

2 edición

# Planificación financiera en la práctica empresarial

Salvador Durbán Oliva  
(Coord.) Ana Isabel Irimia  
Diéguez María Dolores  
Oliver Alfonso María José  
Palacín Sánchez



PIRÁMIDE



2.ª edición

# Planificación financiera en la práctica empresarial



**SALVADOR DURBÁN OLIVA (Coord.)**

CATEDRÁTICO DEL DEPARTAMENTO DE ECONOMÍA FINANCIERA Y DIRECCIÓN DE OPERACIONES  
DE LA UNIVERSIDAD DE SEVILLA

**ANA ISABEL IRIMIA DIÉGUEZ**

PROFESORA CONTRATADA DOCTORA LOU DEL DEPARTAMENTO DE ECONOMÍA FINANCIERA  
Y DIRECCIÓN DE OPERACIONES DE LA UNIVERSIDAD DE SEVILLA

**MARÍA DOLORES OLIVER ALFONSO**  
**MARÍA JOSÉ PALACÍN SÁNCHEZ**

PROFESORAS TITULARES DEL DEPARTAMENTO DE ECONOMÍA FINANCIERA  
Y DIRECCIÓN DE OPERACIONES DE LA UNIVERSIDAD DE SEVILLA

2.<sup>a</sup> edición

# Planificación financiera en la práctica empresarial

EDICIONES PIRÁMIDE

## COLECCIÓN «ECONOMÍA Y EMPRESA»

Director:

Miguel Santesmases Mestre

Catedrático de la Universidad de Alcalá

Edición en versión digital

Está prohibida la reproducción total o parcial de este libro electrónico, su transmisión, su descarga, su descompilación, su tratamiento informático, su almacenamiento o introducción en cualquier sistema de repositorio y recuperación, en cualquier forma o por cualquier medio, ya sea electrónico, mecánico, conocido o por inventar, sin el permiso expreso escrito de los titulares del copyright.

© Salvador Durbán Oliva (coord.), Ana Isabel Irimia Diéguez,

María Dolores Oliver Alfonso y María José Palacín Sánchez, 2016

© Primera edición electrónica publicada por Ediciones Pirámide (Grupo Anaya, S. A.), 2016

Para cualquier información pueden dirigirse a [piramide\\_legal@anaya.es](mailto:piramide_legal@anaya.es)

Juan Ignacio Luca de Tena, 15. 28027 Madrid

Teléfono: 91 393 89 89

[www.edicionespiramide.es](http://www.edicionespiramide.es)

ISBN digital: 978-84-368-3635-6

# Índice

A modo de introducción.....	11
1. Las fuentes financieras.....	15
1. Introducción.....	15
2. Financiación externa a medio y largo plazo.....	16
2.1. Financiación mediante mercados financieros: emisiones de títulos.....	16
2.1.1. Títulos de renta fija: bonos y obligaciones.....	16
2.1.2. Títulos de renta variable: acciones ordinarias.....	26
2.1.3. Emisiones híbridas.....	30
2.2. Financiación mediante intermediarios financieros.....	32
2.2.1. Préstamos y créditos.....	32
2.2.2. Los préstamos participativos.....	35
2.2.3. Leasing.....	36
2.2.4. Renting.....	39
2.2.5. Capital riesgo.....	40
2.2.6. Project Finance (financiación de proyectos).....	42
2.3. Financiación alternativa.....	45
2.3.1. Mercados financieros alternativos para pymes.....	45
2.3.2. Financiación colectiva o crowdfunding.....	46
2.3.3. Business Angel.....	48
2.3.4. Microcréditos.....	48
3. La autofinanciación.....	50
3.1. Concepto.....	50
3.2. Función financiera de la amortización.....	53
3.3. Ventajas e inconvenientes de la autofinanciación frente a la financiación externa.....	55
4. Las fuentes de financiación a corto plazo.....	56
4.1. Selección de instrumentos de financiación a corto plazo.....	56
4.2. Pasivos a corto plazo espontáneos.....	57
4.3. Financiación bancaria a corto plazo.....	58
4.3.1. El descuento comercial.....	58
4.3.2. El crédito a corto plazo: la póliza de crédito.....	59

4.4. Otras modalidades de financiación a corto plazo.....	60
4.4.1. El <i>factoring</i> .....	60
4.4.2. El descuento por pronto pago.....	63
4.4.3. El <i>confirming</i> .....	63
5. Fuentes de financiación y grado de desarrollo de la empresa.....	64
2. Notas sobre planificación financiera.....	65
1. Consideraciones previas.....	65
2. Contenido de la planificación financiera .....	65
3. Diseño e implantación de la estrategia .....	66
3.1. Estudiar los escenarios.....	66
3.2. Analizar, evaluar y seleccionar las alternativas posibles.....	68
4. El presupuesto de capital .....	70
4.1. Los empleos.....	73
4.1.1. Los gastos de inversión.....	73
4.1.2. Necesidades netas de capital corriente (NNCC): el cuadro de NNCC .....	75
4.1.3. Las amortizaciones financieras.....	80
4.1.4. Otros empleos .....	82
4.2. Los recursos financieros .....	84
4.2.1. Introducción .....	84
4.2.2. La autofinanciación: el cuadro de <i>cash-flow</i> .....	85
4.2.3. La financiación externa.....	88
4.2.4. La desinversión en activos fijos.....	88
4.2.5. Los recursos extraordinarios.....	89
5. La construcción de los balances previsionales .....	90
6. El presupuesto de tesorería .....	91
7. La síntesis presupuestaria .....	95
8. Operaciones especiales .....	97
9. Efectos del presupuesto de capital sobre la estructura económico-financiera de la empresa .....	100
10. El equilibrio del presupuesto de capital.....	101
3. Casos resueltos de planificación financiera .....	107
Caso 1. Planificación de una empresa en expansión. La empresa Esuso .....	107
Caso 2. Creación de una empresa del sector distribución. La empresa Superluna ..	135
Caso 3. Planificación de una nueva actividad. La empresa La Palma .....	145
Caso 4. Viabilidad de un hotel en pérdidas. La empresa NP Hoteles.....	155
Caso 5. Plan financiero para una empresa en quiebra. La empresa Carmal.....	164
Caso 6. Venta y renovación de activos. La empresa González .....	174
Caso 7. Pre-traslado a nuevas instalaciones. La empresa JVC .....	184
Caso 8. Nuevo proyecto para empresa de aparcamientos. La empresa Lomar...	194

