

Juan Pérez-Carballo Veiga

# LA **GESTIÓN** **FINANCIERA** DE LA **EMPRESA**

Análisis  
y planificación  
para la toma  
de decisiones

**2.<sup>a</sup>**  
edición



## **La gestión financiera de la empresa**

Análisis y planificación para la toma de decisiones

Madrid, 2023

Juan Pérez-Carballo Veiga

# **La gestión financiera de la empresa**

Análisis y planificación para  
la toma de decisiones

2.<sup>a</sup> edición



Septiembre, 2023

*La gestión financiera de la empresa. Análisis y planificación para la toma de decisiones*  
Juan Pérez-Carballo Veiga

Todos los derechos reservados.  
Cualquier forma de reproducción, distribución, comunicación pública  
o transformación de esta obra solo puede ser realizada con la autorización  
de sus titulares, salvo las excepciones previstas por la ley.

Diríjase a CEDRO (Centro Español de Derechos Reprográficos)  
si necesita fotocopiar o escanear algún fragmento de esta obra ([www.cedro.org](http://www.cedro.org)).

© 2023, Juan Pérez-Carballo Veiga  
© 2023, ESIC Editorial  
Avda. de Valdenigrales, s/n  
28223 Pozuelo de Alarcón (Madrid)  
Tel.: 91 452 41 00  
[www.esic.edu/editorial](http://www.esic.edu/editorial)  
@EsicEditorial

ISBN: 978-84-1192-000-1  
Depósito Legal: M-27417-2023

Diseño de cubierta: Balloon Comunicación  
Maquetación: Santiago Díez Escribano  
Lectura: Myriam Mieres  
Impresión: Gráficas Dehon

Un libro de



Impreso en España – *Printed in Spain*

*Este libro ha sido impreso con tinta ecológica y papel sostenible.*

# Índice

PRESENTACIÓN.....	13
Capítulo 1. <b>La dimensión económico-financiera de la empresa</b> .....	19
1.1. La función financiera.....	19
1.2. Las alquimias financieras.....	22
1.3. La imagen económico-financiera de la empresa .....	25
1.4. Los objetivos de la función financiera.....	30
1.5. El activo, la financiación, el beneficio y sus relaciones.....	41
1.6. Las responsabilidades del financiero.....	48
Capítulo 2. <b>La información contable</b> .....	55
2.1. La aportación de la contabilidad.....	55
2.2. La representación contable de la empresa.....	60
2.3. La dualidad de los hechos contables .....	64
2.4. De los hechos económicos a los hechos contables.....	70
2.4.1. De la compra de materiales a su consumo.....	70
2.4.2. La diferencia entre el coste y el gasto .....	73
2.4.3. La amortización del inmovilizado.....	74
2.4.4. La diferencia entre el coste de la inversión y el gasto..	78
2.4.5. El coste de la producción .....	80
2.4.6. El coste de ventas.....	83
2.4.7. La aportación de los propietarios y la aplicación del resultado.....	87
2.4.8. El tratamiento contable del IVA.....	90
2.5. Algunos principios de los hechos económicos.....	91

Capítulo 3. <b>Los estados financieros</b> .....	93
3.1. La información contable de la empresa.....	93
3.2. El balance y la información que aporta .....	101
3.2.1. Las partidas del activo .....	102
3.2.2. Las partidas del patrimonio neto .....	108
3.2.3. Las partidas del pasivo .....	112
3.3. La cuenta de pérdidas y ganancias y su análisis.....	115
3.3.1. Los ingresos.....	117
3.3.2. Los gastos.....	120
3.3.3. Los resultados.....	122
3.4. Los estados de flujos de efectivo y de origen y aplicación de fondos.....	125
3.5. La fiabilidad de la información contable .....	130
3.6. Las cuentas consolidadas .....	134
Anexo .....	137
Capítulo 4. <b>Los flujos de caja</b> .....	141
4.1. El flujo de caja y las decisiones financieras .....	141
4.2. La tipología de los flujos de caja .....	144
4.3. El cálculo de los flujos de caja .....	146
4.3.1. El flujo operativo de caja (FOC) o flujo de caja libre (FCL)	147
4.3.2. El flujo de caja para la deuda (FCD) .....	154
4.3.3. El flujo de caja para el accionista (FCA).....	155
4.3.4. El flujo de caja del accionista (FCdA) .....	157
4.4. Las relaciones entre los flujos de caja .....	160
4.5. La aplicación de los flujos de caja en la gestión financiera ...	162
4.6. El tratamiento de algunas partidas singulares .....	167
4.7. La aplicación del modelo ampliado .....	169
Anexo: Las fórmulas de cálculo de los flujos de caja FOC y FCA ...	173
Capítulo 5. <b>La planificación financiera</b> .....	175
5.1. Los planes financieros de la empresa .....	175
5.2. El plan financiero a largo plazo.....	178
5.3. El contenido y el diseño del plan.....	183
5.4. La previsión de los estados financieros .....	188
5.5. La preparación del plan financiero a largo plazo .....	192
5.6. El presupuesto anual.....	195
5.7. La técnica de los escenarios y la prueba de estrés financiero..	196
Capítulo 6. <b>El cálculo financiero</b> .....	199
6.1. El tipo de interés.....	199
6.2. El valor temporal del dinero.....	205

6.3.	El valor actual neto. ....	207
6.4.	La aritmética del tipo de interés simple y compuesto .....	208
6.5.	El tipo de interés efectivo y la tasa anual equivalente .....	210
6.6.	La actualización financiera.....	214
6.7.	Las rentas financieras .....	218
6.8.	El valor y el rendimiento de un activo financiero de renta fija..	222
6.9.	Algunas operaciones financieras.....	225
6.10.	Conclusiones.....	229
	Anexos .....	232
<b>Capítulo 7. El diagnóstico económico financiero .....</b>		<b>237</b>
7.1.	El diagnóstico de la empresa en el marco de su estrategia ...	237
7.2.	Los factores clave de éxito como expresión y guía de la estrategia .....	242
7.3.	El análisis de los estados financieros .....	246
7.4.	Los ratios como instrumento del diagnóstico.....	254
	7.4.1. La evaluación de la rentabilidad .....	255
	7.4.2. El análisis del margen sobre ventas .....	260
	7.4.3. El examen de la rotación de la inversión .....	261
7.5.	El diagnóstico de la liquidez y la solvencia .....	269
7.6.	La estructura de la financiación.....	270
7.7.	La evaluación del riesgo.....	274
7.8.	El crecimiento financiable .....	279
7.9.	El desglose de la rentabilidad financiera y la pirámide de ratios	282
7.10.	Los ratios bursátiles .....	286
7.11.	Algunas recomendaciones para efectuar el diagnóstico.....	287
	Anexos .....	291
<b>Capítulo 8. La tesorería y las necesidades operativas de fondos ....</b>		<b>295</b>
8.1.	La función tesorera .....	295
8.2.	El <i>cash management</i> y el capital corriente.....	296
8.3.	Los objetivos de la tesorería y cómo gestionarlos.....	299
8.4.	Las responsabilidades del tesorero y sus funciones.....	302
8.5.	La liquidez y la solvencia .....	304
8.6.	Las causas de los problemas de liquidez .....	306
8.7.	Del ciclo de explotación al de caja .....	308
8.8.	La gestión financiera del circulante.....	311
8.9.	Las necesidades operativas de fondos (NOF).....	314
8.10.	La gestión de las NOF.....	316
<b>Capítulo 9. Los mercados financieros.....</b>		<b>321</b>
9.1.	Las funciones del sistema financiero.....	321
9.2.	Los participantes en el sistema financiero .....	323

9.3.	Los productos y servicios para la empresa .....	325
9.4.	Los mercados del sistema financiero .....	327
9.5.	El tipo de interés .....	332
9.6.	La curva de tipos de interés.....	336
9.7.	El mercado de divisas .....	338
9.7.1.	El tipo de cambio al contado .....	339
9.7.2.	El tipo de cambio a plazo .....	343
9.8.	La base para el cálculo de las operaciones financieras.....	347
<b>Capítulo 10. La gestión de la tesorería.....</b>		<b>349</b>
10.1.	Las cuentas bancarias y su liquidación .....	349
10.2.	La gestión de las cuentas para cobrar y pagar .....	355
10.3.	Los medios de cobro y pago .....	358
10.3.1.	Los medios de cobro y pago en el mercado nacional..	361
10.3.2.	Los medios de cobro y pago en el mercado internacional .....	363
10.4.	Los servicios de pago .....	366
10.5.	El presupuesto de tesorería.....	367
10.6.	La posición diaria de tesorería .....	370
10.7.	Los sistemas de gestión de tesorería .....	374
10.8.	La centralización de la tesorería .....	375
10.9.	El control del área de tesorería.....	378
10.9.1.	La comprobación de las liquidaciones y la conciliación bancaria.....	378
10.9.2.	Cómo controlar los gastos financieros .....	379
10.9.3.	La aplicación del control interno a la tesorería.....	382
Anexo .....		384
<b>Capítulo 11. La financiación a corto plazo .....</b>		<b>387</b>
11.1.	Los productos de financiación .....	387
11.2.	El descuento comercial .....	389
11.3.	El anticipo de créditos comerciales .....	391
11.4.	El crédito bancario .....	392
11.5.	El préstamo .....	395
11.6.	Los arrendamientos financiero y operativo .....	398
11.7.	Otros instrumentos financieros .....	402
11.8.	La financiación del comercio exterior.....	406
11.9.	Las comisiones, los avales bancarios y las garantías otorgadas	408
11.10.	La relación empresa-banco .....	410
11.10.1.	La estrategia bancaria de la empresa .....	410
11.10.2.	Cómo evalúa el banco a la empresa.....	413
11.10.3.	La negociación y el balance banco-empresa.....	414



Capítulo 12. <b>La evaluación financiera de las inversiones</b> .....	421
12.1. La función de invertir .....	421
12.2. El valor creado por el proyecto.....	423
12.3. La dimensión económica del proyecto.....	426
12.4. El cálculo de los flujos de caja .....	428
12.5. La previsión del movimiento de fondos.....	431
12.6. Los criterios para estimar el movimiento de fondos .....	435
12.7. La tasa de actualización del proyecto de inversión .....	439
12.8. Los indicadores económicos: PR, VAN, TIR, TIRC e IR.....	442
12.9. La relación entre los métodos de evaluación de inversiones..	453
12.10. El análisis del riesgo económico.....	457
12.11. La decisión de abandonar el proyecto .....	462
12.12. Otros aspectos de la evaluación económica de proyectos....	464
12.13. El efecto de la financiación del proyecto .....	469
12.14. Recapitulación .....	473
Anexo .....	476
Capítulo 13. <b>El coste de capital</b> .....	477
13.1. La rentabilidad exigida por el inversor y el coste de capital...	477
13.2. Las aplicaciones del coste de capital.....	483
13.3. La aversión al riesgo, la diversificación y el riesgo de los activos	486
13.4. El coste de la deuda.....	492
13.5. El coeficiente beta .....	496
13.6. El modelo de valoración de activos (CAPM) .....	501
13.7. El coste del patrimonio neto .....	506
13.8. La beta de las empresas que no cotizan en bolsa.....	507
13.9. El coste de capital de los proyectos de inversión.....	509
13.10. El coste de capital de los proyectos en el exterior .....	510
13.11. Consideraciones finales .....	512
Anexos .....	514
Capítulo 14. <b>Cómo financiar la empresa</b> .....	517
14.1. La financiación a largo plazo .....	517
14.2. El endeudamiento y las decisiones sobre la deuda .....	522
14.3. El apalancamiento financiero .....	527
14.4. La estructura del capital empleado y los objetivos financieros	529
14.5. La determinación de la estructura de capital.....	540
14.6. La estructura de la nueva financiación.....	545
14.7. Cómo estimar la capacidad de endeudamiento .....	545
14.8. Los principios de la financiación empresarial .....	548
Anexos .....	551

Capítulo 15. <b>La gestión del riesgo financiero</b> .....	553
15.1. La gestión del riesgo: exposiciones y coberturas. ....	553
15.2. Los riesgos de liquidez, crédito y contrapartida. ....	556
15.3. Los productos derivados: los <i>forwards</i> , los futuros y las opciones	559
15.4. El riesgo de tipo de interés y su cobertura .....	566
15.4.1. Las opciones: <i>cap</i> , <i>floor</i> y <i>collar</i> .....	567
15.4.2. El <i>forward rate agreement</i> (FRA) .....	571
15.4.3. El contrato de futuros. ....	573
15.4.4. La permuta financiera o <i>swap</i> de tipo de interés .....	575
15.5. El riesgo de tipo de cambio y su cobertura .....	578
15.5.1. La cobertura interna .....	580
15.5.2. La cobertura externa y los productos derivados .....	580
Anexo .....	590
Capítulo 16. <b>La creación de valor y la valoración de empresas</b> .....	593
16.1. El rendimiento del accionista y la creación de valor. ....	593
16.2. Los principios de la valoración empresarial .....	597
16.3. El modelo de la renta perpetua creciente .....	602
16.3.1. Las hipótesis del modelo de renta perpetua. ....	604
16.3.2. Los ajustes de la inversión en inmovilizado y el dividendo .....	606
16.3.3. Los flujos de caja de la valoración. ....	609
16.3.4. Las tasas de actualización .....	611
16.3.5. Los parámetros de la valoración .....	612
16.4. El cálculo del valor en renta perpetua. ....	614
16.4.1. Cuando la empresa cotiza en bolsa .....	614
16.4.2. Cuando la empresa no cotiza en bolsa. ....	615
16.5. Las leyes del valor y la creación de valor .....	617
16.6. El valor a partir de la previsión anual de los flujos y un valor terminal .....	619
16.7. La valoración cuando cambia la tasa de actualización .....	623
16.8. La valoración por múltiplos .....	625
16.9. Algunos aspectos adicionales de la valoración. ....	629
16.10. La gestión del valor .....	637
16.11. Los principales errores que deben evitarse en la valoración ..	639
Anexos .....	642
ABREVIATURAS .....	645
BIBLIOGRAFÍA .....	649

## Presentación

Las finanzas de la empresa actual combinan cuatro elementos principales: los principios financieros gestados durante la amplia historia empresarial; la continua innovación de productos, servicios y mercados financieros; el enorme desarrollo tecnológico de los sistemas de comunicación y gestión de la información y el aprendizaje que brindan los frecuentes cambios del entorno económico.

Debido a la persistente volatilidad de los mercados —«todo cambia en una generación», decía Rousseau—, el financiero ha de actuar con la flexibilidad que requiere la alternancia de periodos de expansión y de crisis. Esta secuencia obliga a aprovechar las fases favorables para progresar y prepararse para las dificultades por venir. Las crisis exigen gestionar para sobrevivirlas, pero sin hipotecar el futuro con recortes desatinados. Afortunadamente, cada vez son mayores el conocimiento y la tecnología para cumplir los principios bien contrastados de la gestión financiera. Estos principios son conocidos, aunque a veces se olvidan por razones de urgencia o exceso de confianza, originando las crisis económicas y empresariales que siguen a los periodos de bonanza. También se olvidan por el pesimismo en los tiempos adversos, cuando la recuperación parece lejana.

Las repetidas crisis del primer cuarto del siglo XXI enseñaron de nuevo los peligros de ignorar lo sucedido anteriormente y de conculcar los fundamentos financieros. También en la empresa olvidarse de la historia conduce a repetir los mismos errores. Una enseñanza repetida es que, junto al objetivo primordial de contribuir al progreso de la empresa, las finanzas deben proteger su salud. Para ello, precisan estar atentas al entorno, diversificar, ser prudentes en el crecimiento, el endeudamiento y el reparto de dividendos, proteger su solvencia y liquidez, disponer de márgenes de financiación, cubrir adecuadamente los riesgos y controlar los resultados. Si bien las finanzas deben apoyar creativa y vigorosamente el desarrollo rentable de la empresa, no pueden olvidarse de protegerla de posibles sucesos adversos que quiebren su trayectoria.

