos muestra que pueden aparecer problemas si se externalizan partes individualizadas del proceso de recepción y proceso de las facturas a un centro de servicios compartidos, especialmente si la externalización es llevada a cabo por una empresa desde el extranjero.

Días de pago oficiales y «escondidos» acordados vía plazos y condiciones

En el subproceso de «términos y condiciones» el enfoque habitual consiste en optimizar las condiciones de pago, aunque nunca debe hacerse a costa de rebajar el precio. Un aspecto a tener en cuenta es que los plazos para abonar son días directos de crédito, es decir, los acordados en la redacción del contrato, por ejemplo 30 días netos, y días de crédito «escondidos». Estos días «escondidos» aparecen debido al procesamiento. Algunos ejemplos serían acuerdos en los que se emiten los recibos en periodos predefinidos; por ejemplo, con facturas conjuntas o con las notificaciones de retirada de los almacenes de consigna. Si las facturas son emitidas mensualmente, hay una media de 15 días de crédito «escondido» (asumiendo que los servicios se prestan durante todo el mes) que pueden ganarse. El mismo efecto puede lograrse si el mismo pago se hace en fechas prefijadas. Algunos ejemplos serían contratos con cláusulas como «pagar el 15 de cada mes» o «pagar a final de mes». También es válido para acuerdos que permiten pagos con menos frecuencia (semanal, quincenal o mensual). El último caso reduce los costes significativamente porque la administración interna necesaria para hacer los desembolsos puede reducirse y la planificación financiera se simplifica. Debemos tratar como de igual importancia los componentes directos y «escondidos» de los acuerdos de pago.

Comparar las condiciones acordadas con las prácticas reales para eliminar cualquier desviación que nos perjudique es una manera rápida de optimizar que se puede hacer internamente.

A menudo, los procesos de compra de materiales indirectos o los servicios externos, como el mantenimiento, se descuidan. Sin embargo, también debemos tenerlos en cuenta ya que representan cerca de un 30-40 % del gasto en las empresas industriales, lo que puede convertirse en una fuente importante de ahorros.

Evitar pagos anticipados y retrasados

Atrasar los pagos hace subir el periodo medio de pago y reducir el fondo de maniobra. Sin embargo, en el largo plazo causará malestar en los proveedores debilitando nuestra fuerza negociadora para futuros pedidos. Es de esperar que los proveedores carguen los costes adicionales de financiación en las futuras facturas. Retrasarnos además da una mala imagen de la empresa a terceros que dificultará encontrar nuevos proveedores si es necesario. Contrariamente, realizar los pagos antes de tiempo no tiene sentido desde el punto de vista comercial y debe evitarse. Por otro lado, el departamento de contabilidad debe supervisar que no se realicen pagos por duplicado y reclamarlos si es el caso.

Diseño de sistemas de pago eficientes

Hay otro aspecto relevante a tener en cuenta, las transacciones monetarias, es decir, el proceso de pagar a los proveedores. Hay normas legales que indican cuándo hacer el desembolso. En la mayoría de los países es la fecha de vencimiento. Sin embargo, aquí también hay margen de mejora, por ejemplo usando los días bancarios o no haciendo transferencias el viernes. Actualmente, hay grandes compañías que pagan a los proveedores determinados días (por ejemplo, una vez a la semana). Esta es una oportunidad de mejora ya que si nos pasamos de la fecha de vencimiento unos pocos días los proveedores por lo general no se quejarán. De todas formas, conviene comunicar estos pequeños atrasos y acordarlos con los proveedores.

Otro aspecto está relacionado con posibles compensaciones entre clientes y proveedores. Si una empresa tiene tantas cuentas a pagar como a cobrar con otra empresa, debemos intentar compensarlos en la medida de lo posible sin causar perjuicio a la otra empresa. Lo mismo puede decirse de los abonos de facturas y las rebajas.

Además, las directrices sobre la autorización de los pagos deben ser claras. Básicamente, debemos supervisar con «cuatro ojos» y no pagar nada sin autorización previa. Para que los empleados que se encargan de los pagos sepan cómo lidiar con proveedores reclamando pagos lo más temprano posible,

debemos entrenarlos para que sepan reaccionar.

Un comportamiento de pagos en que se puede confiar fortalece la relación con los proveedores

En principio, la empresa, como cliente, debe entender el interés del proveedor en recibir los pagos tal como se acordó. Esto puede lograrse haciendo transparentes los procesos internos de la compañía y luego definiendo procesos optimizados basados en esta transparencia. Es, por tanto, importante que cualquier cambio sea comunicado con antelación de manera clara y precisa a los proveedores para evitar malentendidos o expectativas erróneas, por ejemplo si modificamos el momento de pagar las facturas pendientes. Desarrollar una argumentación sólida ayudará a los encargados de las compras y a los contables a entender los procesos conjuntos y la cooperación con los proveedores, además de representar el proceso y hacerlo de manera que inspire confianza y sea puntual.

Es precisamente esta confianza mutua la que hace que el proveedor acepte recibir los pagos a más largo plazo y ser flexible para acordar los procedimientos a seguir.

En la figura 4.7 hay ejemplos de buenas prácticas para el proceso de compra a pago.

Área del proceso	Descripción de la medida	Objetivo	Aspectos a tener en cuenta
Condiciones de pago	Armonizar y estandarizar los términos y condiciones de pago en grupos de proveedores comparables	• Reducir la dificultad y fuentes de errores • Fijar objetivos claros que nos permitan medir/ controlar • Prevenir abusos en las condiciones de pago a través de descuentos «camuflados» para no mezclar el resultado financiero y el del departamento de compras	• En organizaciones internacionales usar bases de datos conjuntas • Requiere la localización sistemática de los proveedores según grupos de productos/ materias primas • Especialmente en organizaciones internacionales, alinearse con los niveles más altos de la compañía
	Seguimiento estricto de las condiciones generales definidas previamente, y si es necesario, inhabilitar la opción de modificar los términos y condiciones de pago	• Evitar ineficiencias y desviaciones de los objetivos fijados causadas por ajustes manuales de las condiciones de pago • Asegurar el cumplimiento de los objetivos fijados	Tener en cuenta excepciones cuando los proveedores entregan productos/ servicios con características diferentes
	Comparar las condiciones para proveedores y clientes	Asegurar que los proveedores que además son clientes no reciban ningún beneficio indirecto	En organizaciones internacionales también hacer comparaciones con niveles más altos y corporativos
	Fijar las fechas de pago, por ejemplo a final de mes y reducir el número de ejecuciones de pago (agrupaciones de pagos a proveedores en varios días al mes)	• Minimizar los costes administrativos asociados a las ejecuciones de pago • Simplificar la planificación de la administración de fondos • Generar días de crédito «ocultos»	• Revisar los requisitos legales locales • Tomar nota de situaciones excepcionales como fines de semana y vacaciones
	Renegociar los términos de pago	Alargar los plazos de pago	Adaptar la comunicación a la clasificación realizada, combinado con la reorganización propuesta del proceso

Calcular la fecha de vencimiento	Calcular las fechas de entrega nosotros mismos de acuerdo a la recepción de las facturas/o de los bienes	Asegurar que el plazo de pago empieza una vez recibida la factura (es decir, que el proveedor financia el plazo de tiempo del envío) y los bienes están disponibles para su uso, respectivamente.	• El debido registro de la hora de entrega de los bienes o de las facturas tiene que estar asegurado Debe quedar registrada automáticamente en la base de datos • Revisar las condiciones legales a nivel local
	Procesos de consignación, acuerdos de autofacturación y facturas conjuntas con intervalos de notificación no diarios	• Generar días de crédito «ocultos», es decir, esos no incluidos en los términos de pago • Asegurar que el proceso es optimizado	• Debe quedar registrada automáticamente en la base de datos • No puede aplicarse en todas las industrias
Pagos anticipa-dos o parciales	Manipular las ejecuciones de pago solo retros-pectivamente	Reducir pagos innecesarios (es decir, no acordados) antes de la fecha de vencimiento	• La comunicación es recomendable • Revisar las condiciones legales a nivel local
	Pagar solo las facturas 100 % correctas	• Optimizar el proceso de liquidación • Hacer los pagos solo a las facturas correctas desde una perspectiva legal	Definir los criterios de facturación y comunicarlos
Consolidación de proveedores	Centrarnos en aquellos proveedores que les compramos más, reducir el número de pequeños proveedores	• Conseguir una posición de fuerza que nos permita obtener mejores condiciones • Una administración más eficaz de los proveedores	• Es recomendable un trato según el segmento • Evitar dependencias • Tomar nota de los proveedores pequeños pero estratégicos

Figura 4.7. Mejores prácticas para el proceso de compra a pago.

4.3.4. Identificar posibles problemas

Para optimizar el proceso de compra a pago es importante identificar los potenciales conflictos que pueden surgir entre los departamentos implicados. Los departamentos de compras, de recepción, producción, logística, finanzas y compradores de diferentes departamentos, plantas y sucursales influyen, con intereses distintos, en los diferentes pasos del proceso compra a pago para diferentes materiales y servicios. Los problemas aparecen a menudo debido a la falta de comprensión del proceso completo.

Un reporting *adecuado ayuda a crear conciencia en relación a la gestión del fondo de maniobra*

Los objetivos del departamento de compras normalmente se centran en el BAII (beneficio antes de intereses e impuestos). Esto hace que las condiciones de pago, especialmente las de pronto-pago, sean usadas como el último recurso para obtener descuentos. Pero como el impacto negativo en los costes de financiación, en términos de días de crédito, en general se refleja en los informes del departamento de finanzas y no en los suyos, no es posible concienciarlos sobre el coste del dinero debido a la falta de visibilidad de los efectos de sus decisiones. Para solucionarlo puede ser de ayuda fijar objetivos que tengan en cuenta el coste del dinero empleado, la creación de niveles de autorización en casos excepcionales e informes que reflejen las medidas y permitan visualizar sus efectos.

Gestión del tiempo del proceso versus *condiciones de pago pactadas*

La tramitación de una factura entrante está formada por varios pasos (recepción, contabilización, revisión, aclarar posibles dudas, aprobación y finalmente, pago) que deben coordinarse en lo que al tiempo y la gestión se refiere para asegurar que se desarrollan de la mejor manera posible. Adicionalmente, estos procedimientos deben recibir apoyo tecnológico-logístico continuado ya que a menudo deben superarse distancias importantes y se llevan a cabo sucesivas y distintas actuaciones interrelacionadas. Al mismo tiempo, la clasificación de una

factura requiere información de otros procesos, por ejemplo el registro de la recepción del material. Como los encargados de cada fase solo realizan una pequeña tarea de un proceso entero, no toman conciencia de la importancia de su labor a nivel general. Esto las convierte en tareas administrativas poco prioritarias y pesadas y, por tanto, no les prestan la atención necesaria. Esto puede causar retrasos que dañen la condiciones y conviertan en ineficiente el procedimiento entero.

Podemos obtener ayuda usando el *software* apropiado, aclarando las responsabilidades individuales y los tiempos, por ejemplo, mediante el uso de directrices. Han de planificarse controles activos para evitar que se incumplan las directrices.

Extensión de los días de crédito versus *asunción de los costes derivados*

Desde la perspectiva de los costes, la extensión de los días de crédito tendrá un impacto en el precio ya que el proveedor intentará incluirlos. Consecuentemente, solo ganaremos si lo que ahorramos en costes de financiación es inferior al incremento de precio. Unos buenos informes y un modelo de precios que refleje todos los ingredientes de la transacción y sus efectos es un prerrequisito indispensable para obtener beneficios.

Reducir el número de proveedores versus *dependencias*

Consolidar el volumen de compras en pocos proveedores refuerza la capacidad negociadora de la empresa porque se hace más atractiva como cliente y obtendrá menores precios debido al alto volumen de compras. Por otro lado, es muy importante que la empresa no dependa solo de un proveedor. Si esta situación de dependencia llegase a producirse, sería un riesgo para la producción y la provisión de servicios, además sería aprovechada por los proveedores para fijar unos precios mayores. La solución es una estrategia donde se diversifiquen los proveedores de forma equilibrada.

Libertad de negociación versus *seguridad legal*

Otro problema que puede surgir de la colaboración cliente-proveedor es el sistema legal. Por ejemplo, en algunos países las condiciones y medios de pago están definidos, lo que restringe la capacidad de reestructurar el proceso según nuestras preferencias.

En la mayoría de los países, las partes contratantes gozan de un elevado grado de libertad para fijar las condiciones de pago (aunque, en la Unión Europea, bajo las directrices fijadas por la Directiva Europea sobre acuerdos de las condiciones de pago), lo que da a ambas partes capacidad para fijar las cláusulas finales. No obstante, justo por esta razón es importante que este acuerdo quede documentado y confirmado mediante las condiciones generales de la empresa o alguna otra forma de comunicación. De otra manera existe el riesgo de que al diseñar un proceso para las cuentas a pagar, como cliente, la empresa no solo entre en una zona legal difusa, sino que enfaden al proveedor o surjan malentendidos debido a la falta de información. Un buen ejemplo de esto son las ejecuciones de pago: de acuerdo con la ley, el proveedor debe recibir el pago en la fecha de vencimiento. Ambos socios están legalmente protegidos solo si el proveedor acepta modificar los plazos de pago; por ejemplo, una ejecución de pago quincenal incluida en las condiciones generales.

Precisamente, por este motivo los acuerdos finales deben ser comunicados y confirmados, además de tener un documento oficial que acredite el consentimiento del proveedor.

Referencias bibliográficas

BAIL, E. y SCHNEIDER (2013) Optimierung des Working Capital Managements zur Steigerung von Liquidität und Rentabilität (Optimising Working Capital Management to Increase Liquidity and Profitability), in: Schneider (publisher), Controlling für Logistikdienstleister, Konzepte – Instrumente – Anwendungsbeispiele – Trends (Controlling for Logistics Service Providers, Concepts – Tools – Application Examples – Trends), capítulo 16.

DEIMEL (2009) Working Capital Management. Prozesse verbessern und Kapital

freisetzen (Working Capital Management. Improve Processes and Release Liquidity), en: MaschinenMarkt, 26, p. 1-4.
DELOITTE DEVELOPMENT LLC (2012) Unchained, Mining the linkage between working capital and supply chain.
EITELWEIN/WOHLTHAT (2005) Steuerung des Working Capital im Supply Chain Management über die Cash-to-Cash Cycle Time (Management of Working Capital in Supply Chain Management via the Cash-to-Cash Cycle Time), Zeitschrift für Controlling und Management, 49. Jg. 6/2005, p. 416-425.
ERNST & YOUNG (2013), Cash and working capital. How Ernst & Young can help, 2013.
KPMG (2011) Cash: Part of a healthy corporate lifestyle. KPMG Cash and Working Capital Management Survey Report.
LOSBICHLER, H. (2009) Working Capital Management, Vortragsunterlagen, ÖCI, Working Capital Management, Innenfinanzierung stärken, Liquidität verbessern, Kapital freisetzen (Working Capital Management, Presentation Documentation, OCI, Working Capital Management, Strengthen Internal Financing, Improve Liquidity, Release Capital), 2009.
VATER, H. (2009), «Cash is King» – die Liquiditätskennzahl Forderungsreichweite (DSO) auch? («Cash is King» – The Liquidity Metric DSO as well?) en: BBK, p. 17.
VATER, H. (2011) Working Capital Management mit gewichteten Best Possible DSO-Zielen (Working Capital Management with Weighted Best Possible DSO Targets), Controller Magazin, issue 1/2011, p. 44-48.
VATER, H. y BAIL, E. (2016) Gestión del fondo de maniobra, Internationaler Controller Verein, ACCID, Barcelona.

4. Capítulo redactado por Hendrik Vater y Elena Bail, que es un resumen del libro *Gestión del fondo de maniobra del Working Capital Management Expert Group del Internationaler Controller Verein*, editado por ACCID, con autorización de Haufe-Lexware GmbH & Co. KG. Agradecemos a Axel Ehberger y Ulrich Müller de ICV la colaboración realizada.

5

CREDIT MANAGEMENT[5]

Resumen

El *credit manager* realiza la función esencial de anticipar y reducir el riesgo de crédito, favoreciendo a su vez la expansión de las ventas mediante la creación de herramientas de gestión y alertas, que permiten al departamento comercial enfocar su trabajo, con una visión proactiva del riesgo de sus clientes. Bajo esta perspectiva, analizaremos el rol del *credit manager*, la colaboración con otros departamentos, las principales fuentes de datos para la correcta evaluación del riesgo, tanto las financieras como las cualitativas. La posibilidad de modificar la política de crédito, en función de los productos y clientes, mediante la utilización de nuevas herramientas orientadas a cuantificar la pérdida esperada. También analizaremos las diferentes estrategias para la recuperación de los impagados que, junto con el marco legal vigente, nos permitirán realizar una correcta gestión de la morosidad, y una adecuada utilización de los procedimientos judiciales, y concursales.

Conceptos clave

Credit manager, Evaluación del riesgo, Verificaciones registrales, Políticas de crédito liberales y restrictivas, Limite de crédito, Pérdida esperada, Rating, RAROC, Seguimiento del crédito, Recuperación de impagados, Ley de la

morosidad, Agencias de cobro, Efectos de la morosidad, El seguro de crédito, Juicios monitorio y cambiario, Concurso de acreedores, Concurso voluntario y concurso necesario, Actuaciones preconcursales, Prelación de créditos.

5.1. La función del *credit manager*

La ubicación funcional del *credit manager* en el organigrama de una empresa suele ser un motivo habitual de controversia, debido a las dos perspectivas inherentes a su rol, como son la necesidad de favorecer la expansión de las ventas, y a su vez, tener que atender a los riesgos y costes financieros que comporta toda inversión en clientes.

La forma en que debe posicionarse el *credit manager* ante esta doble perspectiva, podría resultar bastante incómoda, durante las fases expansivas de la economía, donde su actuación sistemática y prudente en el tratamiento del riesgo es considerada como una rémora para las expectativas de ventas del departamento comercial, y cualquier sugerencia o recomendación por su parte, orientada a un mayor conocimiento del perfil de riesgo de los clientes, tendentes a la correcta evaluación de su solvencia y capacidad de pago, suelen ser vistas como un impedimento para alcanzar unos objetivos comerciales ambiciosos.

Por el contrario, cuando el director financiero de la empresa coordina o asume directamente las funciones de *credit manager*, es inevitable que, en su clara vocación de minimizar los riesgos y los costes financieros de la empresa, se produzca un mayor endurecimiento de la política de crédito a los clientes, la cual puede suponer una pérdida de oportunidades de venta, al no estar en línea con las prácticas comerciales del mercado.

También resulta curioso observar cómo en los escenarios de crisis, el *credit manager* asume un mayor protagonismo, al tener que lidiar con los reiterados atrasos en el pago de sus clientes, un fuerte aumento de la morosidad, y también con la inquietante perspectiva de que un elevado número de empresas puedan presentar un concurso de acreedores. En estas situaciones de crisis, las «expectativas de salvación» depositadas en el *credit manager* resultan excesivas, debido a que su actuación profesional en la gestión y recuperación de los impagados estará en muchos casos condicionada a los excesos cometidos en el

momento en que se realizaron las ventas (ventas forzadas, reclamaciones, falta de solvencia, clientes desconocidos) que en la mayoría de los casos resultarán irrecuperables.

Es por este motivo que la función del *credit manager*, con independencia de su ubicación dentro del organigrama de la empresa, debe gozar de la máxima autonomía en sus decisiones (figura 5.1), y además su función resulta tremendamente necesaria y útil, tanto en los ciclos económicos favorables como en los adversos, ya que una política preventiva en la gestión del crédito es la mejor herramienta de la que dispone una empresa para evitar los impagados futuros, y a su vez reducir los costes financieros.

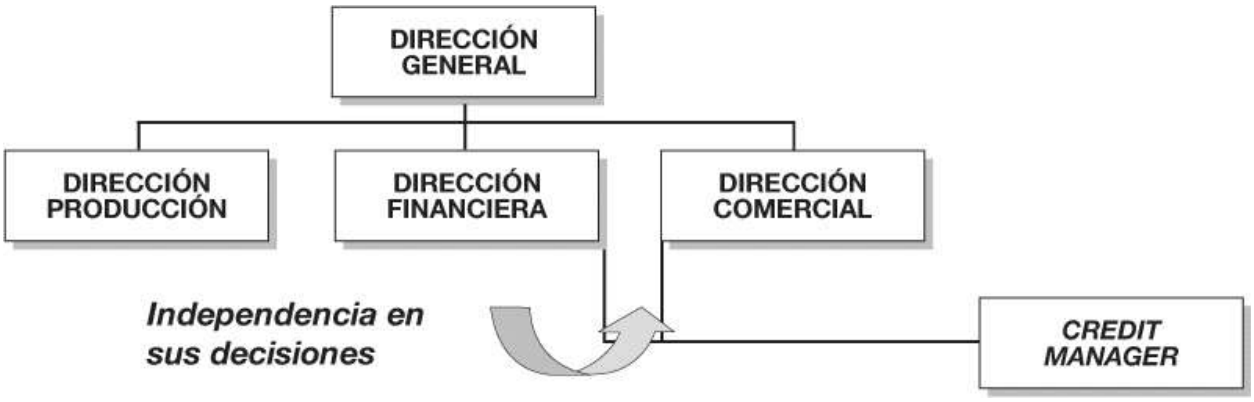


Figura 5.1. Ubicación funcional del *credit manager*.

5.2. La gestión de riesgos es un trabajo de equipo

Es frecuente visualizar al *credit manager* como una persona muy ocupada, analizando innumerables bases de datos, estados financieros de clientes, y gestionando con habilidad y perseverancia las diversas situaciones de impago, pero también como alguien que parece estar al margen de los circuitos operativos de la empresa, debido a su pretendida autonomía en sus decisiones. Sin embargo, la función del *credit manager* requiere de unas habilidades personales de comunicación y trabajo en equipo, que son imprescindibles para el éxito de su gestión.

El *credit manager* debe comunicar y concienciar a todo el personal de la empresa sobre la idea fundamental de que la cifra de ventas real es la que finalmente se acaba cobrando, y que la probabilidad de un impago empieza en el

mismo instante de la venta.

El departamento comercial deber ser el primer colaborador en suministrar la máxima información al *credit manager* para poder evaluar el perfil de riesgo de los clientes, y este, a su vez, tratará de ofrecer a los comerciales las oportunas herramientas para la gestión del crédito (otorgando límites de riesgo en las clasificaciones de clientes, agilizando los sistemas de facturación y cobro), que favorezcan la expansión de ventas. Oferta de colaboración que reforzará con una fuerte predisposición a tratar de manera interactiva cualquier tema de riesgos que sea útil para la formación de los comerciales.

Es indudable que la labor de un comercial que actué con la debida prudencia en materia de riesgos nos puede facilitar una importante información acerca del conocimiento previo del cliente, a raíz de las habituales visitas a su domicilio social, simplemente utilizando los sentidos, con una «observación activa» de cómo gestiona las existencias (acumulación de mercancías en el almacén, productos obsoletos, excesivas referencias de baja rotación), cuál es el estado de las instalaciones (inadecuadas, exceso de capacidad, obsoletas, susceptibles de sanciones administrativas o riesgos laborales), así como la existencia de un clima laboral enrarecido. Utilizar el sentido de la «escucha activa», en una sociedad como la nuestra tan propensa al chismorreo y a comentar los problemas internos, nos puede proporcionar información relevante sobre las posibles dificultades financieras de nuestro cliente, bajadas importantes en su cifra de ventas, percances importantes, o incluso problemas con el personal (atrasos, bajas incentivadas, reestructuraciones). Es recomendable que el comercial busque cualquier excusa (probar una pieza de repuesto, proponer un nuevo diseño que tenemos en fase de estudio, saludar al director de logística o producción) para acceder a las instalaciones del cliente, a fin de obtener la máxima información posible, que en una ulterior fase de análisis del riesgo complementaremos y cotejaremos con la información obtenida en otras fuentes (información económica, informes comerciales, datos del Registro Mercantil y Registro de la Propiedad), a fin de ser más objetivos en nuestras decisiones, al aceptar o desestimar una venta a crédito.

La retribución variable puede ser un instrumento idóneo para lograr una mayor colaboración proactiva de los comerciales en la gestión del riesgo, siempre que se incluya algún indicador de gestión que incentive esta actuación. Es necesario que los comerciales se sientan desinhibidos cuando tengan que reportar

noticias desalentadoras sobre la capacidad y solvencia de nuestros clientes, ya que en estos primeros instantes en que se detecta la anomalía, es cuando la empresa tiene más capacidad para reforzar las garantías, agilizar la recuperación del importe facturado, e incluso renunciar a la venta para evitar futuros problemas.

En frecuente que, en épocas de crisis, coexista en el departamento comercial la circunstancia de tener que enfrentarse al reto de mantener la cuota de mercado, y tratar de consolidar una cifra de ventas que frecuentemente tiende a disminuir en relación al ejercicio anterior. Situación que muy probablemente comportará una reducción adicional del margen bruto, debido a la necesidad de realizar políticas comerciales agresivas con bajadas generalizadas de los precios, descuentos y bonificaciones. Esta reducción del margen, junto con una menor cifra de unidades vendidas, puede resultar, en la mayoría de los casos, insuficiente para cubrir los costes fijos de la empresa (amortizaciones, gestos de estructura, salarios), con lo que se incurrirá en unas pérdidas que inevitablemente afectarán a los flujos financieros de la empresa.

5.3. La evaluación del riesgo de crédito

Entre las múltiples funciones del *credit manager*, una de las más importantes y apasionantes es la correcta evaluación de riesgos de los clientes, para tratar de anticipar y reducir las potenciales situaciones de impago. Esta fase de análisis de la situación financiera y patrimonial del cliente se configura a partir de diferentes fuentes de información:

- Registro Mercantil: donde podemos consultar los estados financieros depositados, la antigüedad de la empresa, el capital social, los principales accionistas, los administradores, el objeto social, y las anotaciones recientes por cambios societarios.

  Uno de los principales inconvenientes de la información financiera depositada en el registro es su posible desactualización respecto del momento en que estemos evaluando el riesgo, ya que un análisis realizado en abril o mayo (meses previos al depósito de cuentas) podría estar sustentado en el último cierre contable depositado, con más de 17 meses

de antigüedad. Es por esta razón que se hace imprescindible que solicitemos a nuestros clientes una información más actualizada.

- Informes comerciales externos: son una excelente herramienta para las fases iniciales del análisis, ya que, con un coste muy reducido, aportan una visión global de la situación del cliente y una opinión del riesgo, fundamentada en el tratamiento de diversas bases de datos (incidencias judiciales, litigios, demandas de la administración, situaciones concursales, información financiera y societaria disponible en el Registro Mercantil). Esta opinión, que suele concretarse en un importe máximo de riesgo recomendado por la agencia, y en una nota de *rating* (que puede ser numérica o alfanumérica: 0 a 20 o AA..CCC), nunca debe considerarse como vinculante, sino como una mera orientación.

  Por otro lado, debemos revisar si este informe ha estado contrastado e investigado por la agencia en fechas recientes al análisis que pretendamos realizar, ya que habitualmente se suele trabajar con las copias de archivo disponibles en la web de la agencia de informes, que podrían ser unos informes comerciales cuya comprobación presencial de los datos sea muy antigua, por haber sido solicitados expresamente (con un coste adicional) por otro acreedor hace bastante tiempo, y sobre los cuales la agencia únicamente se limita a actualizarlos con datos disponibles en sus fuentes telemáticas.

- Verificaciones en el Registro de la Propiedad: es una fuente de acceso público fundamental para constatar los bienes patrimoniales de nuestros clientes, ya sea para verificar su posible afectación previa (hipoteca, embargos, usufructos, censos), o valorar la conveniencia de realizar una nueva afectación para garantizar nuestro crédito comercial. Es también una consulta imprescindible para disponer de la máxima información de los clientes, en los casos de reclamación y negociación de los impagados.

  Debemos prestar especial atención a quién es el titular del bien, ya que en muchas ocasiones podemos estar negociando una línea de crédito con una sociedad cuyo patrimonio va a nombre de otro titular, o que la propiedad sea de titularidad compartida, sin que el resto de titulares

consientan la afectación de sus bienes para garantizar nuestro crédito. Peor escenario supone el «alzamiento de bienes» (cambio de titularidad por venta o donación), realizado por algunos titulares para protegerse de las posibles reclamaciones, en el caso de impagados o derivados de la liquidación de la empresa.

También es importante realizar una visita al ayuntamiento, para comprobar la situación urbanística de la finca, ya que podría estar afectada por algún cambio en el planeamiento municipal, que podría mermar el precio de realización del bien.

Para el resto de las propiedades no inmobiliarias susceptibles de inscripción, se puede consultar el Registro de Bienes Muebles.

- Referencias bancarias, de proveedores y clientes: son fuentes de gran utilidad para constatar la opinión de riesgo, de los principales soportes de nuestro cliente. En el caso de las entidades financieras, es posible que, debido al secreto bancario, no estén dispuestos a colaborar, en cuyo caso sugerimos solicitar un anticipo de alguna factura o pagaré de pequeño importe de nuestro cliente, para obligar a la entidad a dar su opinión del riesgo al tener que aceptar o desestimar este anticipo.

  En cuanto a la información proporcionada por los proveedores, podríamos esperar que esta no fuera fiable, debido al propio temor de nuestros competidores en perder a sus clientes por darnos esta información, pero afortunadamente todos somos cada vez más conscientes de los beneficios que supone el intercambio de información de clientes morosos y fraudulentos, con lo que es de esperar que exista una buena colaboración entre las partes, para evitar que los morosos se aprovechen de la situación.

  Finalmente, también es interesante recabar la opinión de los clientes de nuestro cliente, ya que nos permitirá valorar el grado de satisfacción con los productos, el servicio y la innovación ofrecidos por la empresa.

- Compromiso del equipo directivo: esta variable cualitativa resulta tanto o más importante que el análisis de los estados financieros, ya que demuestra el historial de compromiso que han tenido los responsables de la empresa

para atender sus obligaciones. Esta apreciación permite discriminar los clientes que «quieren pagar», pero no pueden atender puntualmente sus pagos por dificultades económicas coyunturales, de los clientes que pueden pagar y «no quieren pagar». Para el primero de los casos, debemos buscar fórmulas financieras conjuntas que permitan facilitar y garantizar los pagos futuros del cliente, mientras que, en el segundo caso, estamos ante clientes que nos obligaran a extremar las precauciones, por su alta incidencia de engaños en la contratación, manipulación de estados financieros, y una notoria evitación de sus responsabilidades.

Es importante conocer a las principales personas que ocupan los tres niveles de responsabilidad de una empresa:

— Administradores y consejeros delegados: son los representantes legales de la empresa y, por tanto, asumen la máxima responsabilidad de los actos de la empresa frente a terceros. Debemos esperar, por tanto, que estas personas tengan la capacidad y el compromiso requeridos para el cargo, ya que en la mayoría de las empresas fraudulentas suelen estar representadas por «testaferros» (individuos que firman contratos o documentos, asumiendo una responsabilidad o titularidad que, en realidad, debería corresponder a otra persona).

— Accionistas: en este caso y de acuerdo con la ley de sociedades anónimas, su responsabilidad se limita al capital social aportado. Pero no debemos olvidar que se trata de los auténticos propietarios de la empresa, por cuya razón pueden nombrar y destituir a los diferentes cargos ejecutivos, y dirigir a su conveniencia la estrategia y la política que seguirá la empresa, por lo que su vinculación e historial previo en otros proyectos empresariales (en algunos casos fallidos o fraudulentos) deviene fundamental para la opinión de riesgo por parte del *credit manager*.

— Equipo directivo: son las personas encargadas de las decisiones ejecutivas, y de definir e implantar la estrategia empresarial, por lo que su capacitación, historial directivo y compromiso con la empresa son una variable importante para evaluar los planes futuros de la empresa.

- Información facilitada por el departamento comercial: tal como hemos comentado, es altamente relevante contar con su colaboración, ya que están permanentemente en contacto con los clientes y, por consiguiente, nos aportan una información imprescindible de la situación actual de los mismos, que nos permite completar las carencias en el análisis de la información histórica.

Con esta información procedemos a construir un relato acerca del historial, la evolución, y la situación actual de la empresa, a fin de construir un hipotético escenario de riesgo, que suele concretarse en una calificación crediticia y una cifra máxima de riesgo a conceder, o también en la posible denegación de la operación.

Establecer límites de crédito máximo para cada cliente resulta de gran utilidad para la gestión y control del riesgo, pero también supone una excelente herramienta para el departamento comercial, ya que no será necesario preocuparse de las negociar las condiciones de crédito, pudiendo focalizar su atención en la comercialización y venta del producto o servicio.

5.4. El seguimiento del crédito

Es evidente que la función *credit manager* no se restringe a las fases iniciales de análisis del riesgo del cliente, para la aprobación o desestimación de crédito comercial, sino que debe actuar de forma sistemática en el seguimiento posterior de los clientes, concentrándose en aquellas operaciones más importantes por su cuantía y peso específico, pero siempre a nivel de cliente. Este seguimiento debe establecerse de forma regular, a través de unos mecanismos que anticipen problemas futuros (retrasos, renegociaciones, devoluciones, reclamaciones).

Para este fin, es recomendable que el *credit manager*, tenga instaurado un sistema de alarmas que permitan detectar determinadas incidencias, susceptible de posibles dificultades en el pago por parte de nuestros clientes, tales como:

- Cambios significativos en la cifra de ventas
- Retirada de competidores

- Ventas ralentizadas o en declive
- Cambio repentino de proveedores comerciales o financieros (bancos)
- Aplazamientos de pago reiterados con coste
- Bajo nivel de fondos propios
- Cambios en la organización:
  - Objeto social
  - De órgano colegiado a administrador único
- Experiencia empresarial de los nuevos directivos
- Antigüedad de la empresa
- Apertura o cierre de negocios o sociedades vinculadas
- Cambios en la titularidad del negocio o en su patrimonio
- Registro de aceptaciones impagados, incidencias judiciales
- Cambios en el accionariado
- Posición en el mercado
- Referencias: bancarias, clientes, proveedores
- Sectores y actividades en crisis

5.5. Políticas de crédito liberales o restrictivas

Es necesario que la colaboración entre el departamento comercial y el *credit manager* sea lo más estrecha posible, para poder alternar las políticas de crédito *liberales* con otras políticas de crédito más *restrictivas*, en función de la situación del mercado, del producto o del cliente.

La política de crédito en una empresa debe ser siempre prudente, pero en ciertas ocasiones podría ser muy restrictiva, en especial para los casos en que la empresa no cuente con la tesorería suficiente, ni el acceso a fuentes externas de financiación que le permitan soportar potenciales retrasos o impagos en el cobro de sus facturas. También es recomendable ser muy restrictivo en las ventas de productos muy exclusivos o sobre pedido, cuya reventa resultaría casi imposible, en cuyo caso se recomienda solicitar un anticipo del coste total del producto.

Pero en otras ocasiones la empresa podría optar también por una política de crédito *liberal*. Concepto que no implica en ningún momento el descuidar o minimizar el análisis del riesgo, sino en valorar aquellas situaciones para las que la

aplicación de una política liberal resulten la alternativa más eficiente para la empresa al tratar de favorecer la expansión rentable de las ventas. Esto implica que la empresa ha realizado un cálculo previo del impacto que le supondría asumir una *pérdida esperada* (probabilidad de impago) en un segmento de clientes determinado, y ha evaluado, por tanto, el coste potencial derivado de los posibles impagados.

Estas mayores facilidades de crédito de una política liberal se entienden como necesarias únicamente para determinadas situaciones o retos, cuando el impacto económico de renunciar a una venta en un segmento de clientes menos solventes supondría para la empresa el incurrir en un coste superior al resultante de los posibles impagados en algunos clientes (pérdida esperada). Circunstancia que se produce cuando se prevén caídas de precio generalizadas, exceso de productos maduros en nuestro almacén, o también en los casos de infrautilización de capacidad productiva.

A título de ejemplo, esta actuación supondría aceptar una hipotética *pérdida esperada* de un 4 % en la cifra de ventas de determinados productos o clientes, siempre que la alternativa de desestimar estas ventas nos suponga un coste superior, tal como una inminente caída de los precios de un 15 % debida a la obsolescencia técnica de algunos productos.

Esta actuación podría parecer muy temeraria en épocas de crisis por el hecho que muchos clientes suelen tener dificultades financieras, pero nótese que hemos mencionado la necesidad de realizar un cálculo previo del coste que supondría la *pérdida esperada*, que en todos los casos debe ser menor que los costes económicos y la erosión de los intangibles (imagen, marca, calidad del producto) en que incurrirá la empresa si decide bajar los precios para hacer frente a la competencia, o incluso a los derivados de la necesidad de mantener una ocupación improductiva de nuestro almacén (coste del metro cuadrado, logística, obsolescencia de productos) por acumulación de existencias. Mención especial son los casos de infrautilización productiva, donde la empresa debe soportar unos importantes costes fijos (amortizaciones, salarios de fábrica) derivados de la subactividad, razón por la que es necesario aumentar el margen de contribución a través de la máxima expansión de las ventas.

5.6. La pérdida esperada

Para determinar el nivel de impagados *probables* de sus clientes, el *credit manager*, puede utilizar sistemas de análisis del riesgo fundamentados en modelos de Rating y Scoring (instrumentos de análisis del riesgo basados en un sistema de puntuación de diversas variables[6]) tal como vienen utilizando las entidades bancarias, para dar respuestas a las exigencias de los acuerdos de *Basilea II* [7], y que también resultarán de gran utilidad para las empresas a raíz de la futura implantación de la NIIF 9. Esta metodología se fundamenta en los cálculos del RAROC (*risk-adjusted return on capital)*, donde el rendimiento (margen del producto) se ajusta con la pérdida esperada, tal como se representa en la figura 5.2.

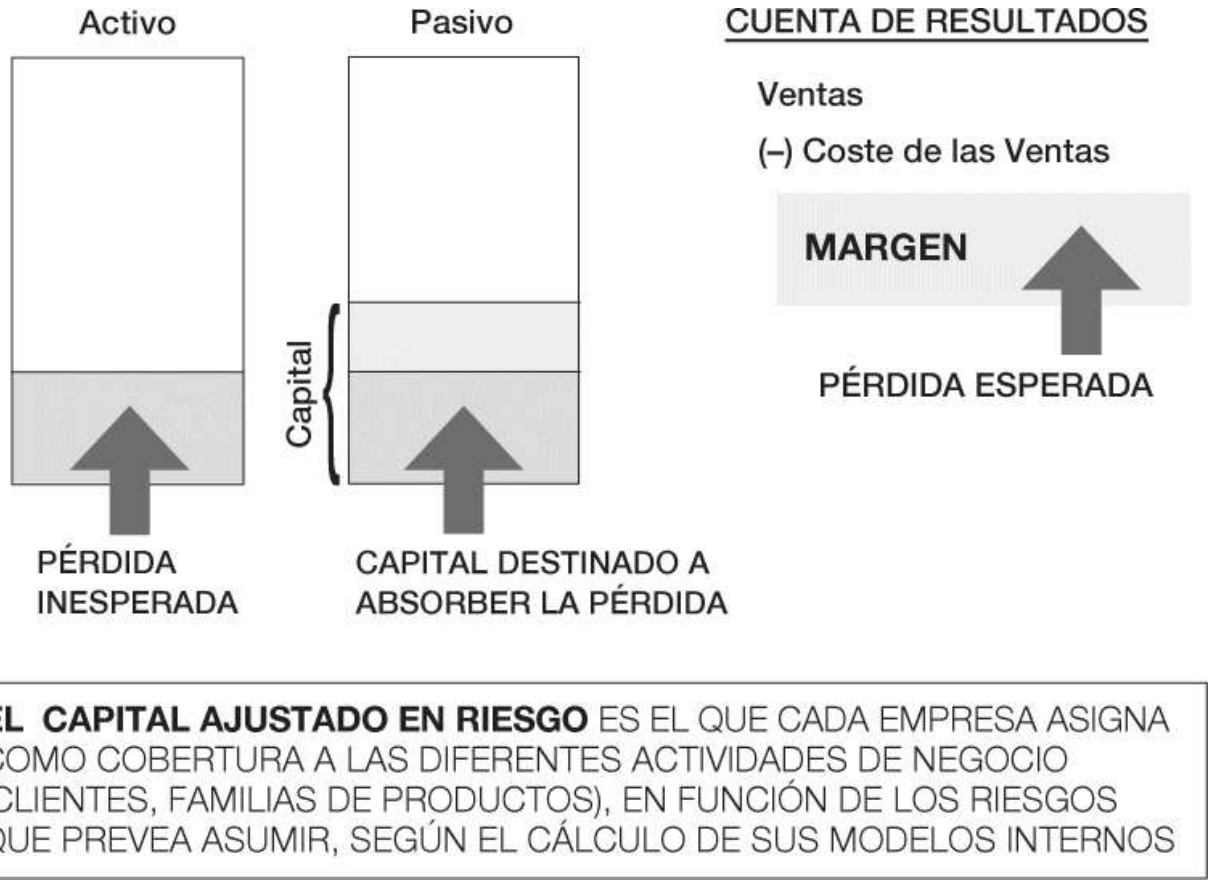


Figura 5.2. Pérdida esperada y pérdida inesperada.

Esta interesante propuesta pretende que las empresas incluyan las pérdidas potenciales de determinados segmentos de clientes dentro del margen de

contribución del propio servicio o producto, para evitar que sea el capital social de la empresa o los beneficios futuros, los que deban soportar los quebrantos contables derivados de los impagados. Se trata de anticipar la probable pérdida futura al momento de la concesión del crédito comercial en función de su perfil de riesgo, sin tener que esperar a contabilizar la pérdida incurrida cuando se produzca el impagado.

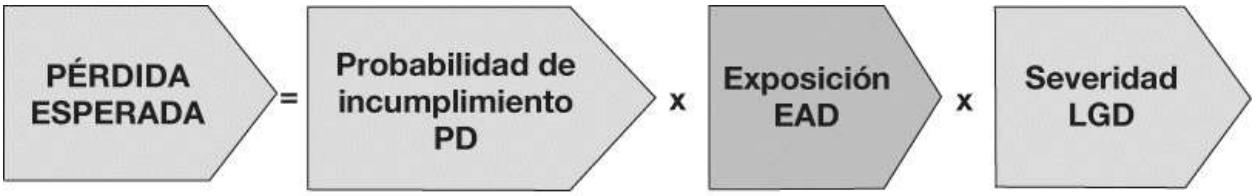
Esta metodología nos permite discriminar a los buenos clientes, que gozarán de mejores descuentos sobre el precio de referencia del producto, de los clientes con un rating crediticio peor, los cuales deberían pagar una cantidad mayor. Esta práctica ya podemos observarla en las emisiones de deuda soberana emitida por los países con peor calificación crediticia, que deben soportar el pago de una prima de riesgo superior respecto a los países mejor posicionados, para poder ser atractivos para los inversores.

La pérdida esperada, tal como nos muestra la figura 5.3, es la resultante del producto de tres variables: probabilidad de incumplimiento, exposición, y severidad.

En el primer caso, se trata de estimar la *probabilidad* de que la operación de crédito incurra en impago dentro de un plazo de un año. Probabilidad que se estima de forma estadística según la capacidad predictiva (sustentada por un análisis prolongado de la correlación de algunas variables con los impagos históricos de la empresa). Estas variables se fundamentan tanto en datos financieros derivados de los estados contables del cliente, como en la información cualitativa (compromiso del equipo directivo, bienes patrimoniales, estrategia comercial, posicionamiento en el mercado, bienes patrimoniales, e historial de impagados).

La *exposición* implica la cantidad máxima de riesgo que pueden llegar a deber nuestros clientes, en el momento en que se produzca el probable impago. Esta variable está muy correlacionada con situaciones de excesiva dependencia a clientes importantes, ya que en estos casos una situación de impago o un concurso de acreedores podría suponer un importante quebranto para la empresa.

La *severidad* es el porcentaje de pérdida que finalmente asumiremos, después de haber realizado todas las acciones de recobro de los impagados, una vez descontados los diferentes gastos que puedan derivarse de las gestiones de reclamación, acciones judiciales, y la posterior adjudicación o realización de los bienes del cliente afectados por la operación crediticia.



PD (probability of default). Probablidad de que un cliente inclumpla sus obligaciones contractuales en el plazo de un año.
EAD (exposure at default). Importe del riesgo que al deudor llegue a acreditar en el momento del incumplimiento.
LGD (loss given default). Pérdida neta una vez finalizado el proceso de recuperación, cuando la operación incumple su pago.

Figura 5.3. Variables que configuran la pérdida esperada.

Ejemplo de Severidad y Pérdida esperada:

Una operación comercial, con un crédito de 225.000 euros, garantizada por una finca del mismo importe, con una probabilidad de incumplimiento del 30 %, que en el momento del impago presenta una exposición de 200.000 euros, y que una vez ejecutada la garantía recuperará 145.000 euros, y habrá asumido también unos gastos adicionales de 15.000 euros (por lo que la pérdida sobre el importe expuesto será de 70.000 euros)

La severidad sobre la exposición es:
70.000 € / 200.000 € = 0,35 (o sea 35 %)

La pérdida esperada = Probabilidad
de incumplimiento x Exposición x Severidad

PE = 0,30 x 200.000 x 0,35 = 21.000 euros

5.7. Errores comunes en la gestión empresarial que aumentan la morosidad

Seguidamente, describimos algunos de los principales errores que incrementan la morosidad en las empresas:

- **La participación como proveedores en proyectos con escasa capacidad de reembolso, por el simple hecho de que nuestro cliente nos ofrece garantías inmobiliarias.** Recordemos que nuestro negocio es la venta o fabricación de productos y servicios, para los cuales ya habremos anticipado unos pagos a nuestros proveedores, trabajadores, empresas de suministros, y entidades bancarias, cuyo importe monetario esperamos recuperar a través del cobro de la venta. No es nuestra intención acumular activos inmobiliarios, por cuya razón, el análisis de riesgo debe priorizar la liquidez y capacidad de retorno del cliente, antes que las garantías. Además, en la mayoría de los casos, dichas garantías suelen recaer en naves industriales, locales o segundas residencias, cuya valoración es muy volátil por estar muy condicionadas al ciclo económico, y es posible que existan muchas dificultades en materializar su venta, en caso de subasta o la realización de los bienes ofrecidos en garantía.
- **Incorrecta utilización de las pólizas de crédito.** Estos productos bancarios a corto plazo son ideales para la financiación del ciclo de explotación de las empresas, ya que les permite financiar los pagos anticipados inherentes al ciclo de producción de las empresas, previo al cobro de las facturas de sus clientes. La propia naturaleza del ciclo de explotación comporta unas fluctuaciones periódicas en las necesidades de financiación, que fácilmente podemos visualizar en las sucesivas disposiciones y reposiciones de la póliza de crédito. Sin embargo, se observa que muchas empresas disponen de inmediato de la totalidad del límite de la póliza, y esta disposición permanece constante hasta el vencimiento de la misma, momento en que existe una alta probabilidad de que su entidad bancaria le deniegue su renovación, con lo que inevitablemente acabarán retrasando los pagos a proveedores.

  Esta mala utilización de la línea de crédito suele ser involuntaria en la mayoría de los casos, ya que se produce por ciertas partidas del circulante (activo corriente) que se enquistan en el balance, tales como facturas de clientes impagadas, existencias excesivas y obsoletas, saldos retenidos para

garantizar obligaciones o avales. Partidas contables que, al carecer de las rotaciones previstas, aumentan considerablemente las necesidades de financiación.

- **No solicitar un aplazamiento a la Administración, ante la imposibilidad de atender el pago de impuestos o las cotizaciones de la Seguridad Social**. Omitir esta posibilidad implica importantes recargos, embargos y anotaciones en el registro de incidencias judiciales, que invalidará de inmediato cualquier propuesta de crédito, ya que las deudas con la Administración tienen preferencia sobre los créditos ordinarios (habituales para las operaciones comerciales), al ser los primeros considerados como «créditos privilegiados.

- **Falta de compromiso con el proyecto.** La persona que presenta un proyecto de inversión, que requiere financiación a crédito, debe ser la primera en confiar en la fortaleza y el éxito del proyecto, garantizando por todos los medios su viabilidad. Recordemos que nosotros participamos únicamente como proveedores, pero en ningún momento somos los responsables de ejecutar los proyectos de los clientes, por lo que resulta esencial que estos nos transmitan la máxima «confianza» y transparencia en todas las entrevistas, tanto durante las fases previas como en las posteriores a la venta, aportando la máxima información, un buen conocimiento del negocio y del sector en que operan.

- **Descapitalizar a la sociedad, manteniendo el mínimo capital social**. La falta de compromiso para aumentar constantemente los recursos propios de la empresa, a través de una menor distribución de beneficios, o de ampliaciones de capital, es una práctica bastante habitual en nuestra sociedad. Actuación que daña notablemente la solvencia, y refleja unas ratios de endeudamiento excesivas, que dificultan la obtención de nueva financiación por parte de la banca.

  Aunque resulta contradictorio observar como en la mayoría de los casos los propietarios acaban aceptando afianzar las operaciones de riesgo bancario de sus empresas con su garantía personal, para obtener la correspondiente financiación, sin pensar que al aceptar esta cláusula acaban afectando todos sus bienes personales «sin límite», para el hipotético caso

de tener que cubrir subsidiariamente los posibles impagados del crédito a la empresa. Práctica que, como proveedores, nos supone una pérdida de potenciales garantías frente a las entidades bancarias, y tener que lidiar con decisiones de crédito en empresas altamente descapitalizadas.

5.8. La recuperación de los impagados

Las situaciones de impago suponen un notable deterioro en nuestra cuenta de resultados, tal como podemos observar en la figura 5.4, ya que en primer lugar dejaremos de percibir el importe debido de la factura del cliente, cantidad que permanece enquistada en el activo corriente del balance (realizable) la cual requiere de una financiación equivalente, ya sea con recursos externos (crédito bancario con coste explicito) o recursos propios que suponen también un coste de oportunidad equivalente a la rentabilidad esperada por los accionistas.

Crédito impagado, a cuyo deterioro contable hay que añadir los costes derivados de las gestiones de reclamación, tanto internas como procesales.

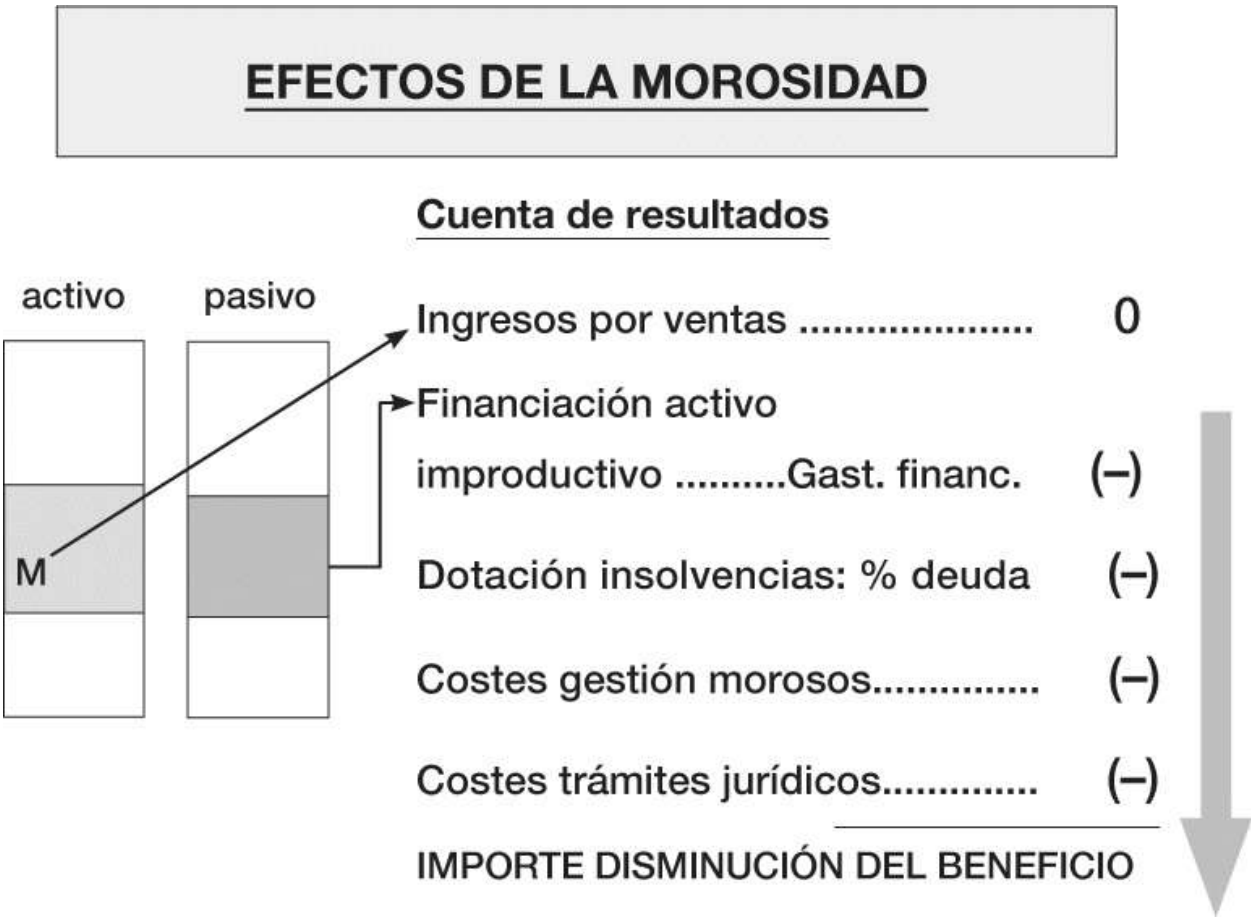


Figura 5.4. Los efectos de la morosidad en la cuenta de resultados.

Es por esta razón que en el mismo instante que surja una incidencia debemos actuar con la máxima celeridad, contactando con nuestro cliente para averiguar los motivos del retraso, y tratar de encontrar una solución al problema. En el caso de que la razón del retraso sea a consecuencia de una reclamación en el servicio o en la calidad del producto, debemos resolver la incidencia de inmediato, ya que son estas situaciones las que habitualmente acaban enrareciendo la relación con nuestro cliente, y acaban siendo las causantes de la mayor parte de los retrasos voluntarios en el pago de las facturas. Situaciones puntuales que nunca deben ser consideradas, ni tratadas, como operaciones morosas.

Cuando las causas del impago o retraso en el pago sean debidas a otras razones, nuestra actuación deberá ser más flexible, pero también muy rigurosa y sistemática, tratando de discriminar si existe una cierta intencionalidad por parte del deudor, o bien se debe a problemas económicos del cliente, ya que un estudio reciente realizado por la UE ha puesto en evidencia que un alto porcentaje de los

retrasos son intencionales, con objeto de obtener financiación espontánea de los proveedores; situación que en España se agrava por coexistir una «conciencia colectiva» que asume que el buen gestor es el que paga más tarde.

Cuando las razones sean debidas a dificultades económicas de nuestro cliente, debemos estar abiertos a la negociación, ofreciendo la posibilidad de pactar con los clientes que merezcan un trato especial un convenio de pagos aplazados con la correspondiente aplicación de los intereses y costas, al tiempo que trataremos por todos los medios de reforzar nuestras garantías, instrumentando los cobros aplazados mediante efectos mercantiles (pagarés, letras aceptadas) para el hipotético caso de una reclamación judicial futura. También puede ser recomendable obtener garantías colaterales de tipo hipotecario, aval bancario o afianzamiento personal, cuando la operación y el importe de la misma lo requieran.

Durante esta fase de renegociación, la actuación del *credit manager* debe ser muy sistemática, anotando todos los compromisos acordados con el cliente en su ficha de seguimiento, y requiriendo el cumplimiento de los mismos en cada una de las fechas pactadas.

En todo momento debemos sentirnos *legitimados* para el cobro de nuestras facturas, haciendo ver a nuestro cliente que siempre estamos dispuestos a prestarle ayuda y ofrecerle alternativas para que pueda asumir el pago, en aras de poder seguir manteniendo una excelente relación comercial, al tiempo que debemos insistir en que los compromisos acordados deben ser cumplidos y cualquier actitud negligente por su parte nos supone también un grave problema para atender nuestros propios compromisos de pago. Es por esta razón que tenemos que manifestarle con claridad y firmeza que, si decide persistir en esta situación de morosidad, nos obligará «a nuestro pesar» a tomar medidas más conminatorias, tales como cortar del suministro, retirar el producto servido, o iniciar actuaciones judiciales.

Debemos tratar de mostrar una cierta empatía con el deudor durante todo el proceso de recuperación de los impagados, adaptando nuestra comunicación y estrategia de negociación a la personalidad del moroso, puesto que este puede manifestar diversos comportamientos que varían desde las personas irritables y explosivas que son muy hábiles en culpar a los demás, hasta el introvertido que se esconde cuando hay problemas, sin olvidar a los morosos refractarios y sagaces,

que son inmunes a nuestras reclamaciones o que incluso pueden llegar a mostrarse como falsos colaboradores dispuestos a aceptar unos compromisos que luego no acabarán cumpliendo. A pesar de esta diversidad de personalidades, es fundamental que abordemos la negociación con la máxima profesionalidad y con una actitud siempre positiva, pero perseverante y firme para el cumplimiento de los compromisos adoptados, y por supuesto disponer siempre de *la máxima información* del deudor, en cuanto a su solvencia, vinculaciones y otros datos, fruto de la investigación comercial previa, y de la verificación en los registros mercantiles y de la propiedad.

5.9. Las agencias de recobro

En fases más avanzadas del proceso de recuperación de los impagados, pero también desde su inicio si el tamaño de la empresa lo requiere, puede ser recomendable utilizar determinadas *agencias especializadas en cobro*, que permitirán liberar al personal de las tareas de recobro, y también nos evitarán el chantaje emocional a que nos someten algunos clientes aludiendo a razones comerciales y a los años que llevan comprando nuestro producto, por el simple hecho de que a partir de ahora tendrán que abordar el diálogo con agencias ajenas a su negocio. Su contratación supone también otras ventajas, como el acceso inmediato a una base de datos actualizados de información pública, y en algunos casos también cuentan con una extensa red de centros, que proporciona una capilaridad geográfica de mayor proximidad al domicilio del deudor.