Caso 9. Reestructuración de activos y comienzo de una nueva línea de negocios. La empresa Estébanez.....	202
4. Casos propuestos de planificación financiera.....	215
Caso 1. La empresa Urbano, S.A. Traslado de factoría.....	215
Caso 2. Hotel con encanto I.....	218
Caso 3. Hotel con encanto II.....	220
Caso 4. La empresa Guerrero.....	222
Caso 5. La empresa Polonio.....	225
Caso 6. Empresa distribuidora y comercializadora.....	227
Caso 7. La empresa Puri García.....	229
Caso 8. La empresa Gula.....	232
Caso 9. La empresa del Sr. Losada.....	235
Caso 10. La empresa Ruben.....	239
Caso 11. La empresa LUI, S.A.....	242
Caso 12. La empresa USA. Introducción de un nuevo producto en el mercado.....	246
Caso 13. Financiación de un nuevo proyecto en infraestructuras.....	248



# A modo de introducción

Presentamos la segunda edición, aumentada y corregida, de este manual financiero. Con él pretendemos ayudar al lector a planificar sus inversiones y financiaciones a largo plazo, así como a construir *Planes de Viabilidad*, con ayuda de la Planificación Financiera.

El objetivo de la planificación financiera reside en proyectar un determinado futuro para la empresa, partiendo de una determinada situación, mediante el diseño y la implantación en el momento actual de nuevas estrategias y políticas, y teniendo en cuenta los condicionantes fijados por el escenario en el que se mueve la firma.

El resultado vendrá dado por el conocimiento previsional de los estados contables de la empresa, estimados con ayuda de las proyecciones futuras de los flujos financieros, los cuales se cuantifican después de asumir la implantación de las citadas estrategias y políticas. Concretamente, con la planificación financiera (PF en adelante) plasmaremos el futuro empresarial en las cuentas de resultados, balances y presupuesto de tesorería previsionales, determinando estos estados en el contexto de las nuevas estrategias y políticas que consideremos más convenientes ante los objetivos propuestos.

Estamos, pues, ante la solución a un problema parcial de la empresa; es decir, la PF es aquella parte de la planificación general de la empresa que presta una especial atención al aspecto financiero.

La figura adjunta número 1 representa lo que venimos diciendo. Es más, en el modelo contable<sup>1</sup> en el que basaremos esta obra comprobaremos cómo una vez conocida la *situación actual* de la empresa mediante sus estados contables, y estudiado el entorno o *escenario* en el que nos moveremos, así como definidas e implantadas las *nuevas estrategias* que se crean más adecuadas, llegaremos a una *si-*

---

<sup>1</sup> El modelo se estableció en la obra de Ruiz Martínez, R. (1990): *La viabilidad financiera de la empresa*. Barcelona: Hispano Europea de Ediciones. Posteriormente este texto se amplió, dando lugar a la obra de Ruiz Martínez y Gil Corral (2001): *La planificación financiera de la empresa*. Instituto Superior de Técnicas y Prácticas Bancarias. 2.ª edición. Madrid. Por nuestra parte, seguiremos fielmente a los citados autores, siendo estas obras la referencia inexcusable para cualquier aspecto teórico.

*tuación futura*, más o menos deseada. El establecer a priori unas nuevas estrategias y políticas, que en principio se consideran apropiadas, sin saber cuál será el resultado de las mismas en los estados contables futuros, hará que nos encontremos ante un proceso iterativo. Es decir, posiblemente se hará necesario, con posterioridad al conocimiento de la situación futura derivada de las nuevas estrategias, modificarlas al objeto de mejorar la situación final obtenida. Estamos, normalmente, ante un proceso iterativo de reformulación y mejora de las estrategias diseñadas e implantadas, hasta terminar en unos estados contables futuros que consideremos aceptables o deseados.

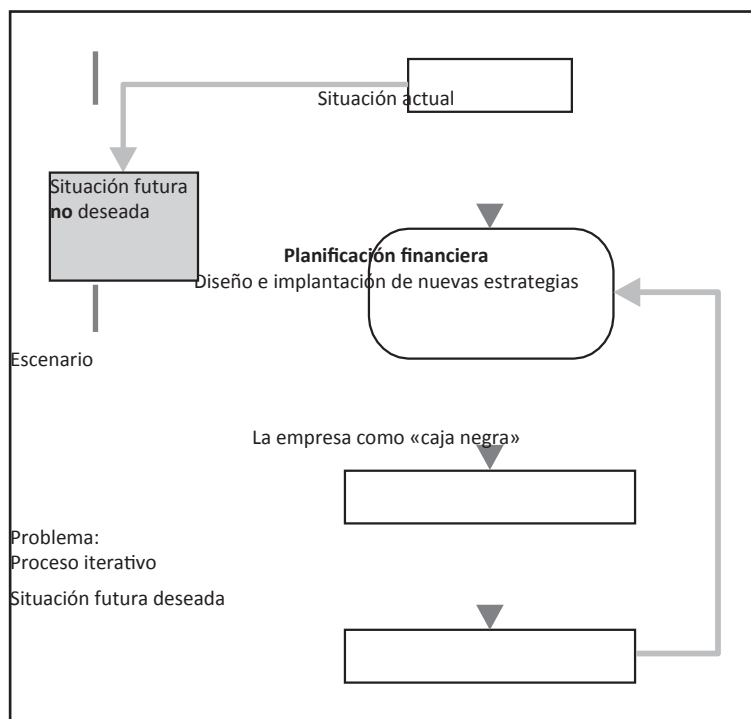


Figura 1. La planificación financiera.