El conocimiento, como la tecnología, crece exponencialmente y se acumula y transmite colectivamente, pero es adquirido individualmente por cada profesional, quien siempre empieza desde cero, con su partitura en blanco. Lo mismo sucede con la buena práctica financiera: cuando se desconoce o se olvida, se incurre en *errores de manual*, a pesar de

que están bien documentados y de que, por haberlos cometido otros, se conoce el peligro de repetirlos. Para evitarlos es importante formarse y acumular experiencia, aprendiendo también de la ajena, lo que, además, es menos doloroso que hacerlo con la propia.

En este contexto, disociar la teoría y la práctica parece equivocado en cuanto que ambas alimentan las capacidades de cualquier profesional. Entender los conceptos permite aplicarlos con un esfuerzo adicional reducido en situaciones diversas, incluso en aquellas que surgen por primera vez. La experiencia, por su parte, favorece la formulación de reglas de decisión en la gestión cotidiana que enseñan y, a la vez, validan o refutan la teoría por los aciertos y los errores que originan.

El profesional *práctico* tiene el riesgo de caer en los errores de la ignorancia, los más graves porque nacen de decisiones que se toman sin comprender las razones que las sustentan y sin ser consciente de las consecuencias. El riesgo del *teórico*, en el mundo empresarial —no en el científico o filosófico—, es el de enredarse en elucubraciones que inhiban la acción gerencial, caracterizada por la escasez de recursos y el dominio del tiempo.

Por ello, la integración, o mejor, no separar la teoría y la práctica, amplía la eficacia del profesional de la empresa, pues hace que *el saber hacer* prevalezca sobre ambos términos por separado. Pero para romper la barrera artificial entre la teoría y la práctica, más importante aún es *comprender*, pues solo quien comprende puede *saber hacer* aquello que ignora. Al fin y al cabo, los auténticos problemas son los que de entrada no se saben solucionar.

En este planteamiento, este libro trata de ayudar al lector a razonar para comprender las finanzas empresariales y cómo enfrentarse a las situaciones y los problemas más frecuentes de su gestión cotidiana y estratégica, evitando aplicar mecánicamente fórmulas o recetas. Además, a hacerlo con una perspectiva amplia para comprender los aspectos generales y otra concreta para resolver lo inmediato. Por ello, este libro debe ser de interés no solo para el profesional de las finanzas sino también para cualquiera que se relacione con la función financiera. También pretende serlo para los estudiantes de cursos de grado y postgrado en las disciplinas de administración de empresas y finanzas que deseen adquirir una visión completa de la gestión financiera de la empresa actual.

El libro se compone de los siguientes dieciséis capítulos:

El capítulo 1 expone el contenido genérico de la gestión financiera, entendida como la administración de la inversión, la financiación, la información, los riesgos y la gestión de los flujos monetarios de las operaciones. Su ámbito de actuación considera la influencia del entorno y la relación con el resto de las áreas de gestión, porque toda decisión adoptada por cualquiera de ellas termina en las finanzas aunque lo haga con distinta intensidad y desfase temporal. Por ello, la mentalidad financiera ha de estar siempre presente en la toma de decisiones empresariales para romper las barreras artificiales entre especialidades y apoyar al resto de las áreas.

El capítulo 2 se centra en el comportamiento económico de la empresa según lo registra la contabilidad, dando prioridad a la interpretación de la información contable frente a los tecnicismos para obtenerla. La práctica contable es consustancial con el comercio y la manufactura porque hay que *llevar las cuentas* de la actividad, y eso lo hace el más pequeño de los tenderos y la mayor de las corporaciones. Cualquier actividad mercantil, al margen de

su complejidad, precisa *rendir cuentas* a sus partícipes del valor de los recursos que emplea, de cómo los financia y de los resultados económicos de su gestión.

El producto más relevante de la contabilidad son los denominados *estados financieros*, que se desarrollan en el capítulo 3. Los dos más importantes son *el balance*, que resume en un momento dado las posesiones y derechos que mantiene la empresa y sus obligaciones monetarias con los propietarios y los acreedores de todo tipo, y *la cuenta de pérdidas y ganancias*, que estima el resultado de un periodo como diferencia entre sus ingresos y gastos. Además, el capítulo revisa *el estado de flujos de efectivo* para explicar la variación de la tesorería.

El concepto del flujo de caja generado se cubre en el capítulo 4. Un flujo de caja puede referirse al de un periodo pasado o al previsto para uno futuro. Igualmente, el flujo puede calcularse para el conjunto de una empresa o para una inversión u operación aislada. El análisis del flujo de caja importa para evaluar el atractivo de nuevas inversiones y para analizar los resultados de la actividad. Una empresa que no genere dinero y sea sistemáticamente un *sumidero* de efectivo está llamada a desaparecer. Una excepción, lógicamente, la ofrecen las empresas *jóvenes*, en las que es normal que su flujo sea negativo hasta que despegan.

El capítulo 5 aborda las previsiones financieras y su aportación para la toma de decisiones financieras. Se presenta cómo preparar el plan a largo y el presupuesto anual, así como sus aplicaciones. Para ello, se emplea el soporte tan valioso que aporta la hoja de cálculo para la modelización financiera.

El capítulo 6 se centra en el cálculo financiero para la toma de decisiones. Esta técnica es utilizada por cualquier profesional para el análisis cuantitativo de decisiones económicas y la elección entre alternativas. El cálculo financiero analiza el movimiento de fondos previsto de una operación o actividad con el fin de estimar su atractivo y comparar los resultados esperados de distintas alternativas. El capítulo revisa los criterios y las técnicas aplicables sobre la base de que lo importante es comprender la operación de referencia y representarla por un modelo válido. En el cálculo financiero no se debe hacer nada que no se comprenda. Tampoco es el resultado financiero lo decisivo para decidir, pues *no todo lo que cuenta son cuentas*, pero sus resultados son útiles para complementar otras perspectivas más cualitativas e igualmente importantes. El dato no piensa, ni razona ni comprende, pero nos ayuda en todo esto.

El diagnóstico económico-financiero del capítulo 7 es parte del diagnóstico empresarial y contribuye a analizar la situación y las expectativas de la empresa con el fin de evaluar su capacidad para competir y formular planes de acción. Su método identifica las oportunidades y las amenazas procedentes del entorno, los puntos fuertes y débiles internos y el escrutinio previsible del futuro. En la secuencia de analizar para comprender, comprender para saber, saber para prever y prever para actuar, conviene partir de cero, como hace el filósofo, para evitar el análisis rutinario y estático que nos hace ver siempre lo mismo. Este análisis utiliza, entre otros, el concepto de ratio, entendido como una relación entre dos variables simples o compuestas que amplía y complementa la información ofrecida por ambas aisladamente. La relación espacio-tiempo da la velocidad; el beneficio-inversión, la rentabilidad.

La tesorería y las necesidades operativas de fondos se desarrollan en el capítulo 8. El protagonismo de la liquidez, entendida como la capacidad para hacer frente a los pagos, es un objetivo clave de cualquier organización. Su importancia se acentúa durante las crisis

económicas por la caída de los ingresos y las restricciones crediticias que explican el cierre de numerosas empresas por falta de efectivo. Aunque una buena liquidez y una excelente gestión de la tesorería no aseguran el éxito de la empresa, su gestión deficiente sí puede provocar su fracaso. Las operaciones se interrumpen inmediatamente cuando no hay dinero ni posibilidad de obtenerlo. *No money no business o cash is king* es algo que repiten los anglosajones.

El papel del sistema financiero se revisa en el capítulo 9. En concreto, se analizan sus integrantes (las entidades, los productos y los mercados), que facilitan la transferencia de la liquidez de los ahorradores a los inversores necesitados de financiación. La relación entre las dos partes de una transacción la realizan los intermediarios, que captan fondos de los ahorradores y transforman su importe, plazo, liquidez y riesgo para financiar a los inversores. También se revisan los mercados monetarios y de divisas por su repercusión sobre la gestión financiera de la empresa.

El capítulo 10 expone la gestión de la tesorería en el día a día. La tesorería es un área donde el criterio del riesgo es al menos tan importante como el del beneficio. Pero por el decisivo servicio que presta a otras áreas a las que ha de atender y aconsejar, la tesorería cumple también un importante papel como centro de servicio. Además, la tesorería es un área dinámica porque depende del comportamiento de los mercados financieros y de la continua innovación de los productos financieros y de las plataformas tecnológicas para gestionarla.

El capítulo 11 describe, evalúa y compara los instrumentos disponibles para financiar la empresa a corto y medio plazo, como el descuento comercial, el anticipo de créditos comerciales, el crédito, el préstamo y los arrendamientos financiero (*leasing*) y operativo (*renting*). Además, aborda la financiación del comercio exterior y los avales y garantías. También se analizan las relaciones de la empresa con su *pool* bancario.

El capítulo 12 repasa el análisis de los proyectos de inversión en congruencia con los objetivos de la empresa. Una inversión exige la adquisición individualizada de una serie de activos y su integración para que su conjunto cumpla una funcionalidad específica, capaz de generar unas rentas superiores a los desembolsos de comprar los activos por separado. Su análisis económico evalúa su rentabilidad, su liquidez y su riesgo. Se revisan los indicadores más habituales, sus ventajas y limitaciones y la relación entre ellos. Además, se evalúa el riesgo del proyecto, es decir, la posibilidad de que incumpla sus expectativas y genere pérdidas significativas. También se revisa la decisión de cancelar un proyecto; el desglose del proyecto por tramos de riesgo; y el análisis de las opciones que añaden flexibilidad y valor al proyecto. Por último, se diferencia entre la rentabilidad económica de la inversión y la rentabilidad de su promotor para calibrar los efectos favorables y las limitaciones de su financiación.

El capítulo 13 se dedica al coste de capital de la empresa, estimado como la media ponderada a precios de mercado de la rentabilidad exigida por sus inversores en patrimonio neto y deuda. Se muestra cómo el coste de capital es un parámetro financiero que nace del mercado y se explica en función del rendimiento exigido a la empresa como consecuencia de su riesgo. Por último, se repasan las aplicaciones del coste de capital para tomar decisiones, evaluar inversiones, valorar activos, financiar la empresa, controlar la gestión y fijar las tarifas de los servicios públicos.

El capítulo 14 se refiere a cómo financiar la empresa para determinar la composición del capital empleado, es decir, la relación deseada y factible entre la deuda financiera y el

patrimonio neto. Además, este capítulo analiza otras decisiones importantes referentes a los instrumentos de deuda a medio y largo plazo, la modalidad de contratación del tipo de interés, la estructura temporal de la deuda, la moneda de contratación, el grado de exigibilidad de la deuda, sus garantías, la deuda con recurso y sin recurso y la composición del patrimonio neto. Finalmente, se plantea cómo equilibrar las ventajas de la deuda para apalancar la rentabilidad con su efecto sobre el riesgo financiero.

El riesgo financiero es el contenido del capítulo 15, que concede prioridad a los originados por los tipos de interés y de cambio. A partir de los conceptos de exposición y cobertura se describen los criterios de gestión del riesgo y su instrumentación mediante, entre otros métodos, los denominados *productos derivados*, como las permutas financieras, los futuros y las opciones.

El último capítulo, el 16, acomete la valoración de la empresa para estimar el importe por el que podría ser intercambiada entre partes interesadas y bien informadas, que actúen en condiciones de independencia y con un objetivo económico prioritario. Los valores más relevantes a la hora de valorar una empresa son los de su activo y su patrimonio neto. Aunque existen diferentes metodologías, se recomienda estimar el valor a partir de la suma del valor actual de todos los flujos de caja que se prevé que se generen. Además, se desarrollan los métodos del horizonte de planificación, el valor terminal y el del coste de capital cambiante. También, la valoración por múltiplos, que permite contrastar los resultados con la valoración por descuento de flujos, así como otros temas vinculados.

El libro incluye numerosos ejemplos y ejercicios resueltos para ayudar al lector a comprender los conceptos que se exponen. El objetivo no es aprender la solución de las situaciones propuestas, sino comprender los problemas que plantean y cómo resolverlos, lo que con frecuencia puede hacerse con métodos alternativos, pero siempre basados en razonar. Solo así el financiero podrá enfrentarse a otros problemas que, aunque sean similares, exigirán un tratamiento a medida.

Las finanzas gestionan el futuro y exigen tomar decisiones, muchas de ellas rápidas, en temas relevantes, cuyos resultados son cuantitativos y visibles en el corto plazo. Estas decisiones se refieren a temas tan variados como acometer proyectos, captar financiación, asignar el negocio bancario a *pool de bancos*, equilibrar las cuentas bancarias o cubrir los riesgos financieros. Por todo ello, la empresa, sea grande o pequeña, precisa un financiero experto, pues un error en esta disciplina puede originar un quebranto importante. Más de una empresa se hubiese salvado de haber contado con un financiero cualificado.

En este empeño el financiero debe aportar un criterio propio y la capacidad de relación con el resto de las áreas de la empresa y terceros ajenos a ella. Debe mostrar el temple necesario para dirigir las finanzas en los tiempos turbulentos sin dejarse influir por modas o eslóganes más o menos afortunados.

Como el contenido de la función financiera es particularmente amplio, complejo y especializado, el financiero debe ser un experto en una amplia variedad de materias relacionadas. Debe comprender los mercados financieros, el funcionamiento de las operaciones de la empresa y los criterios y técnicas relevantes de la función. Pero igualmente debe entender los aspectos fiscales de las decisiones financieras, las herramientas de los sistemas de información, los elementos relevantes del control interno y de gestión, así como la amplia normativa mercantil y bancaria que le afecta.

Además, el continuo cambio de las características del sistema financiero y de la legislación y la fiscalidad que regulan las finanzas corporativas provoca la continua emisión de normativa, la corrección de errores y la actualización de la antigua, lo que exige al financiero estar muy atento a la aparición de las novedades. Al final, lo recomendable es contar con un asesor legal y fiscal, pero el financiero siempre deberá saber cuándo, qué y cómo preguntar.

El contenido de este libro se basa en la experiencia del autor como responsable financiero en diversas empresas, en su actividad docente en cursos para empresas y de postgrado, en sus trabajos como consultor y en sus publicaciones previas. El autor agradece los comentarios recibidos de colegas y alumnos a la primera edición de este libro, que han ayudado a mejorar esta segunda. También invita al lector a enviarle las sugerencias que ahora considere oportunas.

Dr. Juan Pérez-Carballo Veiga  
Madrid, septiembre 2023  
juanfperezcarballo@converthia.com



# 1

## La dimensión económico-financiera de la empresa

1.1. La función financiera | 1.2. Las alquimias financieras | 1.3. La imagen económico-financiera de la empresa | 1.4. Los objetivos de la función financiera | 1.5. El activo, la financiación, el beneficio y sus relaciones | 1.6. Las responsabilidades del financiero.

Los peores errores nacen de la ignorancia porque se decide sin comprender lo que se pretende ni las posibles consecuencias.

### 1.1. La función financiera

El primer objetivo de cualquier organización es asegurar su supervivencia; el segundo, asegurar su utilidad y progreso. En la empresa, el primero se relaciona con el riesgo; el segundo, con la rentabilidad. Para alcanzarlos precisa:

- **Acotar el nivel de riesgo** para no poner en juego su continuidad.
- **Mejorar** sus operaciones y cubrir las exigencias de su entorno para ser rentable.
- **Crecer** para alcanzar un tamaño que le dé seguridad y rentabilidad.
- **Retribuir satisfactoriamente a sus grupos de interés** para que contribuyan al proyecto empresarial. Estos partícipes son los interesados en su situación, como los clientes, los trabajadores, los proveedores, los gestores y los propietarios.