Con todo, también suelen presentar ciertos inconvenientes, tales como unos honorarios de entre el 15 %-35 % de la factura, la necesidad de explicar a un tercero cómo funciona nuestro negocio, y en algunas ocasiones tener la mala fortuna de contratar una empresa que utilice tácticas de cobro poco decorosas, debido a la falta de regulación sectorial. Su pertenencia a la Asociación Nacional de Entidades de Gestión de Cobro (ANGECO) podría minimizar estas situaciones, que en muchos casos han vulnerado el derecho al honor, a la intimidad personal y familiar y a la propia imagen del deudor (artículo 18 de la Constitución) o también, han violado el deber al secreto en el manejo de bases de datos, tal como establece la Ley Orgánica de Protección de Datos.

5.10. El seguro de crédito

El *credit manager* también puede hacer uso de un *seguro de crédito* que, entre otras ventajas, cuenta con:

- Una importante base de datos de clientes e incidencias.
- La clasificación de clientes por parte de la aseguradora.
- En caso de incidencias con un deudor: asumen la facturación ya comunicada, pero excluyen la aceptación de nuevas facturas.
- Posibilidad de negociar directa y amistosamente el cobro de los impagados con el propio deudor, con un margen de hasta 4 meses para renovar el impagado sin autorización de la aseguradora
- Se garantiza hasta un 80 % de la pérdida por impagado, si bien se excluyen litigios por incidencias comerciales.
- Anticipo de las indemnizaciones, en 6 meses para los casos de concurso de acreedores y quiebra del deudor, la aseguradora puede anticipar en el momento de su conocimiento.
- Asesoramiento en el cobro por vía amistosa y legal.

A pesar de las ventajas que supone el disponer de un seguro, no debemos olvidar que el responsable de la gestión del crédito es el propio *credit manager*, quien negocia las condiciones y anticipa los posibles riesgos del cliente. Su actuación es similar a la del buen conductor de un vehículo, que evitará ser negligente y temerario, pero a su vez, dispondrá de una póliza de seguro para el caso de un siniestro imprevisto. Las aseguradoras de crédito gestionan estas pólizas de cobertura de forma similar al tratamiento que reciben las pólizas de vehículos, proporcionando una prima más baja para las empresas responsables, y aumentando el precio e incluso rescindiendo la póliza del seguro cuando las empresas presenten irregularidades, o un elevado número de impagados e incidencias con sus clientes. Mención aparte merece la reciente situación de crisis, que inevitablemente ha provocado que las empresas aseguradoras, desbordadas por el considerable aumento del número de impagados y de situaciones concursales, hayan incrementado los precios de sus pólizas, y también reducido de forma unilateral los límites en las clasificaciones de los clientes.

Como alternativa al seguro de crédito, el *credit manager* puede plantearse la contratación de un *factoring* «sin recurso», donde el factor (entidad financiera), al aceptar la cesión de la deuda a cobrar, asume también un porcentaje del impagado (80 %-90 %), en caso de insolvencia financiera.

5.11. El marco legal en la gestión de la morosidad

El *credit manager* también dispone de un marco legal para vehicular los cobros y poder mejorar la gestión de las facturas impagadas. La legislación es diferente en cada país. A modo de ejemplo, citamos el caso de España, con la Ley 15/2010 (que modifica la ley 3/2004), la cual establece una serie de medidas para luchar contra la morosidad, en el sentido de que:

- Fija un plazo de referencia de 60 días para el pago de operaciones comerciales, no ampliable por las partes.
- Compensación por los gastos incurridos en el cobro, si son responsables de los retrasos.
- Las patronales podrán denunciar prácticas abusivas defendiendo el anonimato del denunciante.
- Penaliza con interés de demora: tipo de la última operación comercial semestral del Banco Central Europeo + 8 puntos. Aunque las partes podrán pactar un tipo de interés inferior, siempre que este no sea un 70 % inferior al tipo legal de demora (pactos no válidos para el sector público).
- Devengo automático de intereses sin necesidad de requerimiento judicial o extrajudicial.
- El plazo de pago se cuenta a partir de la fecha en que el deudor recibe la mercancía o prestación de servicios.

- Podrán agruparse facturas hasta 15 días, si bien el plazo de pago computa desde la fecha que corresponda a la mitad de este periodo.
- Prohibición de interponer condiciones abusivas a proveedores.

A pesar de disponer de una ley específica que regula las situaciones de retraso en el pago de la factura y las situaciones de morosidad, es sorprendente la poca

utilización de la misma por parte de las empresas. Varias son las causas de esta extraña situación, si bien las más reconocidas en los diversos estudios realizados al respecto son:

— El desconocimiento de esta legislación, cuya consecuencia inmediata es el substancial debilitamiento de nuestra posición frente al deudor.

— El temor de perder al cliente en caso de aplicación de los intereses de demora, o al denunciar ciertas prácticas abusivas.

Mi propuesta en este último caso es hacer constar en todas las facturas las leyes vigentes que regulan las operaciones comerciales, y al producirse un retraso en el pago por parte del cliente, se recomienda calcular los intereses de demora de acuerdo con la normativa, y proceder a comunicar su importe al deudor, para que sea consciente de que conocemos nuestros derechos y hemos sufrido un quebranto económico perfectamente cuantificable.

A partir de este momento, en caso de que estemos dispuestos a renunciar al cobro de una parte o la totalidad del importe devengado, se puede abrir un proceso de negociación para reducir los plazos de pago en las próximas facturas, ampliar la cifra de ventas, o eliminar algunas bonificaciones y descuentos que estamos concediendo al cliente. Aunque en mi opinión, lo más aconsejable es negociar directamente la cifra de intereses de demora, ofreciendo progresivas reducciones del importe total, práctica que abre una nueva relación acreedor-deudor, que nos permitiría poder cobrar parte de los intereses de demora en retrasos futuros, sin necesidad de negociación.

5.12. La reclamación judicial

En cuanto a las posibles actuaciones judiciales, suele existir una percepción por parte de muchos acreedores, sobre la gran complejidad de estos procedimientos, de la extrema lentitud de la justicia, del inicio de una etapa de desgaste y de costes incurridos. Sin embargo, tenemos la posibilidad de acceder a determinados instrumentos legales que resultan muy ágiles, y con un coste insignificante que, al margen de poder recuperar toda la deuda, son también un instrumento excelente

para coaccionar al deudor en las fases iniciales de la reclamación de la deuda, incitándole al pago o a la negociación de la misma.

En cuanto a las reclamaciones por la vía judicial, existe la posibilidad de reclamar las deudas a través de un juicio monitorio, que no requiere fianzas ni abogados, únicamente aportar documentos y cumplimentar un impreso, para que se requiera al deudor para que en el plazo de 20 días proceda al pago, o bien presente oposición, en cuyo caso se procedería a un juicio ordinario. Más rápido resulta el plazo de cobro a través de un juicio cambiario (pagarés, cheques o letras), para el cual se requiere al deudor para que pague o se oponga, en un plazo de 10 días, pudiendo instar en el mismo momento del juicio, el embargo preventivo de los bienes del deudor.

También resulta evidente que toda reclamación judicial deberá estar precedida por una investigación previa de los bienes del deudor, para instar de inmediato al embargo de los mismos y proceder a su posterior realización, mediante la acción directa o subasta, en el mismo momento que dispongamos de la sentencia judicial favorable.

Incluso para el caso de que no existan bienes embargables del deudor, se recomienda utilizar estos instrumentos legales con el fin de poder recuperar al menos el IVA de las facturas impagadas, ya que la normativa requiere de una reclamación previa, para poder emitir la factura rectificativa en el plazo de los tres meses posteriores.

5.13. El concurso de acreedores

El *credit manager* también debe conocer los aspectos más relevantes de las leyes concursales (en el caso de España, las leyes 22/2003, 38/2011, y posteriores adaptaciones) que, a modo de presentación, instan al deudor a solicitar el concurso voluntario en el plazo máximo de 2 meses, cuando se produzca o se prevea el sobreseimiento de pagos, puesto que, en su defecto, este concurso podría ser instado por un acreedor (concurso necesario). Esta última circunstancia puede acarrear graves consecuencia para el administrador de la sociedad, quien podría ser apartado de su gestión, y también para los casos en que el concurso sea calificado como culpable por parte del juez, se inhabilitaría al administrador

durante 2 a 15 años, además de un posible embargo de sus bienes personales para cubrir las deudas pendientes de la sociedad.

Una vez aceptado el trámite del concurso, se paralizan prácticamente todas las reclamaciones en curso, que quedan supeditadas a la tutela de los órganos del concurso, que tal como muestra la figura 5.5, se configura a partir de:

- El juez de lo mercantil, quien tiene la máxima autoridad tanto para los temas mercantiles y financieros, como para los laborales (en coordinación con el juzgado de lo social) de la concursada.
- Los administradores concursales, asisten al juez en desarrollo del concurso, requiriendo a los acreedores que acrediten las deudas impagadas, valorando los bienes y recursos disponibles del deudor para ver si son suficientes para hacer frente a sus deudas. Estos administradores cuyo número puede variar de 1 a 3, podrían incluso sustituir a los administradores de la concursada en su gestión, en el caso de que el juez lo considere pertinente. También evalúan el plan de viabilidad propuesto por el deudor.

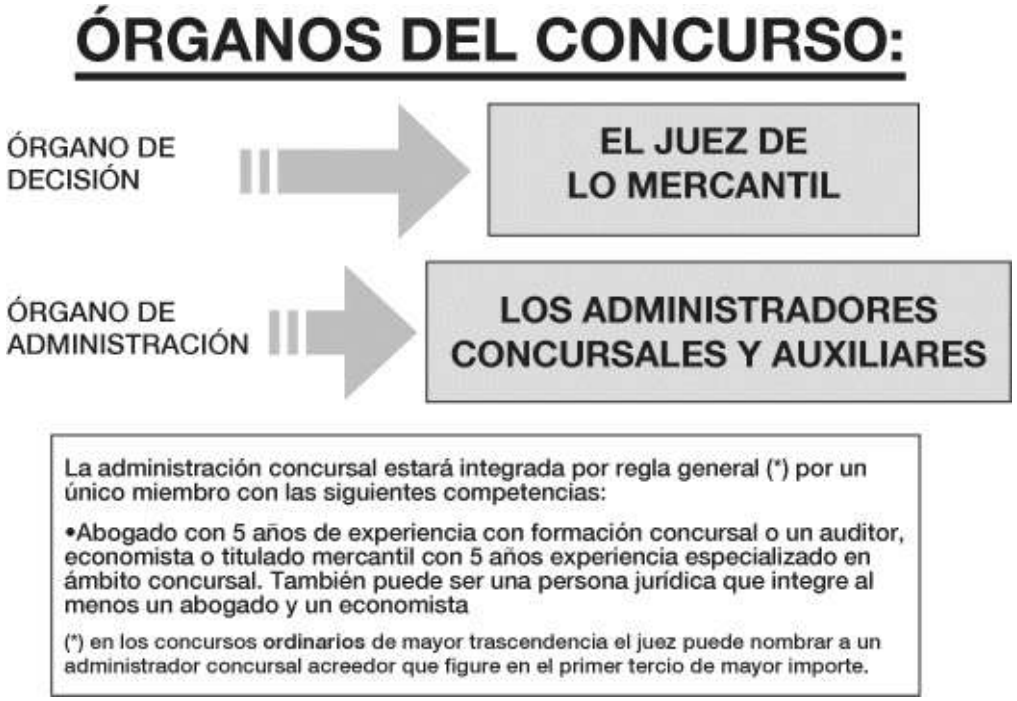


Figura 5.5. Los órganos del concurso de acreedores.

Dentro del concurso, el deudor debe presentar un plan de viabilidad creíble y con posibilidades reales de cumplimiento futuro, que en muchos casos comportará aplazamientos de pago superiores a los tres/cinco años, y peticiones de reducción de la deuda que en algunos casos podrían superar el 50 %. Es por esta razón que tal como hemos comentado en otros apartados, una política de crédito anticipatoria, con señales de alerta sobre posibles riesgos o cambios del cliente, siempre serán la mejor receta para evitar quebrantos que pueden resultar muy elevados en fases ulteriores.

Este plan de viabilidad es supervisado por el juez y los administradores concursales, y cuando resulta mínimamente suficiente, se somete a la aprobación de la junta de acreedores, para que, en caso de ser aceptado, se proceda a su inmediata ejecución.

Cuando la junta de acreedores no acepta por mayoría simple el plan de viabilidad presentado por el deudor, o en su caso ya hubiera sido desestimado por los administradores concursales en las fases previas, se procederá a la liquidación de la sociedad, de acuerdo a la siguiente prelación de créditos:

- Privilegiados con carácter especial: básicamente los créditos que cuentan con garantías reales.
- Privilegiados con carácter general: deudas con los trabajadores, y la administración pública (Hacienda y Seguridad Social), y en su caso, el 50 % del importe total reclamado por el acreedor que hubiera instado el concurso necesario.
- Ordinarios: todos los créditos que no cuentan con los anteriores privilegios, y que tampoco se consideran subordinados. Este grupo incluye la mayoría de las deudas comerciales y también los créditos bancarios con garantía personal.
- Subordinados: créditos comunicados tardíamente, interés, multas, personas vinculadas, y quienes hubieran actuado de mala fe.

En el caso de actuar en calidad de acreedores de la concursada, deberemos comunicar los créditos pendientes de cobro a los administradores concursales en un plazo máximo de un mes a partir de su publicación en el BOE y en dos periódicos de la provincia. Aquellos créditos cuya comunicación supere este

plazo, serán considerados como subordinados, lo que supone un rango muy inferior a los otros créditos clasificados como privilegiados u ordinarios.

En la mayoría de los casos en que incurramos en este retraso, es muy probable que no cobremos nada, porque el hipotético importe que se podría obtener con la liquidación de los bienes del deudor se destinaria íntegramente a los otros créditos con mejor prelación.

5.14. Las situaciones preconcursales

A pesar de las buenas intenciones de la ley concursal, en su intento de tutelar las negociaciones del concursado con sus acreedores para lograr la continuidad de la empresa, la fuerte crisis financiera provocó un colapso en los juzgados de lo mercantil, debido a la gran cantidad de empresas que se vieron obligadas a presentar el concurso voluntario, dentro de este escaso margen de los dos meses.

Para tratar de solventar este problema, se crearon dentro del marco jurídico dos figuras anticipatorias del concurso.

- **La comunicación de las negociaciones o preconcurso**. Con esta medida el deudor podrá ver ampliado en plazo a 4 meses (3+1), para seguir negociando con los acreedores antes de iniciar el concurso. Durante este periodo se suspenden las ejecuciones judiciales sobre los bienes que resulten necesarios para continuar la actividad empresarial. Se evita también el «Concurso Necesario» que pudiera solicitar un acreedor.

  Los principales puntos de este procedimiento son:

  — Comunicación al juzgado mercantil del inicio de negociaciones para un acuerdo de refinanciación o de adhesiones para el convenio. Esta comunicación se publica en el Registro Público Concursal, si bien el deudor puede solicitar que este sea un acto reservado.
  — Debe realizarse antes de transcurrir los 2 meses de plazo legal.
  — El juzgado dejará constancia de la comunicación presentada
  — Transcurridos 3 meses, el deudor haya o no alcanzado las adhesiones

suficientes para un acuerdo de refinanciación, debe solicitar la declaración de concurso dentro del mes hábil siguiente.

- **El acuerdo extrajudicial de pagos**. Este procedimiento está dirigido a los empresarios personas naturales a efectos mercantiles, autónomos, y personas que ejerzan actividades profesionales. Que sean insolventes con un pasivo <5 MM euros. También lo pueden instar las personas jurídicas insolventes, para los casos de un concurso de acreedores de baja complejidad.

  La principal ventaja de este procedimiento es que se puede gestionar a través de un «mediador», que podría ser un notario en el caso de personas físicas y las cámaras de comercio en el caso de personas jurídicas.

Referencias bibliográficas

ACCID (2009): «Gestión del circulante», *Revista de Contabilidad y Dirección*, número 9.

AMAT, O. (2017): Análisis integral de empresas, ACCID-Profit. Barcelona.

BANCO DE ESPAÑA: «Circular 3/2008 de 22 de mayo sobre la determinación y control de los recursos propios mínimos» (BOE de 10 de junio de 2008)

BRACHFIELD, P. J. (2011) Gestión del crédito y cobro, Profit, Barcelona.

CHECKLEY, K. (2007): Manual para el análisis del riesgo de crédito, Gestión 2000. Barcelona.

CONTRERAS, J. L. (1995): La liquidez en la empresa. Ed. Ariel Economía, Barcelona.

Ley 1/2000 de 7 de enero, de Enjuiciamiento Civil (BOE de 8 de enero de 2000).

Ley 22/2003 de 9 de julio, y 38/2011 Concursal.

Ley 3/2004 de 29 de diciembre, por la que se establecen medidas de lucha contra la morosidad en las operaciones comerciales (BOE de 30 de diciembre de 2004).

Ley 15/2010 5 de julio, de modificación de la Ley 3/2004, de 29 de diciembre, por la que se establecen medidas de lucha contra la morosidad.

Ley 10/2014, de Ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito.

Ley Orgánica 15/1999 de 13 de diciembre, de Protección de datos de carácter personal (BOE 14 de diciembre de 1999)

VATER, H. y BAIL, E. (2016): Gestión del fondo de maniobra, ACCID-ICV, Barcelona.

5. Capítulo redactado por Joan Anton Ros, profesor de Credit Management en UPF Barcelona School of Management.

6. Ver, por ejemplo, Amat, O (2015): Análisis integral de empresas, ACCID-Profit, Barcelona.

7. Acuerdos adoptados por un comité constituido por representantes de las autoridades de supervisión bancaria de los bancos centrales,

6

CASH MANAGEMENT: LA TESORERÍA, EL «CORAZÓN» DE LA EMPRESA[8]

Resumen

El presente capítulo destaca la capital importancia de una buena gestión de tesorería en toda organización económica pues, con independencia del resultado (beneficio o pérdida) de la misma, su tesorero interviene, decide, regula y negocia los flujos monetarios, contribuyendo decisivamente a la supervivencia de la empresa y a su expansión y éxito.

Conceptos clave

Cash management, *Float*, Previsiones, Relación banco-empresa, Valoración, *Cash pooling*, Déficits y Excedentes de liquidez.

6.1. Introducción

La tesorería es el «corazón» de un organismo muy complejo llamado «empresa».

Sea esta una empresa multinacional, una ONG, una pyme o un pequeño grupo de sociedades, las tesorerías de todas ellas gestionan el dinero (es la sangre) que proviene de distintos agentes económicos como los clientes, los bancos o las distintas entidades públicas (son los órganos), lo bombea a través de todas las arterias hacia el interior del organismo y lo devuelve en su momento hacia el exterior (otros órganos) como a proveedores, empleados, bancos, Hacienda Pública...

Esta sencilla analogía nos permite aproximarnos a la definición de tesorería (también conocida como *cash management*): «conjunto de técnicas y procedimientos cuya finalidad es gestionar óptimamente los fondos monetarios de la empresa», con los siguientes objetivos:

— disminuir las necesidades de financiación a corto plazo
— reducir en lo posible los costes bancarios y financieros
— rentabilizar los excedentes de fondos monetarios
— atender puntualmente las obligaciones monetarias.

Se trata, en definitiva, de asegurar y optimizar la liquidez de la empresa en todo momento y en las mejores condiciones.

Uno de los conceptos más importantes del *cash management* es la fecha valor, que podemos definir como aquella fecha a partir de la cual los fondos monetarios de una transacción (sea un pago, un cobro, la toma de una financiación, una transferencia bancaria...) son efectivamente imputados (en el sentido de ser disponibles [un cobro] o dejar de ser disponibles [un pago]) en una cuenta bancaria. Es, por tanto, un concepto asimilable al de «liquidez», aunque algunos tratadistas lo definen también como aquella fecha a partir de la cual empiezan a [o dejan de] contar los intereses, según se trate de un cobro o de un pago.

En esa línea, la tesorería debe gestionarse únicamente por fecha valor (realizar previsiones de tesorería, efectuar pagos y cobros, calcular los intereses, traspasar fondos entre cuentas, etc.) y no por fecha de operación o contable.

Otro concepto a destacar es *float* (flotación) que puede ser tanto «comercial» (periodo de tiempo que media desde que una factura ha vencido hasta la fecha en la cual se ha producido el pago o cobro), como «financiero» (número de días contados desde que se recibe un cobro o realizado un pago hasta que los fondos

son —o dejan de ser— disponibles por fecha valor).

Una vez visto lo anterior, ya podemos enumerar las funciones de la tesorería:

— Decidir en cada momento el mejor instrumento de gestión (pago, cobro, gestión de déficits, inversión de excedentes, etc.).
— Prever la posición (saldos bancarios por fecha valor) con antelación.
— Asegurarse de que en todo momento se dispone de la liquidez necesaria y en las mejores condiciones en términos de plazo, coste y características operativas.
— Establecer y desarrollar tanto las relaciones externas (bancarias a negociación) como internas (resto empresa a previsiones de tesorería).
— Controlar los intereses, comisiones y gastos bancarios.
— Medir la exposición al riesgo financiero (comercial, de tipos de interés y de cambio) y, en su caso, realizar operaciones de cobertura o aseguramiento.
— En algunas empresas (de tamaño pequeño o estructura reducida) también es responsabilidad del tesorero la conciliación y contabilización de los movimientos bancarios.

A nivel organizativo, el departamento de tesorería responde normalmente ante la dirección financiera aunque, según el tipo y tamaño de la empresa puede depender del responsable de contabilidad o, incluso, de la gerencia.

6.2. Los cobros

Hemos visto la importancia de controlar los flujos monetarios y su impacto en la cuenta de resultados, y sabemos que en el seno de toda empresa coexisten dos grandes tipologías de flujos monetarios: el de cobros y el de pagos. De ellos, el primero es, sin duda, el más relevante y de ahí la importancia de que el tesorero establezca, en colaboración con la dirección comercial, la «política de cobros» (que no la de ventas, al ser una competencia de esta dirección), al constituir estos la «sangre» que alimenta a la empresa. Los elementos indispensables de toda política de cobros son el instrumento, el plazo, la divisa, así como los intereses a

aplicar en caso de retrasos y las comisiones bancarias por devoluciones de cobros.

El circuito de cobros está formado por etapas, dispuestas cronológicamente:

a) Venta: captación, registro y transmisión del pedido.
b) Entrega de la mercadería o prestación del servicio.
c) Facturación.
d) Vencimiento de la factura.
e) Cobro de la factura.
f) Ingreso/abono en cuenta.
g) Valoración del cobro (y, a veces, devolución).

Cada una de las etapas citadas está constituida por días. En este caso, la misión del tesorero es reducir al máximo el tiempo total del circuito y poder así disponer de la liquidez lo antes posible, por lo que tanto el instrumento de cobro como la negociación son los factores que más inciden en la mayoría de estas etapas. Escoger el instrumento de cobro más adecuado en cada circunstancia es, por consiguiente, vital. Pero, ¿cuál es el instrumento más recomendable? En realidad, es relativamente fácil: aquel que reúna el número mayor de los requisitos siguientes en cada circunstancia:

— Seguridad en recibir el importe debido, en el momento debido
— Tipo de cliente (seriedad, hábitos, antigüedad relación, etc.)
— Iniciativa en el cobro: es vital no dejarla al cliente
— Grado de morosidad habitual del sector del cliente
— Coste administrativo (gestión) y comisiones bancarias
— Red bancaria de cobro (internacional, nacional, local)
— Valoración del instrumento de cobro
— Posibilidad de financiación, previa al vencimiento
— Fiscalidad aplicable (p. ej. IAJD)

De todos los requisitos indicados el más importante es, seguramente, la iniciativa, es decir, la capacidad que tenga la empresa de fijar las condiciones (fecha, cuenta bancaria e importe) y «mandar» en la gestión de cobro, indicando así mismo una actitud proactiva no una actitud reactiva (esperar y confiar en que se realizará el cobro según lo pactado).

Los instrumentos domésticos más habituales de cobro son:

— Efectivo (metálico)
— Transferencia bancaria
— Cheque personal y bancario
— Tarjetas de crédito y de débito
— Recibos (domiciliados, no domiciliados, al descuento...)
— Letras de cambio
— Pagarés

Conviene señalar que los citados son «instrumentos», concepto que no hay que confundir con «canal», es decir, el lugar por donde aquellos circulan (internet, banca electrónica o telefónica, soportes físicos en papel o informáticos, etc.).

Desde la óptica de quien debe cobrar, el cheque personal, el cheque bancario y la transferencia son aceptables si, y solo si, existe absoluta confianza (piénsese que el pagador decide cuánto y en qué fecha pagar). Por ello, serán los instrumentos cuya iniciativa esté en quien va a cobrar (pagarés, letras, recibos, etc.) los más aconsejables.

6.3. Los pagos

Son los flujos monetarios en los cuales, habitualmente, el tesorero acostumbra a dominar la situación: ordena y controla su ejecución (excepto en el caso de que estén domiciliados, como los recibos de pago de energía eléctrica o servicios), aunque conviene también señalar que los pagos suelen estar en muchos casos en función del tipo de beneficiario final, lo que condiciona el instrumento. Veamos unos ejemplos:

— Proveedores: el instrumento más utilizado es la transferencia o el cheque. En caso de pagos a acreedores por servicios (gas, electricidad, telefonía) u otros (alquileres, cuotas, etc.) el más habitual es el recibo domiciliado.
— Personal y gastos sociales: en concepto de salarios, desplazamientos, etc., se acostumbran a pagar por transferencia bancaria y, en algunas (pocas)

ocasiones, por cheque.

— Organismos públicos: en la liquidación de impuestos (IVA, IRPF), pagos a la Seguridad Social o a otras instituciones (por tasas, permisos), lo habitual es el cargo (adeudo) en cuenta.
— Instituciones financieras: por pago de intereses y de comisiones o amortizaciones de principal. Se liquida también mediante cargo en la propia cuenta.
— Traspaso entre cuentas bancarias: consiste en un movimiento de fondos de una cuenta bancaria a otra, ambas del mismo titular.

Los instrumentos de pago doméstico más habituales son:

— Pago por caja
— Cheque (personal/bancario)
— Transferencia bancaria
— Cargo en cuenta bancaria
— Efecto comercial y pagaré (a la orden/no a la orden)
— Tarjeta de empresa (crédito/débito)

Obviamente, el instrumento de pago más aconsejable será el contrario que hemos visto en el apartado de cobros, debiendo conservar, también aquí, la iniciativa (el cheque y la transferencia, principalmente).

Un caso particular muy interesante lo constituye el *confirming*. Se trata de un servicio bancario mediante el cual, por orden de la empresa pagadora, una entidad financiera realiza la gestión de pago, habitualmente en cheque bancario o transferencia en una fecha futura. El hecho diferencial radica en que la entidad ofrece a cada uno de los beneficiarios (que son los proveedores de la empresa pagadora) la posibilidad de recibir los fondos antes del vencimiento del pago (deduciendo intereses y ciertas comisiones de descuento), en la fecha debida (sin cargar ni abonar intereses) o incluso más tarde (en ese caso abonando intereses retributivos), además de confirmar a los beneficiarios la certeza del pago (el banco «confirma» el pago).

Las ventajas son claras: el pagador traspasa a la entidad financiera la gestión de pagos, sin coste alguno; los proveedores tienen una seguridad en el cobro al

tiempo que obtienen una posibilidad de financiación que no figura en los registros de riesgo de la Central de Información de Riesgos del Banco de España (CIRBE); la entidad financiera obtiene margen financiero de las operaciones que realice (se suele negociar el reparto del margen con el ordenante del pago), cierta exclusividad en los pagos y una importante fuente de negocio e información. El *confirming* puede ser sin recurso o con recurso, dependiendo de si el riesgo de impago lo asume el banco (modalidad sin recurso) o no lo asume (modalidad con recurso).

Cuando la actividad económica de compra/venta se realiza entre residentes de países diferentes (en otras palabras, se produce una operación de exportación/importación) las transacciones suelen ser bastante complicadas debido a distintos factores que no se encuentran en las operaciones domésticas o interiores: diferencias legales y culturales de los países respectivos; numerosas regulaciones y legislaciones tanto aduaneras o fiscales como bancarias; barreras idiomáticas, etc., factores todos ellos que aumentan la percepción de riesgo tanto para el importador como para el exportador. Consecuentemente, y para asegurar el buen fin de toda operación de este tipo, la cuestión fundamental es llegar a un equilibrio entre la confianza percibida (sentida) y la seguridad exigible (a exigir) entre las partes. Afortunadamente, en el mercado financiero existen diferentes instrumentos que ayudan a que las incertidumbres arriba indicadas se reduzcan o, incluso, se eliminen. Obviamente, cuanto más seguros son, más complejos (y, por tanto, más caros), y a la inversa.

La figura 6.1 resume los distintos instrumentos de pago/cobro internacionales, cruzando los distintos grados del binomio confianza/seguridad):

CONFIANZA	SEGURIDAD	INSTRUMENTO
MÁXIMA	**MÍNIMA**	Cheque personal Cheque bancario Transferencia bancaria (orden de pago simple) Remesa simple
MEDIA	**MEDIA**	Orden de pago documentaria Remesa documentaria
MÍNIMA	**MÁXIMA**	Crédito documentario

Figura 6.1. Instrumentos de pago/cobro internacionales.

Veamos sus principales características y funcionamiento:

Cheque personal

El cheque personal implica máxima confianza y mínima seguridad porque, al igual que en el ámbito doméstico, el emisor del cheque:

— liquida la deuda que desea y cuando desea (puede incluso no pagar)
— no devenga comisiones
— se beneficia del *float* propio del cheque

Por su lado, el exportador (es quien recibe el cheque) puede encontrarse con problemas derivados de falta de fondos o por defectos formales del mismo (firma, datos, etc.) además de la tardanza en cobrar, por lo que es más recomendable solicitar directamente un cheque bancario.

Cheque bancario

Al estar el cheque bancario confeccionado y emitido por el banco no hay riesgo de falta de fondos. Para el emisor representa rapidez administrativa (el trabajo lo hace el banco) aunque existe un *float* (el banco carga los fondos al importador el día de la emisión, y lo abona bastantes días más tarde, en función de lo que se demore el cheque en cerrar el circuito), principalmente en envíos a zonas muy alejadas, como América del Sur o Asia. Este *float* beneficia al banco emisor, que también carga comisiones por su emisión y puesta en circulación. Sin embargo, estos aspectos pueden negociarse pactando un *float* fijo, es decir, se emite el cheque bancario en una fecha «n» y se reponen los fondos al banco unos días «d» más tarde, por lo que el valor será «n + d», representando «d» el *float* que el banco emisor obtiene. Con ello, no solo se ganan determinados días, sino que mejoran las previsiones de pago y se elimina casi todo el trabajo administrativo.

Transferencia bancaria (orden de pago simple)

Es un instrumento de cobro muy utilizado a nivel internacional, principalmente por empresas con un elevado grado de confianza por la antigüedad en la relación, o por ser sociedades del mismo grupo o por ser ambas partes de reconocido

prestigio o conocimiento. Habitualmente se transmite vía SWIFT (acrónimo de *Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication*) que permite un elevado nivel de seguridad mediante intercambio de claves interbancarias. También se realiza vía TARGET (*Trans-european Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system*) permitiendo liquidar los importes entre países de la zona euro en tiempo real a un coste estandarizado muy reducido. Es vital facilitar claramente las codificaciones bancarias necesarias para el buen fin de la transmisión.

Así mismo, y a fin de que los ciudadanos, empresas y otros agentes económicos puedan efectuar y recibir pagos en euros en Europa, dentro y fuera de las fronteras nacionales, en las mismas condiciones y con los mismos derechos y obligaciones, disponemos del sistema SEPA (*Single Euro Payment Area*). SEPA permite que los pagos en euros entre cualquier cuenta ubicada en la zona de aplicación (el ámbito geográfico de la SEPA comprende los estados miembros de la Unión Europea [UE], así como Islandia, Liechtenstein, Noruega, Mónaco, San Marino y Suiza) se realicen de forma tan sencilla como se viene realizando actualmente un pago nacional, lo que facilita el acceso a los nuevos mercados. Los clientes pueden, con una única cuenta, una única tarjeta y unos instrumentos de pago con idénticas características, realizar pagos en cualquiera de los países de la zona SEPA. Los instrumentos típicos de pago SEPA son las transferencias (pagos puntuales, masivos, pago de nóminas y pensiones) y los adeudos directos (domiciliaciones bancarias, contemplando los pagos periódicos o puntuales, y se utilizan, bien para pagos nacionales como para pagos transfronterizos en cualquiera de los países de su ámbito geográfico). Otro instrumento de pago SEPA lo constituyen las tarjetas. Las tarjetas válidas en un país de la SEPA pueden utilizarse para pagar y disponer de efectivo en todo el área SEPA con la misma facilidad con la que lo hacen actualmente en sus propios países.

El identificador único de cuenta para las operaciones de pago en SEPA es el código IBAN (*International Bank Account Number*). Existen distintas clases de adeudos directos SEPA: una modalidad básica (CORE), y otra para uso exclusivo entre empresas, autónomos o profesionales (denominada B2B).

Remesa simple

En el comercio internacional equivale a la gestión de cobro mediante la letra de cambio, pagarés u otros títulos de características similares. El vendedor tiene la

iniciativa del cobro y acude al banco para gestionarlo. En esa figura:

— el librador es el exportador, y el importador es el librado;
— en la gestión no se adjuntan documentos como facturas, documentos de expedición, títulos de propiedad, etc., que soportan/apoyan la operación comercial subyacente;
— ha de existir cierto grado de confianza mutuo;
— la ventaja para el exportador es poder anticipar todo o parte del importe de las remesas, constituyéndose en un instrumento de financiación.

Orden de pago documentaria

Se basa en la figura de la entrega de mercancías (que generan una serie de documentos imprescindibles para este tipo de instrumento). El banco, siguiendo instrucciones de un cliente importador de un país y mediante los servicios de otro banco corresponsal, ordena el pago al exportador contra entrega de una serie de documentos representativos de la propiedad de la mercancía, ya estipulados en la orden y en el contrato entre las partes. Aunque más «perfeccionado» que los medios anteriormente descritos, hay que destacar los siguientes aspectos críticos:

— no implica una total seguridad dado que el banco pagador no tiene obligación alguna de comprobar la bondad de los documentos que contiene la orden;
— solo adecuado cuando las partes detentan cierto grado de confianza, puesto que puede ocurrir que el importador (pagador) cancele la orden antes de que el exportador presente los documentos en el banco;
— poco recomendable en los casos en los que el tiempo de embarque es dilatado; mejorable si se emite con la cláusula «irrevocable».

Remesa documentaria

Muy similar a la remesa simple, en este caso el exportador entrega al banco una letra o efecto acompañada de distintos documentos (representativos de las mercancías objeto de la transacción) con instrucciones precisas para que los entregue al importador contra aceptación o pago del efecto. Así:

— la iniciativa parte del exportador, pues embarca la mercancía y entrega los

documentos acreditativos para gestionar su cobro.

— a diferencia del medio anterior y dado que la entrega de documentos es contra la aceptación de los efectos, cabe la posibilidad de comprobar previamente las mercancías y, en su caso, detener el pago.

Crédito documentario

De todos los instrumentos de pago/cobro en el ámbito del comercio internacional, el que implica máxima seguridad es el crédito documentario. Se trata de un convenio por el cual un banco (el emisor), a petición de un cliente (ordenante del crédito), se obliga [siempre y cuando que se hayan cumplido todas y cada una de las especificaciones del contrato de compra/venta] a pagar al beneficiario contra la presentación de ciertos documentos (facturas comerciales, conocimiento y listas de embarque de la mercancía, seguros y documentos de transporte, certificados [de calidad, de sanidad, de origen, etc.]). Por todo ello, es un instrumento caro por la seguridad que confiere y por la complejidad de gestión y operacional por la documentación asociada.

Se originó ante la imposibilidad práctica de poner de acuerdo todas las leyes de todos los países en materia internacional, por lo que los comerciantes, conjuntamente con las respectivas cámaras de comercio, elaboraron y aceptaron en su día un conjunto de normas uniformes con el objetivo de regular todo lo concerniente al crédito documentario, y que se conocen como «Reglas y usos uniformes relativos a los créditos documentarios», emitidos por la Cámara de Comercio Internacional.

En el contrato de un crédito documentario se incluyen necesariamente los INCOTERMS» (*INternational COmmerce TERMS*), ideados para interpretar correctamente los términos comerciales y que deben establecer claramente las obligaciones y derechos del importador y del exportador. Los actuales INCOTERMS están clasificados en cuatro clases o grupos que, para diferenciarlas, se distinguen por la primera letra de la sigla en inglés correspondiente. Estos grupos son: C, D, E y F:

— Grupo C (*cost*) regula a quién corresponden los costes y fletes: CFR (*cost and freight* - costo y flete); CIF (*cost, insurance and freight* - costo, seguro y flete); CIP (*carriage and insurance paid to* - porte y seguro pagado hasta...)

— Grupo D (*delivery*) fija cómo se realiza la entrega de bienes o mercancías: DAF (*delivered at frontier* - entrega en frontera); DES (*delivered ex ship* - entrega sobre buque); DEQ (*delivered ex quay* - entrega sobre muelle); DDU (*delivered duty unpaid* - entrega derechos no pagados); DDP (*delivered duty paid* - entrega derechos pagados)
— El Grupo E (*ex*) regula el lugar convenido: EXW (*ex works* - en fábrica)
— El Grupo F (*free*) determina el lugar donde se realizan las entregas, sea en puerto, buque, locales, etc.: FAS (*free alongside ship* - franco al costado del buque); FCA (*free carrier* - franco transportista); FOB (*free on board* - franco a bordo).

A continuación, se muestra un esquema de funcionamiento (figura 6.2).

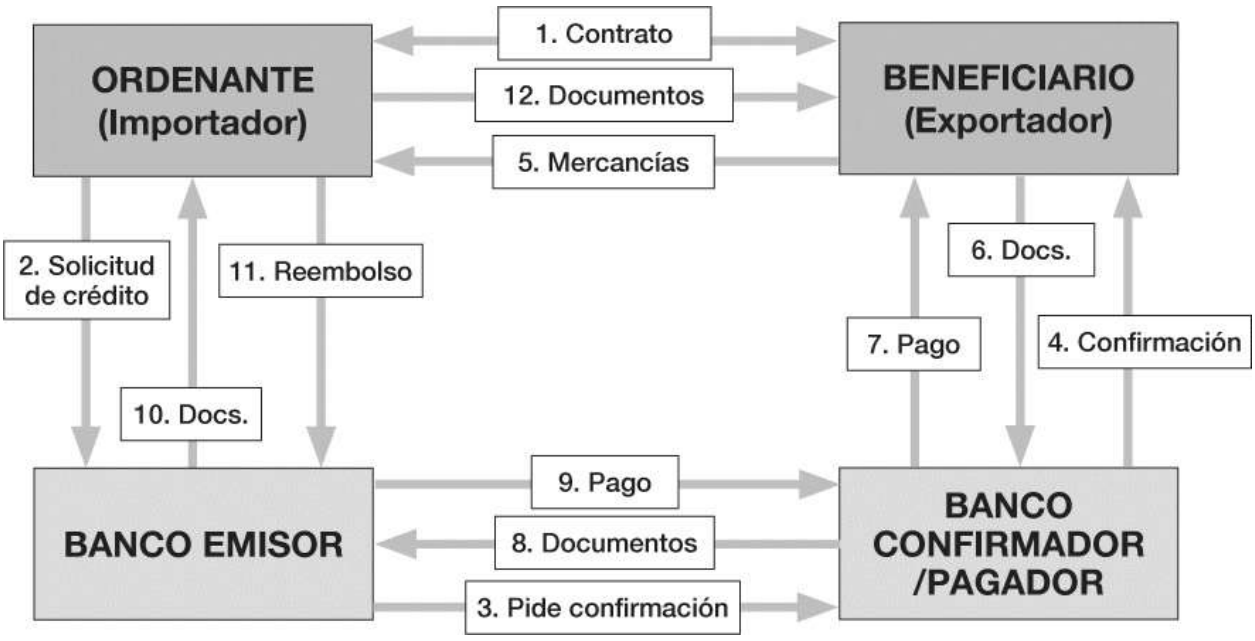


Figura 6.2. Funcionamiento del crédito documentario.

1. El importador y el exportador firman un contrato de compra-venta.
2. El importador solicita a su banco la apertura del crédito a favor del exportador.
3. El banco emisor abre el crédito y lo confirma al banco del exportador.
4. El banco del exportador le confirma el crédito.
5. El exportador remite las mercancías al importador.

6. El exportador envía los documentos a su banco.
7. El banco del exportador, una vez comprobada la documentación, le paga.
8. El banco del exportador envía los documentos al banco emisor.
9. El banco emisor paga al banco del exportador.
10. El banco emisor envía los documentos al importador.
11. El importador reembolsa al banco emisor.
12. El importador envía los documentos confirmando el pago al exportador.

Existen numerosas clases de créditos documentarios: revocables, irrevocables, confirmados, sin confirmar, circulares, transferibles, no transferibles, pagaderos a la vista, diferidos, rotativos (*revolving*), con cláusula roja o verde, respaldados (*back to back*), etc.

Por último, es interesante presentar otro instrumento que puede aportar garantía en las operaciones comerciales y, sobre todo, de prestación de servicios o trabajos. Se denomina *stand-by letter of credit*, una operación que permanece en espera (de ahí lo de *stand-by*) y solo se activará cuando acontezca algún hecho (o contingencia) —prevista en el contrato— que lo desencadene. De esta manera son utilizados a modo de garantía de cumplimiento de cantidad, características o plazos, debidos por el ordenante (deudor) al beneficiario (acreedor) por lo que, en caso de incumplimiento, el banco emisor del crédito documentario de garantía pagará la cantidad convenida en la *standby letter of credit*. Cuando se emiten en modalidad de «a primera demanda o requerimiento» se ejecutan en el momento mismo en que se demuestre el incumplimiento, lo que lo convierte en un instrumento potente y eficaz.

6.4. Las previsiones de tesorería

Como ya hemos visto en el inicio, la supervivencia y la mejora a medio y largo plazo de una empresa están en función de la capacidad de generar una suficiente corriente de beneficios de manera continuada pero, al mismo tiempo, la función del día a día de la tesorería exige cumplir con algo mucho más urgente: disponer y administrar los fondos necesarios y en las mejores condiciones posibles a fin de

asegurar la liquidez y la continuidad de la empresa, y así tener garantías de seguir funcionando en el futuro. Esa es, precisamente, una de las responsabilidades más importantes de la tesorería.

Y, para ello, las previsiones de tesorerías son cruciales: establecer qué liquidez tendrá la empresa a fin de actuar en el ámbito del corto plazo para asegurarse de que la toma de decisiones se base en criterios y datos alineados con los objetivos generales de la empresa.

Obviamente, para confeccionar estas proyecciones el elemento clave es la información.

Por todo ello, las previsiones de tesorería se enmarcan en (y en gran medida son consecuencia de) la planificación financiera de la empresa a largo plazo.

Esta última consiste en la integración de un plan o conjunto de previsiones, articuladas y coordinadas en un plan más general con la finalidad de prever, desde el punto de vista financiero, el futuro de la empresa (con un horizonte temporal de hasta 5 años, habitualmente).

Una vez establecidos los objetivos a medio y largo plazo, se realizan las previsiones de tesorería y de liquidez, que contemplan la situación a más corto plazo: su horizonte temporal no supera el periodo de un año.

Veamos un cuadro presentación de las distintas clases de gestión previsional (figura 6.3).

	PLANIFICACIÓN FINANCIERA (l/p)	PREVISION ANUAL DE TESORERÍA	PREVISION DE LIQUIDEZ
Horizonte temporal	3 a 5 años	1 año	7 a 90 días
Desglose	Años / semestres	Meses	Días (fecha valor)
Objetivo	Determinar las inversiones y las fuentes de financiación a l/p	Calcular las necesidades de financiación corriente y los excedentes tesorería	Prever y asegurar la liquidez diaria
Origen	Plan estratégico de la empresa	Presupuesto anual (económico financiero)	Flujos de pagos y cobros (proveedores, salarios, ingresos...)
Resultado final	Establecer la proporción entre recursos propios / ajenos	Facilitar la negociación bancaria	Distribuir la operativa bancaria entre bancos
Foco de actuación	Masas de balance	Operaciones concretas y estimadas	Operaciones seguras o realizadas
Quién la realiza	Dirección financiera	Tesorería	Tesorería
Revisión	Anual	Semestral / trimestral	Semanal / diaria

Figura 6.3. Características de los diferentes tipos de gestión previsional.

Las previsiones son competencia exclusiva del departamento de tesorería de toda empresa, suministran la información de la posición de la liquidez esperada y, lo más importante, constituyen la base de las decisiones a tomar sobre financiación o inversión a corto plazo.

Para realizar una previsión de tesorería (corto plazo) se debe convertir en flujos de pago y cobro toda la información (operacional) previamente suministrada por el resto de la empresa. Es decir, las previsiones de tesorería transforman un hecho contable (compras, ventas, compromisos salariales, fiscales y financieros, etc.) en un dato financiero (flujos monetarios de pago o cobro), lo que conforma la liquidez esperada por la empresa, y sobre la cual actúa la tesorería.

Los objetivos básicos de las previsiones de tesorería son:

— Planificar la gestión de flujos monetarios (entrada/salida)

— Prever les necesidades de financiación a corto plazo
— Prever eventuales excedentes de tesorería
— Completar la estrategia de negociación con los bancos
— Apoyar el control de las desviaciones presupuestarias
— Colaborar en la planificación de las políticas de inversión en activos fijos.

Las previsiones de tesorería normalmente cubren hasta 12 meses y nos ayudan, fundamentalmente, a planificar la estrategia de negociación financiera con el banco anticipándonos a las necesidades futuras.

Las de más corto plazo (previsiones de liquidez) abarcan generalmente desde una semana a un máximo de tres meses, básicamente para canalizar las operaciones definitivas (exactas) y repartir el «negocio bancario» entre los bancos. Ello constituye una de las bazas más importantes para la negociación bancaria, como veremos más adelante.

En definitiva, la previsión de tesorería permitirá al tesorero:

a) Planificar:
    1. Políticas de «circulante» (instrumentos de pago y cobro de corto plazo).
    2. El impacto en el corto plazo de las decisiones de inversión en activos fijos.
    3. Los riesgos financieros (de tipos de cambio, de interés y también comerciales).

b) Gestionar:
    1. La obtención de recursos financieros (líneas de crédito, descuento, préstamos, etc.).
    2. La inversión de excedentes temporales.
    3. La negociación con las entidades financieras.

c) Controlar:
    1. Las desviaciones entre realidad y previsión, lo que permite mejorar las previsiones futuras.
    2. Las desviaciones de los costes financieros previstos.
    3. El cumplimiento de los compromisos bancarios.

Aunque pueda parecer obvio, conviene recordar que el hecho de que existan déficits de liquidez no implica que la empresa pierda dinero (concepto contable): solo indica que el total de la corriente de pagos o salidas por fecha valor es superior al de cobros o ingresos, es decir, se produce una falta de liquidez (concepto financiero). Pero, claro está, las posiciones excedentarias o deficitarias representan un total de posiciones de las cuenta bancarias de la empresa, no están en una sola cuenta. Por ello, y una vez establecida la posición total por valor, se realizarán los traspasos de fondos entre cuentas para atender los pagos o liberar los saldos excedentarios.

Obviamente, la información que tesorería precisa para confeccionar las previsiones ha de provenir del resto de las direcciones de la empresa. Sin embargo, a la hora de confeccionar las previsiones a corto plazo la gran dificultad consiste en conseguir que el resto de la organización facilite a tesorería una información puntual, frecuente, homogénea (es decir, utilizando un criterio de cálculo estable) y automática (¡sin tener que reclamarla cada vez!). Se trata de un compromiso que la dirección financiera debe obtener del resto de la empresa con el apoyo decidido, si es necesario, de la gerencia o la dirección general.

Por último, es importante añadir que de poco servirán los datos previstos si son consecuencia de flujos de pagos y cobros realizados con instrumentos en los que no disponemos de iniciativa de gestión: si los cobros esperados son mediante cheque o transferencia, no dispondremos de seguridad suficiente sobre cuándo se producirán (si es que se producen) por lo que la previsión será más incierta de lo esperable. Lo mismo ocurre, en sentido contrario, con los pagos; de ahí que la iniciativa de gestión sea importantísima, tanto para los instrumentos de pago como de cobro, a fin de gestionar antes y mejor los flujos monetarios y facilitar asimismo la previsión de liquidez.

6.5. Los instrumentos de gestión de déficits de liquidez

Ya sabemos que a través de las previsiones a corto plazo, sean estas anuales, semestrales, trimestrales o mensuales, podremos predecir los déficits de liquidez futuros, es decir, los momentos en los que la corriente de cobros prevista no alcanza a la de pagos y que, en el caso de previsiones muy a corto plazo, deberán

ser medidos en fecha valor.

Atendiendo a las previsiones y sabiendo cuándo, de qué intensidad y por cuánto tiempo serán los déficits de liquidez previstos, el tesorero deberá tomar un conjunto de decisiones: ¿Qué instrumento de financiación a corto plazo utilizar? ¿Qué características deben reunir? ¿Con qué banco deberán negociarse los términos? ¿Cuándo es el mejor momento para hacerlo?.... En general, deben contemplarse los siguientes elementos:

— Coste: tipo de interés (fijo o variable) y comisiones (estudio, apertura, disponibilidad, cancelación, renovación), lo que implica calcular el coste efectivo (TAE) de cada opción considerando las fechas de liquidación de intereses y de las comisiones además de otros conceptos (gastos notariales, fiscales).
— Flexibilidad operativa: debe ser fácil y que se acomode a las necesidades de liquidez.
— Congruencia: la deuda a corto plazo debe financiar aplicaciones a corto plazo
— Posibles garantías (avales, depósitos, *comfort letters*).
— Rapidez de acceso a la financiación (sea bancaria o de otros agentes).

En relación con los instrumentos de gestión de déficits, podemos señalar los más habituales:

— Préstamo: el banco facilita fondos que han de ser devueltos en determinadas fechas junto con el pago de los intereses correspondientes. Se trata de un instrumento rígido ya que una vez entrados los fondos no se pueden reducir o aumentar continuamente para adaptarse a los cambios habidos en las previsiones. Pueden ser de variada tipología, desde los convencionales (préstamo según el sistema de amortización francés, con cuotas constantes comprensivas de amortización más intereses), los de amortización total al final de la vida del préstamo (modalidad *bullet*), los de campaña (habitual en la industria juguetera, explotaciones agrícolas), blandos (con plazos de carencia o con intereses menores que los de mercado), sindicados (solo para grandes empresas o grupos), etc.

— Descuento: consiste en anticipar el importe de cobros futuros (instrumentalizados mediante documentos mercantiles como letras, pagarés y recibos, o por contratos de *confirming*, *factoring* o *forfaiting*) pagando los intereses y comisiones en el momento inicial de disponer de los fondos. Como en el caso anterior, es también un instrumento rígido pues no se puede modificar o devolver el importe descontado una vez realizada la operación.

— Crédito (póliza de crédito en cuenta corriente): contrato por el cual el banco concede un límite de importe para un periodo determinado (este importe deriva de la información de la liquidez futura según la previsión anual de tesorería), aplicando a los saldos dispuestos un tipo de interés fijo (p. j. 5 %) o variable (basado en un tipo de interés de referencia al cual se añade un margen, p. ej. EURIBOR 3 m + 0,50 %, Preferencial 1 año + 0,25 %, LIBOR USD 6 m + 0,75 %) y unas comisiones (p. ej. apertura, estudio, sobre saldo no dispuesto, renovación, etc.). Por su flexibilidad, al adaptarse perfectamente a las necesidades en todo momento, y por su facilidad de uso, es un instrumento muy recomendable, ágil y fácil. Por ello, resulta aconsejable centralizar la operativa corriente en una cuenta corriente de crédito, de tal forma que los cobros corrientes vayan reduciendo constantemente los saldos dispuestos de la línea de crédito, facilitando la operativa y disminuyendo el importe dispuesto que devenga intereses. Como regla general, a menor calidad de las previsiones a corto plazo (algo muy común, en realidad) más flexible habrá de ser el instrumento de financiación a fin de adaptar el instrumento a la evolución de la liquidez, por lo que es muchísimo más aconsejable el uso de la póliza de crédito que el descuento comercial o el préstamo, al ser estos más rígidos.

— *Factoring*: contrato por el cual la empresa cede a otra llamada factor o empresa de *factoring* sus créditos comerciales ante sus clientes. Las principales modalidades son: «con recurso» (el factor no asume el riesgo en caso de impago) y «sin recurso» (el factor no reclamará el impago a la empresa). La empresa de *factoring* acostumbra a ofrecer los siguientes servicios: gestión de cobro al vencimiento de los créditos, administración de cobros y de las cuentas a cobrar, financiación (puede anticipar parte de

las facturas cedidas, lo más habitual) y cobertura del riesgo por insolvencia. El *factoring* puede ser doméstico o internacional, aunque esta última depende de si en los países involucrados en la gestión es una figura existente o habitual.

— *Forfaiting*: operatoria por la que la empresa exportadora vende en firme (sin recurso) a una entidad financiera un documento de pago internacionalmente aceptado, letra o pagaré, que reconoce un derecho de cobro originado en una operación de compra-venta, habitualmente internacional. El *forfaiting* se suele utilizar en operaciones con países/empresas con un cierto riesgo, operaciones que difícilmente encontrarían otro tipo de financiación. Debido a este riesgo, la entidad financiera que adquiere los efectos financieros exigirá que vayan avalados (por el banco del importador o una tercera entidad).

  - Ventajas:
    — Mejora la posición financiera de la empresa: el realizable se transforma en disponible, sin afectar a la posición deudora
    — Elimina los posibles riegos políticos y administrativos del país del importador y también los riesgos comerciales
    — Ahorro en costes de administración y de gestión de cobros

  - Inconvenientes:
    — Los créditos deben estar debidamente garantizados
    — Posibles controles de cambio y administrativos según el país
    — Tipos de interés generalmente elevados, además de comisiones

— Financiación por parte de «otros agentes»: los proveedores constituyen una fuente de financiación «espontánea», originada al recibir en el momento inicial las primeras materias o los servicios, no debiendo pagarlos hasta 30, 60, o incluso 90 días más tarde. Esta clase de financiación es más flexible y rápida que la bancaria y, sobre todo, más económica (no tiene coste explícito en términos de intereses o comisiones, aunque sí puede tener un coste implícito si el proveedor incluye su coste financiero en el precio). Otras fuentes a considerar serían el retraso de pago de deudas tributarias, de la Seguridad Social, subvenciones de organismos públicos o privados,

etc.).

Llegados a este punto conviene destacar que, a excepción de la financiación de otros agentes, la mayoría de los instrumentos son de origen bancario, es decir, deben negociarse sus condiciones (volumen, interés, comisiones, garantías, plazos) con los bancos. Sin embargo, cada vez están tomando mayor protagonismo los instrumentos de préstamo de origen no bancario, que son realizados a través de plataformas informáticas, vía internet: se trata del concepto *crowdlending* (en ocasiones se les conoce de manera más general como operaciones de *crowdfunding*).

En los últimos años estas operaciones han crecido de manera muy importante por dos motivos principales: las dificultades o negativa de los bancos en suministrar financiación (principalmente a corto plazo, pero no siempre) a las empresas, normalmente pymes, y en sentido contrario, el bajo —o nulo— tipo de interés que los bancos ofrecen a sus clientes por sus excedentes.

Mediante el *crowdlending*, un conjunto de inversores, a través de una plataforma *online* de internet (p. ej. Arboribus, LoanBook) pueden prestar directamente dinero a empresas mediante préstamos individuales a cambio del cobro de unos intereses, lo que la convierte en una alternativa a la financiación tradicional que proporcionan las entidades de crédito.

La empresa que necesita fondos publica el proyecto en el *marketplace* de la plataforma, quien califica su nivel de riesgo mediante las letras A, B, C, D (sistema similar al que utilizan las empresas de *rating*, representando A el nivel más alto de confianza en la capacidad de pago o solvencia). Los potenciales inversores pueden ofrecer su dinero a cambio de unas condiciones (en términos de tipo de interés y plazos) muy por encima del que obtendrían de los bancos. Estos tipos de interés se fijan asimismo a través de la plataforma. Como se ve, todo sin la intervención de un banco.

Habitualmente el *crowdlending* se destina a proyectos de empresas que ya estén en funcionamiento y puedan demostrar suficiente capacidad de devolución del capital prestado. Es bastante habitual que estas plataformas exijan a las empresas un mínimo de dos ejercicios fiscales completos de antigüedad y también una facturación anual mínima. Para medir el riesgo de la operación las plataformas de *crowdlending* requieren un tipo de información muy similar a la que solicitaría un

banco: datos económicos y financieros actuales de la empresa así como previsiones, grado de cumplimiento de sus obligaciones fiscales, datos del Registro Mercantil, informes comerciales, etc.).

En general, y al tratarse de operaciones más arriesgadas, en los casos de las empresas más pequeñas se puede llegar a exigir el aval personal de los socios que garanticen los préstamos.