Comprobamos, además, cómo con la PF podemos romper la tendencia natural de evolución de la empresa, con la adopción de nuevas estrategias y objetivos pre-determinados, dentro de las restricciones impuestas por los escenarios en los que nos movemos.

Con ayuda de la PF se produce la aprobación definitiva de las decisiones de inversión y de financiación, así como la del resto de decisiones financieras, conte-

nidas en las estrategias y políticas previamente adoptadas por la empresa. Es, pues, una selección *a priori* de futuras inversiones y recursos financieros a corto y largo plazo, que intervendrán en la evolución de la firma, junto a las inversiones y recursos financieros actuales.

Son estos los asuntos que trataremos con detalle en esta obra, desde un punto de vista eminentemente práctico. Así, el itinerario a seguir en el presente texto comprenderá las siguientes etapas:

- En primer lugar, se deberán estudiar las distintas opciones de inversión y financiación que presenta el mercado. Se hace necesario, por tanto, analizar brevemente las características financieras de estos proyectos, no tanto las correspondientes a las inversiones, que suelen ser bastante homogéneas, como sí las de las financiaciones, ya que estas últimas presentan características financieras muy diferentes en función del tipo de financiación tratado. En el capítulo primero, analizaremos con detalle las distintas *fuentes financieras*, a corto y largo plazos, que están a disposición de las empresas. De entre ellas deberemos escoger las más convenientes, al objeto de constituir la que denominaremos política de financiación a largo plazo y parte de la política a corto plazo. La elección previa de inversiones y financiaciones a largo plazo puede hacerse mediante la aplicación de los criterios clásicos de valoración, y especialmente el criterio del Tanto Interno de Rendimiento, TIR. Esta valoración previa nos despejará las opciones, rechazando inicialmente las que presenten poca rentabilidad en el caso de las inversiones, o alto coste en de las financiaciones.
- A continuación, y suponiendo ya pre-seleccionadas las mejores inversiones y financiaciones<sup>2</sup>, exponemos el *modelo contable* en el que nos basamos para planificar a largo plazo.
- Posteriormente pasaremos a explicar con detenimiento diversos *casos reales resueltos*, entre ellos el tratamiento de una empresa en insolvencia, la planificación para un incremento de actividad, la creación de una empresa, el traslado de una unidad productiva, la reestructuración de un negocio, etc.
- Y, por último, proponemos otros *casos a resolver* por el lector.

A diferencia de las obras que nos sirven de referencia, estamos, pues, ante un libro eminentemente práctico, con el que pretendemos familiarizar al lector en el proceso real a seguir en cualquier planificación financiera.

Por último, hemos adecuado la PF al nuevo Plan General de Contabilidad publicado a finales del 2007. En este aspecto, merece la pena recordar que muchas de las novedades incluidas en el nuevo Plan Contable no tienen especial incidencia en los estados contables que deduciremos de la planificación financiera. Y esto es así

---

<sup>2</sup> Véase Durbán Oliva, S. (2008): *Dirección Financiera*. Barcelona: McGraw-Hill, en donde se analiza cómo se realiza la pre-selección de activos y recursos permanentes.

porque al trabajar con estados previsionales no compensa llegar a un gran grado de detalle, y son precisamente estos detalles los que suponen algunas de las modificaciones más importantes introducidas por el citado nuevo plan. Con respecto al estado de tesorería, debemos aclarar que optamos por construirlo de forma distinta, y en nuestra opinión más clarificadora, a como se propone en el nuevo Plan Contable<sup>3</sup>. Los autores agradecen a los posibles lectores la comunicación de todo error, crítica o aportación. Para ello pueden dirigirse a cualquiera de las siguientes direcciones: *durban@us.es*, *anairimia@us.es*, *moliver@us.es*, o *palacin@us.es*.

Sevilla, 6 de agosto de 2016.

---

<sup>3</sup> En éste se parte del resultado (variable renta) y posteriormente se realizan los ajustes necesarios para conciliar ingresos y gastos con cobros y pagos. Por nuestra parte, utilizamos directamente los cobros y pagos. En cualquier caso, y aunque no tenga incidencia en el método a utilizar para el cálculo de la tesorería, recordar que el nuevo Plan Contable lo hace para situaciones pasadas, mientras que nosotros lo haremos para situaciones futuras.

# 1

## Las fuentes financieras

### 1. INTRODUCCIÓN

El objetivo de este tema es realizar un breve recorrido analítico por la estructura financiera de la empresa en el que se recojan los distintos recursos financieros que están siendo utilizados por la unidad económica en un momento determinado. Las posibilidades que se ofrecen a la empresa para su financiación pueden clasificarse en función de varios parámetros. De todos ellos, destacamos los siguientes criterios de clasificación:

1. **Plazo:** Corresponde al tiempo que resta hasta su vencimiento o exigibilidad, distinguiéndose entre:
  - a) Pasivos a medio y largo plazo o permanentes, cuyo vencimiento es superior al año.
  - b) Pasivos a corto plazo o corrientes, que son exigibles en un plazo igual o inferior al año.