Si bien la gestión financiera se preocupa de la rentabilidad y el riesgo, se ocupa directamente del dinero y de la información. Las finanzas de la empresa gestionan su inversión, su financiación, su información económico-financiera y, con frecuencia, los procesos administrativos de sus operaciones. Ello explica que casi todas las decisiones de la empresa, en cualquier área, se manifiesten en mayor o menor medida en términos monetarios y repercutan antes o después en su situación financiera. Por ello, el criterio financiero debe estar presente en casi todas las decisiones de la empresa.

Las principales misiones del departamento financiero son:

- **Apoyar el crecimiento rentable** de la empresa en el marco de su estrategia.
- **Evaluar las inversiones** en sus dimensiones de rentabilidad, riesgo y liquidez.
- **Financiar las actividades y el crecimiento** captando los fondos necesarios.
- **Gestionar prudentemente el riesgo** para proteger los resultados de la empresa.
- **Asegurar y gestionar la liquidez y la solvencia** para cubrir sus pagos.
- **Gestionar los procesos administrativos** de las operaciones.
- **Suministrar la información económico-financiera** para la planificación, la toma de decisiones y el control.

Las finanzas empresariales acumulan la experiencia secular de la actividad mercantil y los criterios e instrumentos de gestión. Por ejemplo, el primer tratado de contabilidad conocido para *llevar las cuentas* se publicó en 1494. Su autor, el fraile toscano Luca Pacioli, recogió cómo registraban los mercaderes venecianos desde hacía unos siglos los números de sus negocios. Desde entonces, la técnica contable ha mejorado mucho para cubrir las necesidades de la dinámica actividad empresarial, aunque el método básico de la partida doble descrito en ese tratado de hace más de medio milenio sigue aún en vigor. Dice que toda transacción tiene dos componentes: una de inversión y otra de financiación. Por ejemplo, la compra de un equipo es la inversión y el préstamo recibido es la financiación. Esto exige un doble registro de cada transacción, lo que protege del error y ayuda a analizar las cuentas.

La mejora de la tecnología para recoger, procesar, distribuir y analizar la información contable es revolucionaria, sobre todo con el desarrollo de la informática, las comunicaciones, Internet, el *software* de gestión y la tecnología digital. También lo ha sido la mejora en áreas como la financiación, los servicios financieros, los medios de cobro y pago, la cobertura de riesgos y la información en tiempo real de los productos y mercados financieros internacionales.

Destaca el avance de los productos para gestionar el riesgo. Regresando a tiempos más próximos a Pacioli, recordemos como Antonio, en *El mercader de Venecia*, se arruina de repente con el hundimiento de su mercante a causa de una tormenta. Sorprendería, aunque a veces aún ocurra, que se produjese esta ruina ahora, dada la innovación experimentada en la gestión del riesgo y los seguros.

También ha sido notable el desarrollo del conocimiento financiero. Aunque las finanzas de la empresa se hallan todavía en su primer paradigma, formulado a partir de la primera mitad del siglo XX, el conocimiento de esta disciplina ha progresado muy satisfactoriamente. Este conocimiento, además, se ha extendido entre la comunidad empresarial y también entre la ciudadanía. El financiero de hoy está mucho mejor pertrechado que los antiguos mercaderes venecianos. Incluso algunos se ven superados por la ingente información y la potente tecnología disponibles.

Sin embargo, las reiteradas crisis, con graves consecuencias para la empresa y el bienestar colectivo, repiten de otra manera lo sucedido al bondadoso personaje shakespeariano. Toda crisis empresarial se compone, en general, de un detonante —sea la tormenta en el mar o en la economía— y una situación interna débil sea la fragilidad de la nave o la impericia de su navegante. El efecto del detonante sobre la situación interna desencadena la crisis. Así lo atestiguan los errores cometidos en torno a los comienzos del siglo XXI, cuando se olvidaron varias veces, no solo en España, los principios básicos de la gestión financiera: primero con la burbuja tecnológica (1997-2001) y la tecnocrisis, luego con la burbuja inmobiliaria (hasta el 2007) y el exceso de endeudamiento colectivo y con la crisis de la deuda soberana europea (2010-2013). Los efectos de la pandemia de covid-19 de 2020 y de la guerra de Ucrania de 2022 fueron también enormes, pero tuvieron otra naturaleza.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> El *Global Risks Report 2020* (World Economic Forum) situó el riesgo de una infección tipo covid-19 como el décimo más grave, aunque con una probabilidad muy pequeña. Lo venía advirtiendo, junto con otros desde 2008, pero, como es frecuente, con decirlo no basta. La guerra de Ucrania latía desde hacía años.

Del análisis de estas crisis y de su impacto sobre la empresa se identifican unos patrones de comportamiento de los que conviene inmunizarse. En las ocasiones citadas se cometieron *errores de manual*, pues se vulneraron las buenas prácticas empresariales nacidas de la experiencia y que recogen los libros de *management* y se explican en las escuelas de negocios. Entre esos errores están:

- **Menospreciar la incidencia del entorno**, siempre fuente de oportunidades y de amenazas, e ignorar la existencia de los recurrentes ciclos económicos.
- **Formular expectativas exageradas** de crecimiento del mercado y de mejora de la productividad, que inducen a realizar inversiones y gastos que resultan superfluos una vez desinfladas esas expectativas.
- **No diversificar** sistemáticamente (las actividades, las tecnologías, los clientes...).
- **Utilizar alquimias financieras** para mejorar transitoria y aparentemente la situación económico-financiera de la empresa. Como una alquimia financiera es un mecanismo no sostenible de mejora, su efecto es reversible: cuando las circunstancias se dan la vuelta, el beneficio o la tesorería obtenidos anteriormente se tornarán en pérdida o déficit de caja.
- **Aceptar riesgos catastróficos**, consciente o inconscientemente, que en muchos casos se terminan materializando. Estos riesgos son los que, de producirse, afectan gravemente a la empresa e incluso pueden llegar a hacerla desaparecer.
- **No controlar la codicia** de algunos gestores al no acotar sus poderes.
- **Mantener sistemas de alerta y control débiles**. La mejora de la tecnología de control no asegura su efectividad, como demuestran las periódicas crisis empresariales originadas por exagerar el endeudamiento o ignorar el riesgo.

Pero la gestión financiera no solo debe contribuir a evitar este tipo de situaciones, sino también a potenciar el crecimiento rentable de la empresa. Para ello debe formular objetivos y políticas respetando principios básicos como:

1. **Ajustar el crecimiento** al potencial del mercado y a los recursos de la empresa.
2. **Diversificar eficientemente** en todas las actividades y operaciones relevantes.
3. **Evaluar el riesgo del cliente** antes de concederle crédito.
4. **Disponer de financiación adicional fuera de balance** para cubrir imprevistos.
5. **Financiar a largo las inversiones** en inmovilizado.
6. **Limitar la deuda a la que pueda devolverse** y asegurar que la rentabilidad de la inversión supera el coste de financiarla.
7. **Pagar un dividendo prudente** y sostenible.
8. **Cubrir los riesgos razonablemente** para evitar las pérdidas extraordinarias.
9. **Controlar siempre los costes** y los resultados y actuar sobre sus desviaciones.
10. **Apoyar a las áreas operativas** en todo, pero sin vulnerar los principios anteriores.

Estos principios genéricos de la gestión financiera profesional y prudente, que han de ajustarse a cada circunstancia, son la antítesis de los errores citados antes. Son principios conocidos, pero se vulneran con frecuencia. El problema, no solo en las finanzas, es que hay un desfase entre el avance de la tecnología y su gestión. El progreso del conocimiento, por impresionante que esté siendo, no es suficiente. Al final, la calidad de la gestión depende también del comportamiento individual y colectivo. Mientras el conocimiento y la tecnología avanzan y se acumulan de la magnífica manera que conocemos, su aprendizaje y cómo usarlos se inicia con cada nuevo gestor, que siempre parte de cero.

Cada profesional inicia su carrera con su partitura en blanco, por lo que debe adquirir ese conocimiento, aprender a usar la tecnología disponible. También debe generar convicciones propias para saber cómo actuar en situaciones extraordinarias, no contempladas en los manuales, o de las que se carece de experiencia propia. Por eso, tan importante como el progreso del conocimiento y la tecnología es adquirir la competencia individual y colectiva para gestionar ambos recursos. Además, esta exigencia aumenta por el crecimiento exponencial de los dos recursos, que hace que la partitura individual se distancie cada vez más de la acumulada y fuerza a una especialización, a veces excesiva si impide comprender la situación global.

Lo importante para el éxito de la empresa es que sus operaciones de compras, producción, distribución y comercialización se ejecuten satisfactoriamente, con eficacia (hacer lo importante) y eficiencia (hacerlo productivamente) para cubrir las necesidades del mercado de productos y servicios. En general, el éxito o el fracaso se dirimen en estos mercados, aunque al final se manifiesten en términos financieros. El mercado así lo resume cuando juzga el comportamiento empresarial con indicadores financieros de síntesis, como el beneficio o la rentabilidad.

Por supuesto, los problemas en las actividades se superan mejor con una situación financiera sólida. Las empresas con buena salud soportan mejor la crisis. Pero rara vez el deterioro empresarial tiene sus raíces en causas estrictamente financieras. Como para que la situación financiera se agrave se precisan un detonante externo y una situación interna débil, el papel de las finanzas es contribuir a fortalecer la salud de la empresa (no solo la financiera) y, en concreto, en las dimensiones de crecimiento, rentabilidad, liquidez, solvencia y riesgo. También lo es apoyar al resto de la organización para que consiga sus objetivos. Igualmente debe estar atenta a la posible aparición de ese detonante externo y preparada para paliar sus efectos.

## 1.2. Las alquimias financieras

Una alquimia financiera es cualquier mecanismo no sostenible para mejorar aparente y transitoriamente los resultados de la empresa a corto plazo a costa de deteriorar los de largo plazo. Cuando se descubre el ardid o se anula su efecto efímero, surgen los problemas. Entre las principales alquimias destacan:

- **El crecimiento exagerado**, porque reduce el coste por unidad de producto y mejora el margen, al repartirse el coste de los recursos consumidos entre un volumen mayor. Así, *cada unidad toca a menos*. Por ejemplo, si el coste variable unitario (los

consumos y la mano de obra directa, fundamentalmente) es de 40 euros, los costes fijos de producción (los que no varían con el volumen fabricado dentro de un determinado rango de actividad) son de 600.000 euros al año y se fabrican anualmente 20.000 unidades, el coste unitario de producción es:

$$\text{Coste unitario de producción} = 40 + 600.000 / 20.000 = 70 \text{ euros}$$

Si fuese factible aumentar la producción un 20%, el nuevo coste unitario descendería a 65 euros si el coste variable unitario y el coste fijo total no varían:

$$\text{Coste unitario de producción} = 40 + 600.000 / 24.000 = 65 \text{ euros}$$

La dilución del coste fijo se refiere a que al aumentar el número de unidades cae la repercusión del coste fijo por unidad, en este caso, de 30 a 25 euros:

$$\text{Coste fijo inicial por unidad} = 600.000 / 20.000 = 30 \text{ euros}$$

$$\text{Coste fijo final por unidad} = 600.000 / 24.000 = 25 \text{ euros}$$

Pero si el crecimiento no está soportado por el del mercado, la reducción del coste no será duradera, dada la acumulación de existencias que se generan y el proceso revertirá en algún momento. Ello provocaría una caída de la actividad y un mayor coste unitario. Un crecimiento no sostenible es de *ida y vuelta*, teniendo que soportar primero el coste de crecer y después el de dismantelar o el de la subactividad, derivado de mantener recursos ociosos.<sup>2</sup>

La situación se agrava si se realizan inversiones que luego resultan excesivas. Los sectores inmobiliario y del automóvil, por su gran dependencia del ciclo económico, son dos ejemplos recurrentes de esta situación.

### Ejercicio 1.1

Estimar cuánto debe aumentar en porcentaje la producción en unidades para que el coste unitario de producción se reduzca un 10% si los datos actuales son los siguientes:

- Unidades fabricadas al mes = 15.000
- Coste variable unitario = 5 euros
- Costes fijos mensuales = 150.000 euros

#### Solución

Coste unitario de producción actual	= $5 + 150.000 / 15.000 = 15,00$ euros
Nuevo coste unitario objetivo	= $5 + 150.000 / U = 0,9 \times 15$
Nueva producción en unidades	= $150.000 / (13,5 - 5) = 17.647$
Aumento necesario de la producción	= $17.647 / 15.000 - 1 = 17,65\%$

- **El endeudamiento imprudente**, porque siempre es rentable tomar dinero a un coste inferior a la rentabilidad de invertirlo. Pero el endeudamiento solo es favorable si ese margen se mantiene y se pueden pagar los desembolsos de la deuda. Esto se incumplirá si el mercado se da la vuelta y no se generan fondos suficientes para

<sup>2</sup> Bradley, C., Doherty, R. Northcote, N. y Roder, T. (2022): *The ten rules of growth*. McKinsey&Co.

atender dicho servicio. Además, el mayor endeudamiento y el deterioro de la calidad crediticia de la empresa incrementarán el coste de su deuda. El siguiente ejemplo, que simplifica situaciones reales frecuentes, ilustra el peligro de un exceso de endeudamiento debido al mayor riesgo que provoca.

La primera columna numérica de la Tabla 1.1 muestra la situación inicial de una empresa. Con unas ventas de 100 obtiene un beneficio antes de intereses de 10. Como la deuda es de 50 (en este caso financia la mitad de la inversión mantenida de 100), los intereses son de 5 y el beneficio antes de impuestos también.

La segunda columna recoge la previsión de un plan de expansión agresivo. Como prevé duplicar las ventas, también lo hacen los gastos variables; los fijos crecen menos por las economías de escala. Si toda la expansión se financia con deuda, el aumento de la inversión de 100 hace que la deuda pase a 150 y los gastos financieros a 15, incluso suponiendo que se mantiene el tipo de interés del 10%. Con todo, el plan triplica el beneficio previsto antes de impuestos sobre el inicial.

La tercera columna muestra el posible escenario final. Por el efecto de un exceso de optimismo, una crisis o la entrada de otro competidor, las ventas retroceden sobre el nivel alcanzado transitoriamente. Los gastos fijos no retornan al nivel inicial, pues responden al nuevo tamaño de la empresa. La deuda se mantiene y, como consecuencia, resulta una pérdida de -25. La empresa está obligada a reestructurarse reduciendo sus gastos fijos, desinvirtiendo y reduciendo su plantilla y su deuda. Una historia muy repetida en la que un plan de crecimiento exagerado y financiado con deuda suele tener un desenlace fatal.

TABLA 1.1. EL EFECTO DE LA DEUDA SOBRE EL BENEFICIO

Magnitudes en unidades monetarias	Situación		
	Inicial	Previsión	Final
Ventas	100	200	100
Gastos variables (60% de las ventas)	-60	-120	-60
Gastos fijos	-30	-50	-50
Beneficio antes de intereses	10	30	-10
Intereses (10% de la deuda financiera)	-5	-15	-15
Beneficio antes de impuestos	5	15	-25
Inversión realizada	100	200	200
Deuda financiera	50	150	150

- **Las ventas con riesgo de devolución**, porque se generan unos ingresos volátiles. Esto sucede si se favorece que el canal de distribución compre por encima de sus necesidades o el producto incumple sus especificaciones. Si se estimula al canal para que anticipe o aumente sus pedidos, aceptará si tiene la posibilidad de devolución. Al acumular un *stock* excesivo, reducirá las compras o incluso devolverá el producto.