Para las empresas solicitantes de fondos son operaciones que reúnen muchas ventajas en relación a la vía bancaria: la respuesta a la solicitud de la empresa (de aprobación o denegación) es más rápida (habitualmente tardan 48 horas) que los bancos, siendo el estudio sin cargo. Además, y a diferencia de la financiación bancaria, no se suele cobrar por la amortización anticipada del préstamo y tampoco se exige la contratación de productos adicionales a modo de compensaciones bancarias (p. ej. pólizas de seguros, productos bancarios) o canalización de impuestos, seguros sociales, pagos, etc. Por último, esta clase de financiación no consume riesgo CIRBE (Central de Información de Riesgos del Banco de España), dado que la financiación no proviene de un banco.

Dado el reducido tamaño medio de las empresas de nuestro entorno (básicamente pequeñas, o medianas) es muy probable que este tipo de financiación alternativa crezca y se consolide.

6.6. Gestión de excedentes temporales de tesorería

La previsión de tesorería, al establecer la liquidez futura, nos indicará también cuándo, por cuánto y por qué plazo se producirán eventuales excedentes temporales de liquidez, es decir, saldos bancarios «sobrantes» a corto plazo.

Los criterios fundamentales que todo tesorero debe tener en cuenta a la hora de escoger el instrumento de inversión son: liquidez, rentabilidad, fiscalidad, seguridad y flexibilidad

1. Liquidez: implica poder hacer efectiva la inversión en el momento que se precise.
2. Rentabilidad: es el rendimiento que se obtendrá por la inversión realizada.

3. Fiscalidad: impuestos que gravan los rendimientos de la colocación de excedentes (p. ej. retención IRPF).
4. Seguridad: capacidad de recuperar el nominal invertido, que depende de la solvencia del emisor; cuanto más solvente es el emisor menor será el rendimiento ofrecido.
5. Flexibilidad: capacidad de que el instrumento se adapte (en plazo, importe) a las características del excedente.

Sin embargo, y en general, a la hora de invertir un excedente de tesorería se acostumbra a jerarquizar los criterios expuestos según el binomio «seguridad-rentabilidad».

En cuanto al ámbito de inversión de los excedentes, los instrumentos de colocación tienen un doble campo de acción:

A) Ámbito interno: se invierte «en» la empresa:

— Amortización adelantada de créditos y préstamos: cancelación de todos o parte de los saldos dispuestos en los créditos en cuenta corriente, o préstamos a corto plazo.
— Descuento por pago avanzado: consiste en deducir un porcentaje de las facturas a pagar en función del plazo avanzado, obteniéndose altas rentabilidades, sin retención.
— Préstamos entre empresas de un grupo: operaciones puntuales o mediante *cash pool* (barrido de cuentas automático a una cuenta centralizadora).

B) Ámbito externo: se negocian en los mercados financieros:

— Mercado de deuda pública: se negocian Letras del Tesoro, Obligaciones, etc.
— Mercado monetario: se negocian activos a corto plazo, como los Repos de Deuda.
— Pagarés de empresa: títulos emitidos por empresas de prestigio que utilizan este producto fuera del circuito bancario para conseguir financiación a mejores precios.

- Fondos de inversión: instrumentos de colocación colectiva que combinan diferentes composiciones de riesgo, de acuerdo con el perfil de riesgo definido y según el tipo de títulos que compongan el fondo.
- Mercado de Valores (Bolsa): es un instrumento de colocación de excedentes poco recomendable, dada la volatilidad de las cotizaciones y el riesgo que comporta.
- Productos bancarios: comercializados por los bancos a través de su red comercial, como el depósito en cuenta corriente, las imposiciones a plazo y, principalmente, productos de inversión propios del banco.
- Productos derivados: son aquellos productos cuyo valor se basa en el precio de otro activo (activo subyacente, como acciones, tipos de interés, de renta fija y variable, deuda pública, bonos, etc.). La clase de productos más habituales son los futuros y las opciones financieras. Se trata de activos o productos financieros que fueron diseñados inicialmente para cubrir riesgos financieros (sobre todo de tipo de interés y de cambio) aunque también se pueden utilizar algunos para rentabilizar los eventuales excedentes de liquidez. Dada su complejidad, su volatilidad y la necesidad de ser utilizados y seguidos por personas con altos conocimientos financieros, no son recomendables desde el punto de vista de la colocación de excedentes temporales de tesorería.

La idea básica, por tanto, es, antes de acudir al «mercado» (ámbito externo), considerar qué aplicaciones dentro de la empresa pueden hacerse con los eventuales excedentes de liquidez: muy probablemente serán más seguros y flexibles.

6.7. Las relaciones bancarias

Antes de nada conviene destacar un aspecto que casi nunca se tiene en cuenta: los bancos son los proveedores más importantes para la empresa. Y, yendo más allá, podemos asegurar que toda empresa está «condenada» a entenderse con sus bancos. Ello es así porque les suministran, de forma continuada:

— Financiación: líneas de crédito, descuento, préstamos, *leasing*, *confirming*, etc.
— Servicios: pagos, ingresos, traspasos, recibos, transferencias...
— Información: sobre mercados financieros, normativa legal, productos financieros

Por ello mismo, de la misma manera que las empresas acostumbran a tener una política de compras, de ventas o de recursos humanos, igualmente les resulta imprescindible emitir su propia política bancaria.

Toda política bancaria, a partir de la información de la planificación a corto y largo plazo, el volumen de financiación necesario, el tipo de servicios a negociar, sus proyecciones y el plan de negocio futuro, deberá:

— Fijar el número mínimo/máximo de entidades: el óptimo suele estar entre tres y cinco
— Definir el tipo de entidad (nacional, internacional, local), según el tipo de negocio y el ámbito territorial (local, nacional, extranjero)
— Fijar quién negocia qué y con qué entidades, así como los circuitos de aprobación y seguimiento.
— Decidir los bancos y la operativa a canalizar de acuerdo con criterios profesionales.
— Establecer la agenda de los contactos necesarios con una anticipación suficiente.

Es de vital importancia escoger con inteligencia a nuestros «compañeros» de viaje bancarios: es lo que podemos llamar «mapa bancario»:

— Un banco de los «grandes», como «banquero» principal.
— Un banco especialista (p. ej. en productos derivados o en financiación específica)
— Un banco de servicios específicos (*cash pool*, extranjero...)

\+ (quizás)...

— Otro banco de los «grandes» (alternativo, por precio)

— Otro banco especialista (alternativo, por precio)
— Otro banco de servicios (alternativo, por precio)

Comprobamos que con solo tres bancos (quizás solo alguno más) la empresa puede establecer una política bancaria amplia. Para más detalle, veamos una propuesta de reparto de negocio bancario, según la distinta tipología de bancos (4) para una empresa (figura 6.4).

Clase de banco	Tipo de relación	% Crédito	% Financiación comercial	% Préstamo	% Operativa
Uno de los «grandes»	Principal	50	30	10	10
Uno de los «grandes»	Alternativo	25	25	50	0
Banco especialista	Servicios	25	25	25	25
Banco servicios específicos	Banco local; extranjero	0	20	15	65

Figura 6.4. Ejemplo de mapa bancario.

Una vez definido el marco de actuación, corresponde la propia negociación con los bancos. Veamos algunos de los principales aspectos a tener en cuenta:

— Planificar previamente la negociación: no dejar las cosas al azar.
— Conocer los límites a negociar: p. ej. ¿límite para otorgar garantías bancarias?
— Ser profesionales a la hora de negociar: si cumplimos lo que pactamos podremos exigir lo mismo, al tiempo que mejorará nuestra imagen ante las entidades.
— Durante las negociaciones exigir y dar transparencia. Nunca facilitar datos falsos o que se basen en cifras o planes no comprobables o demostrables.
— Pensar que, a largo plazo, toda la relación debe tender al equilibrio.

— Negociar un plan anual y de cara al futuro: el pasado de una empresa no constituye (necesariamente) una garantía de futuro.
— Tener claro lo que se quiere conseguir (¿precio?, ¿volumen?, ¿servicio?) jerarquizando tanto las prioridades como las (posibles) garantías a otorgar.
— Estar al corriente sobre la legislación, normas bancarias, financieras, fiscales, etc.
— Negociar al nivel (jerárquico y técnico) adecuado.
— Calcular las compensaciones globales y de financiación que tenga en cuenta el balance banco-empresa (no olvidar que casi todo es negociable).
— Calcular la rentabilidad que cada parte obtiene de la relación.
— Recoger por escrito los compromisos adquiridos por ambas partes.
— Fomentar la competencia entre las entidades: hacer saber que hay contactos con otras, comparar ofertas... y hacer rotación entre ellas.

Cuando una empresa mantiene relaciones bancarias estables con un banco, podemos casi asegurar que en un momento u otro necesitará financiación (sea a corto o a largo plazo). Una vez realizada la petición y explicadas las razones de la necesidad, el banco, a la hora de la presentación y defensa de las operaciones de activo ante su comité interno necesita adjuntar, entre otras, la siguiente información, debidamente documentada:

— Escritura de Constitución, Estatutos y N.I.F. de la Sociedad
— Datos de apoderamientos bancarios
— Balance y cuenta de explotación del ejercicio corriente y de los últimos ejercicios (auditados, a poder ser)
— Balance y cuenta de explotación presentados a la Hacienda Pública (sellados, o bien obtenidos del Registro Mercantil)
— Análisis económico-financiero de los estados contables: estado de origen y aplicación de fondos, proyecciones financieras, *business plan*, etc.
— Últimas presentaciones de los Seguros Sociales (modelos TC1, TC2)
— Últimas declaraciones de Impuestos (IVA, IRPF, Sociedades)
— Composición e información del accionariado de la sociedad
— Verificaciones registrales de bienes del los titulares y de los garantes
— Relación de bienes, fechada y, en su caso, firmada por los garantes

— Tasaciones periciales de los bienes en garantía, en su caso.
— Informes comerciales de agencias / proveedores / bancos
— Información del RAI: última vez que apareció, importes, frecuencia, etc.
— Información de la CIRBE
— Informaciones adicionales: saldos medios, cuentas en otras oficinas de la entidad, calidad del papel comercial, señales de alerta detectadas, opiniones externas, etc.

Pero, al considerar la vida corriente de las relaciones entre la empresa y el banco, el canalizar la operativa de una empresa por un banco tiene únicamente sentido si lo enfocamos de forma global, en un marco de largo plazo y como fuente de oportunidad tanto para la empresa como para el banco. Se trata de cómo repartimos el «negocio bancario», que podríamos definir como el conjunto de operaciones que interesan a las entidades financieras y que la empresa puede canalizar por donde crea conveniente.

Nos encontramos, por tanto, ante intereses contrapuestos que hay que saber manejar con anticipación y maestría, y cuanta más conciencia tenga la empresa del valor que el negocio bancario representa para el banco, mejor podrá plantear qué parte del mismo pueden repartirse.

Por ello, uno de los instrumentos de medida más importantes para conocer el pulso de las relaciones con los «proveedores» más importantes (los bancos) es el balance «banco-empresa», que es el análisis del coste que implica, para la empresa, la relación con cada uno de sus bancos a lo largo de un periodo de tiempo considerado (normalmente un año).

Para llegar a dicho coste, calcularemos la relación entre los pagos netos realizados al banco y el crédito neto medio habido:

I) Pagos netos realizados al banco:

1. (+/-) Intereses netos (intereses pagados - cobrados)
2. (+) Comisiones cobradas: por servicios, operaciones financieras, etc.

II) Crédito neto concedido por el banco:

1. (+) Saldo medio de activo: por créditos, préstamos, descuento

2. (-) Saldo medio de pasivo: por depósitos y saldos a favor de la empresa
3. (-) Saldos derivados de las valoraciones de las operaciones, es decir, el negocio que obtiene el Banco de los pagos/cobros/cargos, en términos de fechas valor

Veamos un ejemplo del cálculo del balance banco-empresa (figura 6.5).

	BALANCE BANCO-EMPRESA			
BANCO ABCXYZ, S.A.	(Datos en miles de euros)			
Análisis Año 2.0AA				
COMPENSACIÓN DIRECTA	**Saldo medio**	**% Int**	**Intereses**	
Cuentas de crédito	400,0	6,00	24,0	(Sdo %/100)
Préstamos	350,0	6,50	22,8	
Líneas de descuento	200,0	7,00	14,0	
Totales	**950,0**	**6,39**	**60,8**	
COMPENSACIÓN INDIRECTA	**Saldo medio**	**% Int**	**Intereses**	
Cuentas corrientes/Ahorro	122,8	0,75	0,9	
Imposiciones a plazo (IPF)	63,0	1,50	0,9	
Totales	**185,8**	**1,00**	**1,9**	

COMISIONES Y OTROS	Volumen	Tipo (%)	Importe		
Apertura	0	0	0,0		
Pagos exteriores	120,0	0,10	0,1		
Cobros exteriores	256,1	1,40	3,6		
Ingreso cheques	56,8	0,00	0,0		
Efectos al cobro	230,0	0,60	1,4		
Impagados	129,3	1,00	1,3		
Transferencias	253,0	0,75	1,9		
Indisponibilidad	200,0	0,80	1,6		
Máximo descubierto	120,0	1,50	1,8		
Totales	**1.365,2**	**0,86**	**11,7**		
NEGOCIO INDUCIDO	**Volumen**	**Días**	**Saldo equivalente**		
Cobro cheques en divisa	128,0	3	1,1		
Ingreso cheques otros bancos	233,1	2	1,3		
Pagos por cheques bancarios	566,0	5	7,9		
Nóminas	875,6	2	4,9		
Seguridad Social	**259,0**	**10**	**7,2**		
IRPF	155,0	7	3,0		
IVA	224,0	7	4,4		
Efectos en gestión de cobro	473,3	2	2,6		
Totales	**2.914,0**		**32,3**		
	PRESENTACIÓN BALANCE BANCO - EMPRESA				
(+) Compensación directa	950,0		(+) Ints. pagados		60,8
(-) Compensación Indirecta	185,8		(+) Com. pagadas		11,7
(-) Negocio inducido	32,3		(-) Ints. cobrados		1,9
CRÉDITO NETO (a)	**731,9**		**PAGOS NETOS (b)**		**70,6**
Coste de la relación	**(b) / (a)**	**9,64 %**			

Figura 6.5. Ejemplo de balance banco-empresa.

Como podemos comprobar, el coste de la relación (9,64 %) es bastante superior al «mínimo teórico» 6,39 % (es el que debería costar si no hubiera más operativa compensatoria). Esta «distancia» se ha producido al incrementar el volumen de negocio bancario, por el que la entidad ha obtenido una rentabilidad adicional en términos de tiempo (*floats*) y dinero (ingresos por comisiones e intereses, así como saldos). Ahora, conociendo los puntos extremos de coste, ya sabemos el camino de negociación a recorrer: se deberá llegar a un coste medio bien repartiendo *floats* entre el banco y la empresa, eliminando comisiones, reduciendo tipos, o bien aumentando-disminuyendo los volúmenes de negocio.

Finalizada la negociación y una vez se ha llegado a compromisos en precios (márgenes sobre financiación), en condiciones operativas (comisiones, valoraciones) y en volúmenes a canalizar de pagos, cobros y operativa en general, los acuerdos deben recogerse en una «ficha de condiciones bancarias», cuyos términos deberían ser aceptados y firmados por ambas partes por dos motivos: (i) a modo de recordatorio de los acuerdos alcanzados y como punto de partida para ulteriores negociaciones, (ii) a efectos de control de cumplimientos, sobre todo en el caso de que la empresa disponga de un software informático de tesorería, pues las condiciones pactadas deberán ser introducidas en el mismo con el fin de que el sistema ponga de manifiesto automáticamente a la hora de conciliar las cuentas bancarias, las posibles discrepancias entre las condiciones pactadas y las realmente aplicadas a fin de actuar rápidamente, reclamando su regularización. Un control continuo de la relación nos permitirá, además de visualizar las potenciales desviaciones de las condiciones, analizar las estadísticas de la canalización del negocio para cada entidad, realizar una comparación de precios (condiciones) con otras entidades y, también, mostrar ante el banco una imagen de seriedad.

Por último, nunca hay que dar por supuesto que los bancos no se equivocan: en ocasiones sus procesos informáticos impiden actualizar anualmente las nuevas condiciones, lo que obliga a reclamar cada vez que se inicia el año natural. La recomendación es obvia: hay que ser exhaustivos a la hora de revisar el grado de cumplimiento de los acuerdos, e inflexibles a la hora de reclamar cualquier diferencia, por pequeña que sea. Todo ello conferirá un carácter más profesional a nuestra relación con el banco.

6.8. La centralización de tesorerías *(cash pool)*

Todo lo visto anteriormente es de aplicación para una empresa, pero también para el caso de un grupo de empresas, entendiendo por «grupo» cuando una empresa detenta determinada participación (100 %, 60 %, 50 %, 20 %...) en otras empresas.

En general, centralizar implica mayor eficiencia al racionalizar procesos, aprovechar sinergias y concentrar las decisiones (presumiblemente) más profesionales o técnicas. Desde un punto de vista práctico, las concentraciones de empresas y la formación de grupos tienen su razón inicial en la obtención de economías de escala al racionalizar procesos (básicamente organizativos e informáticos), concentrando en un solo punto las decisiones y las negociaciones. De ahí que, en el mundo de la empresa o de un grupo de empresas, sean habituales casuísticas como la central de compras de un grupo hotelero, un centro de diseño industrial para un grupo automovilístico o la gestión centralizada de almacenes de un grupo químico.

En el ámbito de tesorería, el proceso de centralización de fondos se denomina *cash pool* (también se le conoce como *cash pooling*). Mediante este sistema, la matriz de un grupo centraliza en una cuenta bancaria las posiciones (saldos) de las cuentas bancarias de las empresas del grupo, según determinados parámetros que se recogen en un contrato entre banco-matriz-filiales: frecuencia de traspasos, importes a traspasar, condiciones financieras (intereses, comisiones), definición de cuentas centralizadas y cuenta centralizadora...

En el sistema *cash pool* de un grupo todos los movimientos de/hacia la cuenta de la matriz a/desde las filiales son considerados préstamos, y como tales, deberán devengar y liquidar intereses (y si las cuentas no consolidan fiscalmente, se aplicará retención de IRPF).

El sistema *cash pool* conlleva ciertas ventajas, como poder conocer desde un solo punto la posición total de liquidez del grupo; disponer de mayor fuerza negociadora ante el banco; establecer mayor uniformidad en los procedimientos y las previsiones; tener menores necesidades de circulante por agregación de los saldos; mejora de las condiciones bancarias, etc. Los inconvenientes son también relevantes: pérdida de protagonismo de las filiales, lo que implica menor implicación; mayor carga de trabajo en la matriz (asimilar el nuevo sistema, necesidad de mayor control, más movimientos bancarios, necesidad de mayor

control de las filiales); importantes inversiones iniciales en tiempo, equipos, *software* de comunicaciones, formación de los empleados y disminución de la influencia ante los bancos que no están el sistema y que pierden volumen de negocio.

A nadie se le escapa que todo este esfuerzo de centralización exige un exhaustivo y continuado control del proceso, por lo que debería asegurarse el cumplimiento de, al menos, los siguientes aspectos organizacionales:

— segregación de funciones (pagos, contabilización, autorizaciones)
— establecimiento de responsabilidades a partir de un organigrama definido y promulgado, en el que se detallen claramente los niveles de dependencia funcional u orgánica
— definición de la gestión de la información: indicando frecuencia, contenido y destinatarios
— establecimiento de medidas de revisión, así como la coordinación con el departamento de auditoría interna
— asegurar la mejor cooperación con los auditores externos
— establecer modelos de *reporting* a la dirección, indicándose el contenido mínimo de la información, su frecuencia y distribución
— establecimiento de «señales de alerta», así como los procedimientos a seguir en caso de su aparición o repetición.

Por tanto, se trata de un sistema muy aconsejable para un grupo de empresas pues concentra la información y la posición bancaria, vuelve más profesionales las decisiones financieras, permite negociar con más fuerza ante el banco y se obtiene un mayor control de la liquidez.

Sin embargo, no hay que olvidar que el *cash pool* implica también la concentración de las funciones gerenciales solo en la matriz (donde se «deciden», para todas la empresas, los términos y condiciones con el banco, los volúmenes de negocio, etc.) en detrimento de las filiales (donde «solo hacen», limitándose a pagar, cobrar, reportar las previsiones y controlar el cumplimiento operativo) al tiempo que debilita las relaciones con los bancos al concentrar el volumen de negocio en la entidad centralizadora.

Consecuentemente, es un sistema a estudiar y diseñar bien antes de instaurarlo

en un grupo, que debe aplicarse con elegancia y tratando de que las filiales no se vean apartadas de la gestión, ya que acostumbra a implicar una reasignación de tareas y, en muchos casos, eliminación de puestos de trabajo.

Referencias bibliográficas

ACCID (2010) «Gestión del circulante», *Revista de Contabilidad y Dirección*, número 9, ACCID, Barcelona.

ACCID (2013) «Nuevas tendencias en finanzas corporativas», *Revista de Contabilidad y Dirección*, número 15, ACCID, Barcelona.

BRACHFIELD, P. (2009) «Gestión del crédito y cobro», PROFIT Editorial, Barcelona.

DE MOUCHERON T., DUBOIS Y. y LEONHARD A. (2004) *Le Cash Custing*, Éditions Marcom Génération, Clichy.

ITURRALDE, T., MASEDA, A. y SAN-JOSE, L. (2005) «*The cash management routines: evidence from Spanish Case*». *Frontiers in Finance and Economics*, Londres.

NUÑEZ, T. (2009) «*La gestión de las previsiones de tesorería en entornos de incertidumbre*» *Harvard Deusto Finanzas & Contabilidad*, n.º 88, Barcelona.

OLSINA, F. X. (2009) «Gestión de Tesorería», ACCID-PROFIT Editorial, Barcelona.

TENNENT, J. (2012) «*Guide to Cash Management (How to avoid a business credit crunch)*», The Economist, Londres.

8. Capítulo redactado por F. Xavier Olsina, profesor de la Universitat Pompeu Fabra, Universitat de Barcelona y EADA Business School. Basado en el artículo publicado en el número 9 de la *Revista de Contabilidad y Dirección* y en el libro del mismo autor *Gestión de Tesorería*, citado en la bibliografía.

7

POLÍTICA FINANCIERA DE LA EMPRESA[9]

Resumen

En este capítulo profundizaremos en el análisis de las decisiones de financiación, complementando temas que hemos iniciado en el capítulo 1.

La persona responsable de las finanzas de la empresa debe diseñar una correcta estructura de financiación. Esto es, sin duda, una obviedad. Lo que ya no es tan obvio es lo que esto significa, es decir, las decisiones básicas que debe tomar y los criterios que debe tener en cuenta para tomarlas.

En primer lugar, deberá decidir la mejor estructura de capital para la empresa (proporción entre fondos propios y deuda en el pasivo del balance), para lo que es imprescindible conocer el coste de capital de la empresa, las consecuencias del apalancamiento (o endeudamiento), el efecto fiscal de la deuda, etc.

En segundo lugar, deberá decidir sobre la política de reinversión de beneficios o bien de distribución de dividendos. Para ello, de nuevo, precisará conocer las consecuencias de una u otra decisión, para tratar de hallar la política mejor para la empresa.

Por último, deberá decidir la proporción de deuda que es aconsejable mantener a corto y largo plazo, con el objetivo de garantizar la solvencia de la empresa.

El día a día conlleva una infinidad de decisiones operativas, sobre productos, proveedores, condiciones y acuerdos varios, que puede hacernos perder la visión a largo plazo. Por ello es imprescindible conocer las variables clave que sustentan la estructura financiera básica de la empresa.

Sin las decisiones básicas bien tomadas, luego los errores, como lamentablemente vemos en los tiempos de crisis, pueden ser fatales.

Conceptos clave

Accionistas, Acreedores, Coste del capital, Deuda, Estructura óptima de capital, Fondos propios, Política de dividendo, Prima de riesgo.

7.1. Introducción

Un primer acto de humildad para los financieros es aceptar que lo verdaderamente importante en una empresa son sus decisiones de inversión, las de financiación también, pero subordinadas a las primeras. La inversión es el motor de una empresa, es lo que va a generar rendimiento futuro. La financiación va detrás. Una excelente inversión puede camuflar una financiación errónea, pero una excelente financiación difícilmente podrá compensar una mala inversión. Generalmente las decisiones de inversión son muy estratégicas y por ello corresponden al consejo de administración y a la dirección general. La labor de la dirección financiera tiene que ir en ambos sentidos: validar la bondad de las inversiones propuestas y diseñar la mejor forma de financiarlas. De hecho, si quisiéramos definir de una forma sencilla la función de un director financiero diríamos que es: *diseñar el balance ideal de la empresa en cada momento, tanto activos (inversiones) como pasivos (financiación)*. Este capítulo tratará de exponer las ideas clave a la hora de tomar decisiones de financiación empresarial, mediante la explicación de las teorías principales que nos han de guiar para diseñar una buena estructura del capital, política de dividendos, etc.

7.2. Cómo se financian las empresas para generar valor

En el día a día de las empresas, el director o responsable financiero debe tomar un sinfín de decisiones encaminadas al cumplimiento de un no menos importante número de objetivos. De todas formas, como en cualquier otra actividad humana de elevada complejidad, siempre es conveniente (aunque mejor diríamos que es imprescindible) intentar abstraerse y realizar una reflexión sobre lo que de verdad es importante, lo básico. Y en cuestión de objetivos, diríamos que todas las decisiones que toma el responsable financiero deben ir encaminadas a generar valor para la empresa. De forma genérica, pues, aquellas decisiones que den valor a la empresa serán decisiones correctas y aquellas que resten valor a la empresa serán incorrectas, tanto las referentes a inversión como a financiación.

Aunque nuestro objetivo va a ser analizar todos aquellos elementos que se deben tener en cuenta a la hora de tomar decisiones de financiación, paradójicamente vamos a empezar realizando una breve reflexión de lo que significa crear valor con decisiones de inversión, pues precisamos de ciertos conceptos técnicos antes de adentrarnos en las decisiones de financiación.

En las decisiones de inversión, el responsable financiero debe seleccionar aquellos proyectos que generen valor para la empresa. Y, ¿cómo podemos saber qué proyectos generan valor y cuáles no? Como ya se ha expuesto en el capítulo 2, generalmente aceptamos que las dos herramientas básicas para el análisis de inversiones son: el cálculo del valor actual neto (VAN) y la tasa interna de rentabilidad (TIR). Entender estos dos conceptos y su interpretación no solo es imprescindible para tomar decisiones de inversión (que lo es), sino también para entender, posteriormente, las diferentes decisiones posibles sobre su financiación. Abrimos, pues, un pequeño paréntesis para recordar de forma muy sencilla en qué se basan ambas herramientas y qué información nos proporcionan.

Generalmente, calculamos el VAN para decidir si la empresa debe invertir en un proyecto o no. Si el resultado del cálculo del VAN es positivo (mayor que cero) entonces a la empresa le conviene realizar el proyecto, y al contrario, si es negativo no le conviene. La TIR, que se halla a partir del cálculo del VAN, nos dará la rentabilidad en término de interés compuesto, del proyecto analizado. De forma muy esquemática, el concepto del VAN se puede resumir en (capítulo 2):

VAN = –Valor de la inversión hoy + Valor actual de los flujos futuros esperados

Si para la empresa, el valor actual de los flujos futuros es superior al valor de la inversión (por tanto, VAN positivo), significará que el proyecto le conviene. Y al contrario, si el valor actual de lo que recibirá es inferior a lo que debe invertir, entonces el proyecto no le es conveniente.

No se le escapa al lector que este es un método que intenta cuantificar las previsiones futuras de «flujos financieros» que ofrecerá la inversión, una inversión que debemos decidir «hoy» si se lleva a cabo o no. Y esto no es sencillo. Cuando los socios primigenios de AIRTEL decidieron realizar la inversión de puesta en marcha de dicha empresa: ¿Conocían los flujos futuros que obtendrían? Obviamente no. La inversión fue un éxito rotundo y ni el más optimista podía imaginar los rendimientos finales de dicha inversión. Las empresas concesionarias que ejecutaron las radiales de Madrid, ¿conocían los flujos futuros que obtendrían? Obviamente tampoco; de haberlos conocido no hubieran emprendido la aventura. En definitiva, una decisión de este tipo requiere una visión estratégica que escapa muchas veces a las competencias generalmente otorgadas a una dirección financiera, pero es ella quien debe parametrizar todos los escenarios previstos, aportando un punto de vista crítico y prudente al proyecto.

¿Y qué tasa utilizará la empresa para actualizar los flujos futuros estimados?

La empresa deberá utilizar aquella tasa a la que puede financiarse, que, en definitiva, marcará el listón de la rentabilidad mínima que debe ofrecer el proyecto para ser aceptado.

Por tanto, una primera labor imprescindible para el director financiero es conocer cuál es el coste de financiación de sus recursos. El coste de capital, ya explicado en capítulos anteriores, —traducción literal del término inglés *cost of capital*, lo que lleva a equívocos en castellano— es justamente eso: el coste medio ponderado de las dos grandes fuentes de financiación de una empresa: la deuda y los capitales propios. Debemos, entonces, conocer el coste del endeudamiento y el coste de los capitales propios de una empresa (por cierto, estos últimos no solo no son gratis, como algunos de nuestros estudiantes de economía piensan, sino

que son más caros que la deuda).

En el siguiente apartado repasaremos cómo calculan las empresas su coste de capital actual y, lo que es aún más difícil: su coste de capital futuro, como demuestran los más recientes acontecimientos. ¿Conocía la banca, estadounidense, británica, irlandesa o española el coste de refinanciación de su deuda, la cual había aplicado a su aventura inmobiliaria? ¿Sabía el aumento de la prima de riesgo que le afectaría a sus futuras emisiones de acciones? ¿Qué empresa puede predecir el coste de financiación a largo plazo, tanto vía ampliación de capital como de deuda?

Conocer o predecir ese coste de capital de un proyecto de inversión no es algo sencillo, sobre todo en épocas de grandes turbulencias en los mercados financieros que marcan justamente eso: las primas de riesgo en cada momento, en cada país, en cada sector, en cada empresa.

Pasemos pues a las decisiones de financiación. Hemos comentado al principio que, para cumplir el objetivo básico, deberemos tomar aquellas decisiones de financiación que generen valor para la empresa. Pues comencemos a aclarar a qué nos referimos cuando hablamos de «decisiones de financiación».

7.3. La primera decisión: la estructura de capital

Partidas que componen la estructura de capital: fondos propios y deuda

Las diferentes fuentes de financiación de la empresa las hallamos en el pasivo de su balance.

Aunque puedan componerse de una importante multitud de productos diversos de financiación (el sector financiero es hábil para ir «innovando» cada vez con nuevas fórmulas de inversión con nombres sofisticados, habitualmente en inglés), en realidad solo existen dos formas de financiar proyectos de inversión nuevos:

1.- Fondos propios (capital y reservas)
2.- Deuda

¿Qué diferencia a ambos tipos de financiación?

En primer lugar, al hablar de deuda, nos referimos tanto a los múltiples títulos de deuda que las empresas pueden emitir en mercados financieros (bonos con infinidad de características diferentes en plazos, periodicidad de pago, forma de cálculo del cupón, garantías, etc.) como también a la deuda contraída con las entidades financieras directamente, ya que un préstamo bancario no es más que un bono con un solo suscriptor: el banco. Es decir, cuando hablamos de «bonos» nos referimos a cualquier forma de financiación ajena de una empresa.

Cuando la empresa emite deuda, y uno o diversos inversores la suscriben, se establece mediante un contrato todo lo relativo a la amortización y retribución del préstamo: el tipo de interés que se abonará (o índice al que se referenciará), vencimiento, fechas de pagos intermedios, garantías, etc. Todo está pactado, el único riesgo es el de impago. Riesgo de crédito, por tanto.

Por otro lado, cuando nos referimos a capital, nos referimos a las aportaciones que han hecho los socios o accionistas, directamente (capital) o a través de beneficios no distribuidos de ejercicios anteriores (reservas), y que en caso de precisar nuevos fondos se instrumenta con ampliaciones de capital, en las cuales los actuales socios tienen derecho preferente de suscripción.

En el caso de las acciones, la empresa no se compromete a una retribución prefijada, como sucedía con la deuda. En este caso los inversores son socios de la empresa, y por tanto, participan de la marcha de esta, quedándose con la «renta residual» que obtiene la empresa después de haber hecho frente al resto de sus compromisos, incluidos los pagos a los acreedores en concepto de intereses de la deuda. En el caso de los accionistas, reciben su retribución por dos vías: por pago de dividendos, y por ganancias de capital (incremento en el valor de la acción).

Cuando hablamos de la gran decisión sobre qué estructura de capital debe tener una empresa, nos estamos refiriendo a qué proporción consideramos adecuada de fondos propios y qué proporción de deuda. ¿Dónde situamos, en nuestro balance, la línea que separa ambas fuentes? Ha habido importantes teorías para tratar de responder a esta cuestión: ¿hay una estructura de capital óptima? ¿Alguna maximiza el valor de la empresa? (recordemos que este es el objetivo principal).

Para verlas, deberemos ir conociendo otros conceptos importantes, como el cálculo del coste de capital y el efecto apalancamiento.

Costes de cada fuente de financiación y coste del capital

Por lo que hemos podido ver, entre fondos propios y deuda hay importantes diferencias en cuanto al riesgo asumido por parte de aquellos inversores que deciden ser acreedores de la empresa (deuda) y los que deciden ser socios (capital). Y siempre, en finanzas, asumir más riesgo también comporta una exigencia de obtener mayor rentabilidad.

Fijémonos en algo muy obvio: si tanto accionistas como acreedores esperan de la empresa una retribución por su inversión, esa retribución es exactamente el «coste» que la empresa debe satisfacer por dicha expectativa. Lo que para los inversores es «rentabilidad» para la empresa es «coste».

La rentabilidad esperada por los accionistas es el coste para la empresa de sus fondos propios, y la rentabilidad esperada por los acreedores es el coste para la empresa de su deuda. ¿Y el coste total para la empresa? Es el coste agregado de todas las fuentes de financiación o «coste de capital», ya mencionado anteriormente.

Veamos primero cómo calculamos el coste de los fondos propios y el coste de la deuda, para finalmente calcular el coste de capital de una empresa.

Para invertir en la empresa, obviamente los aportantes de capital, los accionistas, exigirán más rentabilidad que los bonistas, pues también su riesgo es mayor. Es decir, el coste de financiarse vía fondos propios es mayor que el coste de endeudarse. ¿Cuánto mayor?

El coste de la financiación ya ha sido tratado en capítulos anteriores. Así podemos contestar las preguntas: ¿cuál es el coste de los fondos propios? Y ¿cómo se calcula? El coste del endeudamiento es fácil, es conocido, está en el contrato, pero el coste de capital de una ampliación de capital ¿dónde está? Para ello, hacemos referencia a la formulación de Gordon y Shapiro y el modelo CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), donde la clave es el concepto de «prima de riesgo».

Si una empresa emite al mismo tiempo acciones y bonos para financiar un proyecto de inversión, el coste del endeudamiento (bonos) es conocido de antemano: la tasa de interés al que la empresa retribuye dichos bonos; supongamos, por ejemplo, que es el 4,5 % anual. ¿Y cuál es el coste de capital de los recursos captados mediante la ampliación de capital? ¿Por qué un inversionista aportaría sus ahorros comprando acciones de esa empresa y no bonos?

En principio comprará acciones porque tiene la expectativa de que obtendrá una «prima» sobre ese 4,5 %; si no obtiene algo más que ese 4,5 %, entonces ¿para qué comprar acciones? Comprará bonos que, además, en caso de quiebra de la empresa emisora, tendrá prelación en el derecho de cobro de su valor liquidativo respecto a los accionistas, que son los últimos que tienen derecho a cobrar.

La siguiente pregunta es: ¿qué prima de riesgo, qué «plus» de rentabilidad se le ofrece a un inversionista para convencerle de que compre acciones y no bonos? Pues dependerá básicamente de las perspectivas futuras de obtener beneficios de la empresa. Analistas inversores, periodistas y la misma empresa intentarán convencer a los inversionistas de sus estimaciones sobre beneficios futuros, porque esta es la clave. Desgraciadamente el futuro, como decía Paul Valéry, ya no es lo que era. Cada vez las turbulencias son más frecuentes y más volátiles.

Pero veamos un ejemplo que nos puede ilustrar el tema:

Ejemplo

La compañía X cotizaba el día 2 de noviembre a 19,50€ y el día 30 del mismo mes lo hacía a 16,50€. En términos de prima de riesgo significa que, obviamente, los inversores percibieron un aumento de riesgo de la compañía X y su valor cayó. Hay que tener en cuenta que el 8 de noviembre la compañía X repartió un dividendo bruto por acción de 0,6€. Es decir, que de esos 3€ que descendió la cotización entre el 2 de noviembre y el 30 de noviembre, 0,65€ de la bajada se explican por este pago de dividendo.

Hagamos un pequeño y sencillo cálculo para obtener una aproximación de esa «prima de riesgo».

El beneficio por acción (BPA) esperado de la compañía X para ese año era de 1,86€ por acción, según las estimaciones de consenso de los analistas cuya fuente es: Reuters y Factset. Esta estimación del BPA de la compañía X no varió en las fechas analizadas durante todo el mes de noviembre de ese año.

Por lo tanto, si alguien compró una acción a 19,50€ el 2 de noviembre y suponiendo que esa expectativa de beneficio se cumpliera, significa que ese inversor esperaba, simplificando, una rentabilidad de:

$$(1{,}86 / 19{,}50) * 100 = 9{,}54\ \%$$

Podemos convenir que, ese día, había inversores dispuestos a considerar que el 9,54 % era una buena rentabilidad para su inversión en acciones de la compañía X. El precio de 19,50€ con la expectativa de un beneficio de 1,86€ al año era aceptable para ellos.

Esto es una simplificación. Esta rentabilidad sería cierta si la compañía X obtuviera el mismo beneficio de 1,86€ por acción todos los años, pero considerar los beneficios constantes de una empresa es una hipótesis irreal. Una hipótesis más cercana a la realidad sería suponer que, en general, los beneficios de una empresa, en periodos largos, no necesariamente año a año, sean crecientes, sobre todo si observamos las series de BPA (beneficios por acción) de las grandes empresas cotizadas en las principales bolsas de valores del mundo. Si eso fuera así para la compañía X, significaría que la rentabilidad de ese inversor también sería creciente, superaría el 9,54 % a lo largo de los años.

Es decir, la compañía X puede estimar, a partir de los precios a que los inversores están comprando sus acciones en el mercado, una aproximación de su «coste de fondos propios». Insistimos en que se trata de una aproximación, pero las conclusiones utilizando fórmulas más complejas serán muy similares al cálculo sencillo aquí desarrollado.

Pero sigamos con el ejemplo. ¿Anunció la compañía X que sus beneficios esperados disminuirían? Ello explicaría de forma clara que sus acciones bajaran de valor ya que si la empresa vale lo que es capaz de generar en beneficios, pues es obvio que si esos beneficios disminuyen el valor de la compañía también disminuye. Pero no, al contrario, su presidente anunció que las previsiones de beneficios crecientes se mantenían.

Pero, ¿qué pasó entonces durante los siguientes días de noviembre? Pues que las incertidumbres sobre la solvencia del país también contagiaron a sus empresas. Las personas en mayor o menor medida somos adversas al riesgo y cuando observamos algún indicio de problemas, si podemos, los rehuimos. Los inversores percibieron más riesgo en sus inversiones en el país, en otras palabras, estaban dispuestos a comprar acciones de la compañía X solo si obtenían una «prima de riesgo» mayor que antes, es decir solo si el precio de sus acciones bajaba. Y así sucedió. El precio bajó a 16,50 € el 30 de noviembre y la nueva rentabilidad que ahora exigían los accionistas para comprar acciones de la compañía X era:

$$(1{,}86 / 16{,}50) * 100 = 11{,}27\ \%$$

Se incrementó la prima de riesgo en 1,73 puntos porcentuales (173 puntos básicos).

Si la compañía X tiene un coste de endeudamiento el día 30 de noviembre (fácil de conocer sabiendo la cotización de sus bonos) del 3,76 % (en bonos a 5 años) y la alternativa de la inversión en acciones ofrece una rentabilidad de un 11,27 %, entonces resulta que la prima de riesgo adicional es de: 11,27 – 3,76 = 7,51 %.

En ese caso, la prima de riesgo de su deuda también aumentó respecto a la del 2 de noviembre. Los inversionistas también exigirán más remuneración por prestar dinero a la compañía X respecto a principios de noviembre. Las primas de riesgo van en cascada: por país, por emisor, por producto, por plazo, etc.

Pero, llegados a este punto, si una empresa no cotiza: ¿cómo puede conocer el coste de capital de sus fondos propios? Entramos en un terreno donde se deberá aplicar el sentido común. Si la prima de riesgo del país sube y la de las grandes empresas cotizadas también (el mercado nos lo indica cada día, cada hora, minuto a minuto) es obvio suponer que, en cascada y de forma creciente, la de las medianas y pequeñas empresas también, aunque no estén en el escaparate de la bolsa. A esas empresas habrá que sumarles una prima de riesgo por no cotizar (prima de iliquidez) y por su mayor vulnerabilidad por menor tamaño (prima por mayor probabilidad de insolvencia) que a su vez dependerá de su sector de actividad. Por ejemplo: si una empresa consigue endeudamiento a un coste del 6 % anual, el coste de conseguir que alguien aporte capital será mayor; le tendremos que añadir a ese 6 % una prima de riesgo.

Una vez visto cómo podemos calcular/estimar los costes de la deuda y los fondos propios, finalmente el coste de capital se calcula haciendo una media ponderada de costes. Por ejemplo, si la deuda representa tres cuartas partes del pasivo y tiene un coste del 3,76 % y los fondos propios representan una cuarta parte del pasivo y tienen un coste del 11,27 %, entonces el coste de capital es del 5,64 %.

$$\text{Coste de capital} = (0{,}75 \times 3{,}76\ \%) + (0{,}25 \times 11{,}27\ \%) = 5{,}64\ \%$$

Esta sería una sencilla aproximación al cálculo del coste de capital de la empresa (obviamos añadir otras consideraciones necesarias para un cálculo más exacto, pues la intención es que se comprenda aquí el concepto, nada más). Este sería el tipo al que se financia globalmente la empresa, por tanto, los proyectos que emprenda deberán, como mínimo, ofrecer esta rentabilidad (lo que resultará VAN igual a cero) o superior (VAN superior a cero) para ser aceptados.

Suele ocurrir que en este punto el lector se plantea: si la financiación a través de deuda es más barata, ¿por qué razón no financiar directamente los proyectos con deuda? Así, la empresa se financiaría con una fuente más barata, y además conseguiría reducir su coste de capital (al incrementar la proporción de una fuente de financiación con un menor coste).

Para contestar la pregunta debemos conocer otro concepto imprescindible en las decisiones de financiación: el apalancamiento.

El apalancamiento financiero: los efectos colaterales de la deuda

Cuando hablamos de apalancamiento financiero nos referimos simplemente al hecho de financiarse con deuda. Por desgracia, en la coyuntura actual es un término que escuchamos a diario: las empresas están en exceso apalancadas, así como las familias, las entidades financieras y los estados.

¿Por qué las empresas se endeudan? Porque esperan que el coste de su endeudamiento sea inferior al rendimiento aportado por las inversiones así financiadas. Técnicamente, porque esperan que el ROI (el retorno sobre sus inversiones) sea superior al coste de su deuda.

Pero, ¿qué efecto tiene para una empresa aumentar su grado de endeudamiento? Todo responsable financiero debe saber que si aumenta la proporción de deuda en su estructura de capital (recordemos que este tipo de financiación tiene un coste menor), entonces los accionistas van a percibir que la empresa pierde solvencia y por tanto perciben también un mayor riesgo, y cuando un inversor percibe un aumento de riesgo, automáticamente va a exigir más rentabilidad a su inversión.

Entonces, cosa curiosa, el aumentar el peso del endeudamiento, la «financiación barata», hace que el coste de fondos propios, la «financiación cara», aumente, con lo que el coste de capital de la empresa se mantiene igual.

¿Quiere esto decir que no importa cómo se financie la empresa? ¿Que cualquier estructura de capital es óptima?

La primera tesis sobre la estructura óptima de capital

Pues sí, en efecto, como ya hemos resaltado en el capítulo 1, en 1958 los economistas Modigliani y Miller afirmaron que el valor de la empresa es independiente a la estructura de capital, por tanto, el que decidamos tener mayor proporción de deuda o de fondos propios no va a aportar valor a la empresa, que en cualquier caso valdrá lo mismo.

De hecho, si nos paramos a pensar, no resulta en realidad tan descabellado. Veamos.

La primera aportación importante que hicieron fue su visión del concepto de «valor» de una empresa. Para estos dos economistas, el valor de la empresa no lo vamos a conocer mirando el valor de los activos en el balance, ni el valor de estos en el mercado. El valor de la empresa va a provenir de su capacidad de obtener rendimientos futuros a partir de esos activos. La empresa vale lo que va a poder generar de beneficios futuros.

Imaginemos que una empresa adquiere un automóvil, realmente, ¿podríamos argumentar que el rendimiento de ese automóvil va a ser diferente si lo compramos con fondos propios o si nos endeudamos para adquirirlo? ¿Una máquina funciona mejor si la compramos al contado que si lo hacemos mediante un préstamo a cinco años? Y si el rendimiento va a ser el mismo en ambos casos, ¿cómo podríamos justificar que su valor sea diferente dependiendo de la forma de financiación?

La segunda aportación importante se refiere a la afirmación que antes hemos hecho: si aumenta el apalancamiento, la proporción de deuda sobre el total del pasivo, aunque esta sea más barata, tiene un coste adicional, pues provoca un aumento del coste de los fondos propios, por el mayor riesgo a que se ven expuestos los accionistas. Y el coste de capital (coste medio ponderado de fondos propios y deuda) permanece invariable, así como el valor de la empresa.

El modelo fue ampliamente criticado, tanto desde el mundo académico como el empresarial, pues las hipótesis en que se basa son muy restrictivas. En especial, no contemplaba la existencia de impuestos sobre el beneficio empresarial, tema

que trataremos a continuación.

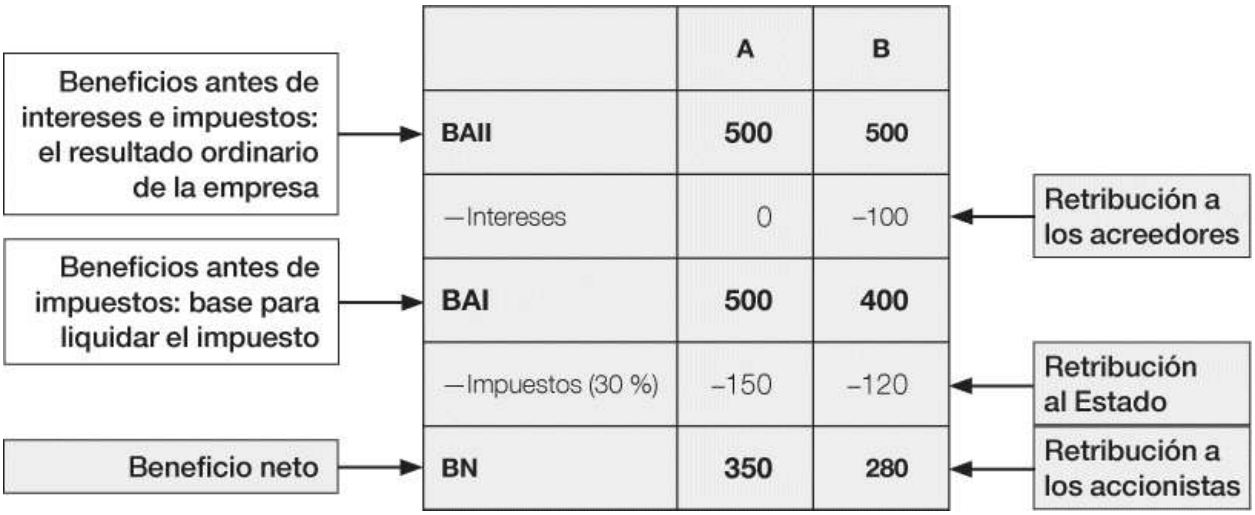
Esto no quita el interés (mejor dicho, la necesidad) para el director financiero de conocer el efecto del apalancamiento financiero sobre la rentabilidad del accionista, o la valoración de la empresa a partir de su capacidad generadora de rendimiento futuro. Temas imprescindibles para él.

El efecto de los impuestos

Hasta ahora no hemos hablado sobre la fiscalidad. Hemos considerado que los resultados que obtiene la empresa se reparten únicamente entre sus fuentes de financiación: accionistas y acreedores. En la realidad, el reparto se hace también (de forma estrictamente obligatoria) con un socio que no conocían, un tercer agente: el Estado, a través del Impuesto de Sociedades.

Y en el supuesto de existencia de impuestos (supuesto muy real, por cierto) el pago de intereses de la deuda es un gasto fiscalmente deducible, pues su pago hace disminuir la base sobre la que se calcula el impuesto. No ocurre igual con los dividendos, que se pagan una vez satisfecho el impuesto. Esta diferencia supondrá una ventaja a la financiación mediante deuda que hasta ahora no habíamos contemplado.

Veamos una sencilla cuenta de resultados en la que sí hay impuestos, veremos dos versiones, una versión A sin deuda en la estructura de capital de la empresa, y una segunda versión B con deuda, lo que supone gastos financieros.



En la versión A (el caso de que la financiación se componga únicamente de fondos propios) el Estado recaudaría un total de 150 unidades monetarias (u.m.), y los accionistas se distribuyen un total de 350 u.m.

En el caso de que exista deuda en la estructura de financiación (versión B), al pagar unos intereses de 100 u.m., la base sobre la que se calcula el impuesto es menor, como también lo es el pago del propio impuesto. En este caso, el Estado recauda 120 u.m. y los inversores que han financiado a la empresa se reparten 380 u.m. (100 para los acreedores y 280 para los accionistas).

Por tanto, la existencia de impuestos comporta un incentivo a la financiación vía deuda.

De hecho, comúnmente se acepta que esta desgravación en realidad supone que el coste del endeudamiento resulta ser menor. En el ejemplo anterior, podemos considerar que el coste del endeudamiento, en vez de ser de 100 u.m. es en realidad 70 u.m., ya que gracias al pago de intereses hemos podido ahorrar 30 u.m. de impuestos.

La segunda tesis sobre la estructura óptima de capital

Analizados los efectos que hemos visto que comporta la existencia de impuestos sobre beneficios empresariales, los mismos economistas, Modigliani y Miller, reformularon su modelo para incorporarlos. En este segundo modelo, llamado de la *Dependencia* (pues ahora el valor de la empresa sí depende de la estructura de capital elegida), la recomendación a las empresas era endeudarse al máximo, para maximizar la desgravación fiscal, minimizar los fondos que salen de la empresa, y por tanto maximizar el valor de la misma.

Ni que decir tiene que esta segunda tesis cosechó tantas críticas como la primera, ¿cómo era posible que el modelo, tan bien resuelto matemáticamente, propusieran endeudarse hasta el 99,99 %? No tenía lógica en el mundo empresarial «real».

De nuevo, la explicación son las hipótesis de partida del modelo, que con un simple «no existen costes de insolvencia en el modelo», evitaba los riesgos reales que tiene una empresa que se apalanca o sobreendeuda.

De nuevo, esto no resta valor a los dos modelos de Modigliani y Miller, que nos han permitido, gracias a las hipótesis restringidas, analizar algunos de los

conceptos más importantes que conocer en la financiación empresarial. Posteriormente, muchos otros economistas, basándose en estos modelos, han ido intentando eliminar hipótesis para dotar de más realidad a las conclusiones obtenidas.

El efecto del riesgo y la tercera tesis sobre la estructura óptima de capital

Ya hemos comentado el tema del riesgo al hablar del apalancamiento financiero. En efecto, al incrementar el peso del endeudamiento en la estructura de capital, el riesgo de los accionistas aumenta, pues lo hace también la variabilidad estimada de sus resultados. Si todo va bien, los efectos del apalancamiento les permiten aumentar su rentabilidad pero si va mal, puede peligrar su retribución.

Si la proporción de deuda empieza a crecer a niveles importantes, no solo los accionistas van a estar preocupados por la posibilidad de que sus resultados sean menores a los esperados, ya que llega un cierto nivel en que también los acreedores empiezan a temer por si unos malos resultados finalmente llevan a la empresa no solo a no poder retribuir a accionistas, sino también a no poder pagar los intereses de la deuda.

Cabe decir que en los años previos a la crisis, por norma general todos los «actores económicos» quisieron ver solo una parte de los efectos del apalancamiento, la positiva: el apalancamiento permite aumentar de forma importante la rentabilidad de la inversión, ya que «poniendo menos nos toca más a cada uno». Es cierto que las cosas fueron bien al principio. Pero olvidaron la otra parte, la del riesgo, aquella que dice que ha aumentado la variabilidad en los resultados... tanto al alza, como a la baja, y si las cosas se tuercen (las inversiones no salen, los pisos bajan, los intereses suben, cuesta refinanciar la deuda con más deuda...), los acreedores van a querer cobrar lo pactado. Igualmente los acreedores también sufrieron esta especie de «miopía financiera», que hoy les ha llevado a no poder cobrar una parte importante de lo invertido.

Esta es la parte negativa del apalancamiento (o del apalancamiento excesivo).

La parte positiva, como también hemos visto, es la desgravación fiscal, que permite que se queden más recursos en la empresa (no en el Estado), lo que aumenta el valor de la misma.

La tercera teoría, llamada del *Trade-Off*, formulada inicialmente por Kraus y Litzenberger, busca precisamente un balance entre ambas consecuencias, la positiva y la negativa, del endeudamiento. Y su conclusión es que mientras el endeudamiento es pequeño, tiene más efecto la desgravación fiscal, y por tanto a la empresa le compensa pequeños aumentos en el apalancamiento para aprovecharla. Pero cuando este crece, va llegando a un momento en que comienzan a aparecer (aun incipiente) los posibles riesgos de insolvencia. Si la proporción de deuda empieza a ser excesiva, entonces los llamados «costes de insolvencia» pasan a tener más peso que las ventajas fiscales. La empresa deberá buscar ese nivel que equilibre los beneficios y costes de la deuda para maximizar su valor.

7.4. La segunda decisión: autofinanciación y política de dividendos

Este es un tema que también ha sido tratado en el capítulo 1. En los apartados anteriores hemos analizado las dos formas básicas de financiación empresarial: capital y deuda, viendo las repercusiones que cada una de ellas tiene sobre la empresa, y tratando de determinar una estructura de capital (combinación de ambas fuentes) que fuese óptima para la misma.

Centrémonos en este apartado en la financiación con fondos propios, pues en ella hay una serie de conceptos sobre los que es interesante reflexionar, como son la autofinanciación empresarial y la política de dividendos.

Veamos. Cuando al final del ejercicio una empresa obtiene beneficios, debe decidir si los reparte como dividendos, o bien si los mantiene dentro de la empresa (como reservas), para financiar futuras inversiones.

Comencemos por la autofinanciación. Esta se compone en realidad de dos partidas: los beneficios retenidos (no repartidos como dividendos) y las amortizaciones. Como sabemos, las amortizaciones son una partida de gasto en la cuenta de resultados pero que no ha supuesto en la realidad salida alguna de efectivo. Comúnmente se acepta que las cantidades destinadas a amortización son las que van a servir como «autofinanciación de renovación o mantenimiento», es decir, para ir renovando aquellos activos afectos a dichas amortizaciones, para

evitar su obsolescencia. En cambio, los beneficios retenidos se consideran «autofinanciación de expansión o enriquecimiento», pues han de permitir nuevas inversiones, que vayan más allá de la renovación de los activos actuales. Por tanto, parece claro que es beneficioso para la empresa, de cara a la financiación de nuevas inversiones, destinar la mayor parte de beneficio posible a reinvertir, en detrimento del dividendo del accionista, ¿no?

Por otro lado, hemos visto que entre los accionistas y acreedores, los primeros son los que más arriesgan su capital al invertir en la empresa, y que esperan una retribución acorde al riesgo asumido. Si no se sienten retribuidos, seguramente dejarán de financiar a la empresa en busca de mejores inversiones en otro lugar, y a la empresa le costará convencer a nuevos accionistas para que inviertan en ella. Ya no parece la mejor decisión el no repartir dividendos, ¿verdad?

Cualquier decisión que se tome en un sentido irá en detrimento de la otra: a más dividendos, menos dinero para reinvertir, y viceversa. Aunque ya hemos visto anteriormente que a menudo en finanzas las decisiones tomadas tienen consecuencias que a primera vista no habíamos pensado.

Por ejemplo, si no se pagan dividendos, ¿el accionista no está siendo retribuido? Seguramente deberemos convenir que sí, pues es propietario de una parte de la empresa, y si los beneficios se quedan dentro de la empresa está claro que el valor de su participación aumenta. Recordemos que los accionistas pueden ganar por la vía de los dividendos o de las ganancias de capital (plusvalías), por tanto, a más reinversión más capacidad de la empresa de generar beneficios en el futuro y aumento del precio de sus acciones.

Está claro, pues, que ambas decisiones son buenas para el accionista. Pero, ¿alguna es mejor que la otra? ¿Vale igual un euro para el accionista como dividendo que reinvertido en la empresa?

Al igual que hemos visto al discutir la estructura de capital óptima, ha habido diversas teorías que apoyaban una u otra decisión... o ambas.

Modigliani y Miller, otra vez, en su Teoría de la Irrelevancia sostenían precisamente eso, que la decisión es irrelevante, pues para el accionista es lo mismo recibir un euro de dividendo a que las acciones que posee suban un euro, su riqueza no cambia. Y de hecho, los mercados financieros nos dan prueba de esta teoría a menudo; cada vez que una compañía paga dividendo, su cotización disminuye en esa sesión aproximadamente por el valor del dividendo,

manteniendo por tanto la riqueza del accionista invariable.

Un segundo grupo de teorías (que podríamos denominar de «pájaro en mano»), consideran que el dividendo de hoy es algo seguro, mientras que los beneficios futuros son inciertos, por lo que consideran que un inversor pagará algo más por las acciones de una empresa que reparte dividendos que por las de otra similar que no lo hace, es decir, percibe que el valor de la que reparte dividendos es algo mayor.