En contabilidad, es habitual reclasificar a corto plazo la parte de la financiación a largo plazo que vence en un plazo igual o inferior al año.
2. **Origen:** Corresponde a la procedencia de los recursos financieros, pudiendo ser:
  - a) Financiación externa a la empresa o recursos que proceden del exterior, como, por ejemplo, capital, subvenciones, préstamos y créditos.
  - b) Autofinanciación o recursos generados por la empresa.
3. **Naturaleza:** clasifica los pasivos según la vinculación de la aportación de recursos con la empresa. Siguiendo el Plan General de Contabilidad, se distingue entre:

- a) Patrimonio Neto: compuesto por fondos propios (capital y reservas, principalmente) y subvenciones.
  - b) Pasivo: formado por recursos ajenos a corto y largo plazo: préstamos y empréstitos, entre otros.
4. **Vías de obtención de la financiación:** atendiendo a si se acude al mercado o a intermediarios financieros en busca de financiación, se puede hablar de:
- a) Emisión de títulos o valores negociables en mercados organizados, en forma de:
    - Títulos de renta variable (acciones ordinarias, preferentes, etc.).
    - Títulos de renta fija (obligaciones y bonos).
  - b) A través de los intermediarios financieros:
    - Financiación bancaria.
    - Arrendamiento financiero.
    - Capital riesgo.
    - *Project finance*, etc.
  - c) Nuevas formas alternativas a través de las plataformas virtuales.

Puede observarse que estos criterios han sido utilizados para clasificar los pasivos en los distintos epígrafes de este tema. Así, estudiaremos en primer lugar las fuentes financieras a medio y largo plazo, estructuradas en dos grandes bloques: financiación externa y autofinanciación; y en segundo lugar, las fuentes financieras a corto plazo.

## 2. FINANCIACIÓN EXTERNA A MEDIO Y LARGO PLAZO

Dentro de la financiación externa, vamos abordar el análisis de las fuentes financieras atendiendo a la posible vía de obtención de los recursos.

### 2.1. Financiación mediante mercados financieros: emisiones de títulos

#### 2.1.1. *Títulos de renta fija: bonos y obligaciones*<sup>1</sup>

Los títulos de renta fija son valores negociables, representativos de una deuda y emitidos por empresas y países. Los bonos y obligaciones no son más que la atomización de la deuda. Cuando una empresa necesita financiarse con recursos ajenos,

<sup>1</sup> Seguimos a López Lubian, F. y García Estevez, P. (2005). *Bolsas, mercados y técnicas de inversión*, p. 51 y ss. Madrid: McGrawHill.

puede ocurrir que la cantidad requerida sea muy elevada, y sea difícil obtener dicha cantidad de un solo inversor. Una posible solución es dividir la deuda en un número elevado de pequeñas e iguales deudas, y ofrecérselas a los inversores.

La diferencia entre los bonos y las obligaciones reside en el tiempo que dura la emisión, considerándose bono si su duración es igual o inferior a 5 años, y obligación si se emite por un período mayor a 5 años.

La operativa de una emisión consiste en que una empresa emite valores de renta fija que suscribirán los inversores; éstos aportan a la empresa el precio de emisión, obligándose la empresa a pagar periódicamente los intereses previamente pactados, así como a devolver el nominal en la fecha preestablecida. Esta operativa admite variaciones, que veremos posteriormente al analizar la tipología de los títulos.

Pasemos a continuación a analizar los distintos tipos de precios y condiciones de emisión:

- El *valor nominal* es el valor sobre el cual se pagarán posteriormente los intereses. Es muy habitual utilizar un nominal de 1.000 euros o múltiplos de dicha cantidad.
- El *precio de emisión* es el valor que pagará el suscriptor por la compra de su inversión. Puede ser:
  - *A la par*, cuando coincide con el nominal. Los bonos y obligaciones ordinarias suelen emitirse a la par.
  - *Sobre la par*, con prima, de forma que el precio de emisión es superior al valor nominal.
  - *Bajo la par*, con descuento o precio de emisión inferior al valor nominal.

Normalmente la *causa de emitir sobre o bajo la par* es para asimilar la nueva emisión a otra ya en circulación, de forma que se manejen pocas referencias, consiguiendo así aumentar la liquidez de las emisiones. Existen también razones fiscales, derivadas del diferente tratamiento del patrimonio y la renta en el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas.

- El *precio de reembolso* es el importe que recibe el inversor en el momento de la recuperación de su inversión, es decir, en el momento de la amortización por parte del emisor. Puede ser mayor, menor o igual al valor nominal, siendo este último caso el más habitual.
- Tanto los *intereses* como el resto de condiciones se fijan previamente en la escritura de emisión. Normalmente, el tipo de interés es *fijo* durante toda la duración de la emisión, aunque también puede ser *variable*, pudiendo estar, en este caso, referenciado a algún índice (Euribor<sup>2</sup>, beneficio de

---

<sup>2</sup> Tipo de interés interbancario de la zona euro.

la empresa, etc.). Normalmente, los intereses se abonan semestral o anualmente.

Cuando el tipo de interés es periódico (o explícito) se denomina *cupón*, el cual, obviamente, podrá ser fijo o variable.

El tiempo transcurrido desde la emisión hasta su vencimiento es aquel durante el cual el emisor deberá estar pagando intereses. A su final, el inversor recibirá el nominal, o cualquier otra cifra pactada en el contrato de emisión. Los vencimientos más normales están entre 3 y 30 años (hasta 5 años se denominan bonos y para más de 5 obligaciones), siendo los superiores a 30 los denominados «perpetuos».

Algunos títulos admiten una *amortización anticipada* a un precio determinado. Esta opción de amortización la usará el emisor si el interés de la emisión ha quedado muy por encima del mercado, ya que podrá sustituir esta emisión por otra más barata. Al ser una desventaja para el inversor, estos títulos deben compensarlo ofreciendo más rentabilidad de la normal. En la escritura de emisión aparecerá el calendario de amortización y sus condiciones (primas, lotes, ventajas, etc.); si existe amortización anticipada, los títulos a amortizar se seleccionarán mediante sorteos ante notario.