La empresa tendrá que anular la venta, ajustar el beneficio y quizá recuperar un producto obsoleto. Pero antes el aumento del volumen redujo el coste unitario y mejoró el beneficio.

- **El recorte de los gastos estratégicos**, porque si bien mejora la cuenta de resultados a corto plazo, deteriora las de los próximos años al ser estos gastos los que alimentan el progreso de la empresa. Son gastos que incluyen los de investigación, desarrollo e innovación de productos y procesos, el fortalecimiento de las capacidades comerciales, técnicas y de gestión, la mejora de las competencias del personal y la comunicación para apoyar la marca, entre otros.
- **La financiación de las pérdidas con fondos de los suministradores**, porque es una huida hacia delante que necesariamente tiene un límite.
- **No cubrir los riesgos**, con lo que se ahorran los costes de la cobertura, pero se deja a la empresa a merced de la fortuna. En algún momento se materializará alguno de los riesgos, lo que afectará a los resultados futuros.
- **No invertir** y dejar que la empresa se descapitalice técnicamente. Los resultados a corto se beneficiarán al estar «ordeñando» el inmovilizado, pero cuando este se agote y haya que reponer su financiación puede ser inviable.
- **El pago de dividendos no sostenibles**, porque aumentan el atractivo de la acción de manera efímera y a costa de descapitalizar financieramente la empresa. Cuando haya que recortar el dividendo, el valor de la acción caerá. El aumento del dividendo se suele fomentar por accionistas de control que precisan compensar otras inversiones desafortunadas.
- **Por último, la más grosera de las alquimias**, la contable, que adultera las cuentas y falsea las ventas, los costes o la deuda. Si no se corrige, el engaño siempre se descubre porque algún detonante o responsable lo destapa.

### 1.3. La imagen económico-financiera de la empresa

La suma de los valores de todas las propiedades representa el activo de la empresa, el importe de su inversión viva en un instante dado. Los bienes pueden ser:

- **Materiales**, como los edificios, la maquinaria y las existencias de productos.
- **Inmateriales**, como las patentes de un proceso de fabricación o un producto.
- **Derechos de cobro frente a terceros**, es decir, los deudores de la empresa, como la inversión mantenida en financiar las compras a sus clientes y que le otorga el derecho a cobrarlas a su vencimiento. Esta financiación concedida es:
  - Una propiedad (activo), pues otorga un derecho de cobro en un momento dado.
  - Una inversión, porque, en su día, se renunció a cobrar la venta y se decidió mantener invertido su importe hasta el vencimiento de la factura.

Si la venta media diaria asciende a 1.000 euros (no incluye el IVA repercutido) y se concede un plazo a los clientes de 60 días (es el periodo medio de cobro, PMC), la

inversión en cuentas a cobrar es de 60.000 euros (sin considerar el IVA repercutido, ya que para hacerlo habría que añadir ese IVA a las ventas).

- **Financieros** o monetarios, como la participación societaria en una filial o la caja.

La empresa coordina estos bienes y derechos para desarrollar su actividad y generar unas ventas cuyo objetivo es obtener un excedente estimado por:

$$\text{Beneficio} = \text{ingresos} - \text{gastos}$$

El activo es el de un momento dado, pero el beneficio es el de un periodo. Por eso:

- **El activo es una variable fondo** que se acumula desde el origen de la empresa. Las *magnitudes fondo* se representan por el nivel del agua en un depósito o a la riqueza de una persona y se miden por un saldo referido a un momento concreto.
- **El beneficio es una variable flujo** que se reinicia al comienzo de cada periodo. Por su comportamiento de flujo, estas magnitudes se asemejan a los caudales de entrada y salida de agua de un depósito o al salario de un trabajador. Estas *magnitudes flujo* corresponden siempre a un periodo y se miden por un importe por periodo, como, por ejemplo, la inversión anual o el salario mensual.

El tamaño y la composición del activo y su rentabilidad ofrecen la imagen económica de la empresa. La Tabla 1.2 muestra la evolución de la composición real del activo de una bodega que produce vino de calidad. Los porcentajes miden lo que representa cada tipo de activo con relación al total. En este ejemplo las existencias son la propiedad de más peso, en congruencia con el largo periodo de crianza del vino de esta bodega (varios años de media). Le sigue la infraestructura para ejecutar las operaciones compuesta por las viñas, los edificios, la maquinaria y las barricas para envejecer el vino, principalmente. Ambas partidas suman en torno al 80%.

TABLA 1.2. LA ESTRUCTURA DEL ACTIVO DE UNA BODEGA

Partida en % sobre el activo	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
Viñas, edificios, maquinaria, barricas...	23,5%	23,5%	16,3%	31,2%	29,8%
Existencias	54,6%	52,9%	53,1%	52,9%	54,1%
Deudores (clientes y otros)	18,1%	22,4%	17,1%	12,3%	11,5%
Efectivo	0,4%	0,3%	0,1%	0,1%	0,0%
Otros bienes	3,4%	0,9%	13,5%	3,5%	4,5%
Activo	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

La empresa debe financiar la inversión mantenida en cada momento, para lo que precisa haber obtenido y mantener financiación por el importe invertido. Los importes de ambas magnitudes coinciden, dado que *toda inversión ha de ser financiada y toda financiación ha de plasmarse en una inversión*. Luego necesariamente:

$$\text{Inversión} = \text{Financiación}$$



La imagen financiera viene dada por las características de la financiación del activo. Las tres principales fuentes de financiación de la empresa son:

- **El patrimonio neto**, que representa la financiación:
  - **Aportada por los propietarios**, en forma de capital social distribuido en acciones o participaciones, en el momento de la constitución de la sociedad o en aportaciones posteriores. Se trata de una financiación externa.
  - **Generada y ahorrada por la empresa**, es decir, por el beneficio reinvertido en la actividad (son las *reservas*, equivalentes al ahorro de un particular). Es una fuente de financiación generada internamente. Por ejemplo, si un comerciante:
    - Inicia su negocio con 1.000 euros en efectivo.
    - Durante un mes compra mercancías por 900 euros.
    - Ese mes vende todas las mercancías por 1.400 euros.
    - E incurre en unos gastos (incluido su trabajo) de 100 euros.

El beneficio del mes es 400 euros ( $1.400 - 900 - 100$ ) y si todas las operaciones se liquidan al contado, su tesorería inicial de 1.000 euros se convierte al final en 1.400 ( $1.000 - 900 + 1.400 - 100$ ).<sup>3</sup> Su situación económico-financiera ha evolucionado según la Tabla 1.3. Al final, su tesorería es de 1.400 euros, financiada por la aportación inicial (1.000) y el beneficio reinvertido (400).

TABLA 1.3. EL BENEFICIO DEL PERIODO COMO FUENTE DE FINANCIACIÓN

Magnitudes en unidades monetarias	Inicio	Intermedio	Final
Tesorería	1.000	100	1.400
Existencias		900	
<b>Activo</b>	<b>1.000</b>	<b>1.000</b>	<b>1.400</b>
Aportación inicial	1.000	1.000	1.000
Beneficio			400
<b>Financiación</b>	<b>1.000</b>	<b>1.000</b>	<b>1.400</b>

El beneficio es un excedente y una fuente de financiación. Si el comerciante se paga 300 euros del beneficio como dividendo, el activo (en este caso, la tesorería) caería a 1.100 euros y el beneficio retenido sería de 100 euros. Por tanto, el beneficio retenido es una financiación aportada por los accionistas, pues optan por reinvertirlo en vez de cobrarlo como un dividendo.

- **La deuda financiera**, que es una financiación externa, se consigue:
  - **Por la emisión de títulos de deuda** en los mercados monetarios y de capitales. Un título de deuda es el emitido y vendido por una empresa para obtener fondos.

<sup>3</sup> En este caso, el beneficio y el incremento de la tesorería coinciden, pero esto raramente sucede. Por ejemplo, esa coincidencia no se produciría si las ventas, las compras o los gastos se liquidasen a plazo.

A cambio, se compromete a satisfacer un rendimiento al comprador-inversor y a devolverle su capital en los plazos convenidos.

- **De las entidades financieras**, como los préstamos, los créditos de utilización variable, los arrendamientos financieros (el *leasing*) o el descuento de efectos.
  - En el *leasing*, el arrendador cede sustancialmente al arrendatario todos los beneficios y riesgos de un bien a cambio de una cuota periódica y un posible pago final para adquirirlo en propiedad.
  - El descuento es una operación de financiación por la que una entidad financiera adelanta a la empresa el importe de un documento de cobro (el efecto comercial). La empresa paga a la entidad un interés y una comisión (de gestión y de cobro) y retiene el riesgo de impago del efecto (responde ante la entidad financiera del impago de su cliente).
- **La financiación de los suministradores** de bienes y servicios por el aplazamiento del pago de las compras y contrataciones de la empresa. Una parte del activo la financian los propios suministradores porque es normal que las facturas no se abonen al contado. La empresa obtiene automáticamente financiación de sus suministradores, pues estos aceptan una demora en el pago equivalente a la *condición básica de pago* (CBP). La variación del plazo sobre la CBP precisa, en general, una negociación específica y fijar un recargo o un descuento financieros según el caso. Si la compra media diaria es 1.000 euros y se paga a 60 días (es el periodo medio de pago, PMP), se mantiene una financiación espontánea de 60.000 euros (sin considerar el IVA soportado).

El conjunto de los pasivos que financian la empresa se denomina también *exigible*, pues su cobro puede ser reclamado por terceros. La financiación total mantenida se compone de esas tres fuentes genéricas y se denomina *patrimonio neto* y *pasivo*:

$$\text{PN y pasivo} = \text{PN} + \text{deuda financiera} + \text{financiación espontánea}$$

### **Ejercicio 1.2**

Calcular el patrimonio neto (PN) de una empresa con un activo de 5 millones de euros y un exigible que es un 40% del patrimonio neto.

*Solución*

$$5 = \text{PN} + 0,4 \times \text{PN} \quad \text{luego} \quad \text{PN} = 3,571 \text{ millones de euros}$$

La suma del patrimonio neto y la deuda financiera es el capital empleado por la empresa y se diferencia de la financiación de los suministradores, cuyo origen está en la actividad y forma parte de esta. El capital empleado se negocia con los inversores (accionistas y prestamistas), mientras que la financiación en CBP de los suministradores surge espontáneamente de las transacciones comerciales. Luego el activo que hay que financiar expresamente es el total menos la financiación espontánea. Esta diferencia es el activo neto:

Capital empleado = patrimonio neto + deuda financiera

Activo neto = activo – financiación espontánea

Activo neto = capital empleado

El conjunto de las fuentes de financiación ofrece la imagen financiera de la empresa. La deuda tiene un coste, estimado por la retribución que hay que satisfacer para obtenerla (la que exige el prestamista). También lo tiene el patrimonio neto, pues el accionista exige un rendimiento por su aportación, ya sea en efectivo o por el beneficio reinvertido. Si en vez de cobrar el beneficio y obtener una rentabilidad en otra inversión lo reinvierte en la empresa, exigirá la rentabilidad que podría obtener en la alternativa que rechaza. Por eso, el coste del patrimonio neto se mide por su coste de oportunidad: el rendimiento de la mejor alternativa de riesgo similar que rechaza.<sup>4</sup>

La Tabla 1.4 recoge la estructura de financiación de la bodega anterior. La financiación más importante es la aportada por el patrimonio neto y la deuda financiera. Entre ambas partidas superan ampliamente el 80% del total. Se observa que la estructura es bastante estable, igual que la del activo.

TABLA 1.4. LA ESTRUCTURA DE FINANCIACIÓN DE UNA BODEGA

Partida en % sobre el PN y pasivo	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
Patrimonio neto	46%	46,8%	46,2%	39,7%	41,0%
Deuda con entidades de crédito	43,10%	40,6%	39,7%	42,5%	43,3%
Proveedores	7,30%	9,2%	13,1%	13,6%	10,5%
Otras partidas	3,60%	3,4%	0,9%	4,2%	5,3%
Patrimonio neto y pasivo	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

En resumen, la imagen económico-financiera de la empresa viene dada por:

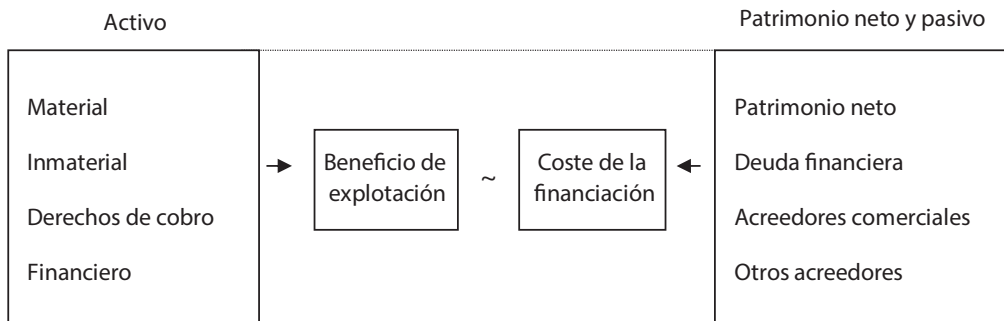
- **El activo:** Es la inversión realizada que mantiene la empresa en un momento dado e incluye todos los bienes que controla económicamente para desarrollar su actividad.<sup>5</sup> El importe del activo se obtiene por la suma del valor de todos los elementos o activos individuales que lo integran. La gestión del activo da lugar a las ventas y genera el beneficio de explotación del periodo y la rentabilidad.
- **La financiación:** Es la que utiliza la empresa en un momento preciso e incluye todas sus obligaciones monetarias con terceros, incluidos los accionistas. El importe de toda la financiación mantenida se denomina *patrimonio neto y pasivo* y se obtiene por la suma de los valores de todas las obligaciones financieras de la empresa. Lógicamente, la financiación genera un coste financiero.

<sup>4</sup> El coste de oportunidad de una decisión es la utilidad de la mejor alternativa rechazada.

<sup>5</sup> No es preciso que el bien sea de la empresa para considerarlo como un activo. Por ejemplo, aunque un vehículo en *leasing* sea del arrendador, el arrendatario adquiere su posesión y lo usa como propio.

La Figura 1.1 relaciona el activo con su financiación. Ambos conceptos se equiparan con las caras de una moneda. Puesto que los fondos captados tienen un coste, la financiación es la cruz de la moneda y su anverso es el activo en cuanto que *da la cara* ante el mercado. El beneficio de explotación debe superar el coste financiero.

FIGURA 1.1. EL ACTIVO Y LA FINANCIACIÓN DE LA EMPRESA



La información económico-financiera se basa, fundamentalmente, en la contabilidad, entendida como la identificación, la valoración y el registro de las transacciones de la empresa expresables en términos monetarios. La contabilidad ofrece, entre otros, los dos siguientes estados financieros (EE. FF.):

- **El balance**, que combina el activo y el patrimonio neto y pasivo, informa sobre los importes y la composición de la inversión y la financiación que mantiene la empresa en un momento concreto. El balance solo refleja la situación económico-financiera que puede expresarse monetariamente y no en su totalidad. Por ejemplo, los valores de los activos intangibles como los de la marca y la cartera de clientes no se incluyen si no se han comprado.
- **La cuenta de pérdidas y ganancias**, que calcula el resultado de un periodo por la diferencia entre los ingresos y los gastos de ese periodo.