En cambio, un tercer grupo de teorías considera lo contrario, ya que una empresa que no reparte dividendos significa que los reinvierte y tiene un potencial de beneficios futuros mayor que otra similar que no reinvierte y reparte dividendos, en ese caso los inversores pagarán algo más por las acciones de la primera, pues creen que el valor de esa empresa es mayor.

A favor de los dividendos, cabe señalar que si la empresa reparte dividendo tampoco está limitando su capacidad futura de crecimiento (al disminuir la reinversión), ya que, si tiene posibilidad de realizar nuevas inversiones, siempre puede solicitar de nuevo fondos a sus accionistas, realizando una ampliación de capital. Y aunque este comportamiento pueda parecer incongruente (repartir dividendo para solicitar fondos posteriormente), la realidad también nos muestra que es algo habitual.

Si analizamos las últimas ampliaciones de capital realizadas, seguramente comprobaremos que las empresas sí pagaron dividendo en el ejercicio anterior.

Por otro lado, también hay importantes argumentos a favor de la reinversión. De cara al accionista, la fiscalidad que le sea aplicable podría hacer que le resultase más conveniente tributar por ganancias de capital que por dividendos, por ejemplo. Esto puede ocurrir si fiscalmente se quiere incentivar la reinversión para favorecer el crecimiento de las empresas. No es nuestro caso en la actualidad, en la que ambos rendimientos tributan por igual, aunque el hecho de cobrar dividendos implica que el accionista deba tributar obligatoriamente en dicho periodo, en cambio, si la empresa reinvierte los beneficios, el accionista decide cuándo vende sus acciones, y, por tanto, cuándo tributa.

Otro argumento a favor de la reinversión sería el de los costes. Aunque es cierto que una empresa que ha pagado dividendo, posteriormente puede realizar una ampliación de capital, esta le comportará una serie de gastos de emisión que la empresa se ahorra si reinvierte el beneficio obtenido y no reparte dividendo.

En general, un buen criterio que debería ayudar a decidir entre dividendo y reinversión sería analizar el rendimiento que los accionistas requieren por su inversión, y compararlo con el rendimiento que la empresa considera que va a poder obtener con los proyectos de inversión a los que aplicará dichos recursos: si puede conseguir un rendimiento superior entonces la decisión óptima será reinvertir, en cambio, si el accionista puede obtener un mayor rendimiento fuera de la empresa, entonces la decisión óptima es repartir dividendos, ya que la empresa no ha sido capaz de conseguir proyectos de inversión con rendimientos mayores.

7.5. La tercera decisión: deuda a corto o largo plazo

No podemos acabar sin detenernos a analizar también brevemente las principales decisiones relativas a la financiación vía deuda, respecto al plazo.

Existe una ratio utilizada por los analistas financieros que es la de «calidad de la deuda». Esta ratio mide la proporción del endeudamiento a corto plazo de una empresa en relación con su endeudamiento a largo. Cuanta menor proporción mejor: más calidad de deuda tiene la empresa. Parece que cuanto mayor plazo tenga nuestro endeudamiento, de mejor «calidad» será. También parece que coincide con nuestro sentido común, ya que si somos sinceros, en nuestra vida cotidiana nos produce más estrés lo que tenemos que pagar la semana que viene, que lo que debemos pagar dentro de 10 años, aunque esta última cantidad sea sensiblemente mayor.

Sin embargo, no debemos llevar esta primera aproximación al extremo. Una primera regla general es: financie a largo plazo sus inversiones a largo plazo y financie a corto plazo sus inversiones a corto plazo. Muchas veces la misma inversión condiciona el plazo de la financiación. Si nuestra empresa es básicamente comercial y no tiene necesidades importantes de inversión a largo plazo, sería poco recomendable basar nuestra financiación en productos de larga duración, de hecho difícilmente encontraríamos financiadores en el mercado que nos los proporcionaran. Por el contrario, si estamos en una empresa industrial con grandes necesidades de inversión a largo plazo, sería un suicidio financiarlas a corto.

Dicho esto, para tener un balance equilibrado es aconsejable seguir la norma anterior, pero con una matización: «Financie a largo sus inversiones a largo... y también algo de sus inversiones a corto». A esa parte de deuda a largo que está financiando inversiones a corto (activos corrientes) la llamamos fondo de maniobra (*working capital*). En definitiva, cada empresa debe calcular cuál es el fondo de maniobra necesario para no entrar en un proceso de insolvencia a corto plazo. Este fondo de maniobra necesario dependerá del «ciclo de maduración» y del «ciclo de caja» de cada empresa.

Básicamente, se deben analizar tres conceptos:

a. Periodo de pago a proveedores (365 x deudas de clientes / ventas)
b. Rotaciones de existencias (365 x existencias / coste de ventas)
c. Periodo de cobro de los clientes (365 x deudas con proveedores / compras)

Cuanto más favorables sean estos tres conceptos para las empresas, menor fondo de maniobra necesitará. Así, si una empresa paga a 90 días de media, tiene una alta rotación de existencias y cobra, de media, de sus clientes a 15 días, entonces necesita un fondo de maniobra menor que una empresa que paga pronto, cobra tarde y tiene baja rotación de existencias. En definitiva, si bien es lógico que los activos se deban financiar con endeudamientos que tengan plazos similares, no se puede obviar que uno de los objetivos de la gestión financiera de la empresa es asegurar el pago puntual de todos los compromisos adquiridos. Por tanto, la determinación de la proporción entre deuda a corto y a largo plazo se ha de hacer con el objetivo de solvencia, sobre todo a corto plazo, en el punto de mira.

7.6. Conclusiones

Hemos indicado ya en la introducción, y lo hacemos también ahora, que las decisiones más relevantes para la empresa son las de inversión. Estas son las decisiones clave, pues son las que al final van a generar beneficios a la empresa.

Ello no significa, por supuesto, que no debamos dotar a la empresa de la

mejor financiación posible. Y para ello, ya lo hemos visto, no hay recetas sencillas. No existe, ni aquel porcentaje único y óptimo de proporción entre deuda y capital, ni aquella política de dividendos inequívoca, ni la financiación vía deuda incontestable. Como siempre, hay que aplicar mucho sentido común.

Pero para dar soporte a las decisiones con sentido común, nada mejor que unos conocimientos previos sobre: qué decisiones debemos tomar, la repercusión de cada una de las decisiones que tomamos y porqué las tomamos.

Hemos visto en primer término que debemos conocer cuál es el coste de nuestra financiación, imprescindible para poder poner un «listón» a los proyectos de inversión que la empresa se plantee.

Posteriormente hemos analizado diversas teorías sobre la estructura de capital óptima de la empresa, y, lo que es más importante, en qué conceptos se sustentan. Esto es muy importante, no nos cansaremos de decirlo, para no tomar decisiones a ciegas o siguiendo recetas que no sabemos muy bien dónde nos llevan. Si tenemos claras las ventajas e inconvenientes reales de la deuda y los fondos propios, podremos tomar una decisión razonada sobre la mejor estructura de capital para nuestra empresa. Con posterioridad analizamos las decisiones entre repartir dividendos o reinvertir en la empresa. De nuevo no hemos visto recetas mágicas, pues no existen. Hallaremos ejemplos de importantes empresas exitosas que reinvierten el 100 % de sus beneficios y también de otras muy bien valoradas por su generosa política de dividendos. De nuevo lo importante es entender qué significa cada opción, sus pros y sus contras.

Por último, y no por ello menos importante, debemos analizar la estructura de plazos de nuestra deuda, de cara a reforzar la solvencia de la empresa.

Referencias bibliográficas

ALCOVER, S. (2009): «Metodología del descuento de flujos de caja (DCF)», *Revista de Contabilidad y Dirección*, n.º 8, pp. 31-58.

AMAT, O. (2008): *Análisis integral de empresas*, Editorial Profit, Barcelona.

BRALEY, R. y MYERS, S. (1998): *Fundamentos de financiación empresarial*, McGraw-Hill, Madrid.

BREALEY, R.A. y MYERS, S. (1993): *Fundamentos de financiación empresarial*, Mc-Graw-Hill, Madrid.

BRUN, X., ELVIRA, O. y PUIG, X. (2008): *Matemática financiera y estadística básica*, Editorial Profit, Barcelona.

COPELAND, T.E., WESTON, J.F. y SHASTRI. K. (2005): *Financial theory and corporate policy*, Pearson Addison Wesley, Boston.

GÓMEZ-BEZARES, F. (2009): *Las decisiones financieras en la práctica*, Desclée de Brouwer, Bilbao.

KRAUS, A., LITZENBERGER, R.H. (1973): «A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage», *Journal of finance*, Septiembre, pp. 911-922.

LASSALA, C., MEDAL, A., NAVARRO, V., SANCHIS, V. y SOLER, A. (2006): Dirección financiera II. Medios de financiación empresarial, Ediciones Pirámide, Madrid.

MASCAREÑAS, J. (2002): *La política de Dividendos*, monografía disponible en http://www.ucm.es/info/jmas/monograf.htm

MASCAREÑAS, J. (2008): *El Coste del capital*, monografía disponible en http://www.ucm.es/info/jmas/monograf.htm

MODIGLIANI, F. y MILLER, M. (1958): «The Cost of Capital, Corporation Finance and the theory of Investment», *American Economic Review, 48(3)*, pp. 261-297.

MODIGLIANI, F., MILLER, M. (1961): «Dividend Policy, Growth and the valuation of Shares», *Journal of Business*, 34, pp. 411-433.

MODIGLIANI, F., MILLER, M. (1963): «Corporate income taxes and the Cost of Capital: a correction», *American Economic Review*, 53(3), pp. 433-443.

ORTIGUEIRA, J.M. (2004): «Casos prácticos sobre análisis de inversiones y financiación de pymes», Ediciones Pirámide, Barcelona.

RIBAS, E., MONTLLOR, J. y TARRAZON, M.A. (2003): «La empresa en el sistema financiero español», McGraw-Hill, Madrid.

VAN HORNE, J.C. (1986): *Financial management and policy*, Prentice-Hall International, Londres.

9. Capítulo redactado por Xavier Puig y Gemma Cid, UPF Barcelona School of Management. Publicado previamente en el número 12 de la *Revista de Contabilidad y Dirección*.

8

FINANCIACIÓN DE LAS OPERACIONES CORPORATIVAS[10]

Resumen

La diversidad de operaciones corporativas existentes en la empresa hace inevitable poder seleccionar y disponer, entre las diferentes alternativas de financiación, de aquella que se ajuste en mayor medida a las necesidades y tipología de la operación a ejecutar.

Estas opciones pueden contrastarse, entre otras variables, por el riesgo que asume el proveedor de fondos por obtener la rentabilidad esperada, y recuperar sin ningún quebranto económico el dinero invertido.

El objetivo de este capítulo es realizar una descripción de estas opciones, haciendo hincapié en las características de constitución, su coste y el riesgo que asume el proveedor de la financiación.

Conceptos clave

Arrendamiento financiero, Autofinanciación, Bolsa, Coste financiero, Deuda sénior y júnior, Deuda subordinada, Euribor, Financiación, Híbridos, MAB, OPS, OPV, Obligaciones y bonos, Prelación financiera, Préstamos participativos, Préstamos sindicados, Riesgo financiero.

8.1. Introducción

Si tuviéramos que escoger una de las máximas aspiraciones de cualquier compañía, en una economía libre de mercado, esta sería probablemente el crecimiento. En economías basadas en la libre competencia, un crecimiento insuficiente o por debajo del crecimiento de mercado puede motivar la desaparición de la empresa, o cuanto menos debilitar su posición competitiva.

Esta evolución solo será posible invirtiendo en activos (tanto tangibles o materiales como intangibles) que generen una rentabilidad óptima, y consiguiendo la financiación necesaria para llevarla a término.

No obstante, en un entorno de incertidumbre como el actual, el papel del director financiero adquiere una gran relevancia, puesto que debe calcular y planificar los fondos necesarios para que la empresa funcione, garantizando en todo momento la cobertura de los gastos financieros ocasionados, la rentabilidad de los accionistas y estableciendo el plazo óptimo para la devolución de la deuda asumida, factores todos ellos clave para la viabilidad futura de la compañía.

La elección de la disyuntiva financiera dependerá, entre otras cosas, del tipo de operación corporativa a realizar y del importe a financiar. A cada una de ellas se le adjudicará un coste, en función del riesgo que asume el proveedor de esta financiación.

En la figura 8.1 puede observarse un esquema presentación de dicha clasificación.

Por ejemplo, en un primer nivel está la deuda sénior, otorgada por una entidad de crédito y cuya finalidad será financiar las necesidades operativas de fondos. Su coste resultará de aplicar, a un índice de referencia, normalmente el Euribor, un diferencial. Este tipo de deuda tendrá como garantía los propios activos de la sociedad.

En un último nivel aparecerá el capital social aportado y cuya rentabilidad debe cubrir el riesgo operativo, el riesgo financiero, y el riesgo de futuras incidencias. Además, ante una posible disolución o liquidación de la empresa, el accionista será, en el orden de prelación, el último en recuperar el dinero invertido.

Compuesta por diferentes opciones de financiación, su particularidad más relevante está en que carece de exigibilidad. Además, desde el punto de vista de

prelación, y en el supuesto de insolvencia por parte de la compañía, la financiación propia ocupa el último lugar en el orden de recuperación de su importe, por parte del inversor.

Esta financiación incorpora las aportaciones realizadas por los socios en forma de acciones, así como los recursos generados por la empresa y reinvertidos a través de la autofinanciación.

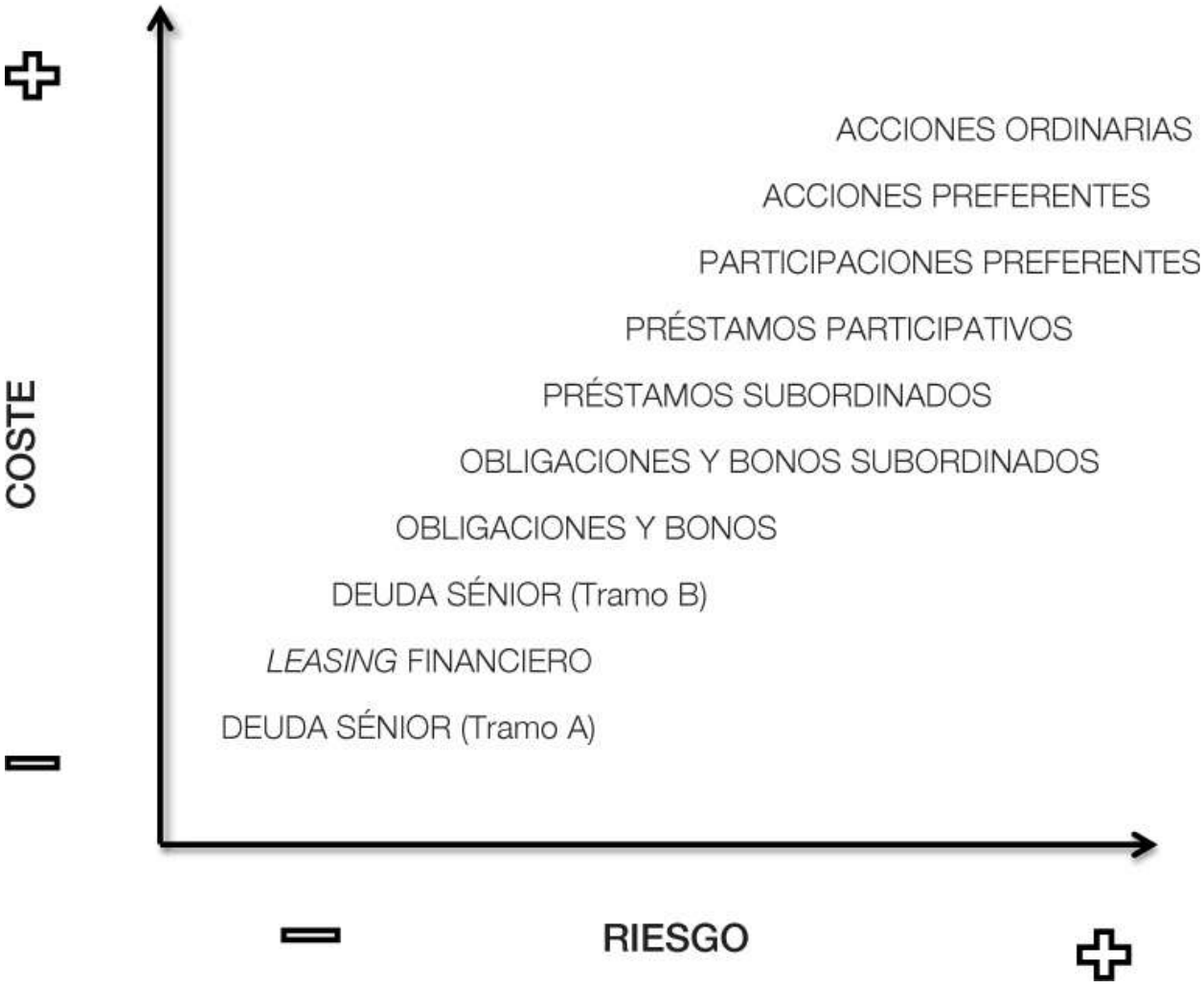


Figura 8.1. Productos financieros según su riesgo y coste (Fuente: elaboración propia).

8.2. Financiación propia

8.2.1. Acciones

Representa formalmente el valor de las aportaciones desembolsadas o comprometidas por los socios.

Desde el punto de vista jurídico, el capital mínimo aportado dependerá del tipo de sociedad constituida:

1. **Sociedad Regular Colectiva (SRC)**: no existe un mínimo legal.
2. **Sociedades Limitadas (S.L.)**: 3.005,06€ repartidos en forma de participaciones. Su importe debe estar totalmente desembolsado.
3. **Sociedades Anónimas (S.A.)**: 60.101,21€ repartidos en forma de acciones y suscrito al menos en un 25 %.
4. **Sociedad Comanditaria por acciones**: 60.101,21€ repartidos en forma de acciones y suscritos al menos en un 25 %.
5. **Sociedades Cooperativas:** su capital puede ser variable y debe estar desembolsado en un 25 %.
6. **Sociedad Anónima Laboral (S.A.L.):** 60.101,21€ repartidos en forma de acciones y suscrito al menos en un 25 %.
7. **Sociedad Limitada Laboral (S.L.L.):** 3.005,06€ repartidos en forma de participaciones. Su importe debe estar totalmente desembolsado.
8. **Sociedad Profesional (S.P.)**: tiene como objeto el ejercicio común de una actividad profesional colegiada. Deberá figurar, junto a la forma social de que se trate, la expresión ***«Profesional»*** o la abreviatura ***«P»***, por ejemplo «Sociedad limitada profesional» o «S.L.P.». El capital mínimo aportado por sus socios dependerá del tipo de sociedad elegida para su constitución.

Cabe destacar también los siguientes tipos de acciones:

1. **Acciones a la par:** acción emitida a su valor nominal.
2. **Acciones nominativas**: son aquellas donde debe constar el nombre del titular.
3. **Acciones sindicadas:** corresponde al conjunto de acciones vinculadas a un pacto para no ser transmitidas sin el previo acuerdo del resto de

socios.

4. **Acciones rescatables**: la emisión de este tipo de acciones es una posibilidad únicamente abierta a las sociedades que cotizan en bolsa. Son aquellas cuyo rescate o compra total o parcial por la emisora o por terceros esté fijado en el tiempo según las condiciones de emisión. La amortización de las acciones rescatables deberá realizarse con cargo a beneficios o reservas libres o con el producto de la emisión de nuevas acciones ordinarias. No pueden tener un valor superior a la cuarta parte del capital y su rescate no podrá realizarse antes de tres años a contar desde la fecha de emisión
5. **Acciones sin voto:** no pueden participar en las votaciones de la junta de accionistas. A cambio la empresa les compensa con un dividendo anual especial fijo o variable
6. **Acciones liberadas:** se emiten sin contraprestación económica y con cargo a reservas. Se trata tan solo de un cambio cualitativo en el patrimonio neto del balance y, por lo tanto, no representa un incremento de la financiación. El objetivo es retribuir al accionista entregándole un número de acciones liberadas, en una proporción al número de acciones ordinarias que posea en aquel momento. Su contrapartida serán las reservas de libre disposición o los beneficios generados en el ejercicio.
7. **Acciones preferentes:** (apartado siguiente).

Una acción (a excepción de las preferentes, como luego veremos) es un título cuya renta es residual. Es decir, el accionista tendrá derecho a los beneficios una vez se hayan pagado todos los gastos, incluyendo los intereses de las diferentes alternativas de financiación y los impuestos. Los accionistas son los principales beneficiarios, si la compañía genera resultados. Si la empresa obtiene pérdidas, el patrimonio neto, propiedad de los accionistas, disminuirá.

La acción, sin embargo, no es una alternativa financiera gratuita. El accionista espera una retribución en forma de dividendos o un incremento del valor de su participación. Esta retribución deberá estar alineada con la rentabilidad que espera el inversor en función del riesgo que se asuma. Estos esperan ver compensado su coste de oportunidad por haber invertido sus fondos en la empresa, en vez de

hacerlo en activos libres de riesgo, como puede ser la deuda del Estado.

Las acciones preferentes

Este instrumento financiero concede a sus tenedores ciertos privilegios en comparación con las acciones ordinarias. En este sentido es importante su distinción con las «participaciones preferentes» y que en apartados posteriores concretaremos. Sus características más relevantes son:

- Disponer de un derecho a un dividendo mínimo, fijo o variable, adicional al distribuido para las acciones ordinarias. Este dividendo mínimo garantizado es preferente (se paga antes que el dividendo ordinario) y acumulativo (si no se pudiera pagar ese año, se pagaría dentro de los cinco siguientes). Posibilitan la captación de fondos propios sin afectar al control de la sociedad.
- El orden de prelación en el supuesto de liquidación de la sociedad estará por delante de los accionistas ordinarios, pero por detrás de cualquier producto híbrido (como comentaremos también posteriormente) y de cualquier tipo de deuda.

  Tampoco pueden alterar la proporcionalidad del valor nominal, el derecho de voto y los derechos de suscripción preferente. Asimismo quedan relegadas aquellas acciones preferentes que concedan un derecho especial de veto a los acuerdos sociales.

Su emisión es poco frecuente.

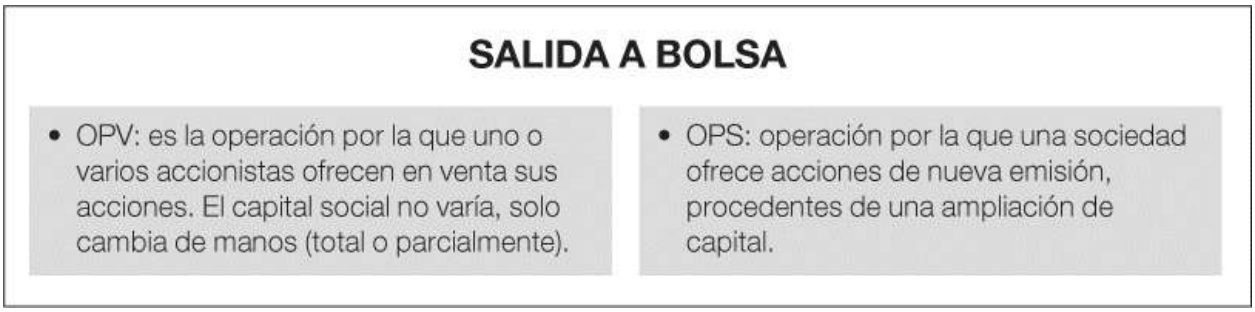
Salida a Bolsa: OPV y OPS

La salida a Bolsa es el proceso por el cual una empresa pone a la venta todas o parte de sus acciones, pasando estas a cotizar en el mercado bursátil.

Su admisión a cotización, mediante una oferta pública de suscripción (OPS), puede suponer para la empresa un incremento significativo de la financiación propia, que le permitirá mejorar su ratio de endeudamiento y acometer su plan de

inversiones.

Por otro lado, si se opta por una salida a bolsa mediante una oferta pública de valores (OPV), permitirá al antiguo accionista de la sociedad desinvertir y obtener mediante esta operación, liquidez.



Una salida a Bolsa implica para una sociedad y sus accionistas las siguientes ventajas:

- Mejora de su perfil y exigencia, en el desarrollo estratégico de la misma.
- Transparencia en la información económica y de la gestión de la sociedad.
- Rigor en la gestión de la compañía.
- Información diaria y objetiva del valor de las acciones según el mercado y conocimiento por parte del inversor de las posibles plusvalías o minusvalías latentes.
- Publicidad y notoriedad de la empresa.
- Mayor protección del accionista minoritario si lo comparamos con los accionistas de empresas no cotizadas.
- Su admisión a diferentes bolsas para su cotización aumentará el número de operadores que sigan el valor.
- Mayores posibilidades de obtener financiación crediticia y a menor coste.

No obstante, la salida a Bolsa también puede crear inconvenientes, que en algunos casos pueden implicar una barrera para incorporarse a este mercado:

- Dependencia de la evolución del mercado y el entorno económico, pudiendo cuestionar la conveniencia de salir a Bolsa. Esta situación puede hacer fracasar una oferta pública de valores, tal como ocurrió con «Loterías y Apuestas del Estado» «Atento» y «Talgo». La coincidencia de dichas

ofertas, con un fuerte descenso de los índices bursátiles españoles y un empeoramiento de la coyuntura económica, obligaron a suspender las correspondientes OPV.

- Los altos costes incurridos por la empresa en el momento de salida (publicidad, tasas, profesionales independientes, etc.).
- Costes ocasionados para tener informados a los accionistas y posibles inversores futuros.
- Coste de la admisión a cotización. En el caso de las bolsas españolas el coste básico es del uno por mil sobre el nominal admitido.
- Costes de permanencia, que en la actualidad es del 0,045 por mil de la capitalización bursátil de la compañía. (La admisión a más de una Bolsa no conlleva ningún coste suplementario).
- Pérdida de privacidad y poder de control.
- Necesidad de mantener la rentabilidad por dividendo que ofrece el sector y que puede mermar la capacidad de crecimiento con fondos propios.

En la figura 8.2 se exponen las principales condiciones para cotizar en la Bolsa española.

CONDICIONES PARA LA ADMISIÓN Y COTIZACIÓN A BOLSA

- Situación regular de la sociedad desde el punto de vista jurídico.
- Acciones libremente negociables.
- Deben existir al menos 100 accionistas con una participación individual inferior al 25% del capital.
- Capital social mínimo de 1.202.025 euros, sin tener en cuenta a efectos de cálculo las participaciones directas o indirectas de accionistas que igualen o superen el 25%.
- Obtención de beneficios en los dos últimos años o en tres no consecutivos en un periodo de cinco años que hayan sido suficientes para poder repartir un dividendo de al menos un 6% del capital social desembolsado (a excepción del criterio introducido por la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 22 de diciembre de 1999).
- Elaboración del *Folleto Informativo con las principales características y riesgos esenciales asociados al emisor y a las acciones objeto de la emisión. Dicho folleto debe ser aprobado y registrado por la CNMV.
- Las sociedades que están admitidas a cotización en Bolsa tendrán la obligación de remitir a la CNMV y a la Bolsa correspondiente, los estados financieros, la auditoría del ejercicio cerrado, y los hechos relevantes que puedan producirse y puedan afectar de forma directa o indirecta la cotización de la acción.

Figura 8.2. Condiciones para cotizar en bolsa.
(Fuente: Comisión Nacional del Mercado de Valores)

⋆ En la actualidad no es perceptivo registrar el folleto informativo en la CNMV en los siguientes supuestos:

— Si la cantidad de la oferta es inferior a 2,5 millones de euros.
— Si la oferta se dirige exclusivamente a inversores cualificados.
— Si se dirige a menos de 100 inversores por estado miembro de la Unión Europea, sin incluir los cualificados.
— Si se dirige a inversores que adquieran un mínimo de 50.000 euros cada uno.

Mercado alternativo bursátil (MAB)

Desde 2008 funciona el mercado alternativo bursátil (MAB), dirigido a aquellas empresas en expansión y con baja capitalización (capítulo 12).

A pesar de que el MAB lleva ya varios años en funcionamiento, el número de empresas que cotizan es relativamente bajo, si lo comparamos con otros mercados internacionales. Esta referencia abre el debate de cómo impulsar la entrada de las medianas empresas en el mercado de capitales. Entre las medidas que deberían tomarse para incrementar su número, destacamos las siguientes:

- Mejora de los incentivos fiscales que permitan estimular las inversiones en medianas empresas con potencial de crecimiento y en sus primeras etapas de desarrollo, tal como ha sucedido en otros países como EE.UU. (21 estados), Reino Unido, Canadá, Francia, Italia, Alemania y Luxemburgo. El incremento de inversores y empresas financiadas aumentaría el número de sociedades potenciales a cotizar en el MAB.
- Eliminación de la barrera de entrada, que supone el desconocimiento a nivel cultural por parte de potenciales empresas, en relación al MAB. La mejora de la información se convierte en un aspecto clave en este proceso. Las Administraciones Públicas, los intermediarios financieros y sociedades gestoras relacionadas con el mercado de valores deberían adquirir un papel relevante en este proceso.

- El mismo tamaño reducido de este mercado lleva como consecuencia la falta de atención de futuros inversores. Un tamaño reducido en cuanto a capitalización o número de empresas cotizadas puede generar la sensación de un mercado poco líquido. Como consecuencia de ello, algunos expertos recomiendan una plataforma única de negociación a nivel europeo.

8.2.2. Autofinanciación y crecimiento sostenible

La autofinanciación es una de las alternativas económicas clave para que una compañía crezca de forma sostenible.

Su cálculo se obtiene por la fórmula:

AUTOFINANCIACIÓN

Beneficio neto + Amortización + Deterioro – Dividendos

Se la define como la capacidad que tiene una empresa para generar recursos, con el objetivo de financiar el mantenimiento y ampliación de sus inversiones.

En este sentido cabe destacar la susceptibilidad que tienen los activos de perder valor, bien con carácter reversible o lo que es más habitual, con carácter irreversible.

En el primer supuesto, la empresa dotará el correspondiente deterioro en la cuenta de resultados, para evitar la salida de recursos financieros y compensar así la disminución del valor de los activos.

En la segunda situación, la empresa dotará la correspondiente amortización en la cuenta de resultados para compensar la pérdida de valor irreversible de los activos, debido al uso u obsolescencia técnica de los bienes.

En los dos casos, estos recursos, dotados en la cuenta de resultados como un gasto más, no tendrán como contrapartida una salida de tesorería. El total de los recursos generados será la suma de los beneficios totales, las amortizaciones y provisiones imputadas. Esta adición es lo que se conoce con el concepto de *cash*

flow económico:

CASH FLOW ECONÓMICO

Beneficio neto + Amortización + Deterioro

Aunque la proposición de distribución de las ganancias corre a cargo del consejo de administración, serán los accionistas quienes deberán validar su propuesta. La pregunta lógica que estos deberían plantear es si el beneficio retenido generará una tasa de retorno atractivo y, por lo tanto, merecerá la pena desistir de ellos temporalmente, a cambio de ganancias futuras más altas.

Cabe recordar que existen circunstancias que pueden limitar el reparto de los beneficios. En primer lugar, las restricciones mencionadas en la ley de sociedades anónimas, en segundo lugar, las establecidas en los propios estatutos de la empresa, en tercer lugar, los *covenants* (cláusulas) que pueden marcar las entidades de crédito para garantizar el pago de la deuda, y por último, la que hace referencia al «sentido común», entendida como aquella decisión que permite mantener una coherencia en la estructura financiera futura de la empresa.

En relación a esta última referencia cabe mencionar que si una empresa tiene perspectivas de continuar creciendo en el mercado, con toda probabilidad le aumentará también el activo necesario para ello (cuentas por cobrar, existencias, maquinaria, etc.). Su crecimiento rápido producirá necesidades de caja, aunque la empresa sea rentable.

Tal como muestra la figura 8.3, imaginemos la situación N en donde una empresa decide seleccionar y mantener en el futuro una estructura financiera óptima formada por un 50 % de recursos propios y otro 50 % de deuda con coste (obviaremos la financiación espontánea de proveedores y otras cuentas por pagar). Transcurrido un año (situación N+1), la empresa ha incrementado sus ingresos y también su beneficio neto. La sociedad habrá visto aumentar sus activos corrientes y muy probablemente también sus activos no corrientes (en este último caso, si se plantea como objetivo aumentar la productividad futura). Debido a esta circunstancia, la sociedad necesitará inevitablemente buscar alternativas que le permitan financiar su crecimiento. Si decide cubrirlas en su totalidad aumentando

su financiación ajena, su estructura financiera dejará de mantener los porcentajes previamente establecidos y su ratio de endeudamiento aumentará. Para evitar esta situación, la sociedad deberá dedicar una parte o la totalidad de sus beneficios a autofinanciar sus necesidades de caja y mantener así en el tiempo un crecimiento sostenible. Por tanto, el porcentaje de autofinanciación y su política de dividendos asociada deberá depender de las perspectivas de crecimiento futuro y de las inversiones que llevan coligadas.

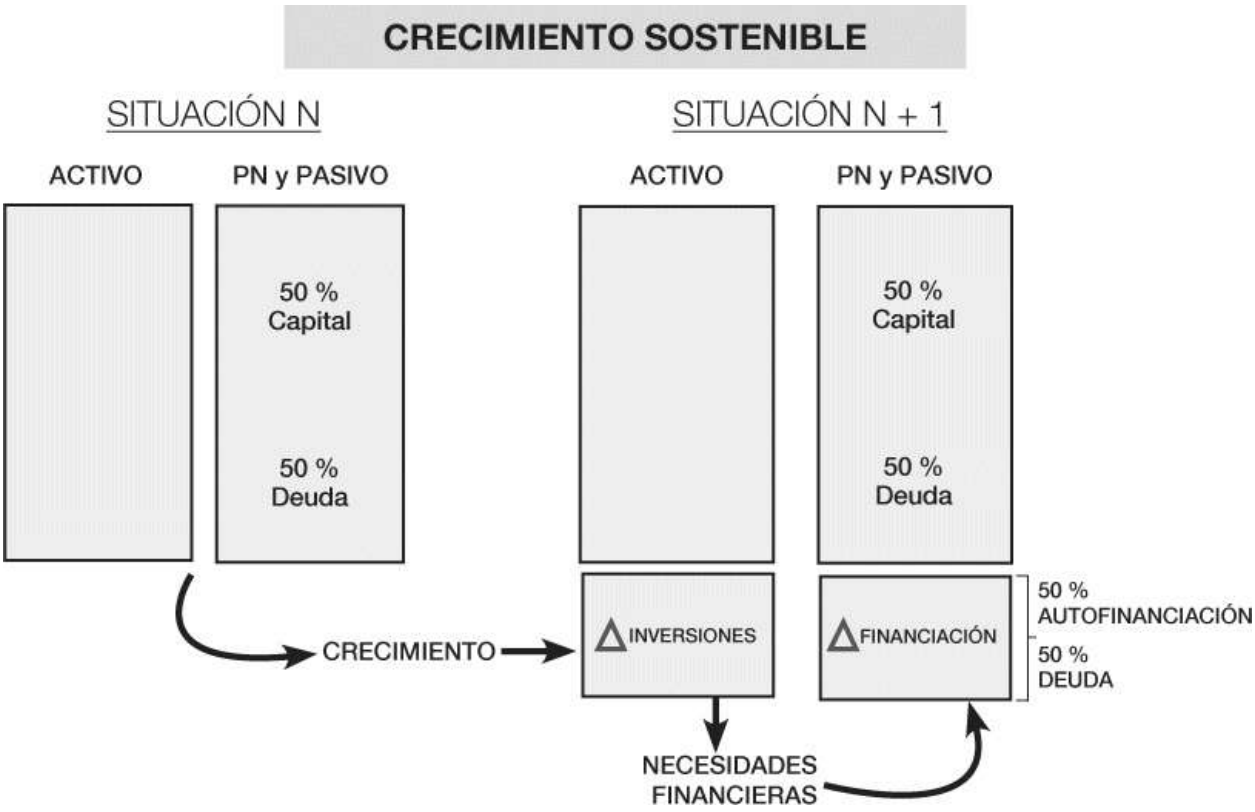


Figura 8.3. Impacto del crecimiento en la financiación (Fuente: elaboración propia).

8.3. Híbridos financieros: entre la financiación propia y la ajena

Dentro de las posibles opciones de financiación a largo plazo, se encuentran los denominados «híbridos financieros». Su característica principal está en el orden de prelación que ocupa dicha financiación a nivel jurídico, ya que estos productos se sitúan por detrás de la «*deuda sénior*», pero por delante de las acciones ordinarias.

Se exponen a continuación diferentes alternativas, cada una de ellas con

características distintas, en cuanto a su coste y su prioridad de cobro en el supuesto de insolvencia de la empresa receptora de la financiación.

8.3.1. Las participaciones preferentes

Son valores emitidos por una sociedad, pero que no otorgan a sus suscriptores parte de la propiedad. Son clasificadas contablemente como pasivo o como patrimonio en función de las condiciones de la emisión.

En cuanto a su naturaleza jurídica, las participaciones preferentes forman parte de los fondos propios del emisor, pero otorgan a sus titulares unos derechos que difieren de los correspondientes a las acciones ordinarias.

Se encuentran, a efectos de prelación de créditos, por detrás de la deuda subordinada (definida posteriormente) y deuda sénior, pero por delante de las acciones ordinarias. Sin embargo, estarán al mismo nivel (*pari passu)* con cualquier otra serie de participaciones emitidas o garantizadas por el emisor.

Es importante diferenciarlas de las acciones preferentes, así como de las acciones ordinarias, siendo sus características esenciales las que exponemos a continuación:

1. Conceden a sus titulares el derecho a percibir una rentabilidad, pero solo en el caso de que existan beneficios. En el supuesto de tener pérdidas, las retribuciones pactadas y no satisfechas no se acumularán en años posteriores.
2. Aunque depende de la emisión, la retribución está indexada normalmente al Euribor más un diferencial. También es posible que en los primeros años la retribución sea fija. Habitualmente el pago suele realizarse por trimestres naturales vencidos.
3. Tienen el carácter de perpetuas, es decir no tienen fecha de amortización. Sin embargo, la sociedad tendrá el derecho de amortizarlas (y no la obligación) de forma voluntaria, en parte o en su totalidad, y en una determinada fecha establecida en los contratos de emisión. En el caso español normalmente son 5 o 10 años.
4. Deben ser emitidas por una entidad de crédito o una entidad residente

en un territorio de la Unión Europea, que no tengan la condición de paraíso fiscal.

5. Los titulares de participaciones preferentes carecen en términos generales de derechos políticos.
6. Por lo que atañe a la entidad emisora, la remuneración a pagar a sus titulares será considerado gasto deducible en el impuesto de sociedades.
7. Subrayar que estas participaciones han sido emitidas en estos últimos años por entidades de crédito, con el objetivo de mejorar su coeficiente de solvencia, concediéndoles por tanto un mayor margen operativo, gracias a la cobertura de este tipo de financiación.
8. No cotizan en el mercado continuo, pero sí lo hacen en el mercado secundario organizado (AIAF).

A título de ejemplo, para entender su funcionamiento, mencionamos la emisión realizada por el Banco de Sabadell para cubrir sus necesidades de financiación. Su importe fue de 300 millones de participaciones preferentes, de valor nominal 1.000€, ampliables posteriormente a otros 500 millones más. La retribución ofrecida en los tres primeros años de emisión era del 6,5 % anual. A partir del 2011 se ofrecía el Euribor a 3 meses, más un 2,5 % de retribución. La emisión era perpetua y el banco se reservaba el derecho a amortizarlas en el quinto año. Toda la retribución estaba condicionada a la obtención de beneficios futuros.

La emisión de este tipo de título ha sido objeto de una gran polémica por parte de sus inversores. El problema surge al querer desprenderse de este producto (recordemos el carácter perpetuo de la mayoría de emisiones), a través de su venta en el mercado secundario, caracterizado por ser poco líquido, en comparación con el mercado continuo. Como consecuencia de ello, su venta en este mercado implica esperar en el tiempo un posible comprador, el cual aplicará previamente un porcentaje de descuento importante, ante la falta de demanda de este producto.

La CNMV ya advertía, mediante una nota informativa, de los riesgos implícitos de este producto: *«se trata de un instrumento complejo y de riesgo elevado que puede generar rentabilidad, pero también pérdidas en el capital invertido»*.

8.3.2. Préstamo subordinado o deuda Mezzanine («deuda júnior»)

El término *Mezzanine* apareció como terminología habitual en Wall Street y fue utilizada en la década de 1980 como alternativa para completar la ronda de financiación de las operaciones de fusión y adquisición.

Esta deuda, también denominada *«deuda júnior»*, constituye una alternativa a las tradicionales fuentes de financiación, ya que al tener la consideración de crédito subordinado, con respecto a los créditos ordinarios, permite a la empresa receptora incrementar su estructura de endeudamiento, utilizando otros créditos atraídos por su posición de privilegio, frente a este tipo de deuda. Permite además cubrir el vacío que existe entre la financiación a través de los recursos propios y la deuda bancaria. Las razones pueden ser varias. En primer lugar, el importe de las garantías que suponen los activos frente a la deuda bancaria, tienden a rebajarse por miedo a que estos no puedan realizarse en el futuro. En segundo lugar, existen activos intangibles en el balance que necesitan ser financiados. Finalmente el control del riesgo de los bancos hace que estos pongan techo a la cantidad de deuda que una empresa puede obtener, salvo que esta deuda sea subordinada.

Para obtener su coste efectivo mediante la TIR, el flujo de entrada corresponderá a la financiación obtenida y los de salida, a los pagos en el tiempo del principal (normalmente una sola amortización al vencimiento), y los intereses; estos últimos pagados a través de las siguientes posibles combinaciones:

1. En efectivo, con vencimiento trimestral o semestral facilitando de esta forma la estabilidad de los *cash flow* y la flexibilidad en su pago.
2. Capitalización de una parte de los mismos hasta el vencimiento de la operación convirtiéndose en más deuda por pagar (*payment in kind*). Un ejemplo de esta alternativa fue la compra apalancada del Manchester United por parte del magnate americano Malcom Glazer. Una parte de la deuda, en concreto 138 millones de libras, correspondía a deuda subordinada con *PIK*. Actualmente ya acumula 40 millones de libras en forma de intereses aplazados.
3. Opción por parte de la empresa de pagar los intereses en efectivo o con más deuda *(toggel kind)*, en función de su flujo de caja.
4. Pagos en especie *(payment in kind-notes)* donde se incluye una opción

sobre acciones de la propia compañía al producirse el vencimiento del préstamo. La valoración del pago en especie es el resultado de capitalizar parte de los intereses vencidos.

Subrayar también el tratamiento y la posición que tiene el acreedor de este tipo de deuda en una situación concursal:

- En la junta de acreedores, se les priva el derecho a voto.
- Los acreedores quedarán afectados por las mismas quitas y esperas establecidas en el convenio para los créditos ordinarios pero los plazos de espera se computarán a partir del íntegro cumplimiento del convenio respecto a estos últimos. Queda a salvo su facultad de aceptar propuestas alternativas de conversión en acciones o en créditos participativos.

Finalmente, mencionar los inconvenientes que pueden surgir por el hecho de utilizar este tipo de deuda, que implican estructuras financieras muy apalancadas:

- El riesgo que lleva la concesión de este tipo de deuda para el prestamista implicará que su coste incorpore una prima, que se sitúa en torno al 10 %-15 % sobre el Euribor.
- En estructuras muy apalancadas, el riesgo operativo se verá incrementado. Es decir, su nivel de facturación para llegar al punto de equilibrio deberá ser mayor, si quiere cubrir los costes operativos y los elevados costes financieros.
- Parte de la tesorería deberá ser empleada para pagar los costes financieros pero también la amortización del préstamo en el momento que se produzca. Esto puede condicionar futuras inversiones en activos productivos, en I+D+I, formación de los empleados etc., con la posible pérdida de competitividad.
- No aceptación, por parte de los clientes y proveedores, de compromisos a largo plazo debido a la potencial desconfianza con la empresa, por el riesgo financiero que esta asume.

En la figura 8.4 se incluyen las principales características de la deuda *Mezzanine*.



Figura 8.4. Principales características de la deuda *mezzanine* (Fuente: elaboración propia).

8.3.3. Préstamos participativos

Dentro del paraguas que cubre la deuda *Mezzanine*, cabe mencionar los préstamos participativos, cuyas características, además de la subordinación a otros créditos, resumimos a continuación:

- La retribución del capital invertido se liga con la evolución de la actividad

de la empresa que recibe el préstamo. La ley no restringe los indicadores para fijar esta retribución variable siendo habituales el importe e incremento de las ventas, la evolución de la rentabilidad financiera (ROE) o el EBITDA generado durante el ejercicio. Deberá decidirse en el contrato qué sucede con la retribución variable, si la empresa tiene pérdidas.

- El préstamo participativo incluye también un interés fijo relacionado con el Euribor, pero siendo este importe menor al de mercado.
- La retribución participativa hace necesario pactar entre las partes la información contable-financiera a presentar a favor del prestamista. Es habitual también que las entidades otorgantes obliguen a la empresa a auditarse para asegurar la fiabilidad de la información contable.
- Su carácter subordinado comporta un aumento de la solvencia financiera del prestatario respecto a los acreedores no subordinados, particularmente respecto a aquellos cuyos créditos venzan antes que los subordinados. Desde el punto de vista mercantil, se considera patrimonio contable a los efectos de reducción de capital y liquidación de la sociedad prevista en la legislación mercantil.
- Aunque la legislación permite que el prestamista de este tipo de operaciones sea cualquier sociedad mercantil, habitualmente su concesión corre a cargo de empresas vinculadas entre ellas y cuyo préstamo se concede entre la empresa matriz y su filial. También suelen concederlo entidades de capital riesgo y organismos públicos especializados en este tipo de operaciones.
- Por último, y para mantener las garantías frente a terceros, el préstamo solo podrá amortizarse anticipadamente si se compensa con una ampliación de capital de igual cuantía, o se dota una reserva de igual importe al amortizado, con el objetivo de proteger aquella deuda con un mejor orden de prelación. Este incremento de los fondos propios no podrá tener su origen en una actualización de sus activos y su importe solo será disponible cuando el préstamo haya vencido y pagado en su totalidad.

8.4. Financiación mediante deuda

Incluye la financiación cuya exigibilidad de pago se encuentra por delante de las acciones ordinarias, y los denominados «híbridos financieros», definidos en el apartado anterior. Es la denominada «deuda sénior».

A nivel contractual, pueden existir también diferentes tramos de «deuda sénior» con un orden de prelación establecido previamente entre ellos.

Sin querer ser exhaustivo en su descripción, mencionaremos solo aquellas cuyas características de emisión, retribución de la deuda y la devolución de su principal, las hace específicas.

8.4.1. Deuda sin recurso

Sin ser un producto financiero concreto, una deuda sin recurso se caracteriza por la capacidad que tiene el prestamista de ejercer el control del activo puesto en garantía, en el supuesto de incumplimiento continuado del pago.

Una práctica habitual es la puesta en marcha de un *project finance*, en donde a través de la creación de una sociedad vehículo independiente, invierte en activos fijos financiados con deuda sin recurso. Se tratará de financiar proyectos de gran tamaño con *cash flow* libres estables y razonablemente predecibles.

En este caso, la garantía de los prestamistas estará únicamente en los flujos que genera el propio proyecto, sin poder recurrir a garantías adicionales. Las entidades suministradoras del crédito aceptarán la financiación si el proyecto es viable, sin exigir ninguna garantía y esperando que sea el propio proyecto el que sea capaz de devolver toda la deuda.

Ejemplo

Citemos como ejemplo a ACS: hace unos años una parte de la deuda sin recurso ascendía 4.415 millones de euros provenientes de la financiación de proyectos, entre los que cabría destacar proyectos de plantas termosolares, líneas de transmisión en Brasil y parques eólicos en México.

En otro tipo de operaciones, la garantía exclusiva del préstamo se encuentra en algún activo financiero. Así, por ejemplo, hace unos años la constructora e inmobiliaria Sacyr Vallehermoso compró un paquete de acciones de algo más del

9 % de Repsol. Para financiar la operación se le concedió un préstamo sin recurso, por un importe del 85 % de la operación y cuya única garantía era la participación adquirida de Repsol.

Hace unos años, ACS disponía también de una deuda sin recurso por un importe de 5.224 millones de euros para comprar el 30 % de las acciones de Hochtief y el 12 % de las acciones de Iberdrola. La garantía de la financiación eran las propias acciones.

Hacemos hincapié en que un préstamo con garantía hipotecaria no se considera una deuda sin recurso. La razón está en la responsabilidad que asume el prestatario en caso de impago. En esta suposición la deuda pendiente debe cubrirse con la ejecución del bien. Pero si este no fuera suficiente, tendría que complementarse con otros bienes que disponga el acreedor. En el caso de EE.UU., la deuda hipotecaria sí se considera «sin recurso» ya que el bien hipotecado es la única garantía del préstamo.

8.4.2. Los préstamos sindicados

Es habitual utilizarlos en inversiones económicas donde se requieren sumas importantes de financiación y en donde participa un consorcio de entidades financieras para su concesión, con la consiguiente dilución del riesgo de la operación (Martin y Tellez, 2011).

En una fase inicial, el acreedor designa a un banco *mandated lead arranger* encargado de asegurar una parte de la operación y negociar las características del préstamo (importe plazo, tipo de interés, carencias etc.). Una vez cerradas las condiciones del crédito, el banco agente iniciará contactos con otras entidades bancarias que quieran participar en la sindicación para completar el importe requerido. A continuación el sindicato nombrará a un banco responsable de la coordinación, ejecución y control del proceso.

Este tipo de financiación encierra en su operativa cierta complejidad, además de incorporar numerosos y detallados compromisos que regulan los aspectos legales y financieros del prestatario:

- Cláusula de no subordinación: en el supuesto de liquidación de la

sociedad, todos los bancos están al mismo nivel de prelación (*pari passu*) y por lo tanto todos tienen las mismas condiciones de reembolso.

- En caso de incumplimiento repetido en el pago de las cuotas, se podrá exigir la cancelación de la deuda con el consiguiente pago anticipado de su importe total.
- Cláusula de garantía, en donde el acreedor se compromete a no garantizar con activos, préstamos que se contraten en el futuro, si no se ha hecho previamente con el préstamo sindicado.
- *Covenants* financieros que obligan al prestatario a tener como objetivo el cumplimiento anual de una relación de ratios financieros preestablecidos en el documento contractual. La figura 8.5 muestra una serie de *covenants* a cumplir por la deuda adquirida por una operadora de aeropuertos en el Reino Unido. A título de ejemplo, se condiciona a la sociedad a que su ratio de cobertura se sitúe en un límite de 1,6 veces. En el supuesto de que este sea inferior y se sitúe a 1,4 veces, se verá obligada a no retribuir al accionista vía dividendos. Pero si la cobertura empeora y se sitúa en 1,05 veces, la sociedad deberá pignorar sus activos, como garantía complementaria.
- *Affirmative covenants*, en donde se exige periódicamente proporcionar estados financieros auditados y sin salvedades, previsiones de negocio, información de hechos relevantes, etc.
- *Negative covenants*, donde pueden limitar una serie de operaciones financieras y corporativas (pago de dividendos, proyectos de inversión, fusiones, adquisiciones, venta de filiales, etc.).
- En el supuesto de que la empresa se vea obligada a renegociar la deuda, el pacto entre los diferentes bancos que operan el préstamo será complejo, al tener que aceptar todos ellos las nuevas condiciones ofertadas por la empresa.

		Límite indicativo	Restricción dividendos (1)	Incumplimiento (2)
Ratio cobertura interés / deuda sénior	Mayor que	1,5	1,4	1,05
Ratio cobertura interés / deuda júnior	Mayor que	1,4	1,2	N/A
Deuda neta sénior sobre total RAB (Regulatory Asset Base, o Activo regulado)	Menor que	0,7	0,7	0,925
Deuda neta júnior sobre total RAB	Menor que	0,85	0,85	N/A
(1) Imposibilidad de reparto de dividendos por parte de la sociedad. (2) En caso de incumplimiento de ratio, la sociedad se puede ver obligada a pignorar sus servicios.				

Figura 8.5. Ejemplo de *covenants* de la deuda de una empresa operadora de aeropuertos en el Reino Unido.

Mencionar finalmente la opción de financiarse a través de un *club deal*. Este se diferencia del préstamo sindicado, principalmente en tres cuestiones:

1. No hay ninguna entidad que lidere la negociación y formalización del crédito, siendo la propia empresa quien cierra la operación, negociando con todas la entidades.
2. Pueden intervenir también, además de bancos, inversores institucionales.
3. Para agilizar el proceso de negociación, el número de entidades que intervienen en el *club deal* es menor.

8.4.3. Obligaciones y bonos

La financiación a largo plazo se fundamenta principalmente en la obtención de créditos en el sistema bancario en donde las dos partes, prestamista y prestatario, pactan las condiciones del posible crédito concedido.

Sin embargo, por la dimensión de algunas sociedades, así como el volumen de

sus necesidades de financiación, estas deciden acudir al mercado de renta fija mediante una emisión de obligaciones o bonos.

Un bono o una obligación representan una parte alícuota de la emisión de un empréstito. Se trata de un activo financiero, que una vez suscrito por el inversor le da derecho a recibir en el tiempo unos intereses y la devolución del importe inicialmente entregado, según las condiciones establecidas en el folleto de emisión. Mientras un bono tiene un vencimiento de 3-5 años, la obligación tiene un plazo superior.

Este producto financiero incorpora cinco características:

a) Su vencimiento: fecha en que el emisor deberá devolver el importe recibido.
b) Su valor nominal: importe de dinero que recibirá el inversor a su vencimiento.
c) Liquidez: una vez emitidos, los bonos pueden negociarse en mercados de valores organizados.
d) Cupón: corresponde al porcentaje de interés que el emisor se compromete a pagar sobre el valor nominal. Habitualmente este pago se realiza de forma semestral.
e) Prelación: las primeras emisiones gozarán de prelación frente a las posteriores por lo que se refiere al patrimonio libre de la sociedad emisora, cualesquiera que hubieran sido las variaciones posteriores de su capital.

Para que al inicio el precio de mercado del bono sea igual al valor nominal, la sociedad emisora deberá calcular un tipo de interés parecido al de otros bonos. Posteriormente, el precio de mercado del bono puede cambiar en función de la variabilidad de los tipos de interés.

La emisión de este tipo de deuda por parte de una sociedad anónima debe ser aprobada por su junta general de accionistas aunque habitualmente delega este derecho al consejo de administración (excepto en el supuesto de obligaciones convertibles).

En cuanto al importe máximo de emisión, la empresa podrá emitir series numeradas de obligaciones u otros valores que reconozcan o creen una deuda, siempre que el importe total de las emisiones no sea superior al capital social

desembolsado, más las reservas que figuren en el último balance aprobado y las cuentas de regularización y actualización de balances.

Asimismo, aquellas emisiones públicas dirigidas a inversionistas minoritarios tendrán que ir acompañadas del correspondiente folleto informativo, quedando exentas aquellas emisiones dirigidas a inversionistas institucionales, a un número de inversionistas no superior a 50 y a los trabajadores o jubilados de la entidad emisora.

Posteriormente deberá publicarse la emisión en el BORME (Boletín Oficial del Registro Mercantil) iniciándose a continuación el proceso de suscripción.

En la emisión de este tipo de valores se procederá a la constitución de un sindicato que tendrá como finalidad la defensa de los intereses y derechos de los titulares de los valores.

Entre los diferentes tipos de emisión destacamos las siguientes:

- **Simples:** valores que representan una deuda para el emisor y que devengan intereses periódicamente (según la especificación del folleto de emisión) y su amortización se realizará en su fecha de vencimiento.
- **Cupón cero:** son aquellos que la empresa emite por debajo de su valor nominal. La ganancia del inversor se obtiene por la diferencia entre el precio de emisión y su valor nominal, cobrado al vencimiento.
- **Indexados:** su valor nominal se ajusta según la inflación del país donde se emite. El pago del cupón se calcula sobre el nuevo valor nominal.
- **Estructurados:** son aquellos valores cuya rentabilidad está vinculada a la evolución de uno más subyacentes (materias primas, divisas, acciones, etc.). El riesgo de este tipo de productos para el inversor está en que su amortización puede estar por debajo de su valor nominal, en función de la evolución de los índices referenciados.
- **Interés flotante:** el cupón está referenciado a algún indicador de interés interbancario (Libor, Euribor, etc.).
- **Con pagos en especie** *(PIK)***:** el cupón no se paga en efectivo, sino con la recepción de más deuda.
- **Capitalizables:** el interés se paga al final de la vida del bono y su importe se va capitalizando periódicamente.
- **Convertibles:** permite al suscriptor de este tipo de emisiones canjearlas

por un número determinado de acciones. Para emitir este tipo de obligaciones se requiere la aprobación de la junta general de accionistas quien deberá decidir la ecuación de canje:

$$\left(\frac{\text{Valor obligación convertible}}{\text{Precio de conversión}} \right)$$

Para ello será preciso determinar el precio de conversión que estará comprendido entre el valor contable de la acción y una media de su valor de cotización en el mercado. Los accionistas tienen derecho de suscripción preferente ya que la ampliación de capital implica dilución en la propiedad de los accionistas.

- **Con *warrants*:** le concede al suscriptor la posibilidad de canjear las obligaciones por acciones, por un importe específico y en un plazo determinado. Los *warrants* pueden ser separables (a diferencia de las obligaciones convertibles). Normalmente se puede conservar la obligación y vender el *warrant*.
- **Subordinadas:** deuda júnior cuyo orden de prelación está por detrás de la deuda corriente (sénior) y deuda con algún tipo de privilegio.
- **Bonos basura (*junk bonds*):** habitualmente suele ser deuda subordinada emitida por debajo del grado de inversión y con la característica de un bono especulativo, por su elevada rentabilidad, pero también por su elevado riesgo de impago. Dichos bonos tienen una calificación crediticia por parte de una agencia de *rating* igual o por debajo del bono basura.