#### 2.1.1.1. Clasificación de los títulos de renta fija

Existe un gran número de tipologías de activos de renta fija. Detallamos a continuación algunas de las posibles clasificaciones:

##### 1. Por su vencimiento:

- *Títulos con vencimientos iguales o inferiores a 18 meses*: forman el llamado mercado monetario. Los más frecuentes en nuestro país son las letras del tesoro y los pagarés de empresa.
- *Títulos con vencimiento superior a 18 meses*: forman el llamado mercado de capitales. En él se incluyen los depósitos, cédulas, participaciones, bonos y obligaciones, principalmente.

El interés en distinguir ambos tipos de activos reside en el menor riesgo que tienen los activos financieros del mercado monetario, frente a los del mercado de capitales, como veremos más adelante.

##### 2. Por su emisor:

- *Emitidos por el Estado*: son los títulos de renta fija pública. Nos referimos a las letras del tesoro, los bonos y las obligaciones del estado<sup>3</sup>.

---

<sup>3</sup> Para más información, véase [www.tesoro.es](http://www.tesoro.es).

— *Emitidos por empresas*: son los títulos de renta fija privada. Hay una mayor variedad de títulos, destacando los pagarés de empresa, los bonos y obligaciones, las cédulas hipotecarias, etc.

3. Por el mercado secundario donde cotizan:

— *AIAF* (Asociación de Inversores de Activos Financieros): es un mercado organizado en el que cotiza la deuda emitida por entidades privadas.

— *MARF* (Mercado Alternativo de Renta Fija), mercado no oficial que inició su actividad en 2013 y está dirigido por la AIAF.

— *Mercado electrónico de renta fija de la Bolsa de Madrid*, en el que cotiza tanto la deuda pública como la privada.

— *Mercado de deuda pública anotada*.

Estos dos últimos mercados operan a través de la plataforma de contratación SENAF. En 2001 se creó el holding MEFFSENAFAIAF, con el nombre de Mercados Financieros, que engloba el mercado de derivados<sup>4</sup>, la plataforma de contratación electrónica de los bonos y el mercado de bonos empresariales.

La existencia de estos mercados secundarios (mercados AIAF, electrónico de renta fija y de deuda pública anotada) aporta una de las ventajas más importantes a los bonos y obligaciones frente a los préstamos, pues suministran liquidez al inversor por mecanismos diferentes a los que pueda proporcionar el emisor.

4. Atendiendo a características especiales, podemos distinguir:

— *Títulos subordinados*: si se supedita el pago de intereses a la existencia de beneficios. Además, en el caso de impago, los titulares se sitúan de trás de los demás acreedores de la empresa.

— *Títulos cupón cero*: son aquellos que no pagan ningún cupón hasta el vencimiento, momento en que se pagan los intereses junto con el principal.

— *Títulos a tipo variable*: el cupón se actualiza periódicamente en función de un índice de referencia como el Euribor. Por ejemplo, el cupón de un bono puede ser Euribor + 0,40 por 100, de forma que cuando el Euribor sube el inversor recibe mayor cupón, y viceversa.

— *Títulos convertibles*: contienen una cláusula de conversión en acciones de la empresa emisora de los bonos, durante determinados períodos y precios.

— *Títulos con garantías reales*: destacan los que ofrecen garantía hipotecaria, y por tanto tienen preferencia respecto al resto de acreedores en

---

<sup>4</sup> En el mercado de derivados, las operaciones de compra y venta de activos se realizan a futuro. Se negocian futuros y opciones financieras, básicamente.

caso de liquidación. Por ejemplo, las *cédulas hipotecarias* son bonos que tienen garantía hipotecaria.

- *Títulos de alto riesgo (High yield bonds)*: ofrecen altas rentabilidades, con gran riesgo de impago por parte del emisor.
- *Títulos amortizables anticipadamente*: son aquellos en los que el emisor tiene el derecho de recompra a un precio y en un momento determinado, antes de su vencimiento.
- *Eurobono*: títulos en dólares emitidos en Europa.
- *Títulos internacionales*: los emitidos por no residentes en la moneda del país en donde se emite. Así, los emitidos en euros se denominan *matador*; los emitidos en yenes bonos *samurais*; los emitidos en escudos, bonos *navegantes*, en libras esterlinas bonos *bull dog*, etc.
- *Titulización*: se realiza para dotar de liquidez a aquellas instituciones que conceden préstamos y créditos. Permiten la sustitución de la entidad prestamista por un conjunto de inversores que asumen los rendimientos y riesgos de tales préstamos. La titulización implica la conversión de un activo crediticio de escasa o nula liquidez en valores negociables de mercados organizados y, por tanto, de mayor liquidez.

Los inversores, cuando adquieren títulos de renta fija, deben tener presentes los tres parámetros básicos que definen estas inversiones financieras: rentabilidad, riesgo y liquidez. Analicemos a continuación cada uno de ellos.

#### 2.1.1.2. La liquidez de los activos de renta fija

Una característica muy importante de los títulos de renta fija es la liquidez. La posibilidad de venta en cualquier momento facilita la compra por parte de los inversores. En este sentido, es interesante distinguir dos tipos de mercados para los valores mobiliarios:

- *Mercado primario* de valores o mercado de emisión: donde se venden por primera vez los citados valores (obligaciones, etc.).
- *Mercado secundario* o de reventa: donde se negocian valores que ya han sido previamente colocados en el mercado primario.

La *Bolsa* es el principal mercado secundario organizado, de manera que los restantes mercados son los denominados extrabursátiles. La importancia de los mercados secundarios reside en que son los que proporcionan liquidez a los valores, dando la posibilidad a los inversores de venderlos cuando deseen. Por tanto, el mercado secundario es el que hace tener éxito al primario.

Al hablar del precio en mercado de un título es habitual utilizar el término *cotización*. La cotización de los títulos en el mercado secundario viene fijada fundamentalmente por el tipo de interés de mercado, o la rentabilidad exigida por el mercado a títulos de similares características, en función sobre todo de la duración de la emisión y de los riesgos particulares de la misma.