## 1.4. Los objetivos de la función financiera

La misión general de la gestión financiera en la empresa de apoyar y financiar su crecimiento rentable, controlando su riesgo, comprende la formulación de objetivos. En cualquier organización los principales objetivos económico-financieros se refieren a:

### a. El crecimiento

Es uno de los objetivos prioritarios porque, en general, se considera que el tamaño:

- **Mejora la rentabilidad** por:

- **La economía de escala**, que permite reducir el coste unitario al aumentar el volumen. Algunas de las causas son la dilución ya comentada de los costes fijos, el mayor poder de negociación con los suministradores o la mejora de la productividad por posibilitar el acceso a tecnologías más avanzadas. También, la escalabilidad propiciada por el modelo de negocio digital que favorece el aumento de las ventas con un coste incremental muy reducido.
- **La economía de sinergias**, que permite compartir recursos entre varias actividades, lo que reduce el coste por unidad de producto o servicio. Por ejemplo, usar el mismo canal para distribuir distintos productos.
- **El aumento de la ocupación de la capacidad utilizada**, porque diluye los costes fijos correspondientes a esa capacidad.

La reducción del coste del producto o del servicio por un mayor tamaño o una mayor utilización de la capacidad instalada es más intensa cuando la entidad o el peso de los gastos fijos se elevan porque estos gastos se reparten entre más unidades.

- **Refuerza la posición financiera** de la empresa por la posibilidad de acceder a fuentes de financiación distintas y especializadas, y por la mayor exigencia y credibilidad que conlleva la visibilidad que da el tamaño.
- **Reduce el riesgo** por la mayor diversificación que permite el tamaño.

Como contrapartida, cabe señalar que una mayor dimensión:

- **Aumenta la complejidad** y dificulta la gestión.
- **Incrementa el riesgo** de que el deterioro de una parte de la empresa pueda arrastrar al resto al fracaso colectivo en un *efecto dominó*.

Los gestores son proclives a favorecer el crecimiento porque aumenta su notoriedad y retribución, lo que favorece su carrera profesional y el acceso a nuevos puestos de mayor envergadura, a veces incluso habiendo propiciado un crecimiento de *ida y vuelta* que termina en el fracaso de la empresa. Por eso, el crecimiento sano debe ser:

- **Duradero**, porque se base en la realidad del mercado y se apoye en la creación y el mantenimiento de ventajitas competitivas sostenibles.
- **Rentable**, con una perspectiva de largo plazo.
- **Financiable**, de manera que los fondos que genere el crecimiento cubran los desembolsos de la financiación (el servicio de la deuda y el dividendo).
- **Gestionable** para evitar un crecimiento desordenado y complejo de manejar.
- **Seguro** para evitar grandes riesgos que cuestionen la continuidad de la empresa.

El crecimiento se mide financieramente por el de las ventas, el activo neto o el beneficio y se refiere a un periodo (un año, por ejemplo). Para medirlo se usa:

- **La tasa de un solo periodo**, calculada como el cociente entre el aumento de la variable seleccionada y el valor inicial de dicha variable. Por ejemplo, si el beneficio

se incrementa de 10 a 12 millones de euros durante un año, su tasa de crecimiento anual es el 20%  $[(12 - 10) / 10 \text{ o } 12 / 10 - 1]$ .

- **La tasa anual de crecimiento compuesto (TACC)**, cuando se refiere al crecimiento medio de varios periodos. Esta tasa anual equivale al conjunto de las tasas de la serie. Por ejemplo, si se pasa de un beneficio de 100 a otro de 121 dos años más tarde, la TACC es del 10%. Se calcula despejando dicha tasa en la fórmula habitual del crecimiento compuesto:

$$121 = 100 \times (1 + \text{TACC})^2 \quad \text{o} \quad \text{TACC} = (121 / 100)^{1/2} - 1$$

Para n periodos:<sup>6</sup>

$$\text{TACC} = (\text{Valor final} / \text{valor inicial})^{1/n} - 1$$

### Ejercicio 1.3

Calcular la tasa media de crecimiento anual de las ventas si en cinco años han pasado de 10,4 millones de euros a 13,2 millones.

Solución

$$10,4 \times (1 + \text{TACC})^5 = 13,2; \text{TACC} = (13,2 / 10,4)^{1/5} - 1 = 4,88\% \text{ de crecimiento anual medio.}$$

## b. El beneficio

Es una magnitud contable que varía según los gastos que se deduzcan:

- **El beneficio de explotación:** Es la diferencia entre los ingresos y los gastos operativos, excluidos los gastos financieros y los fiscales. Mide el excedente del periodo sin deducir el efecto de la financiación ni el fiscal. Este beneficio debe cubrir el impuesto sobre el beneficio de sociedades y retribuir a los inversores. Se puede calcular después de impuestos. Por ejemplo, un beneficio de explotación de 100 se reduce a 80 después de impuestos si el tipo impositivo es del 20%  $[100 \times (1 - 0,20)]$ . Por cada 100 euros antes de impuestos hay que liquidar 20 de impuestos. El tipo impositivo (t) es la tasa en tanto por uno que, aplicada al resultado antes de impuestos, da el impuesto.
- **El beneficio neto:** Se halla restando del beneficio de explotación los gastos financieros y fiscales. El destino de este beneficio es retribuir a los accionistas, pues para obtenerlo ya se han deducido las contraprestaciones al resto de los partícipes; por ello, es un resultado residual de los propietarios. Parte puede pagarse a los accionistas como dividendos y el resto contribuye a financiar el crecimiento.

El beneficio se evalúa por los siguientes atributos:

<sup>6</sup> En Excel para datos de n+1 años se calcula por:  $(\text{valor final}/\text{valor inicial})^{1/(n)}$ , donde ^ es el símbolo exponencial. Esta tasa de n periodos equivale a la media geométrica de las tasas reales. En inglés se denomina CAGR (*cumulative annual growth rate*). Obsérvese que n+1 años de datos equivalen a n periodos.

- **Su importe** para un periodo dado (un mes, por ejemplo).
- **Su crecimiento**, medido por la TACC del horizonte contemplado.
- **Su estabilidad**, pues cuanto más fluctúa el beneficio, mayor es el riesgo de la empresa y la posibilidad de pérdidas en una coyuntura adversa. Los accionistas y presamistas prefieren un beneficio predecible y estable a otro volátil e incierto.

La importancia de este objetivo se justifica porque un crecimiento sostenido y elevado del beneficio resume una buena salud empresarial. Una limitación del beneficio, al margen de los criterios contables que se empleen para calcularlo, es que, por tratarse de un importe absoluto, no mide por sí solo la productividad de la gestión. No se relaciona con los recursos utilizados para obtenerlo, como sí hace la rentabilidad (beneficio/inversión). Además, el beneficio mide el pasado, por lo que ignora las expectativas de la empresa y su riesgo, dos áreas clave de cualquier diagnóstico.

### c. El dividendo

Es la parte del beneficio neto que se paga a los socios<sup>7</sup> y tiene dos dimensiones:

- Es parte de la retribución al accionista: la monetaria (la otra es la plusvalía).
- Afecta a la financiación porque el dividendo reduce la parte reinvertida.

El dividendo exige obtener beneficio, tener liquidez y unas expectativas favorables que permitan aumentarlo. Este objetivo se formula alternativamente por:

- El importe del dividendo por acción para el próximo año (p. ej., 1,2 € por acción) y la tasa de crecimiento del periodo contemplado por el plan estratégico (5% anual).
- La relación entre el dividendo y el beneficio neto, es decir, la tasa de reparto o *pay-out* del beneficio.<sup>8</sup> Su complementario es la tasa de retención del beneficio. Por ejemplo, una empresa con una tasa de reparto del 40% paga al accionista el 40% de su beneficio neto anual y reinvierte el 60% restante.

El dividendo importa porque forma parte de la remuneración de los propietarios; es su principal retribución monetaria y complementa la eventual plusvalía (el aumento del valor de su inversión). Además, el abono de un dividendo significativo, periódico y creciente transmite una buena imagen de la evolución de la empresa. Para lograr esa credibilidad, *vale más un euro en dividendos que mil palabras del presidente* de la empresa. Como no se debe aprobar un dividendo no sostenible, si se atisban problemas es prudente retener el beneficio para cubrir necesidades futuras.

---

<sup>7</sup> También se pueden pagar dividendos con cargo a beneficios retenidos de años anteriores (las reservas disponibles). Otro pago de la empresa a sus accionistas es mediante la recompra de acciones.

<sup>8</sup> El *pay-out* es la denominación anglosajona de uso internacional.

**Ejercicio 1.4**

Una empresa tiene la política de aumentar el dividendo por acción un 5% al año, pero sin superar nunca un pay-out del 40%. Si el dividendo del año anterior fue de 1,1 € por acción y el beneficio neto de este año ha sido de 400.000 €, ¿qué dividendo por acción debe repartir? La empresa tiene emitidas 200.000 acciones.

*Solución*

*Dividendo objetivo =  $1,1 \times 1,05 = 1,155$  € por acción*

*Dividendo total =  $1,155 \times 200.000 = 231.000$  €*

*Pay-out resultante =  $231.000 / 400.000 = 0,5775$*

*Pero este pay-out no es viable porque supera el 40%*

*Dividendo total máximo =  $0,40 \times 400.000 = 160.000$  €*

*Dividendo por acción factible =  $160.000 / 200.000 = 0,80$  €*

**d. La rentabilidad**

Es la relación entre el beneficio y la inversión mantenida. Una rentabilidad del 10% indica que por cada cien euros invertidos se genera un beneficio de diez euros. Si el origen del beneficio de explotación es la gestión de las inversiones y las operaciones, su destino es remunerar al capital empleado. Por ello, el denominador y el numerador de este índice mantienen una relación de causa-efecto:

La explotación de la inversión mantenida permite generar el beneficio.

A su vez, el beneficio se destina a retribuir a los inversores o financiadores.

La relevancia de este indicador obedece a que mide la productividad del capital empleado para generar beneficios. Además, la rentabilidad es un objetivo:

- **De síntesis**, porque es consecuencia y resume el conjunto de actuaciones de la empresa e interesa que sea la mayor posible durante horizontes dilatados.
- **Universal**, pues es aplicable a cualquier compañía y puede compararse con los rendimientos, ajustados por el riesgo, de otras empresas para decidir la asignación de los recursos.

El cociente entre el beneficio y la inversión mantenida, como cualquier ratio, elimina el efecto tamaño para evaluar la productividad de la gestión. Por ejemplo, entre las dos empresas de la Tabla 1.5, la pequeña, con una inversión menor, es más rentable: supera en dos puntos y medio la rentabilidad de la grande. Si se comparasen por el beneficio, se elegiría la grande.

TABLA 1.5. LA RENTABILIDAD COMO MEDIDA DE LA PRODUCTIVIDAD DE LA INVERSIÓN

Empresa	Grande	Pequeña
Beneficio	100	10
Inversión	1.000	80
Rentabilidad	10,0%	12,5%



El objetivo de obtener una rentabilidad satisfactoria y sostenida es compartido por todas las empresas que operan con ánimo de lucro. Las tres rentabilidades más relevantes difieren por el beneficio y la inversión que se usen para calcularlas y son:

- **La rentabilidad económica:** Es el cociente entre el beneficio de explotación y el activo neto (la diferencia entre el activo y la financiación espontánea). Mide el rendimiento contable de la actividad sin considerar cómo está financiada la empresa ni su gasto fiscal.<sup>9</sup> El denominador excluye la financiación espontánea, pues forma parte de la actividad de la empresa y su coste está deducido del beneficio de explotación (es parte del coste de compra incluido en la factura).

$$\text{Rentabilidad económica} = \frac{\text{beneficio de explotación}}{\text{activo neto}}$$

- **La rentabilidad financiera:** Relaciona el beneficio neto del periodo con el patrimonio neto y mide, con criterios contables, la rentabilidad del accionista, calculada por el beneficio obtenido por cada 100 euros de su inversión.<sup>10</sup>

$$\text{Rentabilidad financiera} = \frac{\text{beneficio neto}}{\text{patrimonio neto}}$$

- **La rentabilidad del accionista:** Se calcula por el cociente entre la suma de la plusvalía del periodo más los dividendos y el valor inicial de su inversión.

$$\text{Rentabilidad del accionista} = \frac{\text{Valor final} - \text{valor inicial} + \text{dividendos}}{\text{valor inicial}}$$

Por ejemplo, si un accionista compró una acción por 10,0 euros y cobró un dividendo de 0,40 euros, vendiéndola al final del periodo por 10,6 euros, su rentabilidad fue del 10,0% [(0,6 + 0,4) / 10]. El valor de la empresa que cotiza en bolsa se estima por su cotización. Para la que no cotiza es preciso estimar su valor teórico mediante las técnicas financieras de valoración.

## e. La financiación

Determina la composición de la financiación de la empresa mediante objetivos como:

- **La estructura de financiación,** es decir, el peso de las distintas fuentes financieras, calculado por la relación entre el importe de cada fuente y la financiación total, según se mostró en la Tabla 1.4.
- **La financiación permanente,** es decir, el peso de la financiación con vencimiento superior a un año (la suma del exigible a largo plazo y el patrimonio neto).

<sup>9</sup> Es el RONA (*return on net assets*) o ROCE (*return on capital employed*), términos de uso internacional. Aunque los criterios de cálculo difieren entre empresas, básicamente mide la rentabilidad contable de la actividad. Se expresa después de impuestos al multiplicarla por (1-t), donde t es el tipo impositivo.

<sup>10</sup> Es el ROE (*return on equity*), de uso internacional.

- **El endeudamiento** o la relación entre la deuda financiera y el patrimonio neto, que informa sobre la composición del capital empleado.

La Tabla 1.6 compara estas variables de una gran distribuidora de productos de consumo y una generadora y distribuidora de electricidad. En términos relativos:

- La financiación espontánea de la distribuidora es el doble por sus elevadas compras y su enorme poder de negociación con los proveedores.
- La eléctrica, con más patrimonio neto y deuda financiera, precisa más financiación permanente (casi el doble) debido al dilatado plazo de recuperación de la importante inversión en centrales de generación y redes de transporte eléctrico.
- El endeudamiento (deuda / patrimonio neto) de ambas oscila a la unidad.

TABLA 1.6. LA DISPARIDAD DE LAS ESTRUCTURAS DE FINANCIACIÓN

Porcentajes con relación al activo	Distribuidora	Eléctrica
Estructura de financiación		
Patrimonio neto %	20%	39%
Deuda financiera a largo %	17%	26%
Deuda financiera a corto %	4%	5%
Financiación espontánea %	56%	29%
Financiación permanente %	37%	66%
Endeudamiento (en veces)	1,1	0,8

## f. El coste de la financiación o capital empleado

El coste de una fuente de financiación equivale aproximadamente a la rentabilidad que exige el inversor.<sup>11</sup> Si el banco exige un 8% para conceder un préstamo, ese será el coste para la empresa que lo recibe, aunque se reducirá al ser un gasto fiscal. Por ejemplo, con un tipo impositivo del 20%, cada 100 euros de intereses se reducen a 80 euros de coste para la empresa (hay un escudo fiscal del 20%).

Análogamente, el coste de la financiación de los accionistas equivale a la rentabilidad que exijan. La rentabilidad exigida por el accionista no es deducible fiscalmente. El accionista exige su rendimiento después de todos los gastos. El coste medio de capital es el promedio del coste de las fuentes de financiación. Si la empresa usa patrimonio neto y deuda con igual importe y si sus costes respectivos (después de impuestos) son el 10% y el 4%, su coste medio de capital es el 7,0%.