8.4.4. Arrendamiento financiero

Se trata de un contrato de alquiler en donde el arrendatario se compromete a pagar periódicamente una cuota (mensual, trimestral, etc.) por el hecho de utilizar un bien para su actividad empresarial, puesto a disposición por parte del arrendador. La duración de los contratos será como mínimo de 2 años, en el supuesto de bienes muebles y de 10 años en el caso de bienes inmuebles.

El proceso se iniciará con la elección del tipo de bien que la empresa utilizará en el futuro. Para ello se solicitará una factura proforma en donde se incluirá el valor del bien total.

A partir de este momento el arrendador pasará a adquirir el bien, siendo por tanto propietario del mismo y activándolo en su balance.

Posteriormente, el arrendatario firmará un contrato en donde se compromete, durante el periodo que dure la operación, a pagar las correspondientes cuotas de alquiler. Estas cuotas deberán aparecer en el contrato especificado:

a) La parte que corresponde a la recuperación del coste del bien (excluida el valor de la opción de compra).
b) El importe de la carga financiera.
c) Valor residual si se ejerce la opción de compra al finalizar el contrato.

En el supuesto de ejercer la opción de compra estaremos hablando de un *leasing* financiero (figura 8.6) y la propiedad del activo cambiará a manos de la empresa. Habitualmente este tipo de *leasing* no incluye en el contrato un servicio de mantenimiento completo del bien.

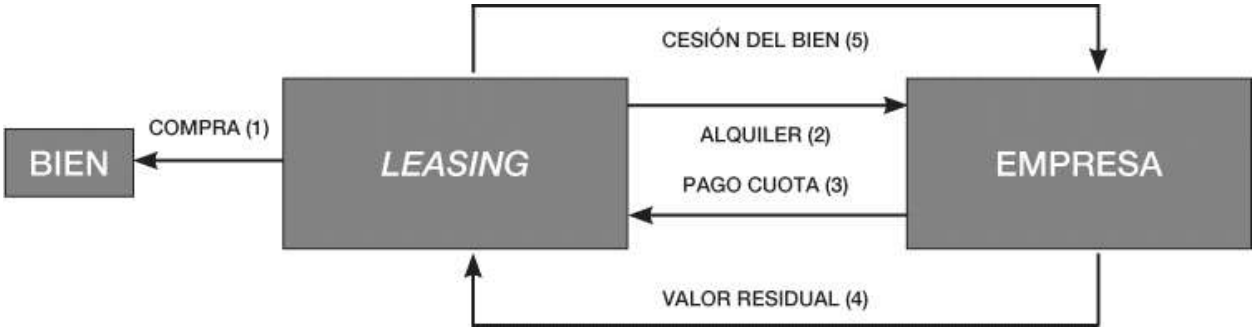


Figura 8.6. Funcionamiento del *leasing* financiero (Fuente: elaboración propia).

En cuanto a su tratamiento fiscal, los gastos financieros serán gasto deducible del Impuesto de Sociedades. También las cuotas de arrendamiento financiero pagadas en el ejercicio serán deducibles por la parte representativa de la recuperación del coste del bien, siendo su límite:

Valor de adquisición x Coeficiente máximo amortización x 2

En el supuesto de empresas de reducida dimensión su límite será:

Valor adquisición x Coeficiente máximo de amortización x 2 x 1,5

Otra de las ventajas del *leasing* financiero, además de disponer de una amortización acelerada como hemos visto anteriormente, es que el IVA de la operación se calcula por el importe de cada cuota, es decir se difiere durante la duración del contrato. Por contra, si una empresa decide adquirir el bien utilizando otras formas de financiación, el IVA lo tendrá que desembolsar en su totalidad al inicio, con el posible impacto negativo que tendrá en la tesorería de la empresa.

En el denominado *leasing* operativo (figura 8.7), la opción de compra no se ejerce al finalizar el contrato. En este supuesto la propiedad del bien continuará estando en manos de la empresa de *leasing*, en donde probablemente dispondrá de un mercado secundario para volver a recolocarlo. Posiblemente la empresa arrendataria podrá, si así lo desea, volver a contratar una nueva operación, sobre un nuevo bien tecnológicamente más avanzado.

En este tipo de contrato los gastos de mantenimiento del bien estarán incluidos en las correspondientes cuotas.

En cuanto a su tratamiento fiscal, las cuotas pagadas durante el contrato serán fiscalmente deducibles del Impuesto de Sociedades.

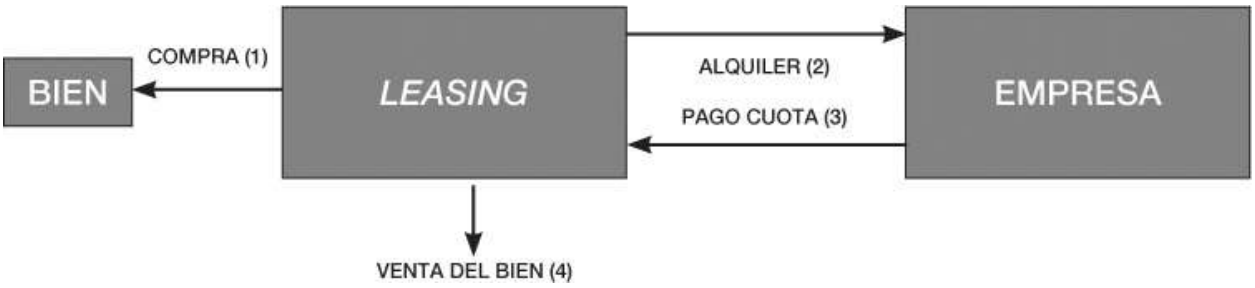


Figura 8.7. Funcionamiento del *leasing* operativo (Fuente: elaboración propia).

En la figura 8.8 aparecen resumidas las diferencias existentes entre los diferentes tipos de *leasing*, vistos anteriormente y una operación de *renting*.

	LEASING	*LEASING* OPERATIVO	*RENTING*
ARRENDADOR	Profesional / Empresario	Profesional / Empresario	Profesional / Empresario / Particular
TIPO DE BIENES	Con baja u obsolescencia	Con rápida obsolescencia o mantenimiento técnico elevado	Con mantenimiento elevado
MANTENIMIENTO	A cargo del arrendatario	A cargo de la empresa de *leasing*	A cargo de la empresa de *renting*
REPARACIÓN Y SUSTITUCIÓN	No lo incluye	Sí lo incluye	Sí lo incluye
OPCIÓN COMPRA (valor residual)	Sí	NO	No
IMPUESTO SOCIEDADES (deducible)	Gastos financieros y Valor de adquisición x Coeficiente máximo amortización x 2	Cuota deducible como gasto	Cuota deducible como gasto (a excepción de particular)
IMPUESTO SOCIEDADES (ERD) (deducible)	Gastos financieros y Valor de adquisición x Coeficiente máximo amortización x 2	Cuota deducible como gasto	Cuota deducible como gasto (a excepción de particular)

Figura 8.8. Diferencias entre el *leasing* financiero, *leasing* operativo y *renting*. (Fuente: elaboración propia).

8.5. Conclusiones

En algún sentido, las decisiones de financiación son más complejas que las de inversión. El número de productos financieros diferentes está en continua evolución y expansión y su selección dependerá del tipo de operación corporativa a financiar.

La empresa obtiene fondos de dos formas básicas, emitiendo capital o contratando deuda. Su coste estará en relación directa al riesgo que asume cada uno de los proveedores de la financiación: obtener la rentabilidad esperada y recuperar la inversión realizada. La prioridad de cobro, en el supuesto de insolvencia de la empresa, se convierte en una variable clave que determina el coste de dicha financiación.

Este orden de prelación se inicia con preferencia de cobro que tienen los proveedores de la denominada «deuda sénior».

Puede darse también la circunstancia de que, dentro del total de este tipo de deuda, existan diferentes proveedores, en donde se establezcan por un acuerdo contractual la prioridad de una deuda, sobre otra.

La ventaja de este tipo de deuda es su menor coste, al tener más garantías de realización. Sin embargo, los volúmenes de deuda concedida están limitados, obligando a cubrir el diferencial con deudas más caras y subordinadas.

En el siguiente tramo se encuentran los llamados «híbridos financieros» cuya característica más relevante es su posición jurídica dentro del balance, al encontrarse entre la deuda y los recursos propios. Su orden de prelación estará por encima de las acciones ordinarias, y por debajo de la deuda sénior. Esto implicará que su coste estará por encima de la deuda sénior (entre cinco y doce puntos), siendo su principal objetivo cubrir el *gap* existente, entre la deuda sénior y los recursos propios. Esto ha permitido financiar operaciones con un elevado apalancamiento *(LBO, MBO*, *project finance*, etc.).

En el último peldaño se incluye la financiación propia, compuesta por las aportaciones de los socios accionistas y la autofinanciación generada por la propia actividad. La rentabilidad que exigirán deberá cubrir el riesgo operativo de la sociedad y también el riesgo que pueda suponer el impago de las obligaciones financieras.

Finalmente indicar que la selección de los instrumentos de financiación más apropiados permitirá a la empresa disponer de los recursos necesarios para poder invertir y crecer. No obstante, la verdadera razón de generar valor está en la gestión y la obtención de la máxima rentabilidad de sus activos. Por tanto, la elección de la financiación debe estar subordinada a los objetivos previstos y presentados en el plan estratégico. En ningún momento debe ponerlos en peligro.

Referencias bibliográficas

ARCE, O., y SAN JUAN, L. (2011). *«El acceso de las pymes con potencial de crecimiento a los mercados de capitales»*. Documento de trabajo n.º 52. CNMV.

BLANCO, E. (2007). *«Participaciones preferentes: rentabilidad de las emisiones*. Monografía n.º 24. CNMV.

BREALEY, R., y MYERS, S. Principios de finanzas corporativas McGraw Hill. Séptima edición.

CATALINA, J. (2004) *«Qué ventajas tiene financiarse con préstamos participativos». Estrategia financiera*, n.º 206.

CASANOVAS, M. (2011). *«Alternativas de Financiación para Pymes no tradicionales». Revista de Contabilidad y Dirección*, Vol. 12.

DEMARIGNY, F. (2010). *«An EU-Listing small business act»*. Mazars Group.

FERROVIAL. (2008). *«Informe anual 2008»*. www.memoria2008.ferrovial.es.

HERRERO, D. (2011). *«Financiación Mezzanine: situación actual y perspectivas». Revista española de capital riesgo*. N.º 4.

MARQUES, J.M. y SANCHIS, A. (2009). *«Los instrumentos híbridos en los recursos propios de las entidades financieras: naturaleza y cambios tras la crisis financiera». Estabilidad financiera*. n.º 17. Banco de España.

MARTIN, J.L. y TELLEZ, C. (2011) *«Créditos sindicados y emisiones internacionales de bonos». Revista de contabilidad y dirección*. Vol. 12.

TEJEDOR, C. (2005). *«Los préstamos sindicados como alternativa a la financiación tradicional». Estrategia financiera. N.º 218.*

10. Capítulo redactado por Rafael Sambola, EADA Business School. Publicado previamente en el número 15 de la *Revista de Contabilidad y Dirección*.

9

CRÉDITOS SINDICADOS Y EMISIONES INTERNACIONALES DE BONOS[11]

Resumen

En el presente capítulo se tratan dos tipos de fuentes de financiación internacional accesibles a entidades de gran dimensión. Por un lado, los créditos sindicados, donde el carácter internacional lo suelen aportar las distintas nacionalidades de los prestatarios o participantes del sindicato bancario; por otro lado, los bonos internacionales y los eurobonos, cuya emisión respectivamente se lleva a cabo por un prestatario extranjero en la moneda del país donde se coloca o en el euromercado.

Se detallan los tipos y procesos de sindicación de los créditos y el proceso de colocación de los bonos. Asimismo, y referidos a ambos mercados, se describe la tipología de instrumentos, el proceso de aseguramiento de las emisiones y los agentes participantes, explicitándose sus funciones y comisiones percibidas.

Conceptos clave

Bono internacional, Crédito sindicado, Euribor, Eurobono, Financiación

internacional, Lápida, *Leveraged buy out*, Libor, Renta fija.

9.1. Introducción

Las necesidades de financiación, vía endeudamiento, de los grandes prestatarios suelen cubrirse con dos instrumentos clásicos, los créditos sindicados y las emisiones internacionales de bonos. Su tipología suele ser muy variada ya que puede tratarse de empresas multinacionales o nacionales pero también de otras entidades, como el Tesoro Público de algunos países, o de organismos supranacionales.

El carácter internacional de los créditos sindicados viene dado por el sindicato bancario de las entidades prestamistas, que es probable encontrarlas de diferentes nacionalidades. Sin embargo, pueden darse casos de créditos sindicados de carácter puramente doméstico con la presencia de solo bancos locales, aunque esto no sea lo más frecuente.

En cuanto a las emisiones internacionales de bonos, como su nombre indica, se las supone siempre una proyección más allá de las fronteras de un determinado país y uno de sus destinos suele ser el denominado Euromercado. Es decir, son emisiones de bonos destinadas a inversores de diferentes nacionalidades y, en general, realizadas en monedas que pueden no coincidir con la del país del emisor o prestatario.

Estamos, pues, ante instrumentos de deuda con ciertas similitudes entre ellos con el nexo común de estar diseñados para grandes préstamos o prestatarios y muchas veces ligados a proyectos de inversión de cierta envergadura o a compras apalancadas de compañías (*leveraged buy-out).*

A continuación, continuaremos con los siguientes apartados:

— Tipología de los créditos sindicados.
— Tipología de las emisiones internacionales de bonos.
— Comparación, ventajas e inconvenientes.
— Conclusiones.

9.2. Tipología de los créditos sindicados

9.2.1. El mercado de créditos

En los mercados de crédito domésticos lo normal es que una empresa o entidad prestataria mantenga relaciones crediticias con uno o más bancos basadas en contratos unilaterales, es decir, prestamista a prestamista. En estos casos, además, suele haber una entidad bancaria con la que se realizan operaciones, no solo crediticias, sino de diversa índole tanto de activo como de pasivo, y con la que se mantiene una relación de cliente preferencial.

Sin embargo, en el crédito sindicado la relación es de carácter multilateral entre el prestatario y un variado grupo de prestamistas. El crédito se proporciona por un conjunto de entidades y se estructura, se acuerda y se administra por uno o varios de los bancos comerciales o de inversión que formen parte del sindicato y que son conocidos como *arrangers* o promotores.

El mercado de créditos sindicados es muy utilizado por las grandes empresas norteamericanas y europeas y su florecimiento, en la década de 1980 en Estados Unidos, hay que relacionarlo con las operaciones de adquisición de compañías mediante operaciones de alto riesgo basadas en compras apalancadas. En Europa, con la llegada del euro como moneda única en 1999, los créditos sindicados experimentaron un fuerte auge.

Sin embargo, los primeros créditos sindicados hay que datarlos en la década de 1970 cuando fueron utilizados para canalizar fondos a las economías emergentes de África, Asia y especialmente de Latinoamérica (Gadanecz, 2004). Pero el mercado se hundió en 1982 cuando México suspendió los pagos de intereses de su deuda soberana, acción que fue seguida por otros países como Brasil, Argentina, Venezuela y Filipinas. En 1987, Citibank dio por fallidos una gran parte de sus créditos a países emergentes y otros grandes bancos norteamericanos hicieron lo mismo. Lo anterior propició el conocido plan Brady de bonos, parcialmente garantizados por el Tesoro de Estados Unidos, que fueron canjeados por los créditos impagados. Los bonos Brady impulsaron un renacimiento del mercado de créditos sindicados que despegó fuertemente en la década de 1990.

Pero ya la gama de prestatarios se había ampliado, de los soberanos originales a las grandes corporaciones de los países industrializados.

9.2.2. Tipos de sindicación

Los tipos de sindicación suelen ser variados pero cabría distinguir tres principales:

— Crédito asegurado o *underwritten deal*.
— Sindicación al mejor esfuerzo o *best-efforts syndication*.
— Club de sindicación o *club loan*.

En el caso del crédito asegurado, los promotores o *arrangers* garantizan la colocación total del crédito y luego comienzan su proceso de sindicación. Si los directores no pueden sindicar totalmente la cantidad objetivo de la operación, se verían forzados a absorber la diferencia.

Los créditos se aseguran por dos razones fundamentales. En primer lugar, porque el aseguramiento puede ser un argumento competitivo a la hora de conseguir clientes. En segundo lugar, porque por un crédito asegurado se cobran comisiones más altas. Si el precio del crédito es flexible, es decir, si se establece un rango de tipos de interés, por ejemplo de LIBOR + 250 p.b. a LIBOR + 300 p.b. en dólares, y luego se concreta según la situación del mercado, la operación de aseguramiento puede considerarse no demasiado arriesgada.

En la sindicación al mejor esfuerzo el grupo de bancos promotores se compromete, por lo general, a asegurar una cantidad menor que la de la totalidad del crédito, dejando el resto a las vicisitudes del mercado. Este tipo de operativa se solía utilizar para prestatarios con alto riesgo de crédito y para transacciones complejas. Sin embargo, desde finales de la década de 1990, la creciente aceptación de fórmulas flexibles para determinar el tipo de interés de los créditos, *market-flex language*, ha propiciado el auge de las sindicaciones al mejor esfuerzo, incluso para prestatarios con grado de inversión.

Por último, el club de sindicación se utiliza para créditos de pequeño volumen, entre 25 y 100 millones de dólares. El crédito se comercializa con un grupo de prestamistas y el banco promotor es uno más entre pares, repartiéndose

las comisiones, por igual o casi, entre las entidades participantes.

9.2.3. El proceso de sindicación

La sindicación de créditos suele estar muy relacionada con las compras apalancadas de empresas o *leveraged buy-out (LBO)*, a las que aludíamos con anterioridad. Es decir, uno de los objetivos primarios de los créditos sindicados es proveer fondos en operaciones de fusiones y adquisiciones. Sin embargo, otros objetivos pueden darse también, tales como la financiación de proyectos de expansión empresariales, reestructuraciones de compañías o, incluso, créditos para capital circulante.

De cualquier modo, los procedimientos de sindicación suelen ser bastante similares. Para empezar, el banco promotor o *arranger* preparará un *memorandum* informativo, *information memo*, que incluirá un sumario ejecutivo de la transacción, consideraciones sobre la inversión, un listado de plazos y condiciones, un panorama del sector económico en cuestión y el modelo de planificación financiera pertinente de la compañía concernida. Además, dado que los créditos son activos no cotizados, el memorándum será una oferta confidencial efectuada solo para bancos calificados e inversores acreditados. Mientras se prepara el memorándum, también denominado *bank book* en el argot del mercado, los bancos promotores solicitarán, de modo informal, la opinión de los potenciales inversores y a qué precio, es decir, tipo de interés más comisiones, estarían dispuestos a participar en el sindicato. Con la información recogida los *arrangers* realizarán una propuesta formal a los posibles inversores potenciales. Lógicamente, todo el proceso suele culminar con reuniones multilaterales entre los bancos interesados aunque, para créditos de poco volumen, reuniones bilaterales o incluso llamadas telefónicas pueden bastar.

No obstante, lo importante es entender que el crédito sindicado es un documento flexible que puede revisarse y reconsiderarse, después de firmado, cada cierto tiempo. Las enmiendas requerirán, según su importancia, diferentes niveles de acuerdo dentro del sindicato bancario. Así, la renuncia a alguna cláusula del convenio puede no ser complicada pero un cambio en el paquete de garantías crediticias puede necesitar el consenso de todos los bancos implicados.

Surge, pues, una diferencia con la emisión de bonos, que suele ser una operación mucho más rígida donde el cambio de cláusulas o *covenants* es mucho más complicado e incluso imposible de implementar. En un crédito sindicado, el número de prestatarios no suele ser muy elevado, tratándose además de inversores calificados. En una emisión de bonos el número de inversores puede ser muy considerable y, además, disperso geográficamente hablando. Por tanto, entre las ventajas de la sindicación, hay que considerar su mayor flexibilidad.

9.2.4. Participantes en el sindicato

La estructura de los bancos participantes en una sindicación de crédito puede ser bastante compleja y, generalmente, de tipo piramidal.

Según la *Loan Market Asssociation* pueden distinguirse diversas figuras entre las que se señalan:

— El *arranger* o banco promotor, también llamado, a veces, *mandated lead arranger* o banco mandatario principal. Como queda dicho, el banco promotor es el responsable de iniciar el proceso de sindicación y de negociar las condiciones del crédito, en particular tipos de interés y comisiones así como plazos y garantías crediticias. Por otra parte, el banco promotor es probable que tenga establecida con el prestatario una relación comercial previa que venga de antiguo.
— El banco que actúa como *bookrunner* o encargado de la llevanza de los libros; se refiere a la entidad que empieza a formar el sindicato de prestatarios y que suele ser uno de los bancos promotores.
— Los bancos copromotores o *co-arrangers* que convienen en tomar una parte del crédito a conceder y luego buscan otras instituciones dispuestas a participar en dicha cuota.
— El banco agente, *agent*, que es uno de los bancos del sindicato al que se le encarga un determinado conjunto de funciones tales como el mantenimiento del contacto con el prestatario, la comprobación de que el acreditado cumpla con los términos del contrato o ser el agente de pagos. Todos los pagos, desde los prestamistas al prestatario y viceversa, han de

tramitarse a través del banco agente.

Las figuras, hasta aquí descritas, son las de los participantes de clase sénior en la sindicación a los que pueden añadirse los sindicados de tipo júnior o bancos sin otras funciones que las de aportar un determinado volumen de financiación a la operación crediticia.

Obviamente, pueden existir otros tipos de participantes en los créditos sindicados e incluso con nombres diferentes a los mencionados, pero lo esencial queda dicho.

9.2.5. Tipos de créditos, precios y comisiones

En lo fundamental, existen dos tipos de créditos sindicados aunque la división puede aplicarse también a operaciones simples de carácter bilateral. Debe distinguirse entre créditos a plazo, o *term loan facilities* y créditos renovables o *revolving loan facilities*.

En el crédito a plazo, los prestamistas proporcionan una cierta suma de fondos por un determinado periodo de tiempo. Al acreditado se le permite un corto espacio de tiempo durante el cual puede retirar fondos hasta el límite máximo especificado en la operación. La devolución del crédito puede hacerse a plazos, *amortising credit*, o de una vez al término del contrato, *bullet credit*. Una vez que el crédito ha sido cancelado no puede volver a ser utilizado.

En el caso del crédito renovable, el prestatario cuenta con un monto máximo de capital disponible por cierto periodo de tiempo. Pero, al contrario de lo que ocurre en el crédito a plazo, este tipo de convenio permite al usuario retirar fondos, devolverlos y volverlos a utilizar durante el tiempo de vigencia del mismo. Cada porción del crédito se puede tomar por un periodo de tiempo, usualmente uno, tres o seis meses, transcurrido el cual se suele reembolsar. Se trata, por tanto, de un instrumento de financiación muy flexible. También es posible la combinación de créditos a plazo con créditos renovables ya que, al tratarse de un típico mercado *over the counter*, las operaciones a medida de las necesidades de los clientes son muy frecuentes.

El prestatario que decide entrar en un crédito sindicado ha de tener en cuenta,

no solo el interés a pagar por el mismo, fijo o variable, sino también el monto de las comisiones, que puede llegar a ser elevado.

En cuanto al tipo de interés, este suele ser de carácter variable aunque pudiera darse también el tipo fijo. El tipo variable suele indexarse al LIBOR, en monedas fuertes como el dólar o la libra, y al EURIBOR, más un *spread*. Por ejemplo, LIBOR en dólares + 120 p.b.

La estructura de las comisiones puede ser bastante compleja. Siguiendo a Gadanecz (2004) y distinguiendo entre las pagaderas al principio de la operación, *frontend*, y las de carácter anual, *per annum*, se relacionan las siguientes:

Pagables al principio:

— Comisión de promoción o *arrangement fee*. La cobran los promotores por la organización del sindicato.
— Comisión legal o *legal fee*. La cobra el asesor legal.
— Comisión de aseguramiento o *underwriting fee*. La perciben los aseguradores de la emisión.
— Comisión de participación o *participation fee*. Percibida por los participantes de clase *sénior* del sindicato.

Pagables anualmente:

— Comisión de disponibilidad o *facility fee*. Percibida por los bancos aunque no se utilice el crédito al completo.
— Comisión de compromiso o *commitment fee*. Cargada por la parte no utilizada del crédito.
— Comisión de utilización o *utilisation fee*. Cargada por la parte utilizada del crédito.
— Comisión de agencia o *agency fee*. Pagada al banco agente por sus servicios.

También puede darse la comisión por prepago, *prepayment fee*, si se produce el reembolso anticipado del crédito y pagable en el momento en que ello se produzca.

Según Gadanecz (2004), los participantes de clase júnior del sindicato es posible que no lleguen a cobrar comisiones siendo su retribución solo por la vía

de los intereses a percibir. Por otra parte, las comisiones suelen ser mayores para los créditos basados en el EURIBOR que en el LIBOR. También ocurre que el costo total de los créditos a países emergentes, intereses más comisiones, suele ser más elevado que el de los países industrializados para compensar por el mayor riesgo de crédito.

Adicionalmente, para cubrir los riesgos soportados por los distintos agentes, se pueden dotar provisiones que establecen unas provisiones contables, tan importantes en épocas de inestabilidad financiera, estudiadas ampliamente por Miles (2009).

9.2.6. Mercado secundario

En el mercado de créditos sindicados, aparte del segmento primario o de origen, existe también un segmento secundario o de negociación.

Para que exista un mercado secundario de créditos sindicados es indispensable la estandarización de la documentación utilizada. A este respecto, cuerpos profesionales como la *Loan Market Association*, tanto la de Europa como la de la zona Asia-Pacífico, han contribuido a la mayor liquidez del mercado secundario mediante la normalización de los contratos de sindicación.

Para la viabilidad del mercado secundario, es condición indispensable que los créditos lleven cláusulas de transferibilidad que permitan la sustitución de unos prestamistas por otros. Hoy en día, muchos créditos sindicados son transferibles. En Estados Unidos, la existencia de un mercado secundario de créditos, tanto bilaterales como multilaterales, data de antiguo; en Europa el mercado es más incipiente pero sigue progresando.

Los participantes del mercado secundario pueden dividirse en tres categorías: creadores de mercado o *market makers*, negociantes habituales y negociantes ocasionales. Los bancos comerciales y de inversión son protagonistas bastante activos de este mercado así como otros inversores institucionales.

En el mercado secundario pueden encontrarse tres segmentos de negociación: el de créditos alrededor de la par; el de créditos a empresas con gran apalancamiento o de alto rendimiento y el de créditos fallidos. En este último segmento aparecen los denominados fondos buitres, *vulture funds*, especializados

en créditos morosos y problemáticos.

9.3. Tipología de las emisiones internacionales de bonos

9.3.1. El mercado de bonos

Las emisiones internacionales de bonos presentan una tipología muy amplia y variada pero cabría realizar una distinción entre las obligaciones internacionales simples, *foreign bonds* y las euroobligaciones o eurobonos (Martín *et al.*, 2006).

En los bonos u obligaciones internacionales simples la emisión se lleva a cabo por un prestatario extranjero en la moneda del país donde se coloca. En esta categoría se encuadrarían los antiguos bonos matador emitidos y colocados en España por emisores extranjeros o los bonos *bull-dog*, denominados en libras y colocados en el Reino Unido por prestatarios foráneos.

Por otra parte, las euroobligaciones o eurobonos consisten en títulos emitidos en el mercado internacional de capitales y, más concretamente, en cualquier país a excepción de aquel en cuya moneda está expresada la emisión. Por ejemplo, una empresa española realiza una emisión de obligaciones en eurodólares en el mercado alemán. La moneda puede, incluso, coincidir con la del prestatario, siendo el caso hipotético de una emisión de obligaciones de una compañía británica en eurolibras dirigida al mercado español.

El mercado de eurobonos recibe el nombre de Euromercado, sin una localización geográfica determinada pero con centros financieros muy activos como los de Luxemburgo, Irlanda, Reino Unido y Alemania.

9.3.2. El proceso de colocación

Las etapas esenciales en la emisión internacional de bonos son las siguientes:

— Anuncio. Lanzamiento público de la emisión e invitación a las entidades suscriptoras y vendedoras a participar en la distribución.

— Periodo de oferta. Presentación de la oferta y del propio emisor, con objeto de estimar la demanda de títulos para fijar las condiciones definitivas de la emisión.
— Cierre. Abono del importe de los bonos al emisor y finalización formal del proceso.

El procedimiento de colocación de las emisiones puede ser por subasta competitiva o mediante compra directa, *bought deal*, donde la entidad que recibe el mandato de emisión acepta hacerse cargo de la misma en los términos prefijados.

La documentación necesaria para la colocación de los bonos consta de un folleto de emisión y de los contratos o acuerdos legales tomados con el sindicato bancario y otras instituciones, además de todas las exigencias documentarias propias del mercado de valores en que se pretenda negociar los títulos.

Grez *et al*. (2010) identifican costes específicos soportados en la emisión y colocación de la deuda en el extranjero, que son: el coste regulatorio, los costes de falta de información, los de falta de familiaridad con el mercado y los procedentes de diferencias culturales.

9.3.3. Participantes

Los participantes en la emisión de bonos internacionales se estructuran de modo parecido a como se hace en las sindicaciones de créditos que veíamos con anterioridad. Así, pueden considerarse como niveles de participación los siguientes:

— La entidad jefe de fila o banco director, *lead manager* o *book runner*, que recibe el mandato del prestatario y dirige todos los procesos administrativos, comerciales y documentarios de la operación.
— Las entidades codirectoras, *co-managers* o *co-leads*, que participan con la anterior en la dirección de la emisión y en la responsabilidad de su colocación.
— Las entidades o bancos aseguradores, *underwriters*, que se comprometen a

garantizar la colocación de los títulos.
— Las entidades miembros del grupo de venta que comercializan los títulos entre los inversores finales.

Además, aparte de estos agentes y de los inversores, pueden aparecer en escena dos instituciones más:

— El comisario de los inversores, *trustee*, que media y actúa en representación de los mismos.
— La entidad gestora de pagos de la emisión, de los inversores al emisor y viceversa.

9.3.4. Tipos de bonos, precios y comisiones

Entre las características comunes de las obligaciones internacionales simples y de los eurobonos pueden destacarse las siguientes:

— Son títulos negociables, cotizables en algunas bolsas de valores.
— La emisión se canaliza a través de un sindicato bancario, como ya se ha comentado.
— La solvencia del emisor debe estar constatada, por ejemplo, mediante la calificación por agencias de *rating*.
— La emisión deberá ser pública, apareciendo en la lápida o *tombstone* todos los datos relevantes como el nombre del emisor, la moneda de emisión, la cuantía, el tipo de interés, el vencimiento y los bancos que dirigen y participan en la colocación de los bonos.
— Los tipos de interés pueden ser fijos o variables. En estos últimos bonos, *floating rate notes* o FRN, el cupón se revisa periódicamente mediante un diferencial sobre el tipo de referencia prefijado.
— Los vencimientos más comunes oscilan entre los cinco y treinta años, aunque también pueden darse perpetuidades, es decir, bonos sin un vencimiento determinado. Adicionalmente, el vencimiento puede ser único sobre el total de la emisión, *bullet bond*, o amortizarse el empréstito

de forma anticipada a elección del obligacionista, *put option*, o del emisor, *call option*. Bradley (1990), tras estudiar los bonos internacionales emitidos durante varios años, comprueba que en el mercado norteamericano suelen emitirse con cláusula *callable* y en el Euromercado sin esta opción.

— Las obligaciones pueden ser convertibles en acciones de la empresa emisora o llevar *warrants* incorporados.

— Los certificados de tenencia y las liquidaciones se suelen realizar a través de Euroclear o de Clearstream. Ambos son sistemas de depósito y liquidación informatizados para custodiar, entregar y realizar los pagos de los eurobonos.

En general, puede decirse que los bonos internacionales suelen presentar diferentes cláusulas o *covenants* que se traducen en muy variadas estructuras. Así, en el caso de bonos a tipo fijo, el cupón puede irse ajustando al alza, *step-up*, o a la baja, *step-down*. También, en los bonos a tipo variable, el cupón puede tener un límite máximo, *capped FRN* o un máximo y un mínimo, *mini-max FRN*. En definitiva, la gama de posibilidades es tan grande que desbordaría la extensión de este trabajo una simple enumeración de las mismas.

En cuanto a la determinación de los cupones, en particular los de clase variable, suele hacerse basándose en un diferencial sobre una referencia, normalmente la rentabilidad de los bonos soberanos, la curva de tipos del mercado interbancario o la de *swaps*.

Otra cuestión importante, en este contexto internacional, es la de la elección de la divisa de la emisión. Puede afirmarse que predominan las emisiones en las denominadas divisas fuertes o *hard currencies* tales como el dólar, el euro, la libra y el yen. Así, para el periodo de 1999 a 2004, las emisiones en dichas monedas suponían, respectivamente, el 42,8, el 41,0, el 6,7 y el 4,6 % del total del mercado primario (Cohen, 2005). A destacar, la rápida aceptación del euro como moneda de emisión.

Por último, en cuanto a la estructura de comisiones, es parecida a la de los créditos sindicados pero algo menos compleja. Pueden señalarse las siguientes:

— Comisión de dirección *management fee*, compensación a las entidades directoras y codirectoras por su contribución a la puesta en marcha de la

emisión.
— Comisión de suscripción o *underwriting fee*, a repartir entre las entidades suscriptoras, incluyendo a la directora y codirectoras.
— Comisión de venta o *selling fee*, deducción en el precio de los bonos que se otorga a las entidades financieras que se comprometen a su colocación.

Si la emisión es de tipo competitivo, se fijan los precios en términos netos, *all-in-cost*, por lo que no existen comisiones explícitas. Si la emisión se realiza por tramos, todas las comisiones se exigen al principio, por parte de los bancos participantes, y, en los lanzamientos sucesivos, se devengan exclusivamente las de venta.

Adicionalmente, Lau *et al.* (2010), analizan casi cuatro mil emisiones de bonos internacionales de más de treinta países y estudian el impacto beneficioso de la proximidad geográfica del *lead manager* a los prestatarios, lo que provoca un menor coste de emisión y una mayor probabilidad de aseguramiento de bonos arriesgados o sin calificación crediticia.

9.3.5. Mercado secundario

En los casos en que las emisiones sean importantes y haya volatilidad en los precios, es esencial la existencia de un mercado secundario líquido, suficientemente desarrollado, que proporcione con rapidez precios de referencia y ofrezca contrapartidas adecuadas.

No obstante, debido a la dispersión geográfica de los operadores, una buena parte de los eurobonos cotiza en mercados no organizados u OTC, mientras otros lo hacen en centros de contratación organizados, principalmente en Londres y Luxemburgo. Para dotar de liquidez a las emisiones, los intermediarios o *dealers* y los creadores de mercado o *market makers* actúan por cuenta propia. El mercado secundario tiene mayor actividad cuanto mejor es la calidad crediticia del prestatario o su reputación y cuanto mayor es el volumen de la emisión. Además, la contratación decrece conforme se acerca la fecha de vencimiento, aspecto este común a todos los títulos de renta fija.

El comprador de bonos, aparte del precio de mercado, tendrá que pagar al

vendedor, como es habitual en los mercados de deuda, el cupón corrido o devengado, calculado mediante las convenciones habituales del cómputo de intereses. Es decir, los bonos, en estos mercados internacionales, suelen cotizar ex-cupón.

9.4. Comparación, ventajas e inconvenientes

En la literatura financiera al uso se ha tendido, hasta ahora, a comparar las emisiones internacionales de bonos con los créditos unilaterales. Sin embargo, la comparación más significativa debería ser con los créditos sindicados o multilaterales cuyas características y formas de colocación y aseguramiento les acercan más al mercado de bonos.

En los mercados europeos de capitales el predominio de los fondos captados mediante bonos y créditos sindicados es abrumador. Así, en 2007, se calculaba que la financiación mediante estos instrumentos ascendía al 94 % del mercado primario siendo el resto del 6 % debido a la emisión de acciones.

Aunque muchas compañías pueden hacer uso de ambas formas de financiación, incluso simultáneamente, parece, según Altunbaş *et al.* (2009) que pueden establecerse ciertas diferencias entre los tipos de empresas que acuden a uno y otro mercado.

Desde un punto de vista teórico, las decisiones empresariales de financiación se caracterizan por los problemas de los costes de agencia y de información asimétrica. Desde la perspectiva de los prestamistas, los bancos sindicados controlan y examinan a los potenciales prestatarios adquiriendo así información valiosa, sobre todo las entidades que actúan como promotoras o *arrangers*. Lo anterior no ocurre en el caso de emisiones de bonos, donde los inversores suelen ser muy numerosos y encontrarse dispersos geográficamente.

Desde la óptica de los prestatarios, pueden presentarse tres aspectos que ayudan a decidir entre la financiación vía bonos o vía créditos bancarios. Según los ya mencionados Altunbaş *et al.* (2009) estos son:

— Los costes de flotación de la emisión.
— La renegociación y liquidación de la operación.

— La asimetría de la información.

Los costes de flotación se refieren al hecho de que la emisión de bonos entraña grandes costes por comisiones con un componente fijo importante, lo que hace que estas operaciones queden más bien reservadas a grandes volúmenes de financiación. Por lo tanto, debe haber una relación positiva entre la financiación por bonos y el tamaño de la emisión. Si el volumen de fondos implicados no es muy grande, la mejor alternativa puede ser el crédito sindicado.

La renegociación y liquidación de la operación hace referencia al hecho de que es más sencillo renegociar o liquidar una facilidad de financiación con unos pocos bancos que con centenares o miles de inversores. Por lo tanto, los prestatarios, que teman dificultades financieras en un futuro, deberían tender más bien a endeudarse vía créditos sindicados.

Por último, la asimetría de la información también puede influir en la elección entre bonos y créditos. Empresas relativamente opacas, debido a la falta de información sobre su situación o actividades, tenderán a acudir más al mercado sindicado que al de bonos. En el primer caso, se supone, en los bancos promotores del sindicato, una capacidad de inspección y vigilancia de los acreditados que podría no darse en el mercado de bonos sobre todo si las emisiones carecen de *rating*.

En un estudio, para la Eurozona en el periodo 1993-2006, de los ya citados Altunbaş *et al.* (2009), se comprueba que las empresas de mayor tamaño, más apalancadas, con una alta proporción de activos fijos y pocas expectativas de crecimiento prefieren endeudarse mediante créditos sindicados. Por otro lado, las empresas que acuden a la emisión de bonos están más apalancadas a corto plazo y tienen más oportunidades de crecimiento.

Sin embargo, el reciente desarrollo de mercados secundarios para créditos sindicados, así como la calificación o *rating* de los mismos, hacen que estos tiendan a converger con la emisión internacional de bonos. Por lo tanto, el establecimiento de un orden de preferencia o *pecking order* entre créditos y bonos puede que no sea demasiado nítido.

En definitiva, el crédito sindicado es un instrumento de financiación más flexible que la emisión de bonos puesto que puede renegociarse, en caso necesario, con relativa facilidad, lo que no suele ocurrir con la emisión de renta

fija. Por otra parte, el coste de la financiación depende mucho de la estructura de comisiones, puede que algo mayores en la emisión de obligaciones. Muchas veces, el tipo de interés, bien sea fijo o variable, puede resultar poco significativo si no se le añaden las comisiones cobradas por los bancos intervinientes en la colocación y aseguramiento tanto de créditos como de bonos.

9.5. Conclusiones

Hemos examinado, en este capítulo, las fuentes de financiación por endeudamiento de grandes prestatarios a escala internacional. Aparecen dos instrumentos principales, uno del mercado intermediado, los créditos sindicados, y otro del desintermediado, la emisión de bonos. Los créditos sindicados, por su propia naturaleza, conforman un mercado típicamente OTC o no organizado aunque con creciente tendencia a cierta estandarización. Así la normalización de la documentación, la calificación o *rating* de los propios créditos y la existencia de mercados secundarios relativamente líquidos.

En cuanto a la emisión de bonos internacionales, cabe destacar la mayor complejidad y variedad de los activos negociados. Los bonos, tanto a tipo fijo como variable, suelen incluir cláusulas de todo tipo, como las de convertibilidad en otros activos o las opciones de amortización anticipada. Se trata, en definitiva, de activos muy sofisticados en algunos casos.

Por otro lado, existe un mercado secundario de bonos internacionales bien organizado en las bolsas de valores, como las europeas de Londres y Luxemburgo, lo que asegura la liquidez de los títulos.

Desde el punto de vista de los prestatarios, la sindicación de créditos es un instrumento más flexible puesto que puede ser renegociado con relativa facilidad. No ocurre lo mismo con la emisión de bonos, donde la existencia de cientos o miles de inversores dificulta dicha posibilidad.

Desde la perspectiva de los prestamistas, los créditos sindicados son una fuente importante de ingresos por comisiones, sobre todo si se trata de colocaciones aseguradas y se actúa en calidad de banco promotor o *arranger*.

Lo mismo ocurre con los bancos, comerciales o de inversión, colocadores de bonos internacionales, donde las comisiones por aseguramiento de la emisión son

considerables. Para los inversores en general, los bonos internacionales suelen ser un activo atractivo, por su alta liquidez y por consideraciones fiscales, como la exención de retenciones en la liquidación de los cupones o intereses.

Desde la llegada del euro se ha producido un auge de los créditos multilaterales, en el Viejo Continente, ya que ha facilitado mucho las estructuras de sindicación internacionales. Hoy en día, el mercado en euros, tanto de créditos como de bonos, empieza a ser casi tan importante como el referenciado en dólares.

Por último, estamos en un mercado de grandes prestatarios y volúmenes de financiación, donde abundan no solo los de tipo empresarial, sino también los de carácter más institucional como organismos internacionales o emisores soberanos. Las mayores operaciones de financiación, con recurso al endeudamiento, sobrepasan abrumadoramente a las emisiones de acciones como alternativa a la captación de capitales.

Referencias bibliográficas

ALTUNBAŞ, Y., KARA, A. y MARQUÉS-IBÁÑEZ, D. (2009) *Large debt financing. Syndicated loans versus corporate bonds*, Working Paper Series, 1.028, European Central Bank.

BRAKLEY, F. (1990) «An analysis of call strategy in the Eurodollar bond market», *Journal of International Financial Management and Accounting*, 2(1), pp. 23-46.

GADANECZ, B. (2004) «The syndicated loan market: Structure, development and implications», *BIS Quarterly Review*, diciembre, pp. 75-89.

GREG, R., FILATOTCHEV. I. y RASHEED, A. A. (2010) *Advances in international management*, Emerald Group Publishing Limited, Londres.

LAU, S. T. y YU, J. (2010) «Does proximity matter in international bond underwriting?», *Journal of Banking & Finance*, 34(9), pp. 2027-2041.

LÓPEZ, F. J. (2006) *Finanzas en mercados internacionales*, Mc.Graw-Hill, Madrid.

MARTÍN, J. L. y TÉLLEZ, C. (2006) *Finanzas Internacionales*, Thomson, Madrid.

MASCAREÑAS, J. (2006) *El mercado internacional de bonos*, Universidad Complutense de Madrid, Madrid.

RAHNEMA, A. (2006) *Finanzas internacionales*, Deusto, Barcelona. VAN RISTEL, A. Y ROMO, L. (2010) «La emisión internacional de bonos en el primer semestre de 2010», *Boletín Económico del Banco de España*, pp. 135-146.

11. Capítulo redactado por José Luis Martín Marín y Cecilia Téllez Valle, Universidad Pablo de Olavide. Publicado previamente en el número 12 de la *Revista de Contabilidad y Dirección*.

10

FINANCIACIÓN DEL CIRCULANTE[12]

Resumen

La mayoría de las empresas reflexionan largamente cuando deben decidir la financiación del activo no corriente y sorprendentemente no prestan la suficiente atención a la financiación del circulante, que en muchos casos es más importante no solo en cuantía, sino en complejidad. En este capítulo defendemos la utilidad de una correcta planificación financiera que nos permita cuantificar con la mayor exactitud posible las necesidades financieras. Una vez obtenidas, nos centramos en la financiación del circulante y concretamente en los productos que las instituciones financieras ponen a nuestra disposición para financiar la inversión en existencias y clientes, así como mejorar la financiación que nos conceden los proveedores.

Conceptos clave

Balance previsional, Cuenta de resultados previsional, Capital de trabajo, *Confirming*, Descuento bancario, *Factoring* con recurso y sin recurso, Financiación de exportaciones, Financiación de importaciones, Financiación del circulante, *Forfaiting*, Necesidad financiera, Planificación financiera, Póliza de crédito, Tesorería previsional.

10.1. Introducción

Este capítulo pretende describir los productos que tiene a su disposición una empresa para la financiación del circulante. El conocimiento de las necesidades financieras en una compañía es clave para poder decidir correctamente el mix de recursos que precisará para resolverlas. Por ello empezaremos por una breve descripción de la metodología de planificación financiera, que nos determinará la necesidad de financiación, haciendo especial hincapié en el apartado que hace referencia al circulante.

10.2. Planificación financiera

La planificación financiera intenta responder a la pregunta de cómo evolucionarán los estados financieros de una compañía en el tiempo y finalmente conocer si tenemos tensiones de tesorería. Necesariamente empieza por el establecimiento de la cifra de ventas por el departamento comercial, ya que ello determinará el nivel de actividad de la compañía. A partir de este dato el resto de departamento va elaborando sus presupuestos, que serán integrados por el departamento de control de gestión. El detalle de la información solicitada a los distintos departamentos consiste en la evaluación de gastos y también el presupuesto de inversiones en activo no corriente que los distintos responsables entiendan debe efectuarse durante el año siguiente. Cuando finalmente los datos se aceptan por la dirección, ya somos capaces de construir los tres documentos clave de la gestión financiera, la cuenta de resultados, el presupuesto de tesorería y finalmente el balance.

10.2.1. La cuenta de resultados previsional

Como hemos dicho anteriormente, el proceso de planificación empieza por la cifra de ventas. Es importante desglosar las ventas según los criterios que consideremos oportunos como por ejemplo en la figura 10.1. Asimismo las ventas deben detallarse en unidades monetarias y en físicas, ya que estas últimas serán indispensables para ajustar las necesidades de logística, almacén y personal.

VENTAS	Norte	Sur	Este	Oeste	Centro	TOTAL
Grandes superficies	20	55	28	40	50	**193**
Distribuidores	40	18	60	90	44	**252**
Minoristas	70	50	60	60	87	**327**
TOTAL	**130**	**123**	**148**	**190**	**181**	**772**

Figura 10.1. Distribución de las ventas.

Además de la cifra de ventas, el departamento comercial debe suministrar los datos de su desglose por meses, ya que este dato será indispensable para la construcción de la cuenta de resultados y también para conocer la necesidad financiera por meses. El departamento de compras deberá suministrar el detalle del coste de cada producto, estudiando cuáles son los proveedores que pueden ofrecernos mejores condiciones y garantizarnos el suministro para evitar roturas de existencias.

Asimismo se determinarán los costes de logística y distribución, el transporte, los alquileres, mantenimientos y suministros. El departamento de recursos humanos recogerá todas las propuestas de incorporaciones de personal, incrementos salariales, cursos de formación y así con todos los conceptos de costes de personal. Desde administración conoceremos los seguros, los costes de servicios exteriores y los impuestos sobre la explotación y el resto de gastos generales. Normalmente el departamento de control recoge también todas las propuestas de inversión en activos no corrientes que han sido previamente estudiadas y demuestran crear valor para la empresa. El detalle de las nuevas inversiones es importante porque condicionará las dotaciones anuales a la amortización, que constarán de las dotaciones restantes de las inversiones de años anteriores y las nuevas amortizaciones de las inversiones del año previsional.

Observe que hemos dejado para el final los gastos financieros. Para su cálculo preciso es necesario conocer la necesidad financiera, los pasivos que utilizaremos y su coste. En definitiva, para saber los gastos financieros necesitamos saber con

exactitud el volumen y el coste de cada tipo de deuda que utilizaremos. Sin embargo, en el momento en que nos encontramos aún no disponemos de esta información, ya que precisamente un *output* del proceso de planificación es precisamente conocer la necesidad financiera y determinar cómo la resolveremos. En este punto lo más habitual es optar por poner en la cuenta de resultados la misma cifra que el año anterior, pero sabiendo que deberemos ajustarla al final del proceso adecuándola a la deuda que decidamos asumir y a su coste.

10.2.2. El presupuesto de tesorería previsional

En este documento lo que se pretende es conocer con precisión las entradas y las salidas de efectivo, que nos permitan determinar la necesidad financiera.

Es útil dividir el presupuesto en tres partes:

- Presupuesto de explotación u ordinario.

Hace referencia a la actividad normal de la empresa, y parte del cobro de las ventas hasta el pago de todos los gastos que se han producido en el ejercicio, atendiendo a su movimiento de efectivo y no su devengo en la cuenta de resultados.

- Presupuesto de inversión.

Incluye las compras o ventas de activo no corriente, como son los inmuebles, maquinaria, mejora de instalaciones o la adquisición de activos intangibles.

- Presupuesto de financiación.

Tiene en cuenta las modificaciones en la estructura de pasivo y patrimonio neto que ya conocemos desde el inicio del periodo, como pueden ser cancelaciones de pólizas, concesiones de créditos o incluso aumentos de capital propio ya comprometido.

El presupuesto de explotación requiere previamente determinar los movimientos de circulante, en concreto los referentes a las existencias, los

clientes, los proveedores y el impuesto sobre el valor añadido. En efecto, por la determinación de la cuenta de resultados conocemos las ventas pero ya sabemos que, excepto si tenemos la bendición de cobrar de nuestros clientes al contado, solemos financiar las ventas y por lo tanto nunca coincidirán las ventas en la cuenta de resultados, que se contabilizan por el criterio del devengo según el día en que se producen, de los cobros en el presupuesto de tesorería, que se producirán cuando el cliente efectivamente pague la factura. La misma reflexión nos sirve para las compras efectuadas a los proveedores que no serán salidas de caja hasta que se produzca el pago efectivo de la factura, con las condiciones de financiación que hayamos acordado con nuestro proveedor. La mecánica es simple y se explica con el siguiente ejemplo, que parte de la hipótesis de cobrar de clientes a 60 días, lo que implica que las ventas de enero se cobrarán en marzo y así sucesivamente. Si en enero iniciamos la actividad durante dos meses, no habrá cobros (esto lo saben muy bien los emprendedores que ponen en marcha nuevas empresas). En caso contrario, cobraríamos las ventas de noviembre y diciembre del año anterior, y habría un saldo inicial de clientes igual a las ventas de los dos últimos meses del año precedente. En cada uno de los meses empezamos por el saldo inicial de la cuenta de clientes, le añadimos las ventas realizadas ese mes y lo minoramos por el importe de los cobros que hemos obtenido llegando con ello al saldo a final de mes, que será el inicial del nuevo periodo (figura 10.2).

	enero	febrero	abril	mayo	junio
Venta	10	9	11	12	8
Cobros			10	9	11
Saldo inicial clientes	0	10	19	20	23
+ Ventas	+10	+9	+11	+12	+8
– Cobros	0	0	–10	–9	–11
= Saldo final clientes	10	19	20	23	20

Figura 10.2. Ventas, cobros y movimiento de clientes, con cobro a 60 días.

Un ejemplo parecido nos sirve para ilustrar el movimiento de los proveedores según el plazo de pago que tengamos con ellos (figura 10.3).

	enero	febrero	abril	mayo	junio
Compra	5	4	6	6	5
Pago		5	4	6	6
Saldo inicial proveedores	0	5	4	6	6
+ Compras	+5	+4	+6	+6	+5
– Pagos	0	–5	–4	–6	–6
= Saldo final proveedores	5	4	6	6	5

Figura 10.3. Compras, pagos y movimientos de proveedores, con pago a 30 días.

En lo que hace referencia al movimiento de las existencias, se pueden utilizar distintos criterios pero lo básico es que no tengamos roturas de inventarios, por lo que podríamos fijar las compras para tener siempre a final de mes un saldo equivalente a la venta a precio de coste de materiales de 30, 60 o 90 días, según el plazo de reaprovisionamiento que tengamos. Otra posibilidad sería fijar un volumen de compras lineal, que sería mejor recibido por nuestros proveedores ya que facilitaría la producción, pero ello haría que el volumen de existencias en nuestro almacén fuese variable. En la figura 10.4 se acompaña un ejemplo de presupuesto de existencias.

	enero	febrero	abril	mayo	junio
Coste de ventas	4	3	3	4	5
Compra	9	1	4	4	6
Saldo inicial existencias	0	5	3	4	4
+	+9	+1	+4	+4	+6
– Coste de ventas	–4	–3	–3	–4	–5
= Saldo final existencias	+5	+3	+4	+4	+5

Figura 10.4. Compras a proveedores, con una existencia igual a la venta últimos 30 días.

Respecto al movimiento del IVA devengado y soportado, debemos considerar mensualmente la deuda que tenemos con Hacienda, o ella con nosotros, a partir del impuesto devengado con las ventas y del soportado con las compras, los gastos que tienen IVA y las inversiones en activo no corriente. Asimismo, deberemos conocer si la empresa es pequeña o mediana y debe pagar cada trimestre o si estamos en una gran empresa que tendrá los pagos mensuales.

El saldo final de tesorería debe ser obtenido mes a mes partiendo del saldo inicial del periodo, añadiendo los ingresos y deduciendo los pagos previstos.

10.2.3. El balance previsional

Una vez tenemos definida la cuenta de resultados previsional y el presupuesto de tesorería es muy sencillo establecer el balance previsional, ya que tenemos todas las variables ya predeterminadas. El *output* que pretendemos es construir el balance a final del periodo, que incorporará el beneficio previsional calculado en la cuenta de resultados y la necesidad financiera que hemos obtenido en el presupuesto de tesorería y que, si es necesidad y no excedente, figurará en el pasivo del balance, como aparece en la figura 10.5.

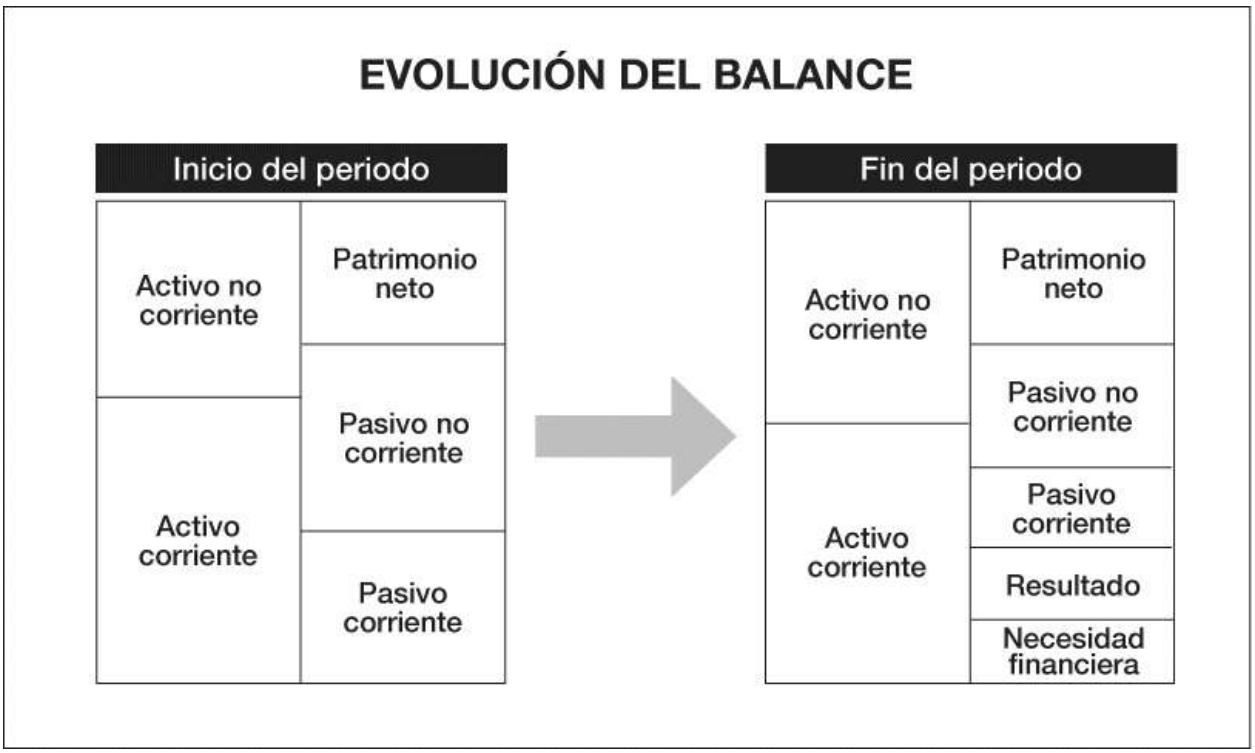


Figura 10.5. Evolución del balance de situación.

A partir de los saldos iniciales del balance veamos las variaciones a tener en cuenta en cada una de las grandes partidas:

- En el activo no corriente hay que incluir las compras o ventas que tenemos en el presupuesto de inversión, atendiendo al momento del devengo y las amortizaciones deben obtenerse de la cuenta de resultados, que tienen que haber incluido las nuevas dotaciones de las inversiones nuevas del año.
- El activo corriente en sus partidas de existencias y clientes ya las hemos calculado en los movimientos de circulante previos a la construcción del presupuesto de tesorería.
- El patrimonio neto suele permanecer constante, al estar el balance inicial con el resultado distribuido, con la parte de beneficio destinado a reservas en los fondos propios y el dividendo en el pasivo corriente.
- El pasivo no corriente disminuirá por el traspaso a pasivo corriente de los pagos que deberemos efectuar en el año siguiente. Piense que si tiene una hipoteca lo que va pagando cada mes disminuye el pasivo a largo y no el

de corto, como podría parecer, ya que usted a corto siempre debe doce cuotas. En caso de tener algunos movimientos adicionales de obtención de deuda o cancelación de la misma deberían estar en el presupuesto de tesorería de financiación.