### 2.1.1.3. Relaciones entre la rentabilidad y la cotización en los títulos de renta fija

Las distintas emisiones de títulos cotizan en mercados separados, de forma que en cada mercado se encuentran emisiones de características similares, es decir, emisiones de análoga duración y emitidas por empresas con niveles parecidos de riesgo para el inversor. En cada uno de estos mercados la oferta y demanda actuará hasta determinar el denominado *interés de mercado* o interés de equilibrio.

El interés de mercado para un determinado título, desde el punto de vista del inversor, es la rentabilidad que éste exige al título, al objeto de que comience a ser atractiva su compra. Es decir, interés de mercado y rentabilidad exigida por los inversores son el mismo concepto.

Decíamos que el valor que toma el interés de mercado en cada momento depende de la oferta y la demanda. A su vez, tanto la oferta como la demanda dependerán de determinadas variables; por ejemplo, la demanda obedecerá a la liquidez del sistema en el momento considerado, a la percepción de los inversores sobre el nivel de riesgo a asumir<sup>5</sup>, etc.

En cualquier caso, existe una relación inversa entre el precio de un título en el mercado (su cotización) y el interés de mercado. Es decir, los precios en el mercado se ajustan en función de las rentabilidades que en cada momento los inversores exigen al título. Así, suponga que compró títulos que le proporcionan un 3% de interés anual (rentabilidad). Si durante la vida de estos títulos se empiezan a emitir otros títulos de características similares pero al 5% de interés, el valor de sus títulos descenderá. Lo contrario le ocurrirá si los nuevos títulos emitidos con posterioridad al suyo ofrecen una rentabilidad menor al 3%. En principio, y simplificando la cuestión que tratamos<sup>6</sup>, podemos decir que esta relación puede ser:

---

<sup>5</sup> Según el momento, los mercados pueden ser más o menos conservadores (menos o más arriesgados). En cada momento el inversor exige distintos valores para las denominadas primas por riesgo, o rentabilidades adicionales a exigir a los proyectos por asumir el riesgo inherente a los mismos. Un mercado arriesgado será aquel en el que los inversores asumen mejor el riesgo y, por tanto, están dispuestos a exigir menor rentabilidad (menor prima por riesgo) para un determinado nivel de riesgo inherente a una inversión. En un mercado conservador, y para el mismo proyecto de inversión, ocurrirá lo contrario.

<sup>6</sup> La relación es más complicada, por cuanto que también intervendrá en ella el precio de rescate de la emisión. La verdadera relación se estima con ayuda de la dimensión financiera de la emisión, representada por las distintas entradas y salidas de tesorería que genera la relación mercado-empresa emisora, al aplicarle el Tanto Interno de Rendimiento. Véase el capítulo 9 de Durbán, S. (2008): *Dirección financiera*. Madrid: McGrawHill.

$$i_{merc,x} = \frac{\text{Cupón anual en \%}}{\text{Cotización del título}_x} \times vn$$

siendo:

$i_{merc,x}$  = interés real referido al año, en porcentaje, para el momento  $x$ .

*Cupón* = porcentaje representativo de los intereses que paga el título al año (los intereses anuales se determinarán al multiplicar el cupón anual, en porcentaje, por el valor nominal del título).

*Cotización del título<sub>x</sub>* = precio en el mercado del título, en el momento  $x$ .

$vn$  = valor nominal del título.

Por otra parte, sabemos que el interés de equilibrio (interés de mercado) representa la rentabilidad mínima exigida por los inversores en un determinado mercado de títulos y para un determinado momento. Este interés de mercado debe ser el mismo para todos los títulos que se negocian en el mercado considerado. Esto no quiere decir que todos los títulos de ese mercado deban tener exactamente el mismo cupón y, por tanto, la misma cotización; lo que quiere decir es que la rentabilidad que debe proporcionar el título ( $i_{merc,x} = \text{cupón} \times vn/\text{cotización}$ ) debe ser la misma, por lo que si los cupones de los títulos son distintos, sus cotizaciones también lo serán. Por ejemplo, y teniendo como referencia la fórmula de arriba, en un determinado mercado cuyo interés de equilibrio en cierto momento sea el 3,5 por 100, pueden existir títulos de valor nominal 100 euros, con cupones del 2 por 100, 5 por 100, etc., de forma que sus cotizaciones en el momento de referencia serían de  $2 \text{ por } 100 \times 100/3,5 =$

$= 57,14$  euros,  $5 \text{ por } 100 \times 100/3,5 = 142,86$  euros, etc.

En otro sentido, deducimos de la fórmula propuesta para una emisión de cupón fijo, que si conforme pasa el tiempo cambia el interés de mercado (como suele suceder normalmente), al ser constante el cupón, debe cambiar necesariamente la cotización del título<sup>7</sup>.

Vista la relación entre *rentabilidad-cotización* en los títulos de renta fija, pasemos a analizar la relación *rentabilidad-riesgo*.

#### 2.1.1.4. Rentabilidad y riesgos de los títulos de renta fija

En el apartado anterior hemos estado utilizando para el cálculo de la rentabilidad una fórmula muy aproximada que ni siquiera considera la actualización de cobros y pagos, pero que desde el punto de vista pedagógico nos ha servido para aclarar algunos conceptos sobre el funcionamiento de los mercados. Concretemos ahora un poco más sobre los cálculos de las distintas rentabilidades asociadas a los títulos.

<sup>7</sup> En las emisiones de cupón variable, si el cupón no está referenciado al interés de mercado, tendremos un motivo adicional para el cambio de cotización. Nótese que si el cupón estuviese referenciado al interés de mercado, la cotización se mantendría constante.