El coste medio de capital depende de la estructura financiera y del coste de las fuentes de financiación. Si en el ejemplo anterior la estructura cambia según la Tabla 1.7 y se mantienen los costes de ambas fuentes, el coste medio aumenta al 8,8%, ya que ahora se utiliza

<sup>11</sup> Hay gastos de la empresa que no retribuyen al inversor, como los gastos notariales o los impuestos.

más la fuente cara.<sup>12</sup> El patrimonio neto es más oneroso que la deuda financiera porque el accionista soporta más riesgo: el prestamista tiene preferencia de cobro sobre el accionista. Además, el coste del patrimonio neto es mayor porque los gastos financieros de la deuda ahorran impuestos.

TABLA 1.7. EL COSTE MEDIO DE CAPITAL

Nueva estructura de financiación	Peso	Coste	Contribución
Patrimonio neto	0,80	10%	8,0%
Deuda financiera	0,20	4%	0,8%
Coste medio de capital			8,8%

La relevancia de este objetivo se justifica porque permite contrastar la viabilidad de la empresa: la rentabilidad de su inversión debe superar su coste medio del capital.

### Ejercicio 1.5

Una empresa con un ratio de endeudamiento (deuda / patrimonio neto) de 0,5 tiene un coste de la deuda del 7% antes de impuestos. Si la rentabilidad que exigen sus accionistas es del 14% y el tipo impositivo del 25%, calcular su coste de capital medio.

#### Solución

Coste de la deuda después de impuestos =  $(1 - 0,25) \times 7 = 5,25\%$

Peso de la deuda =  $1/3 = 0,333$  (la deuda es la mitad del patrimonio neto).

Peso del patrimonio neto =  $2/3 = 0,667$

CCM =  $0,667 \times 14 + 0,333 \times 5,25 = 11,09\%$

## g. La liquidez

Es la capacidad para pagar el exigible a corto plazo (el que vence antes de un año). Aunque la liquidez contempla varios plazos, la principal se refiere a los pagos más próximos. Para cubrirlos la empresa debe disponer de fondos suficientes.

Este objetivo es importante porque la supervivencia a corto plazo depende de que la empresa cumpla con sus pagos. Si considera que el incumplimiento es inevitable, sus administradores deben justificar y solicitar el precurso de acreedores. Si no lo hacen, al margen de su responsabilidad personal, el concurso puede ser instado por alguno de sus acreedores.<sup>13</sup> El objetivo de liquidez adquiere aún mayor protagonismo en las épocas de crisis, cuando se restringen las facilidades de crédito.

<sup>12</sup> La nueva estructura podría reducir el coste de la deuda, pues el menor endeudamiento reduce el riesgo.

<sup>13</sup> El concurso de acreedores en España lo regula la Ley concursal 05/07/2020. Hay una figura previa que es el precurso, que concede al deudor tres meses de negociación con sus acreedores para llegar a un acuerdo y otro mes para comunicar si no se logra.

Las empresas, cuando pueden, acumulan liquidez para garantizar el pago de los vencimientos más próximos. Esta prudencia la exigen con frecuencia sus prestamistas para disponer de una alerta anticipada del incumplimiento. Para ello, pueden exigir que la tesorería supere un mínimo fijado en el contrato de la deuda.

## h. La solvencia

Se refiere a la garantía de la empresa para hacer frente a todo su exigible con terceros, por lo que tiene una perspectiva de largo plazo. Para ello la empresa cuenta con todas sus propiedades o activos. Se es solvente cuando se tiene más de lo que se debe. Por ello, la solvencia puede estimarse por cuántas veces el valor del activo supera al del pasivo. Como además de solvencia hay que tener liquidez para cancelar el exigible a su vencimiento y la mayoría de los activos no son tesorería, en caso de necesidad habrá que vender otros activos.

Las agencias de *rating* evalúan la liquidez (corto plazo) y la solvencia (largo plazo) de las grandes compañías, en concreto de las que emiten títulos. La evaluación se comunica mediante notas que permiten a los inversores calibrar el riesgo de la empresa. En función de ese riesgo deciden la conveniencia de invertir en ella, así como su rentabilidad exigible, dado que a mayor riesgo mayor debe ser el rendimiento. Esta información permite al inversor tomar sus decisiones sin necesidad de realizar la evaluación él mismo. Las notas de Standard & Poors se componen de letras, números y los signos + y -. Por ejemplo:

- BBB a largo plazo representa una capacidad adecuada para cumplir con los compromisos financieros. Esta nota es el límite inferior del denominado *grado de inversión* (*investment grade*) para el que no se exige aportar garantías externas.
- A-3 a corto plazo equivale a una capacidad adecuada para cumplir con los compromisos financieros.

Las empresas de menor tamaño también son evaluadas por sus bancos cuando solicitan financiación, pero esta nota (*el scoring*) no es pública como el *rating* de las agencias. La calidad crediticia de las pymes se evalúa por las entidades según su actividad, rentabilidad, liquidez, endeudamiento y solvencia, entre otros factores.<sup>14</sup>

## i. El riesgo

Se refiere a la posibilidad de que los resultados reales sean inferiores a los previstos y surge de la falta de certeza sobre la evolución de parámetros internos y del entorno. El riesgo es la eventualidad de que suceda algo de consecuencias adversas. Una vez que ha sucedido, ya no se trata de riesgo, sino de un siniestro de mayor o menor efecto.

La entidad del riesgo crece cuanto mayor sea su probabilidad y la gravedad de su efecto. Por eso, hay que identificar las fuentes que explican el riesgo y gestionar sus amenazas sobre la empresa. Esta tiene que aceptar riesgos, pues son parte esencial de la actividad empresarial. Una que no acepte ninguno invertiría solo en activos sin riesgo, es decir, en deuda del Estado de países con *rating* AAA (el máximo).

---

<sup>14</sup> Circular 6/2016, de 30 de junio, del Banco de España.

La importancia de fijar objetivos para el riesgo es que este se relaciona con:

- La rentabilidad: Una mayor rentabilidad comporta un mayor riesgo y viceversa.
- La supervivencia: El riesgo aumenta la probabilidad de fracaso.

Es habitual agrupar las fuentes de riesgo en las dos siguientes categorías:

- **El riesgo económico:** Nace de la naturaleza de la actividad de la empresa y las características del mercado de sus productos y servicios. El riesgo aumenta con la sensibilidad de sus resultados a la situación económica o cuando se depende de uno o pocos proveedores, tecnologías, productos o clientes. Este riesgo puede afectar a la venta, al gasto, al valor de los activos y al beneficio o la tesorería.
- **El riesgo financiero:** Se relaciona con la financiación de la empresa y la fluctuación de los mercados financieros. Tres de estos riesgos financieros son:
  - **El endeudamiento:** Cuanto más endeudada está una empresa, mayores son sus gastos financieros y la amortización del principal y, por lo tanto, mayor es la probabilidad de pérdidas y de que incumpla el servicio de la deuda.
  - **La variación del tipo de interés:** Que puede encarecer la deuda. Por ejemplo, si se está endeudado a tipo variable y el tipo de referencia de la deuda sube 100 puntos básicos (equivalentes a un punto porcentual), un préstamo de 100 millones de euros soportará unos gastos financieros adicionales de un millón de euros. El tipo de interés de la deuda a tipo variable se forma añadiendo a un tipo de referencia (el euríbor, p. ej.) un diferencial (el margen o *spread*).
  - **La variación de los tipos de cambio:** En cuanto que afectan al importe de los ingresos y los gastos expresados en divisas y también al valor de las inversiones y de la financiación. La reducción del valor de una inversión en EE. UU. de 100 millones de dólares es de 7,6 millones de euros si se deprecia el dólar y el tipo de cambio EUR/USD pasa de 1,10 a 1,20 dólares por euro.

$$\text{Pérdida} = 100 \times (1 / 1,20 - 1 / 1,10) = -7,58 \text{ millones de euros}$$

Por su relevancia hay que formular objetivos sobre la gestión del riesgo, tales como:

- Generar el beneficio con la actividad sin especular en los mercados financieros.
- Evaluar el riesgo crediticio de los clientes y asegurar los cobros.
- Limitar el endeudamiento y mantener financiación contratada pero no dispuesta.
- Asegurar el tipo de cambio por anticipado para evitar la volatilidad del mercado.
- Invertir la tesorería disponible a menos de tres meses y en activos seguros.

## j. El valor y la creación de valor

Estos son dos objetivos de síntesis, pues resumen los enumerados anteriormente. El valor de la empresa depende principalmente de las expectativas de su actividad y de su riesgo, y se estima por los flujos de caja (la diferencia entre los cobros y los pagos de un periodo)

que se espera que genere. Una empresa puede haber empeorado, pero mantener aún un valor alto, y otra puede estar empezando y con pérdidas, pero ofrecer un valor elevado si sus expectativas son excelentes

El principal objetivo financiero de la empresa es crear valor (o riqueza), lo que exige a su vez decidir cómo la reparte entre sus partícipes. La creación de valor durante un periodo es un objetivo relacionado con el anterior, en cuanto que depende de la variación de dicho valor (la plusvalía) y de los flujos de caja del periodo. Por ejemplo, la creación anual de valor de la inversión en un inmueble que se alquila a un tercero es la suma del aumento de su precio de mercado y de los alquileres netos (los ingresos menos los gastos) cobrados durante el año (todos los importes referidos a final de año). Por ello:

- **El valor en un momento dado** depende de las expectativas sobre las rentas y del riesgo de no obtenerlas.
- **La creación de valor durante un periodo** se debe a la gestión realizada durante ese periodo y depende de la variación de dichas expectativas y del riesgo.

La relación entre el valor (es una variable fondo porque se acumula) y la creación de valor (es una variable flujo porque se pone a cero al inicio de cada periodo) es:

$$\text{Creación de valor} = \text{variación del valor} + \text{rentas del periodo} - \text{coste financiero}$$

El coste financiero es el producto de la tasa de coste financiero y el valor inicial del activo. Representa el coste de haber financiado la inversión durante un año.

La relevancia de los objetivos del valor y su creación obedece a que son de síntesis y son los objetivos de los propietarios. Así lo confirman muchas empresas de todo el mundo cuando declaran: «Nos esforzamos por ofrecer valor a los accionistas». Pero en este campo se enfrentan dos modelos principales de reparto de la riqueza creada:

- El americano fija el objetivo de la empresa en enriquecer a sus accionistas, mientras que al resto de los partícipes se les paga su aportación a precio de mercado.
- El otro modelo, más frecuente en Europa continental, reconoce los intereses de todos los partícipes en la toma de decisiones, por lo que busca equilibrar los diversos intereses para evitar que el del accionista perjudique a terceros.

Se aduce que crear valor para el accionista sea el único objetivo, porque sirve para:

- **Medir la calidad de la gestión:** Al ser el accionista el último partícipe en cobrar, el aumento de su retribución (si no se logra a costa de otros partícipes) prueba que ha mejorado la gestión. También puede deberse a la mejora de la coyuntura económica.
- **Simplificar la gestión:** El considerar un solo objetivo hace más directa la toma de decisiones que el tener que equilibrar una variedad de criterios.
- **Reconocer el derecho de propiedad:** El accionista debe recibir la mayor retribución porque es el dueño de la empresa.
- **Recompensar el riesgo:** Porque su retribución es la residual que resta después de retribuir al resto de los partícipes. Además, se le ha de compensar por los periodos de pérdidas.

Sin embargo, formular el objetivo de crear valor para el accionista como único o el dominante tiene sus conflictos. Uno es que favorece alinear el interés del gestor con el del accionista y para ello se cede al primero parte del valor creado. Esto puede propiciar que el gestor se afane por aumentar el valor a corto plazo a costa del largo plazo (p. ej., abonando un dividendo que descapitalice la empresa). Otro es que se puede crear valor para el propietario, pero a costa de otros partícipes (p. ej., con bajos salarios). Entonces, más que crear valor se reduce la retribución de otros partícipes, incluidos los accionistas minoritarios. Ello exige la connivencia entre los accionistas de control (los que mandan) y sus gestores.

El enfoque del movimiento de las finanzas sostenibles defiende que las decisiones aseguren el bienestar colectivo de ahora y el respeto al futuro, que se compatibilice el criterio de rentabilidad para el inversor con los medioambientales, sociales y de gobernanza empresarial. Así surge la propuesta de *crecimiento económico inclusivo*, el que progresa sin dejar a nadie atrás y dando igualdad de oportunidades. Este enfoque critica el capitalismo del accionista y propugna el más solidario capitalismo de los partícipes. Recomienda crear riqueza y repartirla equitativamente entre los grupos de interés que contribuyen a generarla. La declaración sobre *el propósito de una corporación (statement of the purpose of a corporation)* firmada en agosto de 2019 por relevantes dirigentes empresariales americanos (Apple y Amazon entre otros muchos) propugna crear valor para todos los partícipes de la empresa.

### **Ejercicio 1.6**

*Un empresario desea calcular la rentabilidad económica de montar una distribuidora y estimar la financiación que ha de aportar (el patrimonio neto). La información disponible es:*

- *La inversión en activos de todo tipo asciende a 100.000 euros.*
- *Los acreedores comerciales financiarán el 12% de la inversión.*
- *Se pedirá un préstamo bancario de 30.000 euros con un coste del 6%.*
- *Al estabilizarse las ventas, el beneficio de explotación será de 13.000 euros.*

*Solución*

*Patrimonio neto = Inversión (100.000) – deuda (30.000) – acreedores (12.000) = 58.000*

*Activo neto = activo (100.000) – acreedores (12.000) = 88.000 euros*

*Capital empleado = patrimonio neto (58.000) + deuda (30.000) = 88.000 euros*

*Rentabilidad económica = 13.000 / 88.000 = 14,8%.*

## **1.5. El activo, la financiación, el beneficio y sus relaciones**

Para desarrollar su actividad, la empresa precisa invertir en activos y financiarlos.

### **a. El activo**

El funcionamiento de cualquier empresa exige disponer de un conjunto organizado de activos que han de adecuarse en tamaño y composición a las exigencias de sus actividades.

La gestión del activo persigue obtener un rendimiento competitivo sobre la inversión y que el conjunto valga más que la suma de los activos aislados que lo componen. Dos atributos de un activo son:

- **Su naturaleza** se refiere a sus características y funcionalidad. Los activos se agrupan por conjuntos homogéneos como la maquinaria o las existencias.
- **Su liquidez** representa la capacidad de la empresa para convertir el activo en dinero en el transcurso de sus operaciones habituales. En general, un terreno tiene menos liquidez que los artículos en almacén dispuestos para la venta. En principio, cualquier propiedad se puede convertir en dinero vendiéndola y se puede hacer rápidamente si se rebaja el precio lo suficiente. Pero la liquidez se refiere a hacerlo en un plazo y a un precio razonables sin incurrir en pérdidas significativas. Bajo este criterio se diferencia entre:
  - **Los activos corrientes**, que son dinero o es razonable que se conviertan en dinero en un plazo inferior al año. La denominación de *corriente* responde a que estos activos circulan constantemente. Es el caso de los materiales en el proceso de producción que entran desde los suministradores y se consumen en dicho proceso en un flujo continuo.
  - **Los activos no corrientes**, que son los que se espera que permanezcan en la empresa durante varios años. También se denominan *inmovilizado*. El término *no corriente* alude a que, en general, estos activos se usarán durante varios años. Además, su renovación no es continua como la del activo corriente, sino que es espaciada. Por ejemplo, los elementos de transporte se pueden sustituir cada cuatro años o una turbina, cada cinco.

El inmovilizado pierde valor durante su vida útil hasta quedar inutilizable u obsoleto. Para estimar la pérdida anual, se puede dividir el importe de adquisición del inmovilizado entre su vida útil en años. Así se estima el coste anual de usar el inmovilizado, es decir, la denominada *cuota anual de amortización*. Si se compra un ordenador por 3.000 euros, con una vida útil de cuatro años, la cuota de amortización anual podría ser de 750 euros si el coste se reparte linealmente entre los años de uso. No es razonable considerar el precio como gasto del año de la compra, pues sería gratis usarlo durante los otros tres. Peor sería considerar el precio como gasto del día de la compra.