- El pasivo corriente estará parcialmente determinado por los movimientos de circulante en lo que afecta a proveedores y el impuesto sobre el valor añadido. El pasivo financiero bancario, si se trata de pólizas o descuento bancario, habrá quedado también determinado por el presupuesto de financiación. El resto pueden ser deudas con otros acreedores o Hacienda.

10.3. Resolución de la necesidad financiera

Una vez tenemos definida la necesidad financiera, hemos de determinar cómo resolverla de la manera más eficiente. Para ello deberemos hacernos distintas consideraciones.

En primer lugar, determinar si es permanente o transitoria. En la mayoría de los casos estaremos en el primer supuesto pero puede ser que nuestra empresa tenga ventas o fabricación muy estacional, con lo que en determinados periodos del año tenemos puntas de tesorería que luego vuelven a disminuir. La forma idónea para verlo es analizar en detalle la evolución de las partidas del balance para ver su oscilación. Es evidente que la resolución de las necesidades puntuales de tesorería puede hacerse mediante pólizas de crédito bancario. Pero como en la mayoría de los casos nos enfrentamos a necesidades permanentes hay que tener en consideración otros factores.

Antes de empezar a pensar en productos en concreto, es útil tener a la vista los datos básicos de la empresa referentes a la cuenta de resultados y el balance. En concreto hay que revisar, en primer lugar, el rendimiento de los activos, medido por el cociente entre el beneficio de explotación sobre el valor de los activos netos de amortización y proveedores comerciales. Esta ratio va a medirnos si somos capaces de generar suficiente rendimiento para luego poder retribuir a los suministradores de fondos, ya sean accionistas, bancos, obligacionistas u otros. Si esta ratio nos diera, por ejemplo, un escuálido 1 %, ya podemos afirmar que el problema fundamental de esta compañía no es financiero (que igual también) sino

económico. Con los activos que tiene no genera suficiente beneficio de explotación. Los problemas que tiene pueden ser de producto, de fijación de precios, de costes excesivos, de poca productividad, de tener personal poco formado o cualquier otro que se le ocurra pero, sin duda, no busque responsabilidades en el financiero.

En segundo lugar, hay que ver el nivel de endeudamiento actual, si es elevado respecto a los fondos propios, la proporción de pasivos automáticos como son los proveedores, y la proporción de deuda a largo plazo. Esto nos dará la foto del balance y nos empezará a mostrar si parte de la necesidad la podemos resolver con aumento de deuda. Pero no debemos olvidar que este nuevo pasivo, y naturalmente el anterior que ya teníamos en el balance, debe cancelarse en algún momento. Nuestra capacidad de devolver el crédito es a partir del EBITDA que generamos y así hemos de verificar el valor del cociente entre la deuda financiera y el EBITDA. Normalmente conocemos este dato del año en curso pero la realidad es que la devolución de la deuda requiere anticipar los flujos de caja futuros, ya que la cancelación de la deuda también se prolonga en el tiempo.

Con estos dos datos estudiados a fondo, ya podemos ir revisando cómo solucionar de forma definitiva la necesidad financiera. Seguidamente pasamos a detallar los productos que me permiten financiar el circulante.

10.4. Financiación del circulante

La financiación de circulante engloba los productos que nos permiten mantener el nivel de existencias que hayamos considerado necesario para el año siguiente, la financiación que deseemos otorgar a nuestros clientes y las facilidades que nos concedan nuestros proveedores. Los más utilizados en las empresas españolas son los que analizamos a continuación.

10.4.1. Póliza de crédito

Una póliza de crédito conceptualmente no es otra cosa que una cuenta corriente que nos permite disponer de una cantidad de dinero a nuestra discreción,

utilizando para ello los instrumentos de movilización de fondos habituales en una cuenta corriente. Podemos realizar tanto disposiciones como imposiciones de tal modo que a priori no tendría por qué tener vencimiento, sin embargo lo habitual es que lo tenga. En este sentido, podemos hablar desde las pólizas de campaña, con vencimiento a seis meses, hasta las pólizas de crédito, con renovación tácita y vencimiento a los tres o cinco años de su formalización. La instrumentación se efectúa mediante un número de cuenta del que podemos disponer con cualquier instrumento de movilización de fondos, cheque, pagaré, tarjeta, transferencia, permitiendo además la domiciliación de efectos comerciales o recibos periódicos. Al igual que una cuenta corriente, periódicamente se realizan liquidaciones de intereses y gastos. Estas liquidaciones que en la gran mayoría de los casos tienen frecuencia trimestral o mensual están compuestas por intereses acreedores; en el caso de que la cuenta tenga saldo acreedor la entidad nos liquidará intereses a nuestro favor en la cuantía pactada y de intereses deudores; en función de los saldos que hemos tomado a crédito y del tiempo que hemos disfrutado de dicho crédito la entidad liquidará intereses a su favor. También podemos pagar intereses de descubierto; si por cualquier causa en un momento dado hemos tomado un importe superior al límite pactado con la entidad.

Por otra parte, en las liquidaciones nos podemos encontrar con otros tipos de comisiones. Nos referimos a la comisión de saldo no dispuesto y a la comisión de máximo descubierto. En efecto, en muchos casos las entidades priman la utilización del crédito pactado, cobrando una comisión trimestral o mensual en función del crédito no consumido durante el periodo de liquidación. Así es habitual encontrarse con comisiones de un 0,50 % anual con liquidaciones trimestrales o mensuales sobre el saldo no dispuesto. Se ha de tener un especial cuidado al negociar dicha comisión ya que en ocasiones se habla de comisiones de un 0,25 % trimestral, que es el equivalente a un 1 % anual.

Como ya se ha mencionado, el periodo de tiempo durante el que podemos utilizar la póliza suele ser limitado, de unos meses a varios años; esto hace que a su vencimiento, si tenemos saldo dispuesto, debamos cubrir inmediatamente dicho saldo, bien mediante la renovación de la póliza, utilizando fondos propios o refinanciando el saldo dispuesto mediante un préstamo.

Asimismo los intereses pueden ser fijos o variables. En este último caso se suele indiciar respecto al Euribor a 3 meses, normalmente coincidiendo con la

frecuencia de liquidación.

La principal ventaja es la flexibilidad y el inconveniente es utilizarla para otros fines más a largo plazo que pueden poner en peligro que seamos capaces de cancelarla a vencimiento. Asimismo, como la única garantía es la empresa, las entidades financieras suelen exigir garantías o aplicar costes superiores al descuento bancario.

10.4.2. Descuento bancario

Se trata de un instrumento de financiación bancaria a corto plazo. Así la entidad bancaria anticipa al cliente el importe de un crédito no vencido contra un tercero. En el caso de que el deudor no cumpla con su compromiso de pago al vencimiento de la operación la entidad financiera le cargará el nominal del crédito más una comisión. Este instrumento es siempre «con recurso», es decir que el cliente emisor de la factura es quien soporta el riesgo de impago.

Los documentos que suelen descontarse son recibos, letras de cambio, pagarés u otros similares. En el comercio habitual las ventas aplazadas afectan directamente a la tesorería de la empresa y pueden generar tensiones en la misma, por lo que el descuento bancario permite anticipar unos cobros que tendríamos en el futuro. Si nuestro cliente nos devuelve el efecto descontado, la entidad nos lo adeudará en la cuenta. Esta circunstancia puede ocasionarnos un serio problema, por haber utilizado el dinero del descuento en nuestro circulante y encontrarnos con que el banco nos solicita que repongamos efectivo en cuenta para el cargo del impagado.

Cuando solicitamos una operación de descuento en una entidad, esta nos clasifica. La clasificación es simplemente el límite de crédito que la entidad bancaria concede a una empresa, y dependerá de las características de la compañía y de la estructura de su clientela. En algunas ocasiones en que tenemos clientes de elevada solvencia es útil pedir líneas por clientes para minimizar el coste aunque en la actualidad ya prácticamente solo se descuentan pagarés, con lo que el banco que concede el descuento bancario se asegura que el cliente ha validado la factura al haber emitido el pagaré. En el caso de que seamos emisores de recibos periódicos sin aceptar (p.ej., un bufete de abogados o un administrador de fincas) la entidad financiera nos puede hacer la gestión de emisión de los mismos y

anticipar una proporción de su importe. En este caso nos cobrará una comisión por cada recibo y obviamente un interés por el posible anticipo.

Es interesante señalar que el tipo que nos apliquen es una tasa de descuento, es decir que se aplica sobre el nominal del efecto con lo que el tipo de interés comparable en una póliza de crédito no sería exactamente el mismo. En efecto, supongamos que descontamos una letra a un año de nominal 1.000 euros al 10 %, el banco nos abonará hoy 900 euros en nuestra cuenta, por lo que el tipo de interés sobre el importe que nos dejan es un 11,11 % (100/900).

Respecto a los costes, las entidades pueden cobrar una comisión por los servicios administrativos que prestan en la operación, incluida una comisión por el estudio. Un tema clave para facilitar la renovación de las líneas de descuento es el porcentaje que tengamos de impagados. Ello no solo genera un coste por la devolución, sino que la entidad financiera va a condicionar la aceptación de determinados pagarés o recibos a que no hayan impagados previos, además de bajarnos los límites totales de la línea de descuento si el porcentaje que tenemos es superior al del sector.

10.4.3. *Factoring*

El *factoring* consiste en la cesión de los créditos sobre clientes que genera nuestra empresa, de tal modo que a partir de dicho momento es la empresa de *factoring* la que se encarga de poner en circulación dicho crédito y de cobrarlo en la forma y plazo establecidos entre nuestra empresa y nuestro cliente.

El *factoring* es un producto que nace como respuesta a las necesidades de los exportadores de gestionar los cobros y recobros que sus exportaciones generan. Estos exportadores cuando sufrían una incidencia en un cobro se encontraban con grandes dificultades para gestionar el recobro. Así las entidades financieras detectan dicho nicho de mercado y dado que ellas sí que disponen de los medios materiales y humanos necesarios para la gestión del recobro, plantean a sus clientes que les cedan dichos cobros a cambio de una comisión de tal modo que a partir de dicha cesión es la entidad financiera la que se encarga de todas las gestiones necesarias para realizar el cobro. Así, una vez que nace el producto para las exportaciones poco a poco se ha ido extendiendo y ampliando pudiéndose

contratar hoy tanto para ventas en el extranjero como para ventas nacionales.

La distinción fundamental dentro del *factoring* es conocer quién soporta el riesgo de incobrables. Así distinguiríamos el *factoring* con o sin recurso, siendo obvio que el coste no será el mismo ya que en el caso de *sin recurso* hay que añadir el seguro:

Con recurso: ante el impago por parte de uno de nuestros clientes el factor no realiza gestión de recobro alguna y somos nosotros quienes con nuestros medios nos hemos de encargar de dichas gestiones. En este caso en realidad lo que estamos contratando no es más que un servicio externo de cobros.

Sin recurso: el factor es quien asume la posible insolvencia por parte de alguno de nuestros clientes. En este caso sí que se realiza una cesión en firme del crédito comercial. Es la opción más habitual.

La entidad financiera con la que negociamos un *factoring* procederá a analizar nuestros clientes, viendo los plazos, los importes medios de las facturas, si son estacionales y cualquier otro factor que pueda afectar a la probabilidad de impago y la posterior dificultad de cobro. La mecánica habitual es que la empresa ceda todas las ventas a un determinado cliente. Las aceptaciones se efectúan por clientes y es posible que la entidad financiera no acepte factorizar a determinados clientes. Una vez concedida la línea de crédito, es necesario comunicarlo a nuestros clientes, que deberán aceptarlo. Ello es así porque, al ser la opción más habitual el *factoring* sin recurso, el cliente debe saber que las posibles reclamaciones judiciales futuras las hará la entidad financiera y no su proveedor. En todas las facturas debe hacerse constar que se ha factorizado.

También podemos plantearnos la posibilidad de anticipar el importe a cobrar, con lo que estaríamos en una mecánica parecida al descuento bancario. En función de los servicios prestados por la empresa de *factoring* los costes variarán pudiendo referirse solo y exclusivamente a la gestión de los cobros, o además incluir los costes generados por la anticipación de los créditos cedidos.

La principal ventaja del *factoring* sin recurso es que no supone riesgo para el emisor y por ello no se considera deuda según los criterios de CIRBE por lo que podemos pedir otro tipo de endeudamiento a las entidades financieras. Con ello también mejoramos las ratios de endeudamiento y mejora la solvencia de nuestro

balance.

10.4.4. *Forfaiting*

También denominado «descuento sin recurso», el *forfaiting* consiste en la venta de documentos financieros, con vencimientos de plazos medios, correspondientes al pago de bienes o servicios exportados, sin recurso alguno contra el exportador. Puede aplicarse al mercado nacional aunque no es tan habitual.

Los instrumentos utilizados pueden ser letras de cambio, pagarés, cartas de crédito que incluyan un pago aplazado, derechos de cobro u otros similares.

La negociación de las condiciones incluye si el tipo que se aplicará será de interés —es decir sobre la cantidad adelantada, o de descuento— aplicado sobre el nominal a cobrar al vencimiento, aunque lo habitual, al igual que en el caso del descuento bancario, es cobrar los intereses al inicio, es decir al tirón.

Este instrumento se suele plasmar en un acuerdo a largo plazo, entre 2 y 10 años, con la entidad financiera y normalmente cubre exportaciones a países en desarrollo. Adicionalmente se puede cubrir los riesgos de tipo de cambio o de interés si existen.

Al ser un préstamo sin recurso, no afecta las líneas de crédito del exportador. La entidad financiera que concede el préstamo puede a su vez solicitar un aval bancario o un seguro para cubrirse a su vez del posible impagado del cliente final.

10.4.5. Financiación de exportaciones

La financiación de exportaciones ofrece al exportador la posibilidad de obtención de anticipos sobre las ventas realizadas, mediante la justificación documental a la entidad financiera. Es muy útil en procesos de fabricación largos en los cuales la factura no puede efectuarse hasta el final pero el exportador necesita fondos mientras se encuentra en la fase de producción. En este caso se suele validar con los pedidos de los clientes.

10.4.6. *Confirming*

Esta figura es justo la contraria al *factoring*. En lugar de ceder nuestros derechos de cobro, lo que entregamos a la entidad financiera son nuestros compromisos de pago. La empresa confirmadora transfiere al banco toda la gestión de los pagos con lo que consigue simplificar su proceso administrativo. Evidentemente este procedimiento solo se realiza con empresas solventes ya que el banco, una vez comunica al proveedor que tiene una orden de pago en determinada fecha, asume el riesgo de que la empresa confirmadora no disponga de saldo para atender el pago anunciado. La entidad financiera se pondrá en contacto con el proveedor que tiene que cobrar la factura y le podrá ofrecer un anticipo sobre este importe con lo que puede ampliar la base de clientes y aumentar su negocio. Evidentemente también podría financiar a la empresa que le solicita el *confirming* si el día del vencimiento no tiene efectivo para atenderlo.

Los costes para la empresa que solicita el *confirming* son básicamente los devengados por la fianza solicitada y los intereses si decide solicitar al banco un aplazamiento al vencimiento de la factura. Recordemos que esta circunstancia no afectaría al proveedor, que cobraría puntualmente o quizás haya solicitado un anticipo al propio banco. El proveedor solo pagará un coste financiero si decide anticipar el cobro, que debería ser a un interés muy competitivo dado la solvencia del cliente y en algunos casos una comisión por cada factura anticipada.

El interés de la entidad financiera en utilizar este instrumento es la capacidad de aumentar la cifra de nuevos clientes por lo que en ocasiones no imputan coste ninguno a la empresa que les solicita el *confirming*.

10.4.7. Financiación de importaciones

Esta figura consiste en el aplazamiento del vencimiento del pago a los proveedores extranjeros. Es muy útil cuando empezamos una relación con un proveedor que nos va a exigir probablemente un pago al contado con las consecuencias obvias sobre nuestra tesorería. La entidad financiera requiere la documentación completa y procede al pago de la factura al proveedor, concediéndonos un aplazamiento que suele ser de 60 o 90 días. El coste suele ser superior al descuento ya que la

única garantía es la empresa que solicita la financiación.

10.4.8. Presentación

Como hemos podido comprobar, existen diversos productos que nos ayudan a resolver la problemática de la financiación del circulante. La elección entre los mismos depende de diversos factores como el coste, la flexibilidad o el consumo de capacidad de endeudamiento. Hacemos una breve presentación de las ventajas e inconvenientes principales de cada producto.

Producto	Ventajas	Inconvenientes
Póliza de crédito	Flexibilidad	Coste Petición de garantías Aumenta la deuda
Descuento bancario	El coste, a menudo, suele ser más bajo	Requiere tener el pagaré Aumenta la deuda
Factoring* y *Forfaiting	No consume capacidad de endeudarse El coste incluye seguro de crédito La entidad financiera analiza la calidad de la cartera de clientes	Puede ser más caro
Crédito exportación	Permite ofrecer financiación al cliente	Mayor gestión administrativa
Confirming	Agiliza la gestión administrativa El coste para el proveedor puede ser bajo	
Crédito importación	Útil al inicio de la relación comercial	Mayor gestión administrativa

Asimismo, hemos visto a lo largo de nuestra experiencia como consultores numerosos errores en la utilización de estos productos. El más grave es la utilización de financiación a corto plazo para financiar inversiones a largo plazo,

especialmente las pólizas de crédito. Durante muchos años hemos ido renovando pólizas a un año que nos parecía que nunca tendríamos que cancelar. A partir de las tensiones de tesorería que se producen en los años de crisis económica (como a partir del 2008, por ejemplo) y los problemas del sector financiero, numerosas empresas, aunque no tuvieran problemas especiales, han visto reducidos los límites de las pólizas. Nosotros siempre aconsejamos planificar presuponiendo que las cancelaremos y sin asumir renovaciones tácitas. Tampoco hay que olvidar que una parte de la inversión en existencias es inevitable ya que no podemos disminuir su importe sin poner en peligro el servicio al cliente. Por ello es fundamental que mantengamos un fondo de maniobra positivo y suficiente. Obviar este dato, cegados por una aparente facilidad de obtención de recursos a corto plazo, hace que podamos tener serios problemas financieros en un momento de tensiones de tesorería.

¡También quisiéramos señalar que la utilización del descuento bancario en casos de ventas a clientes de los que dudamos que nos acaben pagando es un error habitual. Al final, lo único que conseguimos es aumentar el nivel de impagados, lo que forzará a la entidad financiera a subirnos el coste del descuento, o en el peor de los casos a disminuirnos el riesgo total. Asimismo, siempre es necesario controlar el porcentaje de devoluciones para mantener saldos que nos permitan su cobertura y evitar que la entidad financiera tenga que autorizarnos descubiertos, que ya sabemos que tienen un coste elevadísimo.

10.5. Conclusiones

En este capítulo hemos destacado la importancia de la planificación financiera a corto plazo mediante la proyección de cuentas de resultados y balances previsionales. Ello nos permite cuantificar la necesidad financiera y conocer su evolución mensual y las características de la misma. Este análisis nos determina si la necesidad de capital es temporal o permanente, lo que permite escoger los instrumentos adecuados para cubrirla. Las necesidades a largo plazo deben financiarse habitualmente con recursos a largo, es decir fondos propios y deuda financiera a más de un año. Todo ello condicionado al nivel de endeudamiento y el rendimiento de los activos de la empresa.

Normalmente la financiación requerida es a corto plazo y en este capítulo hemos hecho una descripción de los distintos instrumentos de que disponemos para financiar las inversiones en existencias y clientes, así como alargar los plazos de pago que nos conceden los proveedores.

La decisión entre los distintos productos debe basarse en su coste, su flexibilidad y adaptación al crecimiento de la compañía. Asimismo, es útil combinar instrumentos con y sin recurso para controlar nuestro nivel de riesgo y diversificar entre distintas entidades financieras. Este punto es hoy más importante que nunca por las dificultades por las que está pasando el sistema financiero español y la restricción de crédito que ello ha supuesto para empresas y particulares.

Referencias bibliográficas

AMAT, O. (2008): *Análisis integral de empresas*, Profit, Barcelona.

BREALEY, R.A. y MYERS, S. (1993) *Fundamentos de financiación empresarial*, Mc-Graw-Hill, Madrid.

COPELAND, T.E., WESTON, J.F. y SHASTRI. K. (2005) *Financial theory and corporate policy*, Pearson Addison Wesley, Boston.

GARRIDO, P. y IÑIGUEZ, R. (2010): *Análisis de estados contables*, Pirámide, Madrid.

GÓMEZ-BEZARES, F. (2009) *Las decisiones financieras en la práctica*, Desclée de Brouwer, Bilbao.

HIGGINS, R. (2009): *Análisis para la dirección financiera*, McGraw-Hill, Madrid.

MASSONS, J. (2008): *Finanzas*, ESADE, Barcelona.

VAN HORNE, J.C. (1986) *Financial management and policy*, Prentice-Hall International, Londres.

12. Capítulo redactado por Jordi Fabregat, ESADE Business School. Publicado previamente en el número 12 de la *Revista de Contabilidad y Dirección*.

11

OPERACIONES DE REESTRUCTURACIÓN EN LA EMPRESA[13]

Resumen

En los últimos años la continuidad de muchas empresas ha pasado por la negociación de procesos de reestructuración, tarea a la que ha dedicado buena parte de su tiempo la alta dirección. Al hablar de reestructuración suele pensarse solamente en refinanciación de la deuda cuando, en la mayor parte de los casos, para conseguir esta refinanciación es preciso llevar a cabo una reestructuración de los activos.

Con la reestructuración operativa se trata de hacer viable la empresa a corto plazo y conseguir unos flujos de caja libre (FCL) que aseguren la continuidad de la empresa a medio y largo plazo. La reestructuración financiera afecta a acreedores financieros y comerciales, así como a accionistas, empleados y clientes e incluso a la Hacienda Pública y las diferentes Administraciones Públicas. El plan de viabilidad y reestructuración ha de buscar el equilibrio entre viabilidad de la empresa y sacrificios de los distintos agentes.

Conceptos clave

Covenant, Flujo de caja libre, Negociación, Reestructuración financiera, Reestructuración Operativa, Rentabilidad Económica, Viabilidad Económica.

11.1. Introducción

Durante los últimos años, especialmente en periodos de recesión, la continuidad de muchas empresas ha pasado por la negociación de procesos de reestructuración, tarea a la que ha dedicado buena parte de su tiempo la alta dirección. Ciertamente, empresas de sectores muy diversos han sobrevivido –o no– gracias a su capacidad de reestructurar su activo y refinanciar totalmente su deuda.

Y este es un primer punto importante, ya que cuando se habla de reestructuración suele pensarse solamente en refinanciación de la deuda, cuando en la mayor parte de los casos, para conseguir esta refinanciación es preciso llevar a cabo una reestructuración de los activos.

11.2. Aspectos operativos y financieros en una empresa[14]

En efecto, resulta muy conveniente distinguir entre los aspectos operativos y los aspectos financieros que existen en cualquier actividad empresarial. Los primeros incluyen todas las políticas operativas —a corto, medio y largo plazo— que se representan en los flujos de caja libre (FCL), mientras que los aspectos financieros se refieren a las políticas asociadas a una correcta gestión de los pasivos netos: estructura de capital y políticas de endeudamiento y apropiada remuneración al capital.

En términos de la información financiera-contable, esta distinción entre aspectos operativos y financieros puede expresarse de la siguiente forma:

Aspectos operativos

— A corto plazo: cuenta de explotación operativa

Incluye decisiones sobre políticas de precios, costes, gastos, logística, producción, etc.

— A corto y medio plazo: activos corrientes netos (ACN), definidos como activos corrientes operativos menos pasivos corrientes operativos.
Incluye decisiones sobre políticas de cobros, pagos, inventarios, *cash management*.

— A medio y largo plazo: activos fijos netos
Incluyen decisiones sobre inversiones y desinversiones en activos fijos.

Resulta evidente que, bajo esta perspectiva, el FCL es una excelente presentación de la generación de liquidez asociada a los aspectos operativos de una empresa no financiera. En efecto:

FCL	Aspectos operativos asociados
BAIT	Beneficio antes de intereses e impuestos
– Impuestos	
= BAI	Beneficio antes de impuestos. A corto plazo asociado con la cuenta de resultados
+ Amortización	
= FCL Operativo	
+/– Variación en ACN	Variación en activo corriente neto (fondo de maniobra)
= FCL por inversiones en ACN	A corto y medio plazo asociado con ACN
+/- Variación en activos fijos	
= FCL por inversiones en AF	A medio y largo plazo asociado con AF

Así, el FCL total puede descomponerse en los tres componentes arriba citados:

+ FCL operativo
+ FCL por inversiones en ACN
+ FCL por inversiones en AF

= FCL total

Es evidente que para entender cómo se genera de manera sostenible un FCL positivo en una empresa no financiera, hay que entender cómo la aplicación de las diversas políticas operativas contribuye a la sostenibilidad de los componentes del FCL. Es decir, no se trata solo de generar un FCL positivo, sino de conocer de dónde proviene.

A modo de ejemplo, consideremos las tres siguientes situaciones:

	Situación 1	**Situación 2**	**Situación 3**
FCL operativo	+400	0	–100
FCL activos corrientes netos	–100	–50	+150
FCL inversiones en activo fijo	–100	+250	+150
FCL total	+200	+200	+200

Aunque en las tres situaciones se genera un FCL positivo de 200, al analizar cómo se genera en cada una de las situaciones parece claro que es más sostenible el que proviene de la situación 1 que el de las restantes. ¿Por qué? Porque el principal componente del FCL total se deriva de los aspectos operativos de la empresa, en contraste con la situación 2, donde hay un FCL de 200 porque se ha generado caja a través de desinversiones en activos fijos.

Aspectos financieros

Incluyen todas las decisiones que afectan a cómo financiar las necesidades operativas: estructura de capital, políticas de endeudamiento y política de relaciones con los accionistas. En términos de análisis de valor económico, estos aspectos financieros estarían incluidos en los diversos componentes del coste medio ponderado de capital:

1) Estructura de capital (ratio deuda/recursos propios)
2) Coste de la deuda
3) Coste de los recursos propios

Esta separación entre aspectos operativos y financieros es un enfoque que tiene muchas ventajas a la hora de analizar una empresa no financiera bajo la perspectiva del valor económico. Adicionalmente, permite una primera clasificación general de los diversos riesgos existentes, separando el riesgo operativo (conjunto de riesgos relacionados con los aspectos operativos) del riesgo financiero (los asociados a los aspectos financieros).

11.3. ¿Cuándo es necesaria una reestructuración financiera?

Una empresa necesita afrontar una reestructuración financiera cuando se encuentra en una situación de imposibilidad de cumplimiento del plan de pagos de la deuda. Es decir, cuando los FCL son inferiores a los pagos de la deuda (principal e intereses).

La necesidad de reestructurar la totalidad de la deuda de una empresa surge, en la mayoría de las ocasiones, con motivo de las dos siguientes situaciones:

a) Graves tensiones de liquidez como consecuencia de una disminución significativa de los ingresos o un incremento sustancial en los costes, lo que pone en duda la capacidad de la empresa de hacer frente a sus compromisos operativos y financieros a corto plazo.
b) Severa caída del valor de mercado de activos estratégicos de la empresa, con el consiguiente deterioro del colateral cuando se han producido financiaciones específicas de activos.

Se inicia entonces un proceso de reestructuración de la deuda en el que se trata de lograr un acuerdo privado sobre los futuros términos y condiciones de la deuda con el objetivo de hacer viable la empresa cuando ya existe una situación actual o inminente de insuficiencia financiera. En un sentido más amplio, se trata de acordar cómo se reparte el flujo de caja de la compañía entre los distintos proveedores de capital y otros acreedores para evitar una quiebra o liquidación en exceso gravosa para los distintos agentes económicos y sociales afectados.

De esta afirmación se deducen una serie de características que conviene comentar:

1) En un proceso de reestructuración se trata de llegar a un acuerdo privado, que evite un procedimiento judicial. El acuerdo también es posible en el marco de la correspondiente legislación concursal, aunque entonces bajo tutela judicial y sometido a reglas con frecuencia más rígidas (convenio de acreedores).
2) Es un acuerdo sobre refinanciación en situación de incumplimiento del plan de pagos (*distress*), a diferencia de una refinanciación simple donde no existe esta tensión financiera.
3) Es un proceso que tiene como objetivo la viabilidad y continuidad de la empresa.
4) Solo tiene sentido si el valor de la empresa después de la reestructuración financiera es mayor que el valor de la empresa en liquidación.
5) Se supone que se han implementado previamente unas ciertas medidas de reestructuración operativa que han resultado insuficientes para generar el flujo de caja necesario para evitar la situación de *distress*.

11.4. Operaciones de reestructuración operativa

Con la reestructuración operativa se trata de hacer viable la empresa a corto plazo y conseguir unos FCL que aseguren la continuidad de la empresa a medio y largo plazo. A partir de estos FCL después de la reestructuración, se diseña la reestructuración financiera y se determina si el valor de la empresa después de la reestructuración es mayor que el valor de liquidación ahora.

¿Cómo incrementar los flujos de caja libre de una empresa de manera sostenible? Ciertamente no centrándose exclusivamente en el corto plazo.

Con frecuencia se asocia una reestructuración operativa a un conjunto de acciones centradas exclusivamente en la mejora de la cuenta de explotación, más concretamente en la disminución de gastos y costes que acaban centrándose en los relacionados con los trabajadores (reducción de plantillas, de salarios, etc.). Reducir una reestructuración operativa a una reestructuración de personal es una simplificación que no suele producir efectos permanentes.

En efecto, una reestructuración operativa debe abarcar, o al menos tener en cuenta, todos los aspectos operativos que ya se han señalado: a corto, medio y largo plazo. Se trata de generar más flujo de caja sostenible no solo a través de la cuenta de explotación, sino también de una mejor gestión de los activos netos (circulantes y fijos).

Estamos hablando de acciones relacionadas con políticas de precios, mejoras en costes, en gastos, logística, productividad, etc. Pero también de revisión y mejora en políticas de cobros, pagos, inventarios y *cash management*, sin olvidar las necesarias inversiones y desinversiones en activos fijos.

En el mundo empresarial existen innumerables ejemplos de operaciones de reestructuración operativa que se han concretado en la identificación de un problema de liquidez, analizar de dónde viene y plantear las posibles soluciones que existen para superarlo.

La liquidez de una empresa puede provenir de cuatro fuentes principales:

a) Liquidez generada a través de los aspectos operativos relacionados con la cuenta de explotación. Nos referimos a la liquidez que se genera (o se pierde) como consecuencia de la aplicación de todas las políticas operativas a corto plazo de la empresa y que se reflejan en la cuenta de pérdidas y ganancias: política de precios, de márgenes, de control de costes y gastos operativos, de retribución salarial, etc. La denominaremos liquidez operativa.
b) Liquidez generada (positiva o negativa) a través de los aspectos operativos relacionados con la gestión del fondo de maniobra operativo de la empresa. Se incluyen aquí las políticas de cobro a clientes, condiciones de pago a proveedores, gestión de los inventarios, posiciones de tesorería

operativa, etc. La denominaremos liquidez del fondo de maniobra operativo.

c) Liquidez generada por la implantación de la política de inversiones de la empresa en activos fijos, que puede ser positiva a través de una política de desinversiones. La llamaremos liquidez de inversiones a largo.
d) Liquidez generada a través de la política de retribución al capital de la empresa, así como por la política de financiación con recursos propios. La llamaremos liquidez de los recursos propios.

La suma de estos cuatro componentes de la liquidez de una empresa genera el llamado flujo de caja neto, que necesariamente es igual (con distinto signo) a la variación en el endeudamiento de la empresa. La figura 11.1 resume el estado de liquidez de una empresa durante un determinado periodo temporal.

1. Beneficio neto	+60	
2. Amortización	+35	
A. Liquidez operativa (Flujo de caja) (1+2)	**+95**	
3. Caja operativa	–1	
4. Clientes	–50	El aumento del saldo de clientes reduce la caja
5. Inventarios	–24	El aumento de las existencias reduce la caja
6. Proveedores	+35	El aumento de proveedores aumenta la caja
7. Acreedores	+25	El aumento del saldo de acreedores aumenta la caja
B. Total liquidez del fondo de maniobra operativo (3+4+5+6+7)	**–15**	
C. Total liquidez generada a corto (A+B)	**+80**	
8. Liquidez inversiones a largo	–50	
9. Liquidez recursos propios	–10	
D. Total liquidez a largo (8+9)	**–60**	
E. Flujo de caja neto (C+D)	**20**	**Caja generada por la empresa que se puede utilizar para reducir deuda**
Variación en deuda	**–20**	**Deuda que se puede reducir gracias a la caja generada**

Fuente: «Algunos comentarios sobre procesos de reestructuración financiera». *Revista Harvard Deusto Finanzas Contabilidad*. Diciembre 2010. Pág. 17.

Figura 11.1. El análisis de la liquidez en AFM.

Al analizar la liquidez bajo esta perspectiva, podemos derivar los siguientes puntos:

1. La reducción de deuda solamente se consigue generando un flujo de caja neto (FCN) positivo. En el caso de AFM, la empresa redujo en 20 millones la deuda porque generó un FCN de 20 millones.
2. Una empresa en una situación permanente de FCN negativo es

insostenible.

3. La liquidez total a corto generada por una empresa es la suma de la liquidez operativa y la liquidez del fondo de maniobra operativo, mientras que la liquidez a largo es la suma de los componentes de liquidez por inversiones y financiación (capital de los accionistas...). En el caso de AFM, la empresa generó 80 millones a corto, y destinó 60 millones a financiar políticas a largo.
4. Entender si el problema se genera por carencias de liquidez a corto o a largo, recurrentes o no, es clave para entender el problema de liquidez en una empresa. En efecto, los problemas a corto precisan soluciones distintas de los problemas a largo. Los primeros suelen ser recurrentes, mientras que los segundos pueden ser temporales o asociados a fases concretas. Los primeros necesitarían de financiación a corto, mientras que los segundos deberían ser financiados con recursos de deuda a largo.
5. En consecuencia, no se trata solo de generar FCN positivo, sino de analizar su sostenibilidad en el tiempo. En este sentido, la situación de la empresa del ejemplo sería muy distinta si los mismos 20 millones de euros de FCN se generaran a través de desinversiones (que quizás no se van a mantener en el tiempo), en lugar de liquidez operativa (que, posiblemente, se pueden seguir produciendo en el futuro).
6. En una situación (poco frecuente) de permanente autofinanciación de una empresa, la liquidez generada a corto sería la cantidad empleada en financiar las políticas a largo de la empresa: inversiones y retribución al capital. El FCN sería nulo.

Identificado el problema de liquidez que hace precisa una eventual reestructuración y refinanciación de la empresa, es preciso elaborar un plan financiero, tanto a corto como a medio y largo plazo, en el que se incluyan las medidas operativas que se implantarán para mejorar la liquidez operativa a corto, medio y largo plazo, y los recursos asociados que se precisan para hacer viable la empresa.

11.5. Operaciones de reestructuración financiera

A diferencia de un proceso de refinanciación ordinario, donde la compañía afronta una negociación bilateral con entidades financieras en un contexto en que probablemente existen varias alternativas, una reestructuración implica involucrar a multitud de agentes sociales y económicos en una situación de pocas alternativas y gran presión de tiempo. Por ello, la reestructuración financiera alcanza a todos los ámbitos de la compañía con un profundo impacto en su futuro y viabilidad, y tal como se ha dicho con anterioridad, se debate la propia supervivencia de la misma.

La reestructuración financiera afecta a acreedores financieros y comerciales, así como a accionistas, empleados y clientes e incluso a la Hacienda Pública y las diferentes Administraciones Públicas. El plan de viabilidad y reestructuración ha de buscar el equilibrio entre viabilidad de la empresa y sacrificios de los distintos agentes y cuando fracasa, con frecuencia termina en una costosa liquidación con severas pérdidas para todos los afectados.

Es fácil imaginar la enorme dificultad técnica y operativa de un proceso de este tipo, no solo por el gran número de implicados, sino también, por el obvio conflicto de intereses que destapa.

¿En qué acuerdos suele concretarse toda esta serie de negociaciones que forma parte de una reestructuración de deuda? Básicamente, podemos hablar de cuatro:

1) Nueva programación temporal del plan de vencimientos de la deuda, tipologías de la misma (prelación y garantías) y renegociación del coste de la misma. Esta medida es típica cuando se da una situación de disminución más o menos temporal de los ingresos de la empresa, que aún se considera viable.
2) Conversión de deuda en capital (capitalización) y retribución del capital (política o restricciones de dividendos). Se utiliza cuando existe un exceso de deuda, no solventable a largo plazo pero la compañía tiene un valor mayor en funcionamiento que en liquidación.
3) *Spin off (change of recourse*) Ejemplo: separación de la «empresa mala». Utilizado en situaciones parecidas a las mencionadas en 2) aunque con intención de vender o atraer a nuevos inversores a la «empresa buena».
4) Plan de negocio en el que se detallan, entre otros asuntos, los costes operativos y la política de inversiones. Puede incluir nuevas líneas de

liquidez para afrontar el corto y medio plazo (dinero nuevo) que, por lo general, obtendrá una superpreferencia (*super seniority*).

Un proceso de reestructuración de deuda es un proceso de negociación. Como en toda negociación conviene entender los intereses de las partes implicadas, sus potenciales conflictos, los puntos fuertes y débiles de los concurrentes, su poder negociador, etc.

En efecto, las principales partes implicadas en una reestructuración de la deuda son tres: las entidades financieras, el equipo directivo y los accionistas. Los intereses de estas partes son distintos, ya que las entidades financieras estarán preocupadas fundamentalmente por la viabilidad de la empresa y el repago de su deuda, mientras que al equipo directivo le interesa prioritariamente la continuidad de la empresa y de sus puestos de trabajo, y a los accionistas, el crecimiento y los planes de futuro. La figura 11.2 resume esta situación.

Participante	Intereses	Conflicto con
Entidades financieras	Viabilidad Repago deuda Reducción riesgo crediticio	Visión a largo Continuidad, accionistas, acreedores comerciales
Accionistas	Crecimiento *Equity story* Futuro de la empresa	Visión a corto Riesgo crediticio, acreedores financieros. Hacienda
Equipo directivo	Continuidad Mantenimiento de puestos de trabajo	Viabilidad a corto Rentabilidad (accionistas) Acreedores financieros

Fuente: «Procesos de reestructuración financiera».
Revista Estrategia Financiera. N.º 291. Febrero 2012. Pág. 29.

Figura 11.2. Conflicto de intereses entre las partes.

En este sentido, uno de los puntos de discusión más importantes es acordar un plan de futuro realista, en el que la generación de un flujo de caja libre suficiente para asegurar la viabilidad a corto no ponga en peligro el futuro de la empresa a medio y largo plazo, con limitaciones en planes de inversión que serían necesarios para asegurar la continuidad del negocio.

En definitiva, se trata de entender y llegar a acuerdos sobre cómo la empresa

puede generar liquidez, tanto cuantitativa como cualitativamente. Más concretamente:

- ¿Cuál es la composición del flujo de caja libre? ¿Cuál es su cuantía?
- ¿Es sostenible en el tiempo?
- ¿A dónde se destina ese flujo de caja libre? ¿A qué se renuncia para generar esa liquidez?

Conviene no olvidar que un plan de futuro realista debe tener en cuenta el poder negociador de las partes implicadas. Tanto directa como indirectamente.

Consideremos, por ejemplo, el papel de los acreedores comerciales, al que ya hemos hecho alusión arriba. Una empresa en situación de *distress* suele tener acreedores comerciales en una situación de mayor dispersión y menor riesgo individual que las entidades financieras. En consecuencia, estos acreedores comerciales pueden tener un mayor potencial para recurrir a un procedimiento judicial y hacer inviable (o dificultar enormemente) un proceso de reestructuración. En estos casos, el poder negociador de estos acreedores comerciales es mayor que el de los acreedores financieros. Y los planes de viabilidad acordados con las entidades financieras deben tener en cuenta esta realidad: el flujo de caja libre debe incluir los eventuales pagos a estos acreedores.

11.5.1. Los elementos de un proceso de reestructuración financiera

Un proceso de reestructuración financiera en una empresa incluye acciones internas y acciones externas. Analicemos con detalle las primeras.

Acciones internas

Las acciones internas pueden resumirse en los siguientes puntos:

1. Identificación del problema de liquidez: por qué, cuánto y cuándo
2. Preparación del plan financiero interno:

Plan tesorería a corto
Plan rentabilidad a medio y largo

3. Estrategia de negociación con el *pool* de bancos: qué ofrecemos, a quién, en qué condiciones
4. Propuesta preliminar al *pool* de bancos

Las acciones externas de un proceso de reestructuración financiera van encaminadas a lograr los acuerdos entre las partes, identificando negociadores y posibles árbitros dirimentes, nombrando expertos en los necesarios temas técnicos y legales, y acordando mecanismos de seguimiento para controlar el cumplimiento de los acuerdos.

Como estas acciones externas se llevan a cabo con los bancos, conviene distinguir entre acciones externas con la parte comercial y acciones externas con la parte técnica de los bancos.

Acciones externas iniciales con parte comercial

La reestructuración formalmente empieza cuando se realiza la presentación de la propuesta de reestructuración a los bancos integrantes del pool bancario. En una primera reunión se plantea la situación financiera de la sociedad, así como las propuestas de solución junto con las nuevas necesidades de financiación. Esta primera reunión es importante ya que se va a plantear una situación altamente estresante para las entidades y se debe dar la seguridad de que se ha analizado exhaustivamente el problema y se está planteando una solución que hace viable a la compañía.

Posteriormente tendrán lugar distintas reuniones preliminares con las oficinas comerciales de los bancos del *pool*, ya que son estas las que transmiten estas primeras informaciones a sus direcciones territoriales y departamentos de riesgos. En estas reuniones con las oficinas comerciales se deberá definir qué entidad va a liderar el proceso de reestructuración. Normalmente, la entidad del *pool* que posee un mayor porcentaje de riesgo CIRBE y que posea un departamento de reestructuraciones será la que actúe como banco agente.

Una vez definida la propuesta provisional y mejorada con las aportaciones de

todas las entidades, se podrá elaborar una propuesta definitiva que va a ser la que se eleve a los distintos departamentos de riesgos.

Con la propuesta definitiva de la operación, entrará en funcionamiento el proceso técnico de evaluación de la misma. El banco agente deberá iniciar el proceso con la propuesta de contratación de la asesoría económica y jurídica que asesorará al *pool* de bancos. El primer trabajo que se realizará es la revisión independiente del plan de negocio por parte de la auditoría externa. Es el IBR (*independent business review*).

Las distintas entidades del *pool* no empezarán a realizar ninguna acción hasta obtener el resultado del IBR en sentido favorable. La consultora revisará las hipótesis que se plantean en el plan financiero para verificar su razonabilidad, y establecerá los ajustes y sensibilidades que presentan las hipótesis sobre las que se ha construido el plan de negocio de la reestructuración. Las predictibilidad de las ventas, la existencia de una cartera de pedidos futuros, la razonabilidad de los plazos de cobro y pago y las hipótesis sobre la evolución de las distintas variables.

Este informe favorable del IBR puede adquirir una especial relevancia cuando la operación de reestructuración incluye reconversión de deuda en capital. El valor de esta nueva aportación de capital es un elemento clave para evitar pérdidas de rentabilidad indeseadas en los antiguos o nuevos accionistas.

Acciones externas con parte técnica de los bancos

1. Negociaciones bilaterales con miembros del pool*:*

La participación en el préstamo final de cada uno de los miembros del *pool* es uno de los aspectos más importantes de la negociación que se lleva a cabo durante el proceso de reestructuración. Los integrantes con una participación significativa dentro del *pool* intentarán que participen de la reestructuración todos los integrantes del mismo. En efecto, si hubiera bancos o cajas que no desearan estar en la estructura resultante eso obligaría al resto de integrantes del *pool* a incrementar su riesgo dentro de la compañía. El objetivo principal de los principales acreedores es que el riesgo se mantenga en los mismos niveles que represente la cuota CIRBE en el momento de la reestructuración.

Las negociaciones con cada uno de los integrantes se centran en un primer lugar en este punto, conseguir que todos los miembros del pool estén de acuerdo

con la reestructuración. En el caso de que alguna entidad se muestre reacia a participar en la reestructuración, la negociación con los miembros del pool pasará a ser en lo relativo al porcentaje que deberán asumir del riesgo que no se está afectando.

Establecido el número de participantes, el proceso de reestructuración avanza con negociaciones bilaterales que se centran en los aspectos económicos y jurídicos más específicos que las distintas entidades tratan de imponer en la estructura resultante, y en los contratos en los que se formalizan los posibles acuerdos: contrapartidas individuales, *covenants*, cláusulas especiales en contratos, etc.

2. Coordinación con banco agente:

Este punto es especialmente importante para el éxito o el fracaso final del proceso de reestructuración. El banco agente deberá dirigir todo el proceso, y liderar las negociaciones y las relaciones con los asesores económicos y jurídicos del pool. Así mismo, deberá realizar una labor diligente con el fin de agilizar el cierre de la operación, ya que el estado financiero de las sociedades en proceso de reestructuración normalmente se deteriora con el paso de unos pocos meses, por lo que una pronta solución del mismo facilita en gran medida la viabilidad de la operación, y la de la propia empresa.

La compañía debe mantener una relación fluida con el banco agente, ya que todos los hitos que se producen durante el proceso son consecuencia de las acciones tomadas por iniciativa del banco agente. En un entorno de crisis, en el que un gran número de empresas suelen tener procesos de reestructuración, los departamentos de reestructuraciones de las entidades financieras suelen estar saturados de trabajo, lo que hace especialmente difícil el seguimiento de las operaciones en plazos razonables. Posibles retrasos en la ejecución de las acciones necesarias pueden poner en peligro el proceso de reestructuración.

3. Data room *sobre documentación jurídica y contable anexa:*

La compañía inmersa en el proceso de reestructuración de su pasivo debe preparar toda la documentación que será necesaria durante el proceso. A modo de ejemplo se pueden citar los siguientes documentos:

1. Títulos de propiedad
2. Escrituras y apoderamientos
3. Contratos de diversos tipos
4. Planes financieros y de negocio
5. Contabilidad, registro de facturas recibidas y emitidas

La disponibilidad previa de toda esta documentación facilita el proceso de evaluación que la consultora externa realiza del plan financiero. No es necesario resaltar que una mayor agilidad en la obtención del informe final del IBR redundará en una mayor facilidad para la terminación con éxito de la reestructuración.

Posteriormente, en la fase de elaboración de los contratos jurídicos, la disponibilidad de la información en el *data room* agilizará asimismo la conclusión de esa fase.

4. Identificación de garantías generales y particulares:

La estructura resultante del proceso deberá estar garantizada por un número suficiente de activos que garanticen que el *loan to value* (LTV) del préstamo está dentro de los parámetros aceptados por las entidades financieras.

Es decir, para el buen fin de una reestructuración un elemento esencial es la capacidad de la compañía para obtener suficientes garantías que se puedan aportar al proceso. Estamos hablando de garantías como el número, valor y la fiabilidad de los activos que posee la empresa; su capacidad para aportar garantías hipotecarias; el potencial de cesión de derechos que sean valorables por las entidades financieras, así como los avales y garantías aportadas por los propios socios, en el caso de que la sociedad no tuviera la suficiente capacidad para aportar las garantías.

5. Revisión jurídica de contratos y cláusulas:

El punto previo al cierre y firma de las negociaciones del proceso de reestructuración tiene que ver con la revisión jurídica de los contratos que se redactan. Tanto el *pool* de entidades como la propia compañía poseen asesores jurídicos que estarán llevando el peso de las negociaciones en este punto. El

resultado final de las negociaciones bilaterales y multilaterales se plasmará en este documento, por lo que la seguridad de que el mismo incluye todos los acuerdos alcanzados es de vital importancia.

En ocasiones, incluso después de haber alcanzado acuerdos con el banco agente y con el resto de participantes en el proceso de reestructuración, se pueden producir nuevos problemas en el momento de plasmar esos acuerdos en los correspondientes contratos, tanto en los términos jurídicos utilizados como en cláusulas que cada una de las entidades pueden desear introducir. Si se emplea el criterio de *pari passu*, en el que todas las entidades tienen que tener las mismas garantías y los mismos derechos, el documento final debe reflejar todas las cláusulas que exigen los departamentos jurídicos de las entidades participantes, pero ninguna de ellas puede mejorar ni empeorar la posición de las partes dentro del crédito sindicado.

6. Negociación final y firma:

Todas las negociaciones, acuerdos y contratos que se han producido durante el proceso de reestructuración conducen a la firma del crédito sindicado. No siempre este momento está libre de incidencias y se limita a la firma ante notario de los documentos y contratos aportados. En el último momento pueden aparecer diferencias que no siempre son salvables y que pueden producir aplazamientos de la firma hasta que los problemas se hayan resuelto, e incluso acabar en una denegación final.

7. Seguimiento y control:

A partir de la firma del crédito sindicado, el banco agente retiene las funciones de seguimiento y control del cumplimiento de los *covenants* y acuerdos alcanzados.

Posteriormente a la firma, se deberá producir la escrituración e inscripción de las garantías hipotecarias que se hayan aportado al crédito. Este puede ser un proceso complicado si alguno de los activos tiene problemas de algún tipo. La disposición de los préstamos estará normalmente supeditada al cumplimiento de esta obligación, ya que de no tener inscritas las hipotecas el *pool* no tendría garantizados sus riesgos en la compañía.

Entre los acuerdos a los que se haya llegado, y que quedan registrados en los

contratos firmados, suelen estar los que se refieren a las obligaciones de destino de los fondos generados en exceso sobre las amortizaciones pactadas, al ratio de apalancamiento máximo, y al seguimiento del cumplimiento del plan financiero que se ha incorporado a los contratos. Todos estos puntos deben ser revisados por el banco agente para el seguimiento periódico del préstamo sindicado.

11.6. Conclusiones

De lo expuesto se desprenden diversas conclusiones:

— Cuando una empresa aborda un proceso de reestructuración suele pensarse solamente en refinanciación de la deuda, lo que normalmente es incompleto. En la mayor parte de los casos, para conseguir esta refinanciación es preciso llevar a cabo también una reestructuración de los activos.
— Resulta muy conveniente distinguir entre los aspectos operativos y los aspectos financieros que existen en cualquier actividad empresarial. Los primeros incluyen todas las políticas operativas —a corto, medio y largo plazo— que se representan en los flujos de caja libre (FCL), mientras que los aspectos financieros se refieren a las políticas asociadas a una correcta gestión de los pasivos netos: estructura de capital y políticas de endeudamiento y apropiada remuneración al capital.
— Esta separación entre aspectos operativos y financieros es un enfoque que tiene muchas ventajas a la hora de analizar una empresa no financiera bajo la perspectiva del valor económico. Adicionalmente, permite una primera clasificación general de los diversos riesgos existentes, separando el riesgo operativo (conjunto de riesgos relacionados con los aspectos operativos) del riesgo financiero (los asociados a los aspectos financieros).
— Una empresa necesita afrontar una reestructuración financiera cuando se encuentra en una situación de imposibilidad de cumplimiento del plan de pagos de la deuda. Es decir, cuando los FCL son inferiores a los pagos de la deuda (principal e intereses).
— Con la reestructuración operativa se trata de hacer viable la empresa a

corto plazo y conseguir unos flujos de caja libre (FCL) que aseguren la continuidad de la empresa a medio y largo plazo. A partir de estos FCL después de la reestructuración, se diseña la reestructuración financiera y se determina si el valor de la empresa después de la reestructuración es mayor que el valor de liquidación ahora.

— Una reestructuración operativa debe abarcar, o al menos tener en cuenta, todos los aspectos operativos a corto, medio y largo plazo. Se trata de generar más flujo de caja sostenible no solo a través de la cuenta de explotación, sino también de una mejor gestión de los activos netos (circulantes y fijos).
— La reestructuración financiera afecta a acreedores financieros y comerciales, así como a accionistas, empleados y clientes e incluso a la Hacienda Pública y las diferentes Administraciones Públicas. El plan de viabilidad y reestructuración ha de buscar el equilibrio entre viabilidad de la empresa y sacrificios de los distintos agentes.
— Un proceso de reestructuración de deuda es un proceso de negociación. Como en toda negociación conviene entender los intereses de las partes implicadas, sus potenciales conflictos, los puntos fuertes y débiles de los concurrentes, su poder negociador, etc.
— Un proceso de reestructuración financiera en una empresa incluye acciones internas y acciones externas. Las acciones externas de un proceso de reestructuración financiera van encaminadas a lograr los acuerdos entre las partes, identificando negociadores y posibles árbitros dirimentes, nombrando expertos en los necesarios temas técnicos y legales, y acordando mecanismos de seguimiento para controlar el cumplimiento de los acuerdos.

Referencias bibliográficas

ALTMAN, E.I. (2005): *Corporate Financial Distress and Bankruptcy: A Complete Guide to Predicting and Avoiding Distress and Profiting from Bankruptcy*. 3rd Edition. John Wiley & Sons.

BREALEY, MYERS AND ALLEN. (2011): *Principles of Corporate Finance*. McGraw-Hill Irwin. 10th Edition. Pages 852-873.

ECKBO, B.E. and THORBURN, K.S. (2007): *Corporate Restructuring: Breakups and LBOs* Handbook of Empirical Corporate Finance. Chapter 16.

HIGGINS, R.C. *Analysis for Financial Management* (2012): McGraw-Hill International. 10th Edition. Pages 350-373.

LÓPEZ LUBIÁN F.J. (2008) «Financial Restructuring at Jazztel: What´s Next?». *The Journal of Financial Education*. Vol 34, Fall Pags. 137-157.

LÓPEZ LUBIÁN F.J. (2012): «Restructuring Debt: The Practical Lesson». *Forbes India*. March.

13. Capítulo redactado por Francisco López Lubián, IE Business School. Publicado previamente en el número 15 de la *Revista de Contabilidad y Dirección*.

14. En este apartado se recogen algunas ideas desarrolladas en mi libro *Cómo gestionar los riesgos corporativos* Wolters Kluwer, Madrid, 2010.

12

ALTERNATIVAS DE FINANCIACIÓN NO TRADICIONALES PARA PYMES[15]

Resumen

El objetivo de este capítulo es el análisis de fuentes de financiación novedosas que pueden ser muy convenientes para las pymes. Son alternativas útiles para las pymes que tienen dificultades para conseguir financiación a un coste asumible. Estas fuentes de financiación no tradicionales son el mercado alternativo bursátil (MAB), las sociedades de capital riesgo y los *business angels*.

Conceptos clave

Business angels, Capital riesgo, Financiación bancaria, MAB, pymes, Recursos propios, *Venture capital*.

12.1. Introducción

La importancia de las pymes está fuera de toda duda ya que representan un 65 %

aproximadamente del producto interior bruto (PIB), emplean al 80 % de la fuerza laboral y constituyen el 99 % de las empresas. Actualmente, la mayor parte de ellas tienen problemas de financiación.

Las fuentes de financiación utilizadas habitualmente por las pymes han sido la autofinanciación y la financiación bancaria. La autofinanciación o financiación interna está formada por aquellos recursos financieros generados por la misma empresa, por consiguiente no exige trámites ni tiene un coste explícito (tipo de interés).

Cuando la financiación propia interna resulta insuficiente para atender las necesidades de las empresas y el recurso a ampliaciones de capital (financiación propia externa) implica la realización de desembolsos por parte de los propios accionistas —lo cual tampoco podía hacerse de manera regular ya que las necesidades de recursos por parte de la empresa suelen ser superiores al patrimonio de los accionistas— la alternativa viable para satisfacer las necesidades financieras de las pymes consiste en acudir a la financiación ajena.

Por lo que a la financiación ajena se refiere, es decir la que implica una deuda por parte de la empresa con sus acreedores, cabe distinguir entre empréstitos obligacionistas (emisiones de bonos y obligaciones) y préstamos y créditos.

Las emisiones de bonos y obligaciones por parte de las empresas, es decir las denominadas emisiones de renta fija corporativa, han sido un segmento hasta el momento reservado prácticamente a las grandes empresas. Ello explica la importancia de la financiación bancaria (básicamente, préstamos y créditos) en las pymes, ya que ha sido la única vía de financiación ajena posible.

En los últimos años, especialmente en épocas de recesión, se ha reducido considerablemente la capacidad de generación de fondos de las empresas. Además, la financiación bancaria a las empresas ha disminuido notablemente y, en especial, la dirigida a las pymes. Y los costes de la deuda han aumentado en muchos casos. Son tendencias que, previsiblemente, continuarán en el futuro debido a los nuevos requerimientos del Acuerdo Basilea III.

Por consiguiente, las pymes necesitan acudir a nuevas fuentes de financiación, tales como las que ofrecen el mercado alternativo bursátil (MAB), las sociedades y fondos de capital riesgo y los *business angels*.

12.2. Antecedentes del mercado alternativo bursátil: el segundo mercado

Para satisfacer las necesidades de obtención de financiación propia de las pymes surgieron los segundos mercados bursátiles.

En España, las pymes no podían cumplir los requisitos para solicitar la admisión a cotización en el mercado bursátil, especialmente por la exigencia de un capital social mínimo que en su momento era del equivalente a 1.200.000 euros, sin tener en cuenta la parte del capital social perteneciente a accionistas con participaciones, cada uno de ellos, iguales o superiores al 25 %.

El Segundo Mercado Bursátil reaparece en España en 1982, ya que su antecedente fue el Mercado Paralelo de Barcelona que fue clausurado, después de la guerra civil, en 1940.