La *rentabilidad de un título* depende de los cobros y pagos que genere: precio de adquisición, comisiones y gastos, cupones y precio de reembolso. Podemos hablar de una rentabilidad esperada o previsional (rentabilidad a determinar antes de la compra del título) y de una rentabilidad real (la obtenida después de acometer y liquidar la inversión). Cualquiera de ellas puede cuantificarse con ayuda del criterio de valoración de inversiones Tanto Interno de Rendimiento, TIR.

Para el cálculo de la *rentabilidad estimada del título*, el TIR refleja la rentabilidad prometida por el título en el momento de valoración, siempre que utilicemos el precio de compra con comisiones y gastos en el momento de valoración, el valor actual *es- timado* de los cupones que ofrece el título desde el momento de valorar hasta su vencimiento, más *el precio de reembolso* actualizado. Es este valor estimado para la rentabilidad el que nos permitirá decidir si acometer o no la inversión.

En cuanto a la *rentabilidad real del título*, o rentabilidad final, sólo se podrá calcular a posteriori, es decir, en la fecha de su venta o vencimiento, con ayuda de los cupones cobrados, las comisiones y gastos pagados y el precio de reembolso realmente obtenido. La tasa de actualización de la ecuación del TIR planteada con los anteriores resultados es la que estima la rentabilidad real en porcentaje.

Si se procede a la *venta de los títulos antes de su vencimiento*, el inversor debe vender sus títulos en el mercado secundario, pudiendo obtener una rentabilidad distinta a la esperada, por cuanto que al cambiar los tipos de interés de mercado con el paso del tiempo también cambiará la cotización, es decir, el precio que obtendría el inversor que amortiza anticipadamente. Este hecho es aplicable tanto a los títulos de cupón fijo como a los de cupón variable. Y es más, en el caso de títulos de cupón variable, la estimación que se hizo antes de invertir sobre la evolución del cupón podría no coincidir con los valores reales que ha venido tomando a lo largo del tiempo, lo que introduce otro elemento de incertidumbre que hará que la rentabilidad esperada no coincida con la real. Ahora bien, en cualquier caso, si el inversor espera para la venta del título a su vencimiento, obtendrá siempre rentabilidad prevista o valorada inicialmente en el momento de la inversión (obviamente positiva).

El *riesgo de un título* hace referencia al conjunto de factores que pueden determinar que los títulos proporcionen a los inversores una rentabilidad real distinta a la esperada, por encima o por debajo. Los riesgos que afectan a los títulos de renta fija son varios. Su percepción por parte de los inversores es subjetiva y, por tanto, también su valoración; por ello, es difícil dar reglas generales para su cuantificación. Sí podemos enunciar las causas del riesgo:

1. *Riesgo de tipo de interés* (de mercado). Este riesgo se produce cuando el inversor vende anticipadamente el título. Su génesis puede deberse a dos causas fundamentales, vistas anteriormente:
  - a) La variación en el tiempo de los tipos de interés de mercado, que provocará variaciones en la cotización del título, lo cual se materializará en caso de venta anticipada del título. Supongamos un inversor que

adquiere un título con un vencimiento superior a su horizonte de inversión; en esta última fecha se verá obligado a liquidar el título en el mercado secundario; si en ese momento el tipo de interés de mercado para emisiones similares a la tratada está muy alto, la cotización del título será muy baja, posiblemente más baja que la estimada para la fecha de su vencimiento. En consecuencia, obtendríamos una rentabilidad real inferior a la esperada o prevista inicialmente. Por tanto, existe riesgo.

- b) La estimación a realizar sobre los valores futuros de los cupones a interés variable, con los que debemos calcular la rentabilidad estimada; y los valores reales que tomarán esos cupones, que, normalmente, no coincidirán con los estimados, y que determinarán la rentabilidad real de la inversión. Esta posible diferencia entre previsiones y realizaciones hará que la rentabilidad esperada pueda ser distinta de la real, y que, por tanto, exista riesgo.
2. *Riesgo de reinversión*: que se sufrirá mientras transcurre la vida del título, y con posterioridad a ella. El primer riesgo deriva de la fórmula utilizada para el cálculo de la rentabilidad de los títulos (el Tanto Interno de Rendimiento), que evalúa de forma no adecuada las posibilidades que ofrecerá el mercado para las futuras disponibilidades monetarias liberadas durante la vida del título; se trata de un defecto del criterio de valoración. El segundo riesgo se deriva de la posibilidad de encontrarnos al final de la vida del título con expectativas de reinversión con rentabilidades muy diferentes de la que veníamos obteniendo.
  3. *Riesgo de crédito* (de impagos). Es el riesgo que soporta el inversor por la posibilidad de que el emisor no haga frente al pago de los intereses o del principal, o bien que se retrase en los pagos.

Este riesgo está medido por agencias de *rating* o de calificación internacionales (Standard and Poors, Moodys, Fitch, etc.<sup>8</sup>), y se realiza mediante la clasificación de las emisiones en distintas categorías. Un ejemplo de estas categorías para las dos agencias más importantes aparece en la tabla 1.1.

Las clasificaciones proporcionan una medida de las garantías y solvencia de los emisores, facilitando la existencia de un mercado secundario para negociar estos títulos. No obstante, estas clasificaciones son informativas, y seguirlas no elimina el riesgo asociado a este tipo de productos, como se pudo comprobar en la crisis financiera de final del 2008 con las hipotecas *subprime*.

---

<sup>8</sup> Axesor es la primera agencia de calificación española, especialmente centrada en emisiones de pymes.

TABLA 1.1

*Calificaciones crediticias del riesgo de impago por parte de las agencias*

Moody's	S & P	Definición
Aaa	AAA	Máxima seguridad y calidad.
Aa1 Aa2 Aa3	AA+ AA AA-	Inversión de alta calidad.
Baa1 Baa2 Baa3	BBB+ BBB BBB-	Inversión de calidad media/baja.
Ba1	BB+	No invertir.
Ba2/Ba3	BB/BB-	Especulativo.
B1/B2/B3	B+/B/B-	Altamente especulativo.
Caa	CCC+/CCC/CCC-	Riesgo considerable.
C		Riesgo de suspensión.
	D	En suspensión.