Como la suma del valor de todos los bienes de la empresa es su *activo*, se cumple:

$$\text{Activo} = \text{activo no corriente} + \text{activo corriente}$$

El activo se descompone también según se vincule con las operaciones:

- **El activo operativo:** Incluye todas las partidas del activo necesarias para desarrollar la actividad, como la nave de operaciones, los derechos de cobro a los clientes y la tesorería operativa (la necesaria para apoyar las operaciones). La tesorería excedente es la que, en un momento dado, le sobra a la empresa y puede invertirla para rentabilizarla. La tesorería operativa es, por ejemplo, *los cambios* existentes en la caja de un comercio, necesarios para dar *las vueltas* a los clientes, o *la caja chica* precisa para atender los pagos menores y urgentes.



- **El activo no operativo:** Son las propiedades y derechos que no se precisan para desarrollar la actividad, como es la tesorería excedente o un terreno no utilizado.

La composición y el tamaño del activo operativo debe ajustarse a la naturaleza y el volumen de las actividades y a la estrategia de la empresa. Se mantendrán los activos necesarios para atender las operaciones, pues con su gestión deben desarrollarse eficaz (para lograr su propósito) y eficientemente (con productividad) los procesos de producción y comercialización para entregar un producto o prestar un servicio.

- Una concesionaria de autopistas mantiene un inmovilizado alto, sobre el 90% del activo. Al contrario, sus existencias y cuentas a cobrar son casi nulas por prestar un servicio que no precisa existencias y por cobrar casi todo el peaje al contado.
- Una cadena de hipermercados cuenta con *stocks* muy altos para ofrecer una gama completa de artículos de entrega inmediata, así como unas cuentas de deudores bajas al cobrar sus ventas al contado. Las cuentas por pagar son elevadas por serlo las compras y el poder de negociación de la empresa con sus proveedores.

La estrategia y el posicionamiento del producto también influyen sobre el activo:

- Una bodega de vinos *gran reserva* tiene unas existencias relativas más altas, equivalentes al valor de la cosecha de varios años, que las de otra posicionada en el segmento de vinos comunes de mesa con procesos de crianza más cortos.
- Una empresa integrada verticalmente presenta un inmovilizado, en términos relativos, muy superior a otra similar que adquiera sus productos intermedios externamente. La primera precisa un inmovilizado mayor para elaborar todos los productos intermedios internamente. La segunda utiliza menos inmovilizado porque adquiere esos intermedios ya elaborados.

En lo que se refiere a la gestión del activo, la función financiera debe:

- **Evaluar las nuevas inversiones** para estimar su rentabilidad y su riesgo.
- **Evitar la existencia de activos no rentables** y ociosos, y evaluar si los vende.
- **Proponer políticas de gestión del activo corriente** que apoyen la estrategia de negocio de la empresa. Por ejemplo, el PMC o la rotación de las existencias.
- **Gestionar la tesorería**, las cuentas bancarias y la inversión de los excedentes.

## b. La financiación

La adquisición de los activos exige una financiación de igual importe, la cual, desglosada en fuentes individuales, constituye el patrimonio neto y el pasivo de la empresa. Dos atributos relevantes de esas fuentes se relacionan con su origen y con su vencimiento. El origen de una financiación se refiere a quien la aporta. Pueden ser:

- **Los accionistas**, que suscriben y desembolsan el capital social de la empresa y deciden que esta reinvierta (ahorre) parte de los beneficios.
- **Las Administraciones públicas**, que conceden subvenciones a las empresas dentro de sus políticas de desarrollo económico.

- **Las entidades financieras**, que prestan bajo diferentes modalidades, como los préstamos, el arrendamiento financiero (*leasing*) o el descuento de efectos comerciales.
- **El mercado de capitales**, en el que las empresas venden a los inversores títulos de deuda con características muy variadas, como las obligaciones o los pagarés.
- **Los proveedores y suministradores**, que cobran en CBP.

El segundo atributo se refiere al vencimiento de la fuente de financiación:

- **A corto plazo** si el vencimiento es inferior a un año. Es el pasivo corriente.
- **A largo plazo** cuando su devolución supera el año. El patrimonio neto y el pasivo no corriente con vencimiento superior al año son la financiación permanente.

Una parte del activo la financian los suministradores por el habitual aplazamiento del pago de sus facturas. Esta financiación es *espontánea* por su origen, ya que la aporta la propia actividad. La empresa en cada momento debe las adquisiciones en CBP y si las compras son estables, este exigible también lo será. Esta financiación carece de coste explícito, es decir, de coste financiero declarado, aunque tiene un coste implícito. Mientras que el coste explícito es *visible*, el implícito está incluido en el precio de compra. El coste de la financiación espontánea forma parte del coste de compra sin que se detalle en la factura del proveedor. Este lo incluirá internamente en su escandallo de costes. El coste existe porque el proveedor otorga un descuento por pronto pago si se le abona al contado, aunque también supone reducir el riesgo de impago.

La financiación espontánea incluye otros conceptos del exigible no financiero, como los pagos pendientes por salarios, las cotizaciones a la Seguridad Social y los impuestos.

En general, la financiación espontánea es el pasivo corriente operativo: su vencimiento es a corto plazo, su saldo depende del nivel de la actividad y excluye la deuda financiera. Si del activo se resta la financiación espontánea, se obtiene el activo neto. Para financiarlo se deben captar y mantener fondos como patrimonio neto o deuda financiera. Por tanto, una parte del activo se financia de forma automática por la misma actividad sin precisar una negociación expresa, pero el resto exige ser negociado con los inversores. El total de esta financiación negociada es el capital empleado según la Figura 1.2 (se supone nulo el activo no operativo).

FIGURA 1.2. LA EQUIVALENCIA ENTRE EL ACTIVO NETO Y EL CAPITAL EMPLEADO

Activo	Patrimonio neto y pasivo
<p style="text-align: center;"><b>Activo neto</b></p> <p style="text-align: center;">Activo no corriente Capital corriente operativo</p>	<p style="text-align: center;"><b>Capital empleado</b></p> <p style="text-align: center;">Patrimonio neto Deuda financiera</p>
<p style="text-align: center;">Activo financiado por el pasivo corriente operativo</p>	<p style="text-align: center;">Pasivo corriente operativo (Financiación espontánea)</p>

Para financiar su activo neto la empresa puede combinar por lo tanto:

- **El patrimonio neto**, con las aportaciones de los socios y los beneficios retenidos.
- **La deuda financiera**, a distintos plazos, monedas e instrumentos (créditos, p. ej.).

**Ejercicio 1.7**

Se desea hacer una ampliación de capital para reducir la deuda de la empresa. Ahora tiene un ratio de endeudamiento (deuda / patrimonio neto) de 1 y lo quiere reducir a 0,5. Si el capital empleado actual es de 12,4 millones, calcular el importe de la ampliación de capital.

*Solución*

Al inicio: Patrimonio neto = Deuda (6,2), luego con la ampliación:  $0,5 = (6,2 - AC) / (6,2 + AC)$

Importe de la ampliación de capital  $AC = 2,07$  millones

La Tabla 1.8 resume los principales componentes del patrimonio neto y pasivo. Las subvenciones no reintegrables (las que son a fondo perdido) se consideran propiedad de los accionistas y, por lo tanto, parte del patrimonio neto.

TABLA 1.8. LA TIPOLOGÍA DE LAS FUENTES DE FINANCIACIÓN

Patrimonio neto y pasivo	La financiación mantenida por la empresa
Patrimonio neto	El valor contable de la propiedad de los socios
Pasivo no corriente a largo	El exigible con vencimiento a largo plazo
Pasivo corriente	El exigible con vencimiento no superior al año
- Deuda financiera	Las deudas a corto con coste explícito
- Proveedores	Las deudas con suministradores de materiales
- Otros acreedores	Otro exigible a corto plazo

La estructura de la financiación depende de las actividades de la empresa:

- Una empresa de generación y distribución de electricidad, con un inmovilizado elevado, precisa, en términos relativos, más financiación con vencimiento a largo plazo, que una cadena de supermercados financiada en buena parte por sus suministradores. Además, el vencimiento de la deuda de la eléctrica será mayor, pues ese plazo ha de sincronizarse con el periodo de maduración de las inversiones para que sus rentas cubran el servicio de la deuda.
- Las empresas muy sensibles al ciclo económico (las inmobiliarias, los fabricantes de automóviles o las de cosmética) admiten un endeudamiento menor, pues el servicio de la deuda añade un riesgo adicional al riesgo de la actividad. Si cae el mercado, su flujo de caja puede ser insuficiente para pagar la deuda. Por el contrario, las empresas con ventas más estables (alimentación, electricidad o farmacia) admiten más deuda por ser sus ingresos más predecibles.

Como el patrimonio neto es la diferencia entre el activo y el pasivo, equivale a *la parte residual de los activos de la empresa una vez deducidos todos sus pasivos*. Una forma de estimar el patrimonio neto de una empresa cuando se carece de información contable fiable es restar del activo todos sus pasivos. Ello exige un inventario valorado del activo y el pasivo.

En lo que se refiere a la gestión de la financiación, la función financiera debe:

- **Definir la estructura de financiación** con criterios de coste, liquidez y riesgo.
- **Decidir las fuentes de financiación** más adecuadas y su vencimiento en función de su coste y de la capacidad de la empresa para atender el servicio de la deuda.
- **Fijar las condiciones de la deuda** en cuanto a su plazo, la moneda de contratación y el tipo de interés (fijo o variable).
- **Negociar con los inversores los fondos** para financiar el activo neto.
- **Proponer políticas referidas al circulante** operativo compatibles con las exigencias de la actividad. Por ejemplo, el PMP y los medios de pago (cheque, transferencia, pagaré...).

### c. El beneficio neto

El beneficio neto es la diferencia entre todos los ingresos y gastos del periodo. Como los ingresos aumentan el patrimonio de los accionistas y los gastos lo reducen, el beneficio neto es el aumento del patrimonio neto en ausencia de operaciones societarias de ampliación o reducción del capital. El beneficio aumenta el patrimonio neto y la pérdida lo reduce.

El beneficio del periodo se calcula en función del momento en que se produce cada hecho económico con independencia del movimiento de tesorería. El ingreso se registra cuando se formaliza la venta y el gasto cuando se incurre en él, al margen de cuándo se cobre o pague, respectivamente. Si se recibe una factura de un servicio para pagar a crédito, el gasto es del día en que se prestó el servicio, no del día en que se abonó.

Hay ingresos y gastos que afectan al beneficio, pero no a la tesorería como:

- Una venta a crédito, que es un ingreso pero no un cobro.
- La cuota de amortización de un inmovilizado que se compró y pagó hace dos años. La salida de tesorería se produjo con la adquisición sin que la tesorería varíe por la amortización (salvo por la repercusión fiscal al ser la amortización un gasto deducible). En cambio, el beneficio se reduce todos los años de la vida útil del bien por su coste de uso estimado por la amortización anual. Es similar a cuando se compra un automóvil al contado: se paga el día de la adquisición, pero se consume durante los años (o kilómetros) que dure.

Que haya beneficio no implica una tesorería saneada. El pago de una inversión o la devolución de un préstamo rebajan la tesorería sin afectar al beneficio. También una compañía aérea en pérdidas puede mantener durante años una tesorería importante si vendió su flota de aviones para alquilarla a continuación. Pero en periodos largos debe existir una

correlación entre el resultado contable y la tesorería, ya que el beneficio genera, cuando se han producido todos los cobros y pagos afectos, un flujo de caja y la pérdida, una reducción.

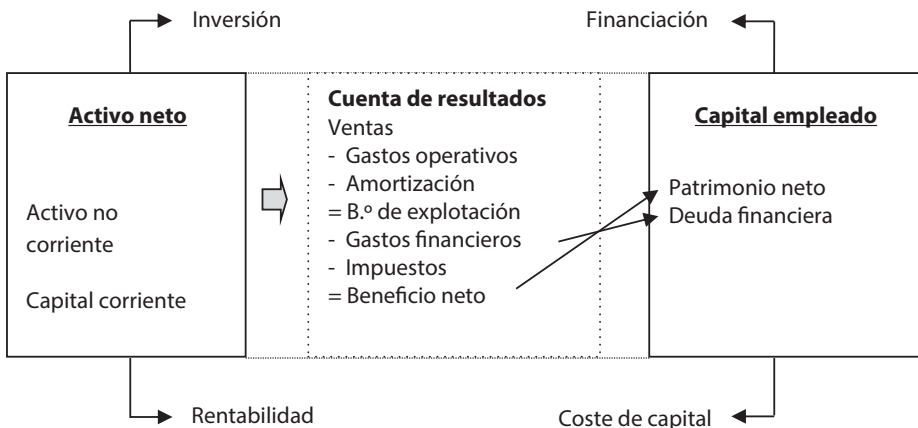
En lo que se refiere a la gestión del beneficio, la función financiera debe:

- **Estimar los resultados** por producto, unidad de negocio y departamento.
- **Organizar los procesos** para apoyar que la organización gestione las operaciones con eficacia y eficiencia.
- **Suministrar la información económico-financiera**, como los costes y los márgenes de los productos, los resultados por actividades y los EE. FF.
- **Financiar adecuadamente la empresa** en un equilibrio de rentabilidad y riesgo.
- **Proponer el reparto de dividendos.**

#### d. La relación entre el activo, la financiación y el beneficio

La cuenta de pérdidas y ganancias estima el beneficio de un periodo y con ella se completa la Figura 1.1 según la Figura 1.3. Las operaciones generan unas ventas y gastos operativos en cada periodo, cuya diferencia es el beneficio de explotación. Además, hay unos gastos financieros y el impuesto sobre beneficios. Restando del resultado de explotación esos gastos financieros y fiscales, se halla el beneficio neto del periodo.

FIGURA 1.3. LA CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS, ENTRE LA INVERSIÓN Y LA FINANCIACIÓN



La Figura 1.3 diferencia la amortización de los gastos operativos porque es frecuente utilizar el ebitda como otra medida del resultado.<sup>15</sup> El ebitda es la diferencia entre los

<sup>15</sup> Earnings before interests, taxes, depreciation and amortization.

ingresos y los gastos desembolsables (entre otros, no se incluye la amortización anual) y, por ello, se relaciona más con el flujo de caja que el beneficio de explotación.

Esa figura repite que parte del activo lo financia la actividad con el pasivo espontáneo. La empresa solo negociará la financiación del activo neto, pues el resto se financia espontáneamente por los suministradores. Por ello y porque el coste implícito de esa financiación lo incluye la factura, es más correcto medir la rentabilidad económica por el cociente entre el beneficio de explotación y el activo neto, no el activo total.

Precisamente, uno de los atractivos de una actividad consiste en la financiación espontánea que aporte. Las grandes cadenas de distribución obtienen buena parte de su financiación espontáneamente de sus proveedores, lo que reduce su capital empleado. Este hecho, entre otros, explica el crecimiento de esas cadenas, en las que la inversión en un nuevo local puede ser relativamente reducida.

La Figura 1.3 vincula:

- Los gastos financieros con la deuda que remuneran. Su relación estima el coste de la deuda: un gasto de 100 y una deuda de 1.000 da un coste del 10%.
- El beneficio neto con el patrimonio neto, pues ese beneficio remunera a los accionistas. Este cociente es la rentabilidad financiera.
- La rentabilidad económica con el coste de la financiación o coste de capital medio. Ambos ratios deben calcularse después del impuesto sobre beneficios.