Este Segundo Mercado no fue regulado hasta 1986, mediante el R.D. 710/1986 de 4 de abril y la O.M. de 26 de noviembre de 1986 y se creó, en cierto modo, a imagen y semejanza del *Unlistead Securities Market* en el Reino Unido y el *Second Marché* de Francia.

Pero el éxito del Segundo Mercado fue escaso. Solo una treintena de sociedades repartidas entre las Bolsas de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia solicitaron la admisión.

Las causas de que no triunfara este Segundo Mercado fueron básicamente por parte de las empresas, la transparencia informativa, contable y fiscal que se exigía a las empresas cotizadas en este mercado. Y por parte de los inversores, la falta de liquidez.

12.3. El mercado alternativo bursátil (MAB)

12.3.1. Objetivos, características y requisitos para la incorporación al MAB

El MAB es un mercado promovido por Bolsas y Mercados Españoles (BME) que se creó por un acuerdo del Consejo de Ministros de 30 de diciembre de 2005 como un Sistema Organizado de Negociación (SON) de valores e instrumentos

financieros de reducida capitalización: acciones y valores emitidos por instituciones de inversión colectiva y otros valores que requieran un régimen singularizado.

En Londres, en 1995 ya se había puesto en marcha el *Alternative Investment Market* (AIM) y en París *NYSE ALTERNEXT* en 2005.

El objetivo básico de estos mercados alternativos es coincidente. Se trata de la creación de mercados autorregulados para satisfacer las necesidades de financiación de las empresas pequeñas y medianas, pero respondiendo a las exigencias de transparencia y liquidez de los inversores.

En el caso del MAB empezaron a cotizar en 2006 las sociedades de inversión de capital variable (SICAV) y en 2009 las empresas. La primera empresa que solicitó la admisión a dicho mercado fue la productora audiovisual ZINKIA.

La adaptación a la Directiva Comunitaria 2004/39/CE que regula los mercados financieros, conocida comúnmente como MIFID (acrónimo en inglés de *markets in financial instruments directive*) provocó la transformación del MAB en un Sistema Multilateral de Negociación (SMN) que en inglés se conoce por las siglas MTF (*multilateral trading facility*). Es decir, se trata de sistemas de negociación operados por las Bolsas.

El MAB se encuentra supervisado por la Comisión del Mercado de Valores (CNMV). Y está dirigido tanto a inversores institucionales como a particulares. Su régimen de información y contratación está adaptado a las empresas de reducida capitalización.

Las ventajas que ofrece dicho mercado son, básicamente:

— Proporcionar financiación a las pymes, bajo la forma de recursos propios.
— Aportar una mayor notoriedad a la compañía, particularmente ante clientes y proveedores financieros. En general, ayuda a consolidar la imagen de marca y prestigio de la empresa.
— Ofrecer una valoración de la empresa, al fijar el mercado el precio o cotización de las acciones, el cual recoge sus expectativas futuras.
— Posibilitar a los accionistas el convertir en dinero sus acciones. Es decir, ofrecerles liquidez si lo desean, como puede ser el caso de empresas familiares con problemas de sucesión.

Los requisitos para solicitar la admisión a negociación en el MAB son:

- Las entidades emisoras deben tener la forma jurídica de sociedades anónimas. Y su capital social debe estar totalmente desembolsado y de libre transmisión. El rango promedio de fondos propios de las empresas que acceden a este mercado suele estar entre 25 y 75 millones de euros, aunque la normativa no lo fija.
- Las acciones tienen que estar representadas por anotaciones en cuenta. Pudiendo ser las sociedades emisoras tanto españolas como extranjeras.
- Designación por parte de la entidad emisora de un asesor registrado y firmar un contrato de liquidez, con el fin de garantizar la contrapartida a los inversores.
- El valor estimado de la oferta o *listing* debe ser superior o igual a 2 millones de euros para el conjunto de acciones propiedad de accionistas con participación menor al 5 %. Es decir, que con la colocación se alcance un *free float* (capital flotante que circula libremente por el mercado) superior a los dos millones de euros. El rango de las ofertas realizadas ha oscilado entre 6 y 12 millones de euros.
- La oferta puede realizarse mediante una OPV (oferta pública de venta de acciones), una OPS (oferta pública de suscripción de acciones) o una oferta privada. La OPS, es decir, la colocación de nuevas acciones procedentes de una ampliación de capital, es la opción de mayor éxito ya que resulta difícil de entender que un empresario confíe en el futuro de su compañía y venda sus acciones, caso de la OPV, en el que los promotores se venden parte (o la totalidad) de sus acciones.

La información que se exige a las entidades cuyas acciones cotizan en el MAB son:

1. Información periódica semestral, a presentar en los tres meses siguientes al finalizar el primer semestre, de:

    a) Las cuentas anuales resumidas no auditadas individuales y, en su caso, del grupo consolidado.

b) Hechos importantes a resaltar en el periodo.
c) Actualización y grado de cumplimiento de las previsiones de negocio.
d) Relación de accionistas con una participación en el capital social superior al 10 %.

2. Información periódica anual, a presentar en los cuatro meses posteriores al cierre del ejercicio contable de:

a) Las cuentas anuales auditadas.
b) Actualización y grado de cumplimiento de las previsiones de negocio.
c) Si el informe de auditoría tiene limitaciones al alcance o falta de opinión del auditor, debe informarse de los motivos, actuaciones y subsanación y plazo.

Asimismo, se debe comunicar con carácter inmediato toda información relevante que pueda afectar a la adquisición o transmisión de valores o influya de manera sensible en su cotización. También deben comunicarse todas las informaciones relativas a:

— Participaciones significativas, es decir aquellas compras o ventas que conlleven que la participación de un accionista alcance, supere o descienda del 10 % del importe del capital social y sucesivos múltiplos.
— Operaciones realizadas por administradores y directivos cuyo importe alcance, supere o descienda del 1 % de la cifra de su capital social o cualquier múltiplo.
— Pactos parasociales que se suscriban, prorroguen o extingan relativos a la transmisibilidad de las acciones o al derecho de voto.

Dichas informaciones serán comunicadas al MAB y trasladadas a la CNMV.

En relación a la nueva figura del asesor registrado, cabe señalar que sus funciones básicas son:

— Asegurar la transparencia informativa de las sociedades cotizadas.

— Y asistir a las compañías en el cumplimento de las obligaciones del MAB.

Por consiguiente, el asesor registrado deberá comprobar que la compañía cumple con los requisitos de incorporación y asistirla en la preparación de la documentación requerida. Asimismo, deberá revisar que la información periódica o puntual cumple en contenido y plazos la normativa del mercado. También asesorará a la compañía sobre los hechos que puedan afectar al cumplimiento de las obligaciones de la misma con el MAB y en su caso, trasladará al MAB los potenciales incumplimientos relevantes.

12.3.2. Contratación y proceso de incorporación de las empresas al MAB

El MAB utiliza la plataforma tecnológica de la Bolsa Española, es decir el sistema SIBE, acrónimo de sistema de interconexión bursátil español.

La fijación de precios se hace, con carácter general, por el sistema de *fixing*, es decir mediante subasta, dos veces al día, al igual que ocurre con los valores de Primer Mercado que tienen reducida frecuencia de contratación. Si bien, en algunos casos como el de Neuron Biopharma, por ejemplo, cotiza en el Mercado Abierto, dado el número de accionistas particulares (2.600) que captó en su salida a Bolsa, lo cual posibilita una mayor liquidez.

En cualquier caso, como ya se ha comentado en el epígrafe anterior, la empresa emisora deberá suscribir un contrato de liquidez con un intermediario financiero.

Para la liquidación de las compras y ventas de acciones se utiliza el mismo procedimiento que el aplicado en las operaciones de valores negociados en las bolsas.

La incorporación de una empresa al MAB exige un proceso cuya duración puede oscilar entre tres y seis meses. En este proceso se pueden distinguir cuatro fases:

1.ª Fase: decisión y planificación. Lo primero que hay que hacer es tomar el acuerdo social. Una vez que el consejo de administración ha manifestado su

decisión de incorporarse al MAB, deberán adecuar la compañía, en su caso, para cumplir los requisitos del MAB, preparar el documento informativo y designar a su asesor registrado. Asimismo procederán a realizar una *due dilligence*, es decir, una revisión de la situación de la empresa y proceder al diseño de la operación (OPS, OPV u oferta privada).

2.ª Fase: Solicitud. En esta fase se deberá presentar la documentación que acredite el cumplimiento de los requisitos de incorporación. Y el documento informativo de incorporación, o en su caso, folleto informativo. Se puede iniciar también en esta fase una campaña de premarketing, por ejemplo, mediante presentaciones a analistas financieros.

3.ª Fase: tramitación y autorización. En esta fase se procederá a la evaluación por parte del MAB de la solicitud y acuerdo, en su caso, de la incorporación. A continuación, el MAB comunicará a la empresa la resolución acordada. Asimismo, la empresa deberá suscribir los contratos con las entidades colocadoras y con el intermediario financiero proveedor de liquidez.

4.ª Fase: prospección de la demanda y *book building*. Es la etapa de marketing propiamente dicha. En ella, se realizarán presentaciones de la compañía a la comunidad financiera (*road shows)*, se contactará con los medios de comunicación y se realizará un marketing intensivo con posibles inversores ya sean institucionales (fondos de inversión, fondos de pensiones, compañías de seguros, SICAV, sociedades o fondos de capital riesgo, redes de banca privada...) o particulares, en función del segmento destinatario de la oferta elegido.

5.ª Fase: colocación, incorporación y cotización. En esta última fase se procederá a la fijación del precio y colocación de las acciones. Se publicará en el Boletín de Cotización la incorporación de la empresa al MAB. Se le asignará su código SIBE y se incluirá en el registro de anotaciones en cuenta (IBERCLEAR o Servicios de Registro de Bolsa de Barcelona, Bilbao o Valencia) y empezarán sus acciones a cotizar. En la actualidad, cotizan un centenar de empresas, con lo que las posibilidades de crecimiento de este mercado son muy elevadas.

12.3.3. Inversores y ayudas fiscales del MAB

Dadas las características del mercado y de las compañías que en él cotizan, el tipo

de inversores a que va dirigido es a inversores con una voluntad de inversión a medio y largo plazo que persiguen una importante plusvalía con la venta de sus acciones más que una rentabilidad por dividendos. Al tratarse de empresas en expansión, si sus planes de negocio se cumplen la cotización de sus acciones irá descontando las buenas expectativas futuras y en el momento de la enajenación el inversor obtendrá las plusvalías esperadas. Pero en ningún caso se trata de valores para especular a corto plazo.

Además, existen los incentivos fiscales que determinadas comunidades autónomas conceden a las inversiones realizadas en el MAB.

Pero aparte de los incentivos fiscales a los inversores también existen las ayudas fiscales a los emisores. El Ministerio de Industria, a través de la Empresa Nacional de la Innovación (ENISA), concede préstamos para hacer frente a los gastos de incorporación al MAB con un máximo de 1,5 millones de euros, con vencimiento a dos años, sin comisiones y tipo de interés del 0 %, realizándose la amortización financiera del préstamo al vencimiento del mismo. Los requisitos básicos para obtener dicha ayuda son que se trate de una pyme con forma societaria y que no pertenezca a los sectores inmobiliario y financiero. Además, la empresa solicitante deberá tener un proyecto de rentabilidad adecuado al riesgo; un balance financiero auditado y buenas expectativas de crecimiento actuales y a largo plazo.

12.4. Las sociedades de capital riesgo, los fondos de capital riesgo y las sociedades gestoras de entidades de capital riesgo: características y tipos de inversión a los que se dirigen

El origen de las sociedades de capital riesgo (SCR) se remonta a mediados del siglo xx en Estados Unidos. Si bien, en España la primera regulación es el R.D. de 1/1986 de 14 de marzo y la O.M. de 26 de noviembre de 1986.

Las primeras SCR fueron de iniciativa pública, con la finalidad de revitalizar el tejido empresarial de las diferentes regiones. Siendo a partir de los años noventa cuando toma las riendas la iniciativa privada y surge un espectacular crecimiento de las mismas.

Las entidades que conceden capital riesgo a las empresas son:

- Las SCR, que se definen como aquellas sociedades anónimas que se dedican a invertir sus propios recursos en la financiación temporal y minoritaria de pymes innovadoras, además de aportar su *know-how*, con la esperanza de obtener elevadas plusvalías a largo plazo. Es decir, tienen por objeto facilitar recursos financieros a las pymes innovadoras en sus productos o servicios o en los procesos de producción o comercialización, mediante la toma de participación en su capital social, préstamos participativos que se convertirán *a posteriori* en capital social, o la suscripción de bonos u obligaciones convertibles en acciones y además apoyarán a la dirección con sus conocimientos, experiencias y relaciones personales, aportando un valor añadido al puramente financiero. Sus recursos financieros pueden dirigirse tanto a empresas de reciente creación como a empresas establecidas que quieren potenciar su crecimiento o a la adquisición de paquetes de acciones con el fin de garantizar su sucesión.
- Los fondos de capital riesgo (FCR), es decir patrimonios administrados por una sociedad gestora que como objeto social tiene el mismo que las SCR, correspondiendo a la sociedad gestora llevar a cabo las funciones de asesoramiento y apoyo.
- Asimismo, existen las sociedades gestoras de entidades de capital riesgo (SGER) las cuales están constituidas como sociedades anónimas cuyo objetivo social consiste en la administración y gestión de FCR y de activos de SCR. Como actividad complementaria las SGECR pueden llevar a cabo actividades de asesoramiento a las empresas con las que mantengan vinculación como consecuencia del ejercicio de su actividad principal.

Los tipos de inversiones a las que se dirige el capital riesgo se suelen clasificar en:

- Inversiones semilla (*seed*). Se trata de inversiones en las que existe riesgo tecnológico. Y la aportación de recursos es anterior al inicio de la producción y distribución masiva del producto o servicio. Siendo el volumen de recursos aportados reducido en relación con los necesarios en

las siguientes fases.

- Inversiones de arranque (*start-up*). La inversión se dirige a la financiación del inicio de la producción y distribución masiva del producto o servicio. Es decir, se trata de participaciones en empresas de reciente creación que todavía no han empezado a generar beneficios.
- Inversiones de expansión. En este caso, la inversión se dirige a aquellas empresas con una cierta trayectoria que quieren desarrollar nuevos productos o expandirse en nuevos mercados o que quieren incrementar su segmento de mercado actual. También puede tratarse de una financiación puente (*bridge financing*) como paso previo a la salida a Bolsa de la empresa en cuestión.
- Inversiones de capital de sustitución (*replacement*). Cuando el objeto de la inversión es sustituir a un grupo de accionistas pasivos, es decir no interesados en la gestión y el control de la empresa que desean desinvertir. O bien sustituir a un accionista activo que provoca conflictos o desacuerdos con el resto de accionistas. Por tanto, en ninguno de los dos casos se trata de entrada de nuevos recursos en la empresa, sino de sustitución del capital que detentaban unos accionistas por la SCR para dar un impulso a la empresa receptora.
- Inversiones de reorientación (*turnaround*). Se trata de inversiones dirigidas a financiar reestructuraciones de empresas. Algunas de ellas pueden calificarse de MBI que explicaremos a continuación.
- Inversiones de compra apalancada (LBO). En este caso, una parte sustancial de la inversión está financiada con deuda, de ahí el nombre de (LBO). Dicha deuda se halla garantizada parcial o totalmente por los activos de la empresa adquirida. Existen diferentes modalidades, tales como los *management buy out* (MBO), en la que los adquirentes pertenecen al equipo directivo de la propia empresa, los *management buy in* (MBI), en la que los adquirentes pertenecen a una empresa distinta y los *buy-in management buy-out* (BIMBO), en las que una parte de los adquirentes pertenecen a la propia compañía y la otra parte, pertenecen a otra empresa. En cualquier caso, se trata de que el negocio adquirido obtenga un valor superior al precio de adquisición pagado. Las SCR tienen la experiencia y los conocimientos necesarios para hacer realidad con éxito

cualquiera de las operaciones indicadas.

Los criterios principales que aplica una SCR a la hora de seleccionar la inversión suelen ser los siguientes:

— Cualificación y motivación del equipo directivo.
— Que la compañía tenga una estrategia bien definida.
— Que el mercado objetivo esté bien definido.
— Una facturación actual o prevista entre 100.000 y 60.000.000 euros.

— Plan de negocio detallado y fiable.
— Innovación, en cualquiera de los productos o servicios, fases o procedimientos de la empresa.
— Estados financieros previsionales consistentes.

El importe de las inversiones de capital riesgo suele estar por encima de 1 millón de euros.

El inversor de capital riesgo suele mantener su inversión entre 3 y 10 años. Es decir, durante el tiempo necesario para que la inversión madure.

A diferencia del inversor bursátil, el inversor de capital riesgo es un socio activo que se involucra en la actividad empresarial, aunque sin intervenir en los procesos de la operativa diaria.

La participación de una SCR en el capital de una empresa hará que esta gane credibilidad y visibilidad entre sus clientes y proveedores, a la vez que le ayuda en el cumplimiento de los objetivos empresariales fijados.

12.5. Los *business angels*: características y tipos de inversión a los que se dirigen

Los *business angels* (BA), a diferencia de las SCR, son inversores privados que de manera individual aportan directamente recursos propios o ajenos a empresas en vías de creación (*seed capital*), o de reciente creación (*start-up*) o a empresas que se enfrentan a una fase de crecimiento con muy buenas expectativas. Si bien, al igual

que las SCR aportan un valor añadido al proyecto empresarial (conocimientos técnicos, experiencia, contactos...), sin involucrarse en la operativa diaria, con la esperanza de obtener una plusvalía a largo plazo.

Las principales características de los BA son:

- Invierten su propio dinero mientras que las entidades de capital riesgo suelen invertir recursos de terceros.
- Suelen tomar una participación minoritaria en el capital de la empresa, que por término medio puede situarse entre un 30 y un 35 %. Similar a lo que ocurre con las SCR.
- Los importes invertidos por los BA en cada operación oscilan entre los 25.000 y 270.000 euros. Importes mucho menores a los que por término medio invierten las SCR.
- Se trata de inversiones a largo plazo. Oscilando el horizonte temporal entre 5 y 10 años.
- El perfil más usual de BA es el de un antiguo emprendedor que aporta no solo recursos financieros, sino también su experiencia profesional en el sector o mercado o simplemente en la gestión y dirección empresarial.
- Suelen invertir en empresas o proyectos que se van a realizar cerca de su lugar de residencia, por este motivo a veces se les denomina «inversores de proximidad».
- Aceptan rentabilidades esperadas inferiores a las que aceptan las entidades de capital riesgo, no por motivos filantrópicos, sino debido a la menor cuantía de las inversiones y a las características de las mismas.
- Están dispuestos a entrar en fases más tempranas de la vida de una empresa que las SCR.
- No realizan estudios de viabilidad tan amplios y detallados como las SCR.
- A diferencia de las entidades de capital riesgo, sus decisiones de inversión pueden tener otras motivaciones además de las financieras, tales como: la satisfacción personal de verse involucrados en la evolución y éxito de la empresa, finalidad solidaria de ayudar al desarrollo económico de su zona de residencia o de ayuda a los jóvenes emprendedores, vinculación familiar, etc. En cualquier caso, se precisa una afinidad personal entre el BA y el emprendedor para poder trabajar de manera conjunta en la

elaboración y desarrollo del plan de negocios y en la consecución del éxito del mismo.

La problemática de la desinversión suele ser similar a la de la SCR, es decir los compradores potenciales de la participación son los restantes socios de la empresa. Pero en los BA otra alternativa suele ser el capital riesgo institucional.

La puesta en contacto entre inversores potenciales y empresarios que buscan financiación se realiza a través de las redes de *business angels* (BAN), las cuales pueden constituirse como entidades públicas (estatales, regionales o locales) o privadas (bajo una fórmula societaria).

Las *business angels networks*, además de poner en contacto a los inversores con las empresas, realizan una selección de proyectos a financiar para cada inversor, ofreciendo y garantizando la información de los mismos, manteniendo el anonimato de las partes hasta el momento del primer contacto y posibilitando un marco formal para la negociación.

El contacto entre inversor y emprendedor puede hacerse mediante presentaciones personales, foros de inversión, el envío de boletines electrónicos o impresos a los BA adscritos a la red o mediante presentaciones a través de plataformas electrónicas.

El *matching* entre emprendedores e inversores es un proceso largo sea cual sea el camino elegido para el primer contacto. Y solamente acabarán invirtiendo en torno a un 10 % de los contactos iniciales.

Los servicios que suelen ofrecer las BAN a los emprendedores son, además de la presentación del proyecto a inversores que pueden aportar financiación, conocimientos y contactos: el asesoramiento en el plan de negocios de la empresa y la preparación de la exposición del proyecto para su presentación en foros de inversión o en plataformas tecnológicas.

En el caso de los inversores, las redes, además de ofrecer el contacto con una variedad de proyectos empresariales, les asesoran en todo el proceso de capitalización y en el seguimiento de la gestión económica de la empresa en la que invierten y también, en el momento de la desinversión.

Los ingresos que perciben las redes como contraprestación a los servicios que prestan varían según el tipo de red y su finalidad. Pueden fijar unas cuotas de inscripción a la red ya sea como inversores o como emprendedores, cuotas de

éxito, cuotas cuando se cierra una operación, o cuotas por otros servicios tales como publicaciones, formación, presentación en foros...También pueden ofrecer servicios de forma gratuita.

La Red Española de *Business Angels (ESBAN)* es una fundación privada que actúa como red de redes y, a su vez, está integrada en la *European Business Angels Network* (EBAN).

La EBAN está formada por más de 46 redes que representan a 21 países. Entre las redes existentes, destacan dos en Cataluña (BANC y XIP), dos en Galicia (BANG y UNIBAN), una en Madrid (BANM), una en Valencia (ABANT) y una en Andalucía (Red Málaga *Business Angels*).

En Europa, Reino Unido, Alemania, Francia y Dinamarca son los países europeos con mayor número de redes, en términos relativos, es decir, en relación con el número de pymes.

En otros países como Italia, Portugal y España, el número de redes se está desarrollando a buen ritmo y el número de BA está creciendo, aunque por su naturaleza son difíciles de cuantificar.

12.6. Conclusiones

Las pymes representan un papel muy importante en el entramado productivo y uno de los principales problemas a los que se enfrentan es el acceso a los recursos financieros.

Cada pyme requiere un tipo de financiación diferente, básicamente en función de su estructura económico-financiera. Asimismo, requieren de un nivel de financiación distinto en función de sus características, sector y tamaño.

En la mayoría de los casos es conveniente acudir a distintas fuentes de financiación. Pero en determinadas coyunturas económicas, cuando las alternativas tradicionales ya sean aportaciones de los propios socios, financiación propia interna, financiación bancaria u otras modalidades como el *leasing, renting, factoring, confirming*, o el *forfaiting* son insuficientes o excesivamente costosas o inaccesibles por las garantías exigidas, es recomendable acudir a alguna de las fuentes de financiación analizadas que, además de aportar financiación, refuerzan la solvencia de la empresa.

Referencias bibliográficas

AERNOUDT, R. (2005) «Business Angels: The smartest money for starters?», *International Journal of Business*, 10(3), pp. 271-285.

BALBOA, M. y MARTI, J. (2007) «Factors that determine the reputation of private equity managers in developing markets», *Journal of Business Venturing*, 22(4), pp. 453-480

BLACK B. S. y GILSON, R. J. (1998) «Venture Capital and the structure of capital markets. Banks versus stock markets», *Journal of Financial Economics*, 47(1), pp. 243-277.

COVENEY, P. y MOORE, K. (1998) *Business Angels: Securing Start-Up Finance*, John Wiley & Sons, Londres.

GARCÍA MARTÍN, J. M (2002) *Una apuesta por el capital riesgo*, Juris, Barcelona.

GOMPERS, P.A. y LERNER, J (2001) «The Venture Capital revolution», *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), pp. 145-168.

HSU, D.H. (2004) «What do entrepreneurs pay for Venture Capital affiliation», *Journal of Finance*, 59(4), pp.1.805-1.844.

MARTÍ PELLÓN, J. y BALBOA, M. (2006) «A Framework for self regulation in venture capital and private equity: evidence in European markets», *International Journal of Entrepreneurship and Innovation Management*, 6(4), pp. 395-411.

MEGGINSON, W. L. (2004) «Towards a global model of Venture Capital», *Journal of Applied Corporate Finance*, 16(1), pp. 8-26.

SUDEK, R. (2007) «Angel Investment Criteria», *Journal of Small Business Strategy*, 17(2), pp. 89-104.

15. Capítulo redactado por Montserrat Casanovas Ramon, Universitat de Barcelona. Publicado previamente en el número 12 de la *Revista de Contabilidad y Dirección*.

13

LOS RIESGOS FINANCIEROS Y SU COBERTURA[16]

Resumen

Las finanzas comportan múltiples riesgos (de cobro, de cotización, de tipo de cambio, de tipo de interés, etc.). Este capítulo define el concepto de seguro y cobertura. Asimismo, para cada uno de los principales riesgos financieros se explica si se pueden asegurar, si se puede hacer una cobertura o las formas prácticas que habitualmente se usan para mitigar sus efectos adversos.

Conceptos clave

Cobertura, *Confirming*, Crédito documentario, *Factoring*, Futuros, Opciones, Prima de seguro, Riesgo, Seguro, Seguro de crédito, Riesgo de cambio, Riesgo de interés, Riesgo de cotización, Riesgo de iliquidez, Riesgo de impago, Riesgo de mercado, Riesgo país, Riesgo de incumplimiento, *Swaps*.

13.1. Introducción

Cuando se toman decisiones financieras surgen algunas reticencias por los

riesgos que pueden generar. Para afrontar estas cuestiones hay que hacer algunas definiciones previas que ayuden a centrar el problema. En primer lugar, hay que definir qué es una inversión y a continuación qué entendemos por riesgo.

13.2. Definiciones

Una inversión es la colocación de una cantidad de recursos (pueden ser monetarios o no) en una actividad que tiene que generar flujos de efectivo futuros. Esto, en terminología contable, significa que con estos recursos se pasa a controlar un activo. Por lo tanto, **una inversión supone adquirir (a cambio de una cantidad de recursos) la capacidad de controlar unos flujos de efectivo futuros.**

En este punto, es necesario enfatizar que el término control supone aceptar la división de la propiedad según el derecho romano entre nuda propiedad y usufructo. El control de los flujos de efectivo futuros implica disfrutar del usufructo del activo. Obtener la nuda propiedad adicionada al usufructo daría una plena propiedad del activo.

Si solamente se dispone de la nuda propiedad, la inversión solo se podrá considerar como tal si la transmisión de este derecho generará algún flujo de efectivo futuro. En consecuencia, no es nada evidente que la adquisición de la nuda propiedad sea siempre una inversión.

El hecho de que estos flujos de efectivo deban alcanzarse en el futuro genera algunas incertidumbres. Se puede dudar sobre la cantidad y el momento en el que los flujos se generarán. Esta falta de determinación conlleva la necesidad de definir lo que se entiende por riesgo.

Riesgo es la probabilidad de perder. En el caso de las inversiones, la probabilidad de que no se puedan obtener las cantidades de los flujos de efectivo futuros es una manera de cuantificar la incertidumbre. Pero el riesgo se mide con más precisión por la probabilidad de que los flujos futuros sean inferiores a los esperados.

La existencia de riesgos no implica una asunción pasiva de la aleatoriedad, al contrario, una inversión necesita una actitud proactiva para impedir la insolvencia. Esto conlleva tener mucho cuidado con todas las variables que afectan a la

inversión y contratar un seguro para cubrir los fenómenos no deseados, los que generan riesgos.

13.2.1. Seguros y coberturas

De acuerdo con la Ley del Contrato de Seguro (Ley 50/1980, de 8 de octubre) *«El contrato de seguro es aquel por el que el asegurador se obliga, mediante el cobro de una prima y para el caso de que se produzca el evento cuyo riesgo es objeto de cobertura a indemnizar, dentro de los límites pactados, el daño producido al asegurado o a satisfacer un capital, una renta u otras prestaciones convenidas».*

Es una definición bastante clara de lo que es un seguro. Por lo tanto, queda claro que solo se puede asegurar cuando se encuentra un asegurador (una contraparte) que se obliga. Muchas veces no se encuentra contraparte y entonces no es posible el contrato de seguro. Otras veces podemos encontrar contraparte, pero esta no acepta quedar obligada por el contrato.

Cuando no es posible el contrato de seguro, entonces lo que se puede hacer es buscar una cobertura. Una operación de cobertura no queda muy definida en el Plan General de Contabilidad, pero sí bien descrita: *«6. Coberturas contables. Mediante una operación de cobertura, uno o varios instrumentos financieros, denominados instrumentos de cobertura, son designados para cubrir un riesgo específicamente identificado que puede tener impacto en la cuenta de pérdidas y ganancias, como consecuencia de variaciones en el valor razonable o en los flujos de efectivo de una o varias partidas cubiertas».*

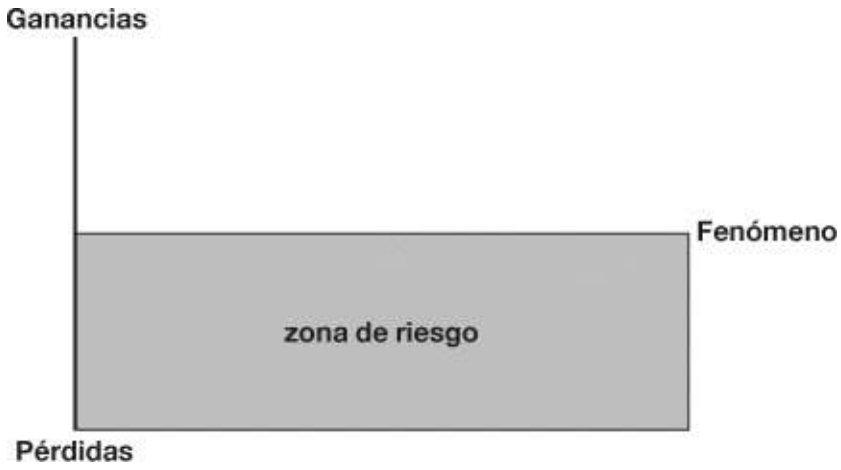
El Plan General de Contabilidad explica que para hacer una cobertura eficaz hay que identificar específicamente cuál es el riesgo a cubrir y cuáles son los instrumentos de cobertura que se utilizarán. Sin más consideraciones, contempla los instrumentos de cobertura como instrumentos financieros. Naturalmente los instrumentos financieros no son contratos de seguro, tienen otros fines, pero se pueden utilizar para compensar las probables pérdidas de un riesgo.

Con estos datos se puede definir:

Cobertura de un riesgo: delimitación de las pérdidas que se quieren evitar por haberse producido un determinado fenómeno.

Instrumentos de cobertura: instrumentos financieros que permitirán generar ganancias que compensen las pérdidas producidas por el fenómeno que genera riesgo.

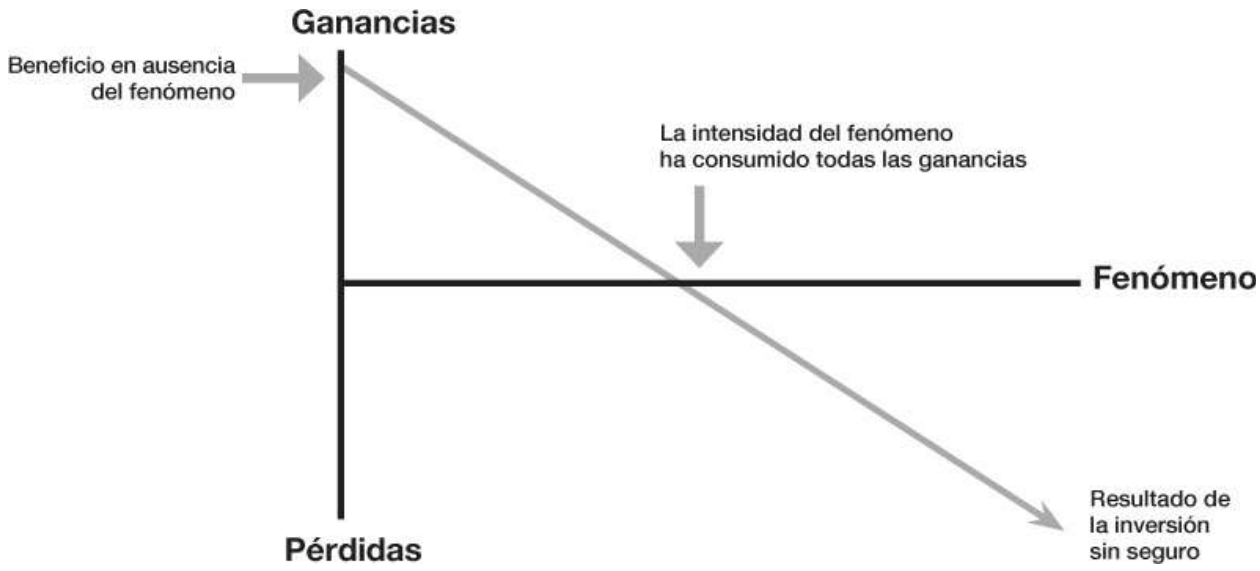
La cobertura, utilizando los instrumentos financieros, permite alcanzar unas compensaciones, como si fuera la indemnización por el siniestro que paga la compañía de seguro, sin tener una contraparte directamente involucrada y obligada. Para entender correctamente esta situación hay que utilizar la figura 13.1.



Fuente: Elaboración propia.

Figura 13.1. Representación de seguros.

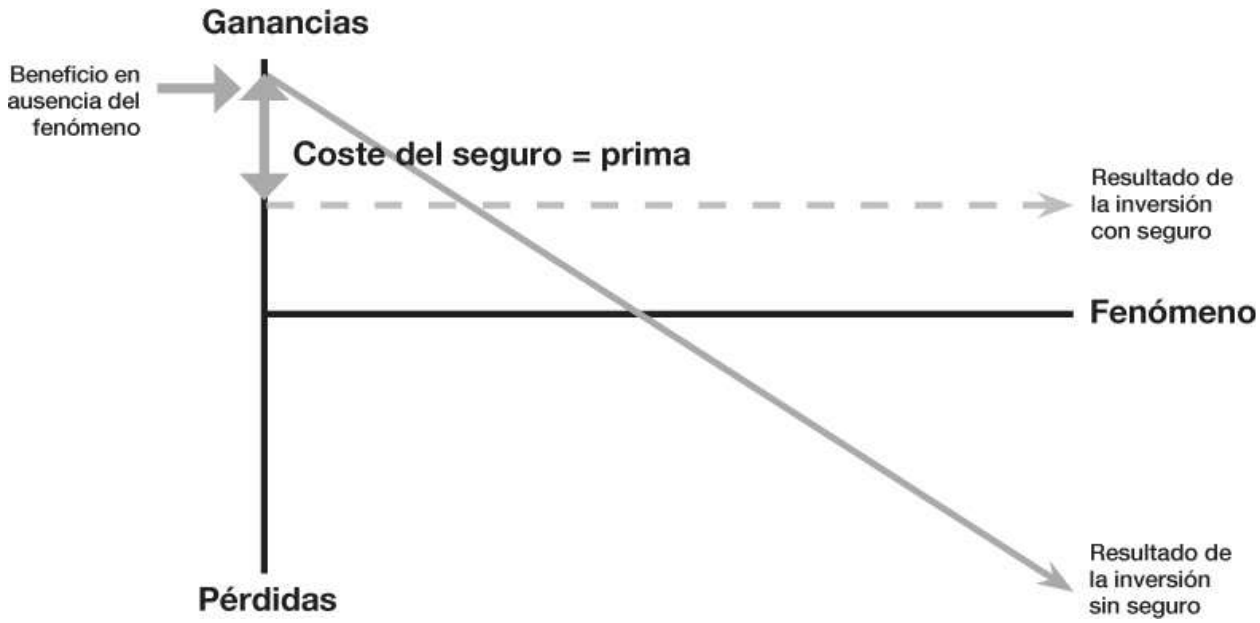
Si no se contrata un seguro o no se construye una operación de cobertura, la aparición de un fenómeno de riesgo puede generar pérdidas. Dependiendo de la intensidad del fenómeno las ganancias se van consumiendo. La función de resultados pasará de la zona de ganancias a la zona de pérdidas (figura 13.2).



Fuente: Elaboración propia.

Figura 13.2. Representación de los resultados de una inversión arriesgada.

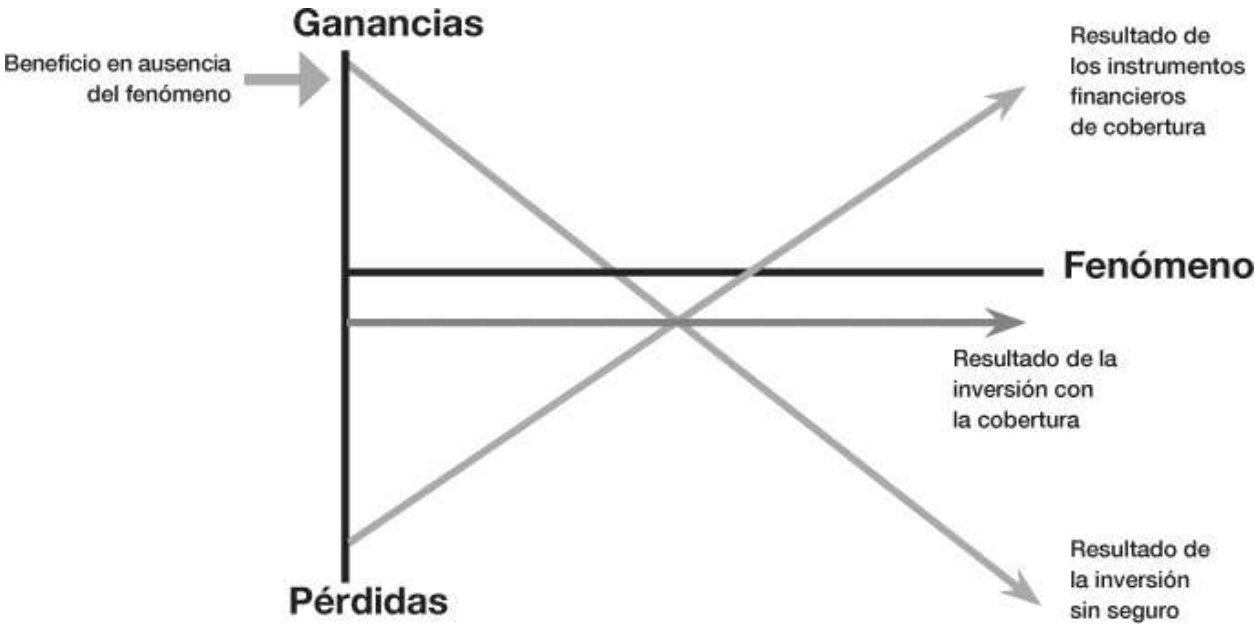
Cuando se contrata un seguro hay que pagar un precio, denominado prima. Este coste reduce las ganancias y crea una nueva función de resultados (figura 13.3).



Fuente: Elaboración propia.

Figura 13.3. Representación gráfica de una inversión asegurada.

Una operación de cobertura debe compensar las pérdidas combinando los resultados de los instrumentos financieros utilizados. Esto supone la aparición de dos funciones de resultados en el gráfico, la línea que representa los beneficios de la inversión y la línea que representa los beneficios de los instrumentos financieros de cobertura (figura 13.4).

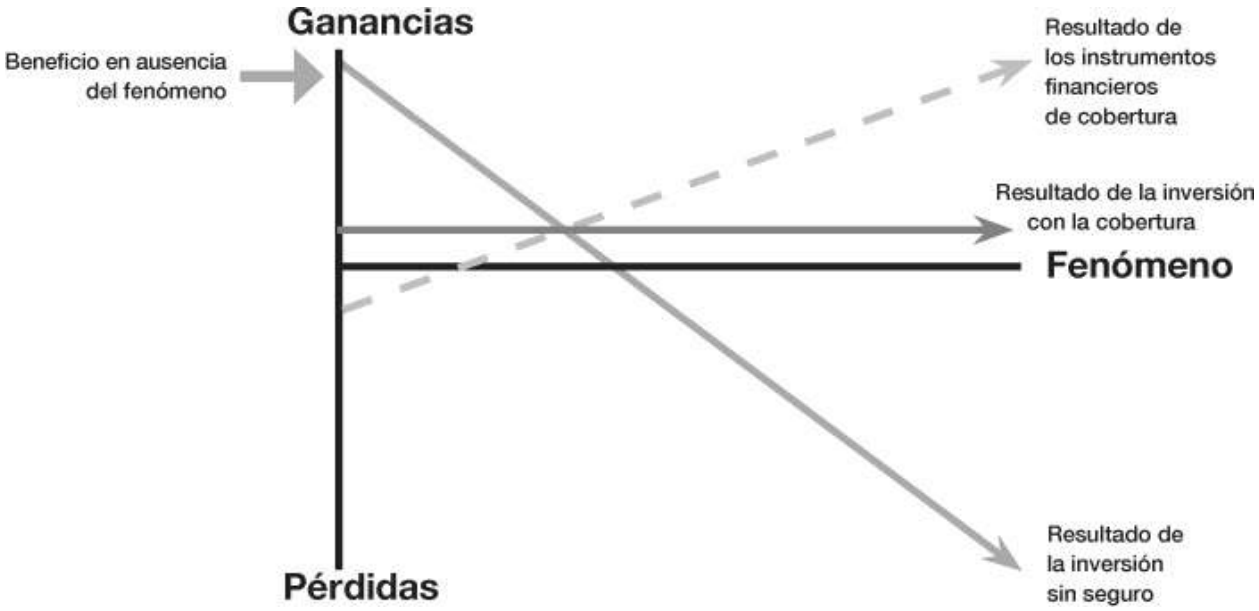


Fuente: Elaboración propia.

Figura 13.4. Representación gráfica de una inversión con cobertura no eficaz.

En este caso, la cobertura ha costado más de lo que tocaba y el resultado final ha sido que las ganancias de la inversión no han podido compensar las pérdidas de los instrumentos financieros de la cobertura. El resultado conjunto de la operación cubierta es de pérdidas. En este caso, se considera que la cobertura no ha sido eficaz.

Una cobertura eficaz debería situar la función resultante de la inversión con cobertura en la zona de ganancias (figura 13.5).



Fuente: Elaboración propia.

Figura 13.5. Representación gráfica de una inversión con cobertura eficaz.

La cobertura podría considerarse eficaz aunque no diera beneficios. Con solo que la resultante se sitúe por encima de la línea de beneficio igual a cero, ya se habrían eliminado las pérdidas provocadas por el riesgo de ocurrencia del fenómeno.

Como puede verse en el gráfico, una cobertura eficaz da los mismos resultados que una operación asegurada.

Una vez planteados los conceptos de seguro y cobertura, hay que continuar estudiando las inversiones desde el punto de vista de gestionar correctamente todos los elementos que tienen que conducir al éxito. Es necesario administrar y organizar muchas variables para que los flujos esperados se produzcan en las cantidades y los momentos esperados.

13.3. Variables de una inversión

Pero para estudiar el riesgo en profundidad hay que ir entrando en el análisis de todos los detalles de una operación de inversión. Se tendrán que observar los procesos, las fases, las variables y los agentes que intervienen en las inversiones, desde todos los puntos de vista posibles.

Agentes

Los procesos en los que se dan inversiones son procesos de relaciones sociales humanas. Por lo tanto, hay que estudiar cuáles son los agentes que intervienen en una inversión. En el entorno de colectivos con una alta seguridad jurídica los agentes pueden ser entidades que no son persones físicas. En consecuencia, pueden ser agentes que intervienen en las inversiones tanto las personas físicas como las asociaciones de estas en forma de persona jurídica.

En toda inversión hay un comprador: aquel que adquiere el control de los flujos de efectivo futuros. A este se le reserva el calificativo de inversor. Si hay un comprador, también deberá haber un vendedor: aquel que cede el control de los flujos de efectivo futuros. A este se le tendría que llamar «desinversor», pero este término no se utiliza.

Fases

Para poder entender convenientemente todos estos flujos, hay que subdividir el proceso de inversión en procesos más concretos. Cada proceso tiene que explicar el conjunto de interacciones que hay en las diferentes fases por las que pasa una inversión.

Las fases se pueden ordenar cronológicamente:

1. Fase de adquisición de la inversión
2. Fase de explotación de la inversión
3. Fase de extinción de la inversión

13.4. Fase de adquisición

La primera fase que se puede estudiar es la de adquisición del derecho de control de los flujos de inversión. Esta fase puede tener muchas variantes pero el esquema básico que la configura pasa por tres procesos:

- Identificación
- Negociación

- Liquidación

Identificación

En cuanto al proceso de identificación, este debe cubrir dos grandes objetivos:

a) identificar correctamente al tenedor del derecho de control de los flujos de efectivo y
b) comprobar que tiene capacidad legal para transmitirlo.

Cuando se trata de la adquisición de derechos que se negocian en mercados organizados (por ejemplo, una bolsa de valores) es responsabilidad del propio organizador del mercado garantizar que todo lo que se está transmitiendo en las sesiones de negociación está correctamente identificado y el que lo transmite es legalmente responsable de su actuación. Aun así, en países con poca seguridad jurídica, pueden aparecer dudas razonables sobre la capacidad de cumplimiento de los responsables del mercado. Por lo tanto, surgirán incertidumbres que en inversiones domésticas estarían totalmente controladas.

Negociación

La segunda fase hace referencia a la delegación de poderes que hacen comprador y vendedor para que expertos en la negociación lleguen a un acuerdo que materialice la transferencia del control sobre los flujos de efectivo futuros. Solo si hay transferencia del control puede considerarse como exitosa la negociación. Si no se llega a la transferencia, las negociaciones no habrán alcanzado su objetivo.

El precio es la traducción en unidades monetarias del acuerdo de transferencia del control de los flujos de efectivo. Solo hay precio si se ha intercambiado el activo desde el vendedor al comprador.

Liquidación

Una vez los negociadores han llegado a un precio (sea más o menos publicitado)

hay que liquidar, hay que hacer efectiva:

- la transmisión física del activo y
- la transmisión de la contraprestación (que puede ser monetaria o en especies).

Se trata de dos procesos que pueden darse simultáneamente o bien con diferimientos en el tiempo. Este es uno de los puntos en los que los negociadores tienen que trabajar. El acuerdo de transmisión debe explicar claramente las condiciones de liquidación: dónde, cuándo y a través de qué agentes liquidadores se perfeccionará la transferencia del control de los flujos de efectivo.

Habitualmente en los países occidentales las legislaciones de prevención de blanqueo de capitales y las medidas tributarias dejan poco margen de maniobra a la hora de diseñar liquidaciones originales. Normalmente, se pide la intervención de fedatarios públicos, que deben garantizar la legalidad de la transmisión, la intervención de entidades financieras que tienen que garantizar la trazabilidad de las contraprestaciones monetarias y la intervención de las autoridades tributarias que grabarán las plusvalías generadas por la transmisión del activo.

A partir de esta exposición se pueden empezar a detectar una serie de riesgos que se deben saber asegurar o cubrir.

Riesgo de contraparte: pérdida probable provocada por no identificar correctamente el tenedor y el controlador de los flujos de efectivo que se tienen que adquirir.

No hay seguros directos sobre esta incertidumbre. Este riesgo solo se puede mitigar contratando agentes que garantizan la correcta identificación del comprador y vendedor. El primero con capacidad para pagar y el segundo con capacidad para transmitir los flujos de efectivo comprometidos.

Los agentes contratados deben tener seguros de responsabilidad civil que puedan garantizar que cualquier error en su gestión de identificación será compensada adecuadamente.

Riesgo de identificación del activo: pérdida probable provocada por no identificar correctamente los flujos de efectivo que conforman el activo que se quiere adquirir.

El activo tiene que generar flujos de efectivo, pero tiene que ser un bien o un derecho con una trazabilidad de su propiedad o control. Por lo tanto, es necesario especificar correctamente si es un activo material o inmaterial, demostrar que se conoce la legalidad de quien tiene el control y la legalidad de su transmisión hacia el nuevo inversor. Una vez estos elementos son aceptados por las partes, hay que asegurar que las cantidades de efectivo y los momentos en los que tienen que transmitirse quedan perfectamente establecidos.

Este riesgo solo se puede mitigar contratando asesores que con los seguros correspondientes se hagan responsables de las compensaciones pertinentes si no han actuado con suficiente diligencia cuando han identificado el activo.

Riesgo de negociación: pérdida probable provocada por no alcanzar un acuerdo en la negociación.

Aquí se incluyen todos los costes que suponen los honorarios de los negociadores y los costes indemnizatorios cuando se ha considerado necesario sustituir los negociadores previamente contratados. Este riesgo sí que no se puede asegurar y los negociadores, si no se llega a un acuerdo de precio, no tendrán ninguna responsabilidad que sus seguros de cariz civil puedan compensar.

Riesgo de iliquidez: pérdida probable provocada por no conseguir transmitir el control de los flujos de efectivo o por no conseguir hacer efectiva la contraprestación acordada.

En otras palabras, sería el coste de no poder sufragar el precio. Este riesgo se puede asegurar mediante:

- **Seguro de crédito:** la compañía aseguradora cubre total o parcialmente el riesgo de impago del cliente.
- ***Factoring:*** la entidad financiera adelanta el importe que el cliente ha de pagar en el futuro y, además, cubre total o parcialmente el riesgo de impago del cliente.
- **Crédito documentario:** donde las entidades financieras del comprador y vendedor se transmiten información sobre la capacidad de pago y las condiciones de entrega del activo y de la

contraprestación.

- **Operación de *confirming*:** donde la entidad financiera del comprador comunica al vendedor la fecha en la que se hará efectiva la contraprestación.

13.5. Fase de explotación

Una vez el comprador dispone del derecho de control sobre los flujos de efectivo, tiene que conseguir que estos se generen bajo su responsabilidad. Esto significa que el comprador tendrá que diseñar y ejecutar toda la operativa para que el activo adquirido esté en funcionamiento.

En este sentido, siempre habrá previsiones (más bien o mal hechas) sobre cómo deben comportarse los flujos de efectivo futuros. Esto supone trabajar con las siguientes:

Variables:

Si se quiere estudiar una inversión, es necesario tener en cuenta tres elementos que pueden ir variando:

a) La cantidad de recursos necesarios para obtener el control de los flujos de efectivo futuros
b) La cantidad de los flujos de efectivo futuros
c) El momento en el que los flujos de efectivo se podrán controlar.

Si los datos sobre estos tres elementos no presentan incertidumbres, estaremos ante una inversión en régimen de certeza y su riesgo será cero. Si por el contrario hay incertidumbres en uno u otro de estos elementos, estaremos ante una inversión arriesgada y será necesario cuantificar los riesgos.

Para poder cuantificar hay que establecer unas:

Unidades de medida:

Con estas unidades se medirán las variables. En el caso de las inversiones realizadas en el extranjero esta definición de las unidades de medida adquiere una trascendencia mayúscula. Habitualmente las variables se miden en unidades monetarias. Al tratar inversiones extranjeras, las unidades monetarias de medida por el comprador y el vendedor acostumbrarán a ser diferentes. Esta diferencia complicará todas las fases de la inversión y puede pasar que varios agentes deseen trabajar con unidades monetarias diferentes.

Las unidades de medida podrían no ser monetarias, pero tienen un inconveniente: la dificultad de comparación.

Si las inversiones se pueden cuantificar teniendo en cuenta los comentarios hechos sobre las variables y las unidades de medida, entonces se puede también entrar en la cuantificación de los riesgos de esta fase.

Tal y como se visualiza en la figura 13.6, estos riesgos pueden ser:

- **Riesgo operacional:** pérdida probable provocada por no conseguir generar los flujos de explotación en volumen y tiempo debido a problemas técnicos y laborales que impiden operar tal como se había previsto.

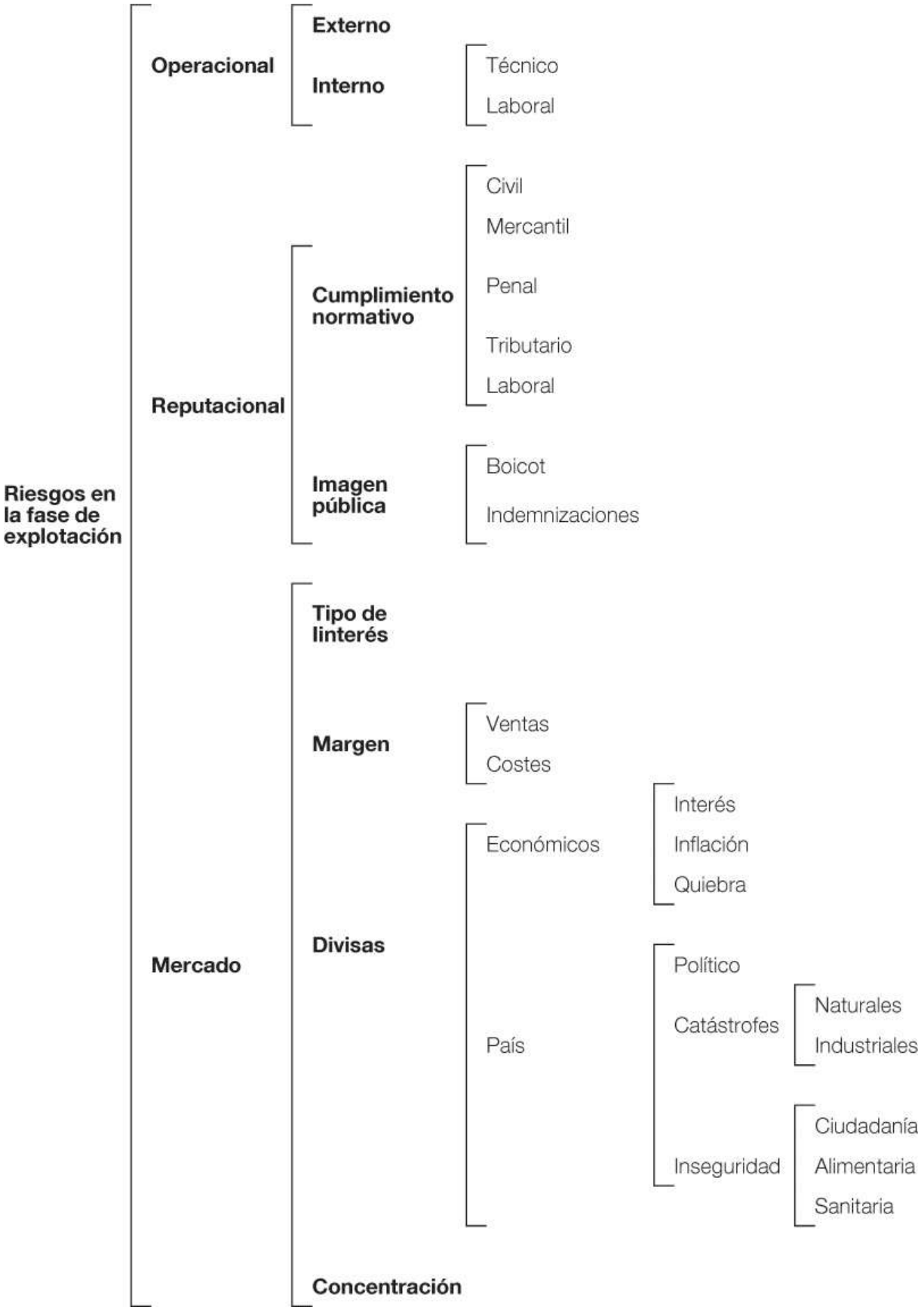
  Se trata de garantizar el principio de empresa en funcionamiento. Aquí es necesario distinguir los problemas de origen interno y los de origen externo

  — **Riesgo operacional de origen externo:** pérdida probable provocada por situaciones externas a la generación de los flujos como pueden ser catástrofes naturales, incendios, inundaciones, fallos en los suministros, etc. Accidentes que provocan la paralización del proceso de generación de los flujos de efectivo.

    La mayoría de estas adversidades se pueden asegurar mediante la contratación de pólizas con compañías de seguros. Las indemnizaciones aportadas por estos seguros tendrían que financiar la sustitución de todos los elementos malogrados por el accidente y los flujos dejados de generar por la paralización de la actividad habitual.

  — **Riesgo operacional de origen interno:** pérdida probable provocada por fallos internos en la generación de los flujos.

Uno de los orígenes puede ser técnico, provocado por no tener las instalaciones en las condiciones de mantenimiento adecuadas y otro puede provenir de no tener el entorno laboral en condiciones.


Riesgos en la fase de explotación
Operacional
Externo
Interno
Técnico
Laboral
Reputacional
Cumplimiento normativo
Civil
Mercantil
Penal
Tributario
Laboral
Imagen pública
Boicot
Indemnizaciones
Mercado
Tipo de linterés
Margen
Ventas
Costes
Divisas
Económicos
Interés
Inflación
Quiebra
País
Político
Catástrofes
Naturales
Industriales
Inseguridad
Ciudadanía
Alimentaria
Sanitaria
Concentración

Fuente: Elaboración propia.

Figura 13.6. Riesgos en la fase de explotación.

— **Riesgo operacional interno técnico:** los responsables operativos tienen que hacer los trabajos de mantenimiento para que todas las operaciones se puedan realizar correctamente. El incumplimiento de las indicaciones preestablecidas para conseguir que el activo esté siempre en las condiciones óptimas es un riesgo que no se puede asegurar y que implica una organización interna, responsabilidad del controlador de los flujos.

— **Riesgo operacional interno laboral:** pérdida probable provocada por paradas en el proceso de generación de los flujos de efectivo debida a no mantener los ritmos de trabajo presupuestados.

Riesgo reputacional: pérdida probable provocada por la falta de confianza que genera el comprador de los flujos de efectivo, el inversor.

Este riesgo se puede subdividir en dos apartados, el riesgo derivado del cumplimiento normativo y el riesgo derivado de la imagen pública.