Además, la Figura 1.3 permite formular la siguiente secuencia:

- El patrimonio neto y la deuda financiera financian el activo neto.
- El activo neto permite desarrollar la actividad y genera el resultado de explotación.
- Este beneficio se destina a retribuir a los inversores (una parte es gasto fiscal).
- Si la retribución es satisfactoria, los inversores aportarán más financiación. Para ello la rentabilidad económica debe superar el coste de capital medio.

## 1.6. Las responsabilidades del financiero

Mientras los cometidos de la función financiera se centralizan en ese departamento, las finanzas de la empresa se ven influidas por actuaciones distribuidas por toda la organización. Igual sucede en el resto de las áreas por la dificultad de segmentar completamente las funciones. La empresa es un sistema unitario que si se divide en funciones es para entenderla y manejarla mejor. Pero en ningún caso el modelo organizativo, el organigrama con sus barreras entre especialidades, puede sustituir a esa realidad unitaria de la empresa en la que todos sus gestores participan, aunque con diferente responsabilidad e intensidad, en todas ellas. Por ejemplo, todos influyen sobre la imagen de la empresa, la relación con sus partícipes, la calidad de su servicio al cliente o sus gastos. El carácter unitario e integrado debe dominar sobre el modelo organizativo, siempre discrecional.

Esa dispersión de la función financiera exige que uno de sus objetivos más importantes sea prestar los servicios requeridos por el resto de las áreas operativas. Pero la gestión

financiera contribuye directamente al crecimiento, la rentabilidad y el riesgo, y no solo presta servicio al resto de las áreas. Sus principales cometidos son:

- **Gestionar el sistema de información** económico-financiera para sus partícipes.
- **Analizar** la rentabilidad, el riesgo y la liquidez de las nuevas inversiones.
- **Diseñar e implantar una estructura de financiación** que equilibre sus efectos sobre la rentabilidad de los accionistas y el riesgo financiero del endeudamiento.
- **Prever y lograr la financiación** al plazo, en los instrumentos y al coste adecuados.
- **Gestionar los flujos de caja y las cuentas bancarias**, asegurando la liquidez e invirtiendo el excedente de tesorería para rentabilizarlo sin arriesgarlo.
- **Gestionar los procesos administrativos** para evitar retrasos y errores en las operaciones y hacerlo con productividad. Se trata de asegurar que los procesos se desarrollan fiable y rápidamente a satisfacción del cliente interno y externo.
- **Analizar el riesgo crediticio de los clientes** para autorizar el límite de riesgo, el pago aplazado, el medio de cobro (el cheque, p. ej.) y las garantías.
- **Apoyar a las áreas operativas** para que contemplen el criterio financiero en las decisiones comerciales y de inversión, producción y suministro. Lo prioritario es satisfacer la exigencia competitiva del mercado y hacerlo con eficiencia económica.
- **Gestionar el riesgo global de la empresa**, manteniendo en límites prudentes el impacto potencial sobre el resultado de fluctuaciones en la actividad y en los tipos de interés y de cambio de las divisas, entre otros aspectos. Para ello se realizarán previsiones financieras en escenarios alternativos y factibles, se identificarán las exposiciones relevantes y se anticiparán las coberturas para proteger a la empresa en caso de que se produzca un escenario adverso (una exposición identifica y mide un riesgo; una cobertura lo elimina o atenúa).
- **Preservar la flexibilidad financiera**, entendida como la posibilidad de variar el volumen y la estructura de la financiación sin incurrir en costes ni retrasos excesivos. Ello exige mantener financiación de reserva, que se pueda movilizar en caso de necesidad e instrumentos alternativos de financiación; también exige el conocimiento del mercado financiero para anticipar problemas y aprovechar oportunidades.
- **Aplicar los procedimientos de control interno** oportunos, como la segregación de funciones, el mantenimiento de límites de autorización en decisiones y pagos y la actuación mancomunada en determinadas decisiones clave para proteger el patrimonio de la empresa de errores y actuaciones dolosas.
- **Cumplir la legislación aplicable** para evitar que se materialicen las contingencias tan frecuentes en este campo, sobre todo las fiscales. El objetivo es evitar los problemas mediante la acción preventiva para eludir quebrantos derivados de la ignorancia, la improvisación o el incumplimiento de la responsabilidad social de la empresa. Esta es el área de *compliance* que exige fijar las políticas y métodos para garantizar que la organización cumple con las normas legales y los valores con sus partícipes. Esta área depende en muchos casos del director financiero.<sup>16</sup>

---

<sup>16</sup> Are today's CFOs ready for tomorrow's demands on finance? McKinsey&Company. Survey, dic. 2016.

- **Actuar como asesor de la dirección general** en la toma de decisiones corporativas como la inversión, el dividendo o la variación del capital social.
- **Controlar** la situación económico-financiera y cuidar la salud de la empresa.

La Tabla 1.9 recoge las prioridades clásicas de la dirección financiera, a las que hay que añadir la digitalización de las finanzas.<sup>17</sup> Las grandes compañías suelen disponer de una dirección financiera centrada en estas responsabilidades. Las de menor tamaño es normal que incluyan en esta la función en ocasiones designada *de administración* para recoger su dedicación a la gestión administrativa, otras responsabilidades como la planificación y control, la fiscal y, a veces, la informática, las compras y la gestión del personal.

TABLA 1.9. LAS PRIORIDADES CLÁSICAS DEL FINANCIERO

Prioridad	% de respuestas
Optimización de los costes	61%
Optimización de los procesos	60%
Gestión de la liquidez	48%
Gestión del riesgo financiero	31%
Implantación y mantenimiento del sistema ERP <sup>18</sup>	23%

Por la repercusión financiera de todas las decisiones que se toman en la empresa, el criterio financiero ha de participar en ellas. El financiero no puede circunscribirse a su parcela y ser un mero espectador del resto, sino que ha de extender su influencia al conjunto de la empresa. Es antes directivo de la empresa que responsable de sus finanzas, como el resto de los responsables funcionales, quienes deben anteponer esa visión más amplia a su especialidad. Una especialización excesiva origina decisiones unidimensionales que rompen el equilibrio necesario entre objetivos.

Entre las operaciones y las finanzas hay una interacción permanente. Ya Alfred Sloan escribía que *las finanzas no pueden existir en el vacío, sino que tienen que formar un todo con las operaciones*.<sup>19</sup> Por ejemplo, una empresa puede ver limitada su capacidad de crecimiento por restricciones de financiación. En sentido contrario, el volumen y la duración del proceso productivo determinan la inversión en existencias en curso y, por ello, las necesidades de financiación. Por tanto, es necesario que la función financiera no se distancie de las operaciones, lo que sucede a veces por la tendencia a la especialización y a parcelar en exceso los procesos.

No obstante, aún algunos responsables funcionales rechazan adentrarse en las finanzas porque piensan que son algo profundo, complejo y distante que no precisan de su servicio.

<sup>17</sup> Michael Page, *CFO & financial leadership barometer*. Octubre 2014. Otra encuesta posterior añade la digitalización de las finanzas (*Las claves de la dirección financiera*. KPMG, 2019).

<sup>18</sup> Un ERP (*enterprise resource planning* o sistema de planificación de los recursos de la empresa) es un *software* de gestión único, modular y configurable para registrar todas las transacciones de la empresa en una única base de datos centralizada que permite su acceso descentralizado.

<sup>19</sup> Sloan, A., 1963, pág. 156.



Sin embargo, la situación financiera resume las actuaciones del conjunto de la organización. La solvencia de los clientes, la productividad de los procesos y la utilización de los activos tienen repercusiones financieras importantes. Estos responsables no financieros, que rehúyen su parte de responsabilidad en esta materia, se comportan como esos pájaros que, por razones de supervivencia, cantan en un lugar y ponen los huevos en otro. Ellos ponen la acción en su propia área, pero los resultados se explicitan, a la postre, en las finanzas. Por ello, el financiero debe asegurar que el *no financiero* comprende la repercusión financiera de sus decisiones.

Las finanzas exigen el concurso de todas las funciones para compartir los objetivos, los criterios y los problemas. Para que haya unidad en la acción, se precisa cierta homogeneidad en el propósito, las prioridades y las soluciones. En esta colaboración, a la que el financiero ha de aportar convicciones propias para evitar ser arrastrado por las urgencias y la coyuntura, se han de consensuar criterios de gestión, considerando todos sus aspectos y no solo una perspectiva parcial, bien sea la financiera u otra. El dominio de una función sobre el resto elimina el contraste y sustituye la realidad multifacética por una sola imagen, adoptándose juicios parciales que limitan la riqueza de análisis que toda decisión precisa para ser atinada.

Para que esta colaboración sea fructífera, se ha de consensuar cómo potenciar y equilibrar los objetivos financieros con los generales. Los criterios son más eficaces cuando se formulan y comparten en términos genéricos para fomentar la iniciativa y exigir que se adapten con flexibilidad a cada contexto. Formularlos de manera exhaustiva y detallada, pero sin indicar una finalidad que oriente la acción, pone en peligro la necesaria flexibilidad e iniciativa en su aplicación. El primer planteamiento es más sencillo, motiva a los destinatarios y añade un mecanismo interno de ajuste que permite adaptarse a los cambios. Como contrapartida, tiene el riesgo de que el comportamiento quede sujeto a cierta interpretación.

Es contraproducente que una función se imponga al resto, como sucede con frecuencia debido a modas, rivalidades entre responsables o coyunturas del entorno económico. En épocas de crisis, cuando lo urgente se convierte en prioritario, algunos recomiendan que el *fundamentalismo* financiero asuma el liderazgo y se imponga sobre el resto en busca de economías en el gasto y la inversión. Pero estos recortes con frecuencia se exageran, poniendo en peligro la posición competitiva de la empresa y su viabilidad futura. La principal manifestación de este comportamiento miope, que antepone el corto plazo a una visión necesariamente más amplia, se concreta en el recorte de las inversiones o de los gastos estratégicos, es decir, los vitales para el desarrollo de la empresa a largo plazo y que determinan su fortaleza futura, pero con escaso efecto a corto plazo.

Una mentalidad financiera estrecha que dé protagonismo excesivo a los números, a las formalidades y al ahorro es un peligro porque:

- Es un error pensar que la empresa se gobierna con las cifras contables pasadas.
- Es un freno anteponer la burocracia a la vitalidad e iniciativa que exige el progreso de toda empresa, en la creencia de que sin norma escrita surge el desorden.
- Es un desatino buscar el ahorro a ultranza viendo solo gastos y facturas donde los más perspicaces pueden ver oportunidades.

Una patología difícil de desmontar por los parapetos con los que se protege consiste en dedicar más tiempo a analizar el pasado que a escudriñar lo que puede suceder o a actuar

para conseguir los objetivos deseados. La contabilidad gestiona el pasado, lo que es muy útil para aprender de la experiencia y comprender y controlar el presente, pero su análisis excesivo consume esfuerzos en detrimento de aspectos más cruciales como las expectativas. Como lo que se gestiona es el futuro, no el pasado, una atención exagerada a este hace que se vaya por detrás de la realidad.

Las finanzas disponen de un lenguaje propio —para algunos es el de los negocios— y de una tecnología específica y compleja, en continuo desarrollo, que ofrece nuevas posibilidades para la gestión de esta área. La evolución de las técnicas de gestión y de los productos financieros exige un conocimiento actualizado y práctico que acepte que una teoría sin acción es especulación y una práctica sin teoría es arriesgada. En cualquier caso, la teoría precisa ser adaptada a cada situación para ajustar las ideas y los modelos estándar a las necesidades propias. Lo contrario conduce a adoptar herramientas inadecuadas, importadas desde otros contextos diferentes, o a imitar soluciones sin la debida reflexión, perdiéndose el aprendizaje que aporta el esfuerzo de toda elaboración propia. El problema de vivir de ideas prestadas se agrava cuando se corta la fuente de inspiración o no existen, en el *menú* utilizado, las adecuadas para afrontar los problemas propios.

Otra prioridad para el financiero es el seguimiento del entorno, pues son muchos los parámetros, no solo económicos, que afectan a la empresa. Cuando la influencia del entorno es intensa, se produce, por reacción, una gran sensibilidad a su evolución. Por ello, el nivel de autoexigencia debe ser mayor cuanto menos exija aparentemente el entorno. Cuanto más apacible parezca, más preparado se ha de estar para hacer frente a posibles turbulencias. Pero siempre es preciso planificar y gobernar el rumbo para no dejarse llevar por la fortuna y evitar bascular según sus vaivenes.

El financiero vive en alerta permanente, pues maneja dinero y ha de cumplir requerimientos internos y legales. Muchos de sus trabajos requieren el estricto cumplimiento de plazos y se ha de disponer de recursos para la buena marcha de las operaciones incluso en épocas en las que falta la liquidez. También ha de afrontar los riesgos nacidos del servicio a la deuda, del tipo de interés de mercado o de los tipos de cambio que pueden afectar seriamente a los resultados. Las finanzas deben mantenerse alerta sin desconectar en ningún momento.

Si la posición en el mercado se mide por el pulso operativo de la empresa en sus actuaciones técnico-comerciales, su salud inmediata se sustenta en su posición financiera. Es más fácil que esta posición se degrade de forma progresiva que conseguir que se recupere sin padecer los traumas de la reestructuración, que obliga a la reducción de personal, la venta de activos, la refinanciación de la deuda y el cambio de la propiedad. La situación financiera, cuando se deteriora, no goza del beneficio del tiempo, como sucede con otros problemas. Por el contrario, cobija los mecanismos para que se degrade aún más. Si se produce un déficit estructural que exige ser cubierto con más deuda, esta tiende a crecer autónomamente como consecuencia de los intereses que se agrandan y realimentan en un proceso en espiral.

Por ello, la situación financiera exige un seguimiento cauteloso a fin de evitar las situaciones del tipo *bola de nieve* en las que la deuda crece con los intereses impagados y el tipo de interés aumenta al hacerla la deuda. Las soluciones duraderas, para atajarlas, rara vez se encuentran en el ámbito financiero: la mejora de las actividades aporta, casi siempre, las soluciones duraderas.

Por último, es importante que el financiero desarrolle convicciones propias, adaptadas a las características y circunstancias de su empresa, respecto a los principios que rigen la gestión financiera. Si se aprendiera de la experiencia propia y ajena sobre temas tales como los límites del crecimiento, el endeudamiento factible, los dividendos razonables, el control interno, la flexibilidad financiera y la gestión rentable pero prudente de los riesgos, la tasa de mortalidad empresarial en las crisis económicas se reduciría radicalmente. Estas convicciones deben ser firmes y consensuadas con el resto de la dirección porque corren el riesgo de vulnerarse en los momentos de euforia de los mercados, cuando se da prioridad al crecimiento y se menosprecia el riesgo. Es este un síntoma, cuando se manifiesta colectivamente, que precede a toda crisis económica. Por eso, tener convicciones propias y flexibles ayuda a protegerse de los errores de uno mismo y evita ser arrastrado por los ajenos.

### **Ejercicio 1.8**

*Para acotar el riesgo financiero, una empresa respeta los dos siguientes objetivos:*

- *Endeudamiento (deuda financiera / patrimonio neto) no superior a 0,7.*
- *Solvencia (activo/pasivo) no inferior a 2.*

*Si su activo es 100 millones y su financiación espontánea 10 millones, calcular la deuda financiera máxima que puede mantener.*

*Solución*

*Por el objetivo de endeudamiento:  $0,7 = D / (100 - D - 10)$ ;  $D = 37,06$  millones como máximo*

*Por el objetivo de solvencia:  $2 = 100 / (D + 10)$ ;  $D = 40$  millones como máximo*

*Luego la deuda financiera máxima es de 37,06 millones*