- **Riesgo de incumplimiento normativo:** pérdida probable provocada por el no cumplimiento de las normas civiles, mercantiles, tributarias, laborales.

  Las pérdidas derivadas del incumplimiento pueden ser sanciones, indemnizaciones y condenas. El incumplimiento se puede dar en el país donde tiene la residencia el inversor o en el país donde se generan los flujos. Cualquiera de estas eventualidades afectará negativamente a los flujos esperados.

  El inversor no puede asegurar este riesgo, dado que teóricamente depende de su voluntad cumplir o no cumplir. Mitigar los efectos solo se puede hacer mediante la contratación de buenos asesores legales. Las responsabilidades civiles de estos pueden compensar algunas pérdidas si se demuestra la negligencia.

  Dependiendo de los países, el cumplimiento normativo puede ser

muy difícil. Puede serlo por la proliferación de normativa, por la ausencia de la misma y por la falta de estructuras judiciales competentes.

- **Riesgo sobre la imagen pública:** pérdida probable provocada por la mala imagen transmitida sobre los medios de comunicación.

  Este riesgo se puede estudiar más por sus efectos que por sus orígenes, que pueden ser muy variados. Los inversores utilizan los medios de comunicación para alcanzar la mejor venta y distribución de sus productos. En estos medios pueden aparecer campañas negativas que hundan la imagen que se ha querido comunicar.

  Los efectos negativos sobre los flujos esperados pueden provenir de:

  — **Boicots** sobre las ventas o sobre los suministros. La caída de las ventas o los sobrecostes para encontrar otros proveedores reducirán el volumen de flujos de efectivo que la inversión puede generar.
  — **Indemnizaciones:** los contratos que permiten controlar los flujos de efectivo pueden contener cláusulas que obliguen a pagar indemnizaciones a «sponsors» cuando la inversión o, incluso, el inversor se ven inmersos en una campaña de comunicación negativa. Incluso, las administraciones públicas pueden ejercer derechos de retracto cuando se dan circunstancias de pérdida de imagen.

  Contra estas campañas no hay seguros. Solo se puede prevenir su efecto contratando agencias de comunicación especializadas en contracampañas. Normalmente los inversores contratan compañías que gestionan la publicidad y lo hacen de forma positiva. Cuando aparece una campaña de desprestigio, es necesario encargar un plan de comunicación *ad-hoc* y esto solo lo saben hacer unas pocas entidades.

Riesgo de mercado: pérdida probable provocada por no conseguir generar los flujos de explotación en volumen y tiempo debido a una evolución adversa de los precios de los elementos necesarios para operar tal como se

había previsto.

Aprovechando la normativa que las entidades aseguradoras se han obligado a seguir para garantizar su capacidad de hacer frente a los compromisos adquiridos con los asegurados titulada «Solvencia II» podemos estudiar con detalle los componentes de este riesgo de mercado:

- **Tipos de interés:** pérdida probable provocada por una variación de los tipos de interés que pueda disminuir los flujos de efectivo esperados o su valoración.

  Este es un riesgo que afecta principalmente al comprador, al inversor. La contraprestación para adquirir los flujos de efectivo precisa de una financiación y el inversor debe contar con los costes que esto representa. Pueden ser costes explícitos cuando la financiación proviene de terceros y es necesario pagar intereses, pero también pueden ser costes implícitos cuando la financiación es propia.

  En cualquier caso, una subida de los tipos de interés implicará tener que hacer frente a unos costes adicionales por la financiación aportada para adquirir la inversión. Esto puede suponer que una parte de los flujos que se esperaban se tengan que trasladar a las entidades financieras y no queden a disposición del inversor.

  Siguiendo el mismo caso de la subida de tipo de interés, se puede producir una disminución en la valoración actual de los flujos de efectivo esperados. Es decir, cuanto más alto es el tipo de interés menos valor actual.

  De todo esto se infiere que el verdadero riesgo de tipo de interés es el que provocan las subidas. Habitualmente no se habla de pérdidas provocadas por las bajadas de tipos de interés. A pesar de que son posibles si se dan ciertas condiciones, a menudo muy extrañas, los movimientos a la baja de los tipos pueden provocar pérdidas.

  Cuando no se ha escogido la financiación a un tipo fijo o este no se ha ofrecido por parte de las entidades financieras, la financiación obtenida generará más costes si los tipos van en alza. El riesgo, cuando el inversor está financiado a un tipo variable, es que suban los tipos que sean más caros.

Las evoluciones contrarias a la evolución esperada o a la valoración de los flujos se pueden asegurar o se pueden generar operaciones financieras de cobertura. Normalmente, son las mismas entidades financieras las que organizan operaciones de cobertura utilizando:

— **Swaps o permutas financieras:** el comprador de los flujos de efectivo futuros permuta el tipo de interés que le cobra una entidad financiera por otro tipo de interés que aporta un tercero que recibe financiación por parte de otra entidad.

Tanto el comprador de los flujos futuros, el inversor, como el tercero intercambian sus tipos de interés y de este modo, cada uno, considera haberse cubierto contra las evoluciones no deseadas de los intereses futuros.

— **Futuros financieros:** el inversor se dirige hacia un mercado organizado en el que se compren y vendan contratos de futuros financieros. Estos mercados obligan a pagar, al comprador del contrato, una cantidad de dinero en un momento futuro. Simultáneamente obligan al vendedor del contrato a cobrar una cantidad de dinero en un momento futuro.

La cantidad de dinero dependerá de la evolución de los tipos de interés. Así, comprando y vendiendo estos derechos sobre cantidades futuras se puede cubrir el riesgo de que los tipos evolucionen en contra de los deseos de cada una de las partes.

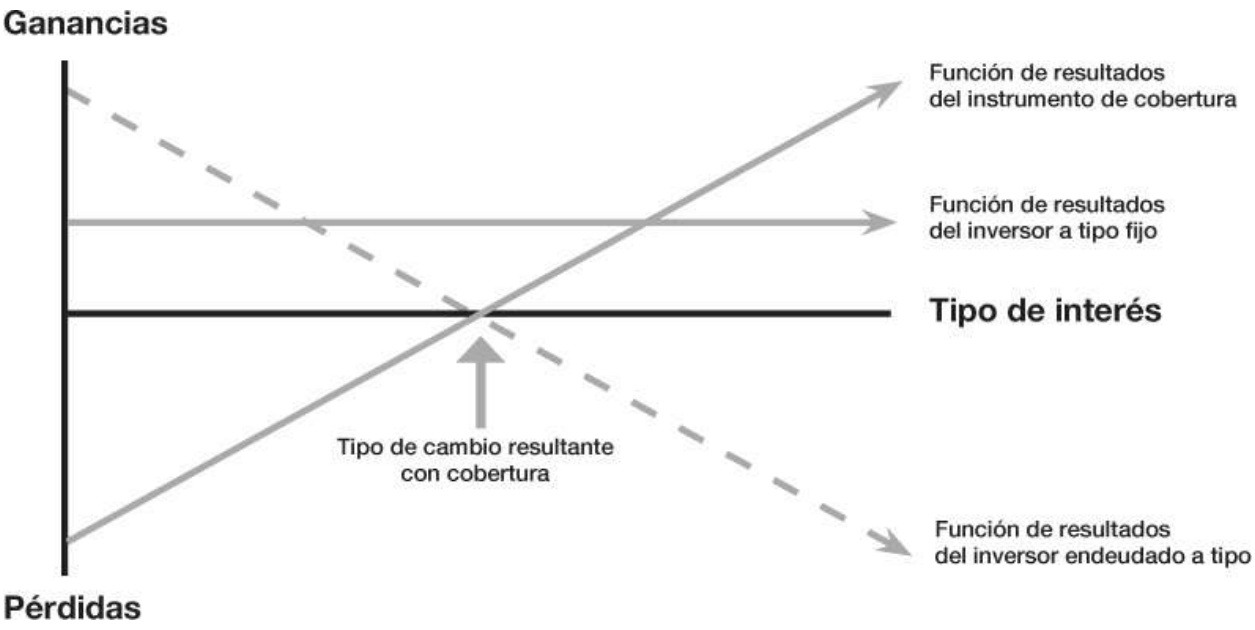
— **Opciones sobre tipos de interés:** del mismo modo que hay mercados de futuros financieros, también hay mercados de opciones sobre tipos de interés. En estos mercados se compran y venden opciones de compra (denominadas *call*) y opciones de venta (llamadas *put*). Estos mercados generan la misma cobertura que los de Futuros pero los instrumentos financieros son diferentes.

En el mercado de opciones los contratos de compra, las *call*, no obligan a nada, solo dan derecho a cobrar. Por el contrario, los contratos de venta, las *put*, solo obligan, no dan derecho a nada.

Mediante una combinación de compras de *call* y ventas de *put*, el inversor puede cubrirse contra las subidas no deseadas de los

tipos de interés. Cambiando la estrategia de compras y ventas de *call* y *put* puede generarse una cobertura contra la bajada de los tipos, si fuera el caso.

Utilizando estos instrumentos financieros, el inversor puede reducir, e incluso eliminar, el riesgo de una evolución desfavorable del tipo de interés (figura 13.7).



Fuente: Elaboración propia.

Figura 13.7. Riesgo de tipos de interés.

- **Margen:** pérdida probable provocada por una evolución de los precios y costes que genera un menor importe de los flujos de efectivo esperados.

  Cuando se habla de los flujos de efectivo, muy pocas veces se estudia su génesis. Por suerte, la contabilidad nos permite estudiar la trazabilidad del dinero y se puede saber con precisión que las inversiones generan entradas de efectivo a partir de una función de ventas. Por lo tanto, cuando se adquiere una inversión debe conocerse muy bien cuál es la función de ventas que tendrá que gestionar. Este hecho es todavía más exigente cuando la función de ventas se da en un país que no es el doméstico, con públicos, culturas y legislaciones diferentes.

  Aun así, podría darse el caso de que los flujos no vinieran de una función de ventas. Pero son situaciones mucho menos frecuentes. Por ejemplo, las entradas de efectivo podrían venir de subvenciones públicas,

o en el caso de entidades sin ánimo de lucro, las entradas pueden provenir de donaciones.

Por lo tanto, el riesgo de margen está indicando la pérdida probable provocada por una menor entrada de efectivo o una mayor salida de efectivo originada por las operaciones de fabricación o producción de lo que se tendrá que vender. Se trata de un riesgo de margen perativo. Este riesgo es muy complejo y hay que ir estudiándolo mediante el análisis de cada una de las variables (nos centramos en los ingresos por ventas, los ingresos por subvenciones y donaciones siguen el mismo esquema).

- — Ventas ordinarias: las conseguidas mediante la entrega de los bienes o servicios producidos en la fase de explotación.
- — Costes operacionales: los que deberán satisfacerse para poder producir los bienes o servicios propios de la actividad social.

- **Divisas:** pérdida probable por operar con divisas diferentes a la del país donde reside el inversor. También se conoce como riesgo cambiario dado que depende del tipo de cambio entre las divisas que hay que negociar.

  La pérdida se produce cuando la divisa en la que se tienen que repatriar los flujos de efectivo se devalúa respecto de la divisa doméstica. Esto supone introducir dentro del modelo de valoración de los flujos de efectivo futuros una nueva variable que es el tipo de cambio.

  Así pues, el modelo de valoración de las inversiones en el entorno doméstico contempla dos variables: la cantidad de dinero (C) y el momento en el que este dinero se hará efectivo (T). Se trata de un binomio (C,T). El inversor, el comprador de los flujos de efectivo futuros, intercambiará su binomio (C,T) por el binomio del vendedor (C',T'):

$$(C,T) \sim (C',T')$$

El signo ~ indica que el intercambio se produce en un entorno en el que se cumplen las propiedades: reflexiva, simétrica, transitiva, homogeneidad respeto a las cantidades y preferencia por la liquidez. Las propiedades básicas de una relación de equivalencia (reflexiva, simétrica y transitiva) complementadas por las propiedades específicas del mundo

financiero.

Con estas cinco propiedades se garantiza que habrá una equivalencia financiera entre los dos binomios. Con la equivalencia financiera se quiere asegurar que las dos partes comparten los criterios de valoración.

Si en la negociación cada una de las partes puede aportar flujos denominados en divisas diferentes y en diferentes calendarios, entonces hay que establecer un tipo de cambio para que el intercambio se denomine en una única divisa. También será necesario establecer un calendario común (este aspecto se deja aparte muchas veces, pero el calendario de 365 días naturales no es el único vigente).

Cuando hay varias divisas implicadas es necesario determinar el tipo de cambio entre ellas. En la situación más simple, habrá dos divisas y el tipo de cambio se establecerá como la relación que iguala el valor de las dos unidades monetarias:

Unidad Monetaria A = Unidad Monetaria B * tipo de cambio

$$UM^{A} = UM^{B*\ tdcA/Bt}$$

De donde es fácil establecer la ecuación que explicita el tipo de cambio de una unidad monetaria A por una cantidad de unidades monetarias B, en el momento «t»:

$$tdc_t^{A/B} = \frac{UM^A}{UM^B}$$

Por ejemplo, un

$$tdc_t^{A/B} = 3$$

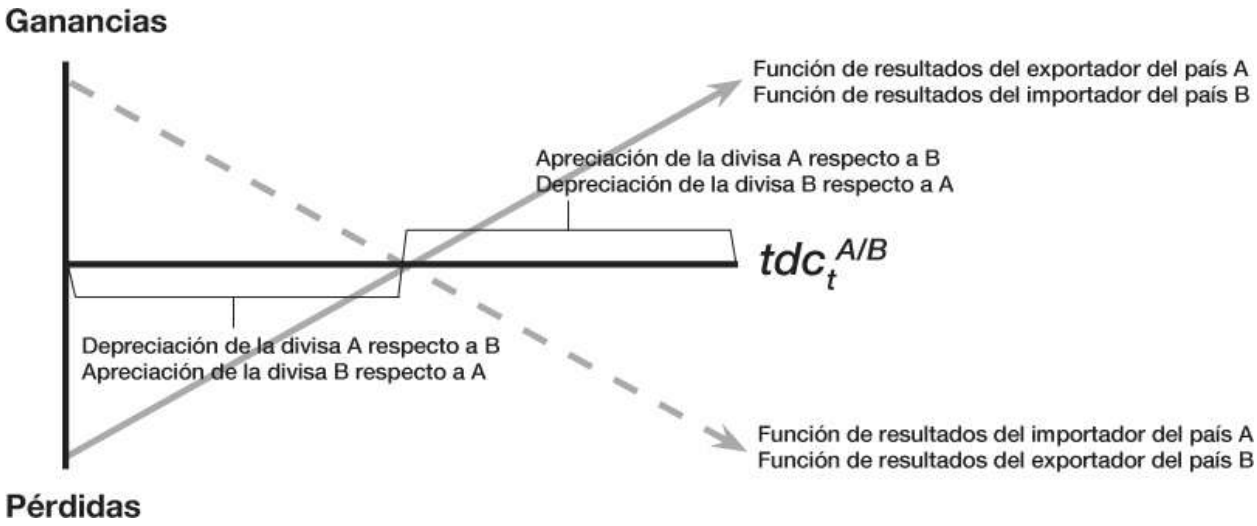
indicaría que son necesarias tres unidades de B para adquirir una unidad de A, en el momento *t*.

$$UM^{A} = UM^{B*}\ 3$$

El riesgo que conlleva tener que trabajar con divisas, con diferentes unidades monetarias, se puede resumir en la probabilidad de que el tipo de cambio fluctúe de forma que genere pérdidas. En otras palabras:

El riesgo de divisas, el riesgo cambiario, es la pérdida de valor de los flujos futuros de efectivo generada por la evolución del tipo de cambio entre las divisas en donde estos flujos están contabilizados.

Para entender bien este riesgo la figura 13.8 puede ayudar a visualizar por separado las posiciones de los compradores y vendedores:



Fuente: Elaboración propia.

Figura 13.8. Riesgo de tipo de cambio.

Para evitar esta pérdida se puede contratar un seguro de tipo de cambio. Este contrato lo ofrecen más las entidades bancarias que las compañías de seguros. Consiste en el compromiso de compra (o venta) de un determinado número de divisas a un tipo de cambio establecido respecto a la unidad monetaria doméstica en un momento futuro también especificado.

El mercado de divisas ofrece precios de compra y precios de venta de manera continuada. Las entidades bancarias pueden conseguir mejores precios que los particulares debido a su posición mayorista. La diferencia entre el precio de mercado y el precio ofrecido a quien busca el seguro es el margen que puede ganar la entidad bancaria que ofrece el seguro del

tipo de cambio.

En algunos casos el seguro de tipo de cambio no se puede hacer, ya sea porque una divisa no cotiza en el mercado, ya porque los volúmenes no son asegurables, o porque no hay entidad que quiera ofrecer este contrato. Por unas u otras razones los mercados financieros ofrecen *swaps*, futuros y opciones sobre tipos de cambio. Por lo tanto, se puede cubrir el riesgo del tipo de cambio utilizando estas operaciones financieras de forma alternativa al seguro de cambio.

En consecuencia, se puede afirmar que, en una operación de inversión en el extranjero, el riesgo de tipo de cambio es el riesgo con más posibilidades de seguro o cobertura. Con esta premisa es posible reformular la equivalencia financiera cuando se trabaja con divisas de forma que, en los binomios que expresan los flujos de efectivo, las cantidades C pasarán a ser UM, denominadas en cada una de las divisas que corresponda:

$$\{(UM^{A}_{1},T_{1}); (UM^{A}_{2},T_{2});...(UM^{A}_{n},T_{n})\} \sim \{(UM^{B}_{1},T^{B}_{1}); (UM^{B}_{2}, T^{B}_{2});... ...(UM^{B}_{n}, T^{B}_{n})\}.$$

Si realmente el comprador y el vendedor acuerdan una transacción con estos términos están definiendo el tipo de cambio que aceptan entre la divisa A y la divisa B en cada uno de los momentos T (en el calendario acordado). Esto permite reformular toda la equivalencia financiera en una única divisa, por ejemplo la A, sustituyendo UM^{B} por $UM^{A}\star\ tdc^{A/B}$:

$$\{(UM^{A}_{1},T_{1}); (UM^{A}_{2},T_{2});...(UM^{A}_{n},T_{n})\} \sim \{(UM^{A}*tdc^{A/B}_{1},T^{B}_{1}); (UM^{A}*tdc^{A/B}_{2}, T^{B}_{2});... (UM^{A}*tdc^{A/B}_{n}, TB_{n})\}.$$

Los tipos de cambio en cada momento podrán formarse en los mercados, pero los inversores pueden haberlos determinado al inicio de la operación mediante el seguro o la cobertura. Por lo tanto, las divisas no tendrían que ser un problema para abordar el análisis de una inversión en el extranjero.

En la evolución del tipo de cambio pueden intervenir diferentes factores que se pueden englobar en dos clasificaciones: riesgos económicos

y riesgos sociales (también llamado riesgo país).

— **Riesgos económicos:** pérdida probable del tipo de cambio, de cambio de la moneda doméstica respecto a otras divisas por el mal comportamiento de las magnitudes macroeconómicas.

Entre las magnitudes macroeconómicas, las que afectan de una manera más directa al tipo de cambio son las que están relacionadas con la deuda pública (tipo de interés de la deuda, calidad de la deuda) y las que hacen referencia al diferencial de inflación entre los países (paridad del poder de compra).

De forma muy sintética, el riesgo de tipo es una función de como mínimo tres variables:

tipo de cambio = f (tipo de interés, calidad deuda, pariedad poder compra)

— **Riesgo país:** pérdida probable del tipo de cambio, de cambio de la moneda doméstica respecto a otras divisas por la inestabilidad social del país.

Se trata de evaluar si el país de donde tienen que surgir los flujos de efectivo futuros puede mantener una estabilidad que garantice que estos importes se darán según lo que se ha previsto. Esta estabilidad depende de variables muy diversas y sería necesario un análisis detallado para entender el alcance del riesgo país, así se podría subdividir en:

- **Riesgo político:** pérdida probable provocada por la inestabilidad en las instituciones que gobiernan las Administraciones Públicas.
- **Riesgo de catástrofes:** pérdida probable provocada por la aparición de graves accidentes con unos costes insoportables por las finanzas del país. Estas catástrofes pueden tener origen:

  – **Natural:** siniestros provocados por fenómenos de la naturaleza que generan pérdidas humanas, animales y materiales.
  – **Industrial:** siniestros provocados por accidentes derivados de

la actividad inversora que pueden afectar a los seres humanos, a los recursos materiales y especialmente al medioambiente.

- **Riesgo de inseguridad:** pérdida probable provocada por un incumplimiento de la normativa o por falta de esta. En este concepto también habría que subdividir entre varias inseguridades:

  - **Ciudadana:** pérdidas provocadas por ciudadanos que no cumplen con la legislación sobre la propiedad y la vida.
  - **Alimentaria:** pérdidas provocadas por incumplimientos de la legislación sobre trazabilidad y producción alimentaria.
  - **Sanitaria:** pérdidas provocadas por incumplimientos de la legislación sobre la sanidad de las personas y los animales.

  - **Jurídica:** pérdidas provocadas por la falta de separación de poderes entre el legislativo, el ejecutivo y el judicial.

- **Concentración:** pérdida probable por la rotura de la libre competencia.

  La pérdida se produce cuando los flujos de efectivo esperados se reducen por culpa de un proceso de oligopolio o monopolio. Un inversor puede adquirir una expectativa de flujos futuros en un entorno cuando reina la libre competencia. Si el entorno presenta alguna de las imperfecciones ligadas al monopolio, el oligopolio o la competencia monopolística, entonces es probable que los mercados queden controlados por individuos capaces de fijar los precios. En esta situación los flujos esperados pueden verse seriamente amenazados.

  Contra este riesgo no hay procesos de seguro o cobertura. Solo las autoridades de defensa de la competencia pueden verificar que los precios no se alteran por colusiones de intereses.

13.6. Fase de extinción de la inversión

Cuando se llega al final de la vida útil de la inversión hay que cerrar todas las posiciones que estén abiertas. Esto significa que una vez dejan de generarse los

flujos de efectivo hay que asegurarse de que no surjan reclamaciones o responsabilidades futuras.

Una vía de extinción de responsabilidades es por la transmisión, por la venta, a una tercera persona o entidad de la inversión todavía en funcionamiento. En este caso, el nuevo inversor tendrá que subrogarse a todas las obligaciones que el inversor primario haya contraído. Si no es así, quiere decir que habrá una separación de responsabilidades que tiene que explicitarse muy cuidadosamente en el contrato de compraventa.

Ya sea por venta, ya sea por agotamiento de los flujos de efectivo, hay que tener en cuenta estos conceptos para poder concluir una inversión:

Valor residual

Cuando las inversiones dejan de ser activas, entonces hay que liquidarlas. Puede darse el caso de que haya un valor residual positivo. Es decir, que los activos ya sin capacidad de ser explotados pueden ser vendidos por una cantidad mínima. Habitualmente por chatarra, o por subutilización, se pueden conseguir los últimos flujos de efectivo. Pero las normativas medioambientales hacen que reciclar determinados activos tenga unos costes que pueden superar el valor residual.

Cuando se presupuestan los flujos de efectivo hay que tener en cuenta esta eventualidad del valor residual negativo. Un análisis correcto de una inversión y sobre todo de las realizadas en el extranjero tienen que comportar presupuestos sobre estas contingencias.

Responsabilidades tributarias

Las responsabilidades con las autoridades tributarias se prolongan más allá de la vida útil de los activos. Esto supone asumir riesgos más allá de la última generación de flujos de efectivo. Para asegurar esta probable pérdida es necesario dotar provisiones.

Responsabilidades laborales

En el mismo sentido que en el ámbito tributario, también en el ámbito laboral las responsabilidades trascienden los límites de la vida útil de los activos. Por lo tanto, también es necesario dotar provisiones para ahorrar fondos que hagan posible mitigar las pérdidas por este riesgo.

Extinguir totalmente una inversión no es una actuación que surge automáticamente cuando se acaba la vida útil de los activos (tangibles o intangibles) que la conforman. La falta de generación de flujos no quiere decir que la inversión se haya acabado. Es responsabilidad del inversor verificar que queda libre de toda responsabilidad. En la mayoría de los casos, es necesaria la intervención de profesionales altamente cualificados para garantizar que este proceso se ha realizado correctamente.

13.7. Conclusiones

La gestión de las finanzas empresariales exige controlar muchos factores que comportan riesgos. Muchos riesgos se pueden asegurar, otros se pueden cubrir y los que resulten imposibles o inviables de asegurar o cubrir hay que mitigarlos. En la medida del riesgo que se pueda asumir hay que intentar presupuestar todos los escenarios y por lo tanto, hay que subdividir la inversión en partes más pequeñas, partes que sean controlables.

Será necesario estudiar la adquisición, la explotación y la liquidación de la inversión con suma minuciosidad para no olvidar ninguna variable que pueda hundir los presupuestos.

En cada una de estas fases se deberá subdividir los riesgos asegurables de los que no lo son, los riesgos que se pueden cubrir de los que no, y siempre se deberán identificar los agentes responsables de conducir la inversión en cada fase. Habrá que explicitar las responsabilidades de los negociadores, liquidadores, comerciales, trabajadores, proveedores, clientes, en definitiva, será necesario un mapa de riesgos de los *stakeholders*.

Una vez hecho todo esto, dará comienzo el estudio de la rentabilidad. Si los flujos están bien asegurados, cubiertos, la inversión en el extranjero puede ser una inversión en un entorno de certeza. Si no se pueden asegurar o cubrir, la inversión precisará de simulaciones en diferentes escenarios y deberemos tratar las

rentabilidades con procesos estocásticos.

Referencias bibliográficas

LEY DEL CONTRATO DE SEGURO (1980): Ley 50/1980, de 8 de octubre.

PARLAMENTO EUROPEO (2015): Reglamento Delegado (UE) 2015/35 de la Comisión, de 10 de octubre de 2014, por el que se completa la Directiva 2009/138/CE del Parlamento Europeo y del Consejo sobre el acceso a la actividad de seguro y de reaseguro y su ejercicio (Solvencia II)- DOUE l 12, de 17 de enero 2015.

PLAN GENERAL DE CONTABILIDAD (2007): Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre.

PUIG, X. Y ELVIRA. O. (2017): Comprender los productos derivados: futuros, opciones, swaps, Profit, Barcelona.

16. Capítulo redactado por Jordi Martí Pi de la Serra (Universitat de Barcelona). Una versión previa se ha publicado en el número 26 de la *Revista de Contabilidad y Dirección*.

14

FINANZAS Y BUEN GOBIERNO DE LA EMPRESA[17]

Resumen

En este capítulo se presentan algunos de los principales retos contables y financieros que afectan al buen gobierno. Para ello, se describen retos que afectan a áreas tales como el control interno; la contabilidad e información financiera (calidad y transparencia de la información); ética y valores; la política financiera; la retribución variable y la gestión de riesgos. Para cada una de estas materias se exponen buenas prácticas que contribuyen a que las empresas minimicen los riesgos, refuercen la confianza de sus accionistas y otros *stakeholders;* y creen más valor. Al final se aportan diversas evidencias de que la buena gobernanza en estas materias es rentable para las empresas.

Conceptos clave

Gobierno corporativo, Comisión de auditoría, Consejo de administración, Contabilidad, Ética, Finanzas, Riesgos, Valores.

14.1. Introducción

Una parte relevante del buen gobierno de las organizaciones tiene una dimensión contable y financiera. Las empresas más exitosas lo suelen ser gracias a que disponen de ventajas competitivas en materia de innovación, productos, excelencia, marketing o personas, entre otras. Pero muy a menudo vemos desaparecer a empresas líderes por problemas relacionados con fraudes contables o mala gestión de riesgos financieros, por citar algunas malas prácticas.

En cambio, la buena gobernanza contribuye a mitigar riesgos, refuerza la confianza de los accionistas y contribuye a que las empresas sean más valoradas por los inversores. De esta forma, mejora el acceso a las fuentes de financiación y se crea más valor.

14.2. Control interno

El consejo de administración es el responsable último del gobierno corporativo en la empresa. Entre los instrumentos que utiliza, cabe destacar el control interno que tiene los objetivos de asegurar el cumplimiento de la legalidad y las normas internas de la empresa; maximizar la eficiencia empresarial y salvaguardar los activos. En las empresas medianas y grandes estas funciones las realizan los auditores internos, que a su vez son supervisados por la comisión de auditoría. En las empresas pequeñas, esta función es desarrollada por un asesor externo o, incluso, por los propietarios.

La comisión de auditoría, que es una de las comisiones del consejo de administración, tiene diversos objetivos, tales como supervisar:

- El control interno de la compañía.
- El cumplimiento de las reglas de gobierno corporativo, de los códigos de ética y de la política de responsabilidad social corporativa.
- La prevención y gestión de riesgos.
- La elaboración y presentación de la información financiera.
- La auditoría interna.
- La auditoría externa.

En lo que respecta a la contabilidad, el control interno ha de prevenir y detectar los engaños contables antes de que sea demasiado tarde.

Buenas prácticas de control interno relacionadas con el gobierno corporativo:

Las empresas que se caracterizan por su buen gobierno corporativo y por ser exitosas de forma sostenible en el tiempo suelen realizar prácticas de control interno como las siguientes:

- Segregación de funciones en toda la organización para evitar fraudes. Por ejemplo, el que autoriza una compra es una persona diferente del que controla la recepción, que ha de ser diferente del que la contabiliza y del que la paga.
- El presidente y el consejero delegado han de ser personas diferentes.
- Autorización de gastos e inversiones a diferentes niveles según el importe.
- Disponer de un programa anual de auditoría interna que ha de ser aprobado previamente por el consejo de administración, a propuesta de la comisión de auditoría.
- Presentación y discusión en el consejo de administración del informe anual de actividades de control interno y de las incidencias que se produzcan durante el año.
- El consejo de administración y las diferentes comisiones (comisión de auditoría, comisión de nombramientos...) han de ser auditadas externamente, al menos cada tres años.
- La comisión de auditoría ha de elaborar y hacer públicos, para los accionistas, informes sobre el funcionamiento de la propia comisión, independencia del auditor, operaciones vinculadas, y aplicación de la política de responsabilidad.
- La comisión de auditoría ha de poder convocar a cualquier empleado, sin presencia de ningún directivo, para recabar información sobre los temas que considere oportunos.
- Disponer de un canal de denuncias anónimo que permita aflorar fraudes.

14.3. Calidad y transparencia de la información

La transparencia es un valor importante y hay que alcanzar un equilibrio adecuado con la confidencialidad de la información que tiene carácter estratégico. Además, la empresa debe asegurarse de que directivos, consejeros, accionistas y empleados tienen acceso a la información adecuada de acuerdo con sus derechos y obligaciones.

La labor de los miembros del consejo (y de otros *stakeholders*) depende en gran manera de la información que reciben sobre la empresa. Por ello, la información ha de ser de calidad (tanto si son buenas noticias, como si son malas noticias) y en la cantidad adecuada.

Sobre la calidad de la información, conviene resaltar que la normativa contable, especialmente las Normas Internacionales de Información Financiera (pero también las US GAAP y las normativas nacionales como el Plan General de Contabilidad español) permiten un margen amplio para el denominado maquillaje contable legal. El maquillaje contable legal es el engaño que se hace sin vulnerar la normativa vigente, ya que se aprovecha de las alternativas, la posibilidad de hacer estimaciones interesadas y los vacíos legales. Pero, también hay empresas que hacen fraudes contables (maquillajes contables ilegales) que sí vulneran la normativa. Se trata de empresas que ocultan o inventan activos, pasivos, ingresos o gastos. Según diversos estudios, entre el 25 % y el 30 % de las empresas hacen maquillajes contables legales y según PWC el 11,2 % de las empresas son objeto de fraudes contables cada dos años (Amat, 2017).

Para que la información financiera sea fiable hay que asegurar que los criterios de valoración son adecuados. Por ello, hay que prestar atención a las estimaciones realizadas y a los criterios contables utilizados y así asegurar que no se producen engaños. También hay que comprobar que el perímetro de consolidación es correcto.

El riesgo de que la información contable de la empresa sea engañosa puede evitarse a través de la auditoría interna, la comisión de auditoría y la auditoría externa.

En cuanto a la cantidad de información a suministrar, hay que conseguir que la información suministrada sea la que se precisa, ya que tan perjudicial puede ser una información insuficiente como un exceso de información. Como se dice a

menudo: *«La mejor forma de no informar es informar en exceso»*. Cuando la información es excesiva, es posible que los consejeros no la analicen y entiendan adecuadamente.

Buenas prácticas para mejorar la cantidad y calidad de la información:

- El consejo de administración ha de evaluar y decidir cuál es la información financiera clave (estados contables, planes financieros, seguimiento presupuestario, indicadores clave de negocio...) que tiene que recibir periódicamente, tanto el consejo como la junta general de accionistas.
- Los consejeros han de recibir la información financiera con la suficiente antelación antes de las reuniones.
- Los accionistas han de recibir con antelación suficiente la información prevista y la que pidan adicionalmente, antes de la celebración de las juntas generales de accionistas.
- La información suministrada ha de seguir un formato preestablecido y con glosario de los términos utilizados.
- Debe asegurarse que los consejeros y los directivos saben interpretar la información suministrada. Cuando sea preciso, la empresa debe organizar sesiones de formación para conseguir este objetivo.
- La comisión de auditoría ha de estar integrada por consejeros independientes (al menos tres) con sólida formación y experiencia en contabilidad, auditoría y gestión de riesgos.
- Evitar las contabilizaciones interesadas que pueden maquillar las cuentas utilizando criterios contables o estimaciones, ya sean legales o ilegales.
- Cumplir el principio de uniformidad y evitar los cambios en los criterios contables utilizados, a menos que hayan cambiado objetivamente los supuestos que motivaron la selección del criterio contable original.
- Comprobar que los criterios contables y las estimaciones realizadas son similares a las de empresas comparables.
- Comprobar que el perímetro de consolidación es correcto y no se deja de consolidar empresas vinculadas.
- Informar sobre las operaciones con partes vinculadas.

- El informe de auditoría no puede tener salvedades y si las hay, se debe informar con claridad al consejo de administración y a la junta general de accionistas.
- Informar de trabajos diferentes a la auditoría de cuentas que sean realizados por los auditores.
- Reunión anual del auditor externo con el consejo de administración.
- La comisión de auditoría conoce y cumple todos los requisitos legales en relación con la información financiera (aprobación de cuentas, depósito de cuentas...).
- *Reporting* mensual (o trimestral) con información relevante para el consejo de administración y los accionistas.
- Los accionistas tienen que tener a su disposición los informes de la comisión de auditoría sobre su funcionamiento, sobre operaciones vinculadas y sobre la independencia del auditor.
- Informar suficientemente de los litigios y contenciosos que tenga la empresa.
- Informar a través de la página web de información relevante sobre los consejeros (biografía, otros consejos de administración, conflictos de interés, número de acciones...).
- Informar a través de la página web del informe anual de gobierno corporativo, informe de las comisiones del consejo (auditoría, nombramientos y retribuciones...).
- La información de carácter estratégico tiene que tratarse con el adecuado nivel de confidencialidad.

14.4. Ética y valores

Como se dice a menudo: *«El mejor negocio es ser honrado»*. Por ello, el buen gobierno corporativo se caracteriza por el fomento de buenos valores y altos estándares en materia de ética. Esto implica disponer de un código de conducta o código de ética, que regula el comportamiento de las personas (accionistas, consejeros y empleados) en relación a la organización. En el código de ética hay diversos aspectos relacionados con la contabilidad y las finanzas, tales como:

- Honestidad (uso de los recursos de la empresa, falsificación de documentos, conflicto de intereses...).
- Relaciones con partes interesadas (empleados, clientes, proveedores...).
- Privacidad y confidencialidad de la información (protección de datos, uso de información de la empresa...).
- Canal anónimo de denuncias.

Buenas prácticas para mejorar la ética en la organización:

- El consejo de administración y la dirección de la empresa dan ejemplo de ética y buenos valores, yendo más allá de lo que es obligatorio por ley.
- Disponer de un código de ética aprobado por el consejo de administración y que ha de ser cumplido por consejeros, directivos, empleados y otras partes interesadas.
- Todos los consejeros, directivos y empleados reciben formación periódica sobre el código de ética.
- Auditoría externa del cumplimiento del código de ética por parte de miembros del consejo de administración, directivos, empleados y otras partes interesadas accionistas, proveedores...
- Declaraciones de información relacionada con conflictos de interés de consejeros, directivos y empleados en relación a proveedores, clientes y otras partes interesadas.
- Información periódica sobre cumplimiento del código de ética al consejo de administración y a la junta general de accionistas.

14.5. Política financiera

La buena gobernanza en política financiera exige que las decisiones en esta materia garanticen que la empresa cree el máximo valor para sus accionistas y otros *stakeholders* a través de la máxima rentabilidad, un adecuado control de riesgos financieros y con la suficiente liquidez. Otro objetivo es asegurar que la estructura financiera y la capacidad de generación de beneficios permiten disponer de una calificación crediticia adecuada.

Entre las decisiones clave de política financiera que tiene que tomar el consejo de administración podemos citar las siguientes:

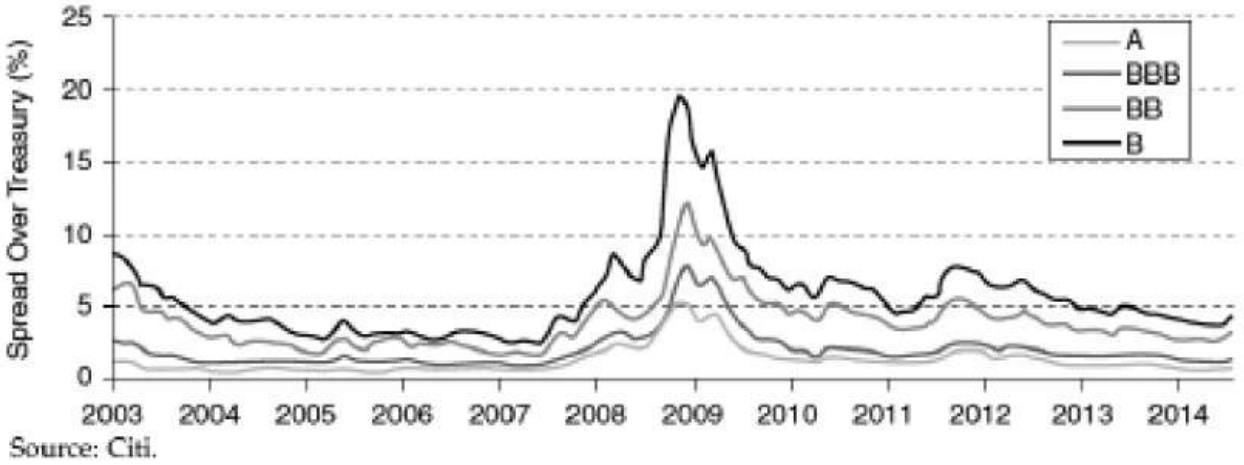
- Inversiones a realizar. Hay que asegurar que permiten obtener la rentabilidad deseada.
- Proporción entre capital y deuda.
- Coste de la deuda y garantías a aportar a los prestatarios.
- Proporción entre deuda a largo plazo y deuda a corto plazo.
- Política de dividendo: parte del beneficio que se distribuye entre los accionistas.
- Recompra de acciones (es una alternativa al dividendo que tiene una mejor fiscalidad para los accionistas, ya que la tributación es mínima).

Buenas prácticas de política financiera relacionadas con el gobierno corporativo:

- Hay que asegurar que los consejeros y directivos comprenden el funcionamiento de las alternativas de inversión y financiación utilizadas.
- Antes de decidir sobre las inversiones, se comprueba que cumplen varias condiciones: su tasa interna de rentabilidad es superior al coste de capital, el valor actual neto de la inversión es positivo y se recuperan en un plazo adecuado (*pay-back*).
- Antes de decidir sobre las inversiones, se han valorado adecuadamente los riesgos que comportan, para asegurar que no se asumen riesgos excesivos.
- No se hacen inversiones si no se garantiza que se financian adecuadamente.
- No utilizar instrumentos financieros derivados (opciones, futuros, *swaps*...) con fines especulativos. Hay que distinguir su uso como cobertura de riesgos, que puede ser razonable, con la especulación ya que comporta entrar en terreno desconocido que suele tener consecuencias nefastas.
- La proporción entre capital y deuda ha de ser de alrededor de un 40%-60% (esta proporción puede variar según el sector de que se trate).
- Limitar la emisión de acciones o valores convertibles sin derecho de suscripción preferente.

- El coste de la deuda ha de ser inferior al ROI (rendimiento del activo) para asegurar que la deuda contribuye a aumentar la rentabilidad del capital.
- No contabilizar deuda fuera de balance (*factoring* sin recurso, por ejemplo) que puede ocultar la verdadera dimensión del endeudamiento.
- Las garantías aportadas para avalar la financiación no han de comprometer el futuro de la empresa.
- El nivel de deuda a corto plazo ha de ser adecuado en función de las necesidades de fondo de maniobra de la empresa, para minimizar el riesgo de tensiones financieras.
- Informar a consejeros y accionistas sobre los informes de las agencias de *rating*.
- Informar a los accionistas sobre la autocartera (acciones propias).
- El dividendo pagado ha de equilibrar los intereses de la empresa (necesidades de inversión futura, tesorería existente...) con las expectativas de los diferentes accionistas (incluyendo los accionistas minoritarios). Si la empresa consigue beneficios suficientes, puede retribuir mucho al accionista (en relación al capital invertido) pero repartir poco sobre el beneficio obtenido (para garantizar la autofinanciación suficiente de las inversiones futuras). Las empresas más sostenibles a largo plazo son las que pagan poco dividendo en proporción al beneficio obtenido. Las empresas cotizadas suelen distribuir alrededor del 50 % del beneficio obtenido (*pay-out*). En cambio, en las empresas familiares es habitual repartir menos del 20 %, lo que contribuye a su fortalecimiento financiero.
- Los accionistas valoran más aquellas empresas que distribuyen un dividendo estable que va creciendo cada año.

Es posible que estas buenas prácticas puedan ser consideradas excesivamente conservadoras, pero conviene recordar que en los años de crisis el coste de la deuda se dispara. En la figura 14.1 se comprueba que, en 2009, inmediatamente después del estallido de la crisis financiera global el coste de la deuda se triplicó. Y, además, se reduce la capacidad de conseguir financiación. Esto explica que muchas empresas desaparezcan en estos años.



Fuente:
www.nyse.com/publicdocs/nyse/listing/NYSE_Corporate_Governance_Guic

Figura 14.1. Evolución del coste de la deuda según la calidad crediticia de las empresas (A: más calidad; B: menos calidad)

Por tanto, la política financiera prudente es la que aumenta la probabilidad de que la empresa consiga un buen equilibrio entre rentabilidad, riesgo y liquidez: y alargue su esperanza de vida.

14.6. Retribución variable

La retribución es otra parte fundamental del gobierno corporativo. La retribución que perciben los directivos, empleados y miembros del consejo de administración ha de estar alineada con los objetivos de los accionistas. Uno de los principales riesgos a evitar son los denominados efectos perversos de las retribuciones que acaban perjudicando a la empresa y a sus accionistas.

Buenas prácticas de retribución variable relacionadas con el gobierno corporativo:

- La retribución ha de ser suficiente para atraer y retener a las personas, pero sin que sea excesiva. Ha de estar en línea con las mejores prácticas de las empresas comparables.

- Retribuciones que incentivan la consecución de los objetivos a largo plazo de la empresa.
- La retribución variable ha de poder ser calculada y controlada con criterios objetivos establecidos antes del inicio del ejercicio.
- La retribución variable ha de tener en cuenta tanto las contribuciones individuales, como las de grupo o compañía en su conjunto.
- La retribución variable, especialmente la de consejeros y directivos, ha de ser aprobada por los accionistas.
- La retribución variable ha de conseguir un equilibrio adecuado entre el pago en efectivo y otros tipos de retribución (opciones sobre acciones...).
- Ningún consejero ni directivo ha de participar en la fijación de su propia retribución.
- Los objetivos relacionados con la retribución variable han de equilibrar los aspectos financieros (beneficios, flujo de caja...) con los no financieros (clima laboral, satisfacción de los clientes...).
- La fijación de la retribución variable ha de tener en cuenta las salvedades de los auditores.
- Sistema de cuenta corriente que aplaza unos años el pago de una retribución variable para garantizar que los directivos no llevan a cabo políticas cortoplacistas.
- Ha de haber la posibilidad de que los directivos y consejeros devuelvan las retribuciones variables cuando con posterioridad se demuestre que hubo errores en la cuantificación de la consecución de los objetivos.
- Si se entrega acciones a consejeros, directivos y empleados es conveniente que las mantengan durante un número mínimo de años, para evitar las prácticas cortoplacistas.
- La retribución de los consejeros y directivos ha de explicarse adecuadamente en el informe de retribuciones del informe anual de gobierno corporativo o en la memoria.

14.7. Gestión de riesgos

El consejo y la comisión de auditoría han de hacer un seguimiento periódico del

programa de prevención y gestión de riesgos que afectan a materias tales como:

- Cumplimiento de la normativa vigente.
- Crisis de cualquier tipo. Se trata de eventos que se pueden producir y que si no se gestionan adecuadamente pueden implicar un grave deterioro o incluso la desaparición de la empresa.
- Riesgos financieros (riesgo de mercado, riesgo de crédito, riesgo de tipos de interés, riesgo de tipos de cambio, riesgo fiscal...).
- Fraude y corrupción.
- Ciberseguridad.
- Riesgo operacional (riesgo reputacional, riesgo de accidentes, riesgo medioambiental...)

Para ello, existe la denominada unidad de control y gestión de riesgos que periódicamente analiza los riesgos que pueden afectar a la empresa (que se plasman en el mapa de riesgos) y desarrolla planes de prevención para cada uno de ellos.

Buenas prácticas de gestión de riesgos relacionadas con el gobierno corporativo:

- Tener una unidad de control y gestión de riesgos supervisada por la comisión de auditoría.
- Identificar los riesgos que afectan a la empresa y las medidas para mitigar su impacto negativo.
- La comisión de auditoría y el consejo de administración ha de tener información suficiente sobre los riesgos existentes (mapa de riesgos) y sobre los planes de prevención y gestión de los mismos.

14.8. El buen gobierno es rentable

Múltiples investigaciones demuestran que el buen gobierno tiene un impacto positivo en la evolución de la empresa. En este sentido, podemos destacar aspectos

como los siguientes:

- Las compañías que cuentan con mejores sistemas de control proporcionan información financiera de mejor calidad, y tienen menos errores, maquillajes y fraudes contables. Además, sus resultados son más predecibles lo que aumenta la confianza de analistas e inversores (Brown y otros, 2011).
- Las compañías que cuentan con una comisión de auditoría integrada por consejeros independientes tienen un coste menor de auditoría externa (Krishnan y Visvanathan, 2009).
- Las compañías generan más valor cuando el presidente del consejo de administración es una persona diferente del consejero delegado (Carapeto y otros, 2005).
- Las compañías con buen gobierno corporativo tienen un menor coste de la deuda y del capital (Chen y otros, 2010) por varios motivos entre los que destacan la fiabilidad de la información, los mejores sistemas de control y la prevención y gestión de riesgos. El menor coste de la financiación eleva el valor de las acciones y reduce su volatilidad.
- Las compañías con buenos valores y mejores comportamientos éticos tienen menor volatilidad en su rentabilidad y obtienen mejores resultados en años de crisis (GABV, 2014).
- Las compañías que protegen mejor los intereses de los accionistas minoritarios pagan más dividendos. En cambio, las compañías con gobierno corporativo más débil tienden a pagar menos dividendos y optan más a menudo por recomprar las acciones de los minoritarios (Bartram y otros, 2010).

Sin duda, cuando una organización implementa prácticas para mejorar la gobernanza hay costes que aumentan (el coste de los sistemas de control, por ejemplo) pero las consecuencias negativas del mal gobierno acaban costando mucho más (multas, condenas, prisión, etc.) e incluso pueden acabar con la desaparición de la empresa.

14.9. Conclusiones

El buen gobierno corporativo mitiga riesgos, refuerza la confianza de los accionistas y contribuye a aumentar el valor de las empresas.

Este artículo ha descrito los principales retos y buenas prácticas contables y financieras que contribuyen a mejorar la gobernanza de las organizaciones. Se han analizado áreas como el control interno, la contabilidad e información financiera (calidad y transparencia de la información), la política financiera, la retribución variable y la gestión de riesgos. También se han aportado evidencias de que el buen gobierno es rentable para las empresas.

Sin embargo, una parte significativa de las buenas prácticas que se han expuesto están pensadas para empresas medianas y grandes que cuentan con auditoría interna y comisión de auditoría, por ejemplo. Por ello, las recomendaciones efectuadas han de adaptarse a las posibilidades de las pequeñas empresas. En cualquier caso, siempre es recomendable la auditoría externa para mejorar la gobernanza. Y en las pequeñas empresas es importante que las funciones de la auditoría interna y de la comisión de auditoría sean llevadas a cabo por la propiedad o por personas de su confianza.

Referencias bibliográficas

ACCID (2013): «Nuevas tendencias en trasparencia empresarial», *Revista de Contabilidad y Dirección*.

AMAT, O. (2017): *Empresas que mienten: Cómo maquillan las cuentas y cómo detectarlo a tiempo*, ACCID-Profit, Barcelona.

BARTRAM, S. M., BROWN, P., J. HOW, C. Y. y VERHOEVEN, P. *(*2010): *Agency conflicts and corporate payout policies: a global study* http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1068281.

BROWN, P, BEEKES, W. y VERHOEVEN, P. (2011): Corporate governance, accounting and finance: A review, *Accounting and Finance*, vol. 51, núm. 1, p. 96-172.

CARAPETO, M., LASFER, M. y MACHERA, K. *(*2005): *Does duality destroy value? SSRN: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=686707*.

CHEN, K. C. W., CHEN,*Z. y* WEI, K. C. J. (2010): Agency costs of free cash flow and the effect of shareholder rights on the implied cost of equity capital, *Journal of Financial and Quantitative Analysis, Septiembre, 17*.

CNMV (2015): *Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas*, Comisión Nacional del Mercado de Valores.

GABV (2014): *Real economy-Real returns: The business case for sustainability focused banking*, Global Alliance for Banking on Values.

KRISHNAN, G. y VISVANATHAN, G. *(2*009): Do auditors price audit committee's expertise? The case of accounting versus non-accounting financial experts, *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, vol. 24, pp. 115-144.

17. Capítulo redactado por Oriol Amat, UPF Barcelona School of Management, y Claudio Zanotti. Publicado en el número 25 de la *Revista de Contabilidad y Dirección*.

GLOSARIO

En cada término se indica el número del capítulo en el que se trata.

Actividad económica, 6
Acción sindicada, 8
Acciones a la par, 8
Acciones liberadas, 8
Acciones nominativas, 8
Acciones ordinarias, 8
Acciones preferentes, 8
Acciones rescatables, 8
Acciones sin voto, 8
Accionistas, 7
Acreedores, 7
Actuaciones preconcursales, 5
Agencias de cobro, 5
Apalancamiento financiero, 7
Árboles para la toma de decisiones, 3
Arrendamiento financiero, 8
Auditoría externa, 14
Auditoría interna, 14
Autofinanciación, 8

BAIDI (o NOPAT), 1, 2
Balance banco-empresa, 6
Balance previsional, 10

Bolsa, 8
Bono basura, 8
Bono internacional, 9
Bonos *bull-dog*, 9
Buen gobierno, 14
Business Angels, 8, 12

Capital de trabajo, 10
Capital riesgo, 12
Carta de crédito, 6
Cash management, 6
Cash pooling, 6
CIRBE, 6
Cobertura, 13
Cobros, 6
Código de ética, 14
Comisión de auditoría, 14
Concurso de acreedores, 5
Concurso voluntario y concurso necesario, 5
Confirming, 6, 10, 13
Consejo de administración, 14
Contabilidad,
Control interno, 14
Convertibles, 8
Coste de capital (coste medio ponderado de la financiación o WACC), 1, 2, 7
Coste de la financiación, 2
Coste de oportunidad, 2
Coste explícito, 12
Coste financiero, 8
Costes de flotación, 9
Costes hundidos, 2
Covenant, 1, 8, 9, 11
Creación de valor, 1
Credit management, 5

*Credit manage*r, 5
Crédito, 5
Crédito de proveedores, 5
Crédito documentario, 6, 13
Crédito sindicado, 9
Créditos a plazo, o *term loan facilities*, 9
Créditos renovables o *revolving loan facilities*, 9
Cuenta de resultados previsional, 10

Decisiones de financiación, 1
Decisiones de inversión, 1, 13
Déficits y excedentes de liquidez, 6
Descuento bancario, 10
Descuento, 6
Deuda, 7
Deuda júnior, 8
Deuda *mezzanine*, 8
Deuda sénior, 8
Deuda sin recurso, 8
Deuda subordinada, 8
Distress, 11
Dividendo, 1

EBITDA, 1, 2, 8, 12
Efecto de los impuestos, 7
Efectos de la morosidad, 5
El seguro de crédito, 5
Estructura óptima de capital (o estructura financiera óptima), 1, 7
Estructurados, 8
Ética, 14
EURIBOR, 6, 8, 9
Eurobonos, 9
Euroobligaciones, 9
EVA, 1

Evaluación del riesgo, 5

Factoring, 6, 10,13
Factoring con recurso, 10
Factoring sin recurso, 10
Financiación bancaria, 12
Financiación de exportaciones, 10
Financiación de importaciones, 10
Financiación del circulante, 10
Financiación extrabancaria, 5
Financiación internacional, 9
Financiación, 1, 8
Finanzas, 14
Finanzas conductuales (*behavioral finance*), 14
Finanzas corporativas, 1 *float*, 6
Flujo de caja del accionista, 2
Flujo de caja del proyecto, 2
Flujo de caja libre, 2, 3, 11
Flujo de caja neto, 11
Flujos de caja descontados, 3
Fondos de capital riesgo, 12
Fondos propios, 7
foreign bonds, 9
forfaiting, 10
Futuros, 13

Gestión de la liquidez, 5
Gestión de las existencias, 4
Gestión del activo corriente, 6
Gestión del almacén, 4
Gestión del crédito a clientes, 5
Gobierno corporativo, 14

Híbridos financieros, 6, 8

Insolvencias, 5
Interés flotante, 8
Inversiones de arranque (*start-up*), 12
Inversiones semilla (*seed capital*), 12
Inversiones, 1, 2

Juicios monitorio y cambiario, 5
Justo a tiempo, 4

Kanban, 4

Lápida, 9
Leasing financiero, 8
Letras, 6
Leveraged Buy Out, 9
Ley de la morosidad, 5
Libor, 9
Limite de crédito, 5
Liquidez, 1, 11

MAB, 8, 12
Management fee, 9
Market maker, 9
Mercado continuo, 8
Mercado de bonos, 9
Mercado de Deuda Pública, 6
Mercado monetario, 6
Mercado secundario, 9
MIFID, 12
Morosidad, 5
MtO (*make to order*, trabajar bajo pedido), 4
MtS (*make to stock*, trabajar para el almacén), 4
Múltiplos, 3

Necesidad financiera, 10

Necesidades de capital de trabajo, 2
Negociación, 11
NIIF, 14
Nivel de existencias, 4
NOPAT (o BAIDI), 1, 2

Obligaciones y bonos subordinados, 8
Obligaciones y bonos, 8
OPA, 1
Opciones, 13
OPS, 1, 8
OPV, 1, 8
Over the counter, 9

Pagarés de empresa, 6
Pagarés, 6
Pagos, 6
Participaciones preferentes, 8
Pay-back, 2
Pay-out, 14
PER, 3
Pérdida esperada, 5
Perpetuidad, 3
Planificación financiera, 10
Política de dividendo, 7
Políticas de crédito liberales y restrictivas, 5
Póliza de crédito, 6, 10
Prelación de créditos, 5
Prelación financiera, 8
Préstamo, 6
Préstamos participativos, 8
Préstamos sindicados, 8
Préstamos subordinados, 8
Presupuesto de tesorería previsional, 10

Prima de riesgo, 7
Prima de seguro, 13
Private Equity, 1
Proceso de la compra al pago, 4
Proceso de la previsión a la entrega, 4
Proceso del pedido al cobro, 4
Project Finance, 8
Public equity, 1
Pymes, 12

RAROC, 5
Rating, 5
Recibos, 6
Recuperación de impagados, 5
Recursos propios, 12
Reestructuración financiera, 11
Reestructuración operativa, 11
Relación banca-empresa, 6
Renta fija, 9
Renta perpetua, 3
Rentabilidad, 1
Rentabilidad económica, 11
Reporting, 4
Retribución variable, 14
Riesgo de cambio, 13
Riesgo de cotización, 13
Riesgo de crédito, 5
Riesgo de iliquidez, 13
Riesgo de impago, 13
Riesgo de incumplimiento, 13
Riesgo de interés, 13
Riesgo de mercado, 13
Riesgo financiero, 1, 8
Riesgo país, 13

Riesgo, 13, 14

Salida a bolsa, 8
Segregación de funciones, 14
Seguimiento del crédito, 5
Segundo mercado, 12
Seguro, 13
Seguro de crédito, 13
Selling fee, 9
Sociedades de capital riesgo, 12
Sociedades gestoras de fondos de capital riesgo, 12
Spin off, 11
Stakeholders, 14
Swaps, 13

TAE, 2
Tasa de actualización, 2, 3
Tasa de crecimiento, 3
Teoría de opciones, 3
Tesorería previsional, 10
Tesorería, 6
TIR, 1, 2, 7

Underwriting fee, 9
US GAAP, 14

Valor contable, 3
Valor contable corregido, 3
Valor de liquidación o valor liquidativo, 3, 7
Valor residual, 3
Valor sustancial, 3
Valores, 14
VAN, 1, 2, 7
Venture Capital, 12

Verificaciones registrales, 5
Viabilidad económica, 11

WACC, 1, 2, 7