#### 2.1.1.5. Financiación ajena vía mercados financieros *versus* vía entidades financieras

La financiación ajena obtenida vía entidades financieras, frente a la obtenida mediante emisiones de bonos y obligaciones en los mercados financieros, presenta las siguientes diferencias, que las empresas deberán tener en cuenta a la hora de decidir la alternativa que más les interesa:

- Hay mayor flexibilidad a la hora de negociar la documentación en la financiación bancaria.
- Los importes son menores y los plazos más cortos en la bancaria.
- El coste de la deuda suele ser mayor en la bancaria debido a que el riesgo es asumido por una única entidad o un número reducido de ellas.
- El número de acreedores es más manejable y agrupado en un sindicato bancario cuando se trata de préstamos o créditos.
- No es necesaria la obtención de *rating* cuando se recurre a los intermediarios financieros.

- Es posible escalonar las disposiciones en la financiación bancaria y es más flexible la renegociación de los contratos.
- Normalmente, la obtención de los recursos es más rápida cuando se recurre a una entidad financiera.

### 2.1.2. *Títulos de renta variable: acciones ordinarias*

Son valores negociables, representativos de partes alícuotas del capital social de una sociedad anónima, y otorgan a sus titulares la calidad de propietarios de la compañía.

Con respecto al momento de emisión de las acciones, distinguiremos entre:

1. *Momento inicial de la empresa*: en la constitución de la empresa, normalmente se emiten acciones por su valor nominal, de forma que:

$$\text{Capital social} = \text{valor nominal} \times \text{n.º acciones}$$

El número máximo de acciones a emitir es el llamado *capital autorizado*, que se especificará en los estatutos de la sociedad y sólo podrá variarse, previo cambio de estatutos, en Junta General de accionistas.

El capital social mínimo de una Sociedad Anónima es de 60.000 euros, y aunque debe suscribirse en su totalidad, sólo es necesario desembolsar un 25 por 100 en el momento de la constitución. En el caso de una Sociedad Limitada, el capital mínimo es de 3.000 euros, y debe suscribirse y desembolsarse en su integridad.

2. *Con posterioridad*: son las llamadas *ampliaciones de capital*. Su *precio de emisión* puede ser el nominal o sobre el nominal, en función de la cotización que las acciones de la empresa tengan en ese momento. Así, en la práctica es habitual realizar emisiones sobre el nominal, que son las llamadas *con prima de emisión*; en este caso, el nominal se incluye como mayor Capital Social, y la prima, o diferencia entre el precio de emisión y el nominal, se incluye en una cuenta de reservas denominada prima de emisión, y por tanto también forma parte de los fondos propios. En España no se permiten emisiones por debajo del nominal.

Los dividendos se pagan sobre el nominal. Por tanto, la prima es un regalo del inversor a la empresa, y, teóricamente, correspondería al pago por las reservas acumuladas en la sociedad.

El precio de emisión de una ampliación de capital no debería ser ni muy superior ni muy inferior a la cotización de la acción, pues en ambos casos se pueden

plantear problemas, bien porque no se colocaría la ampliación, bien porque disminuiría la cotización de las acciones antiguas. En consecuencia, vemos cómo las empresas cotizadas deben tener en consideración la situación bursátil a la hora de realizar emisiones, de manera que si la cotización de sus acciones en el momento de la emisión es muy alta, esto le permitirá conseguir mucha financiación, por ser alto el precio de emisión. Contrariamente, si la cotización de las acciones es baja, el precio de emisión será bajo y la empresa conseguirá poca financiación (al menos con respecto a la situación anteriormente descrita). Es esta la razón fundamental por la que los gerentes cuidan la cotización de sus acciones en Bolsa. Una buena cotización les asegura una buena recaudación monetaria en caso de ampliar capital.

Al emitir capital, aparte de la contrapartida normal (la monetaria), la empresa puede obtener otras contrapartidas:

- No monetarias: aportaciones de activos por parte de los accionistas.
- Compensaciones de créditos, siendo un caso particular la conversión de pasivos en acciones.
- Con cargo a reservas: en este caso no se incrementa el patrimonio de la sociedad. Contablemente, implica un incremento de capital por una disminución de reservas. Las reservas que pueden utilizarse son las disponibles, las de prima de emisión y la parte de reserva legal que exceda del 10 por 100 del capital ya aumentado. Estas ampliaciones de capital reciben la denominación de liberadas, y pueden liberarse al 100 por 100 o en un porcentaje menor. Esta fórmula ha sido muy utilizada por las empresas españolas para remunerar a sus accionistas, haciéndoles partícipes de parte de las reservas que ha ido generando la empresa.

Cuando una Sociedad Anónima efectúa una ampliación de capital con emisión de nuevas acciones, los accionistas y titulares de obligaciones convertibles tienen *derecho preferente de suscripción* de las nuevas acciones, en un plazo determinado y en proporción al capital que posean. Este derecho deviene de la propiedad que los antiguos accionistas tienen sobre las reservas de la empresa, que se diluirán con la ampliación.<sup>9</sup>

La inversión en acciones ordinarias otorga al accionista determinados derechos. Éstos son:

- *Derecho al dividendo* en caso de decidir la Junta General su reparto.
- *Derecho preferente de suscripción* en las ampliaciones de capital.

---

<sup>9</sup> Sin embargo, en España ya es posible la realización de emisiones de acciones que no incluyan derecho preferente de suscripción, cuando así lo autoriza la Junta General de Accionistas. El motivo es no ralentizar la colocación en situaciones en las que, por ejemplo, hay un volumen elevado, se van a acometer procesos de fusiones o adquisiciones, o se compensan créditos.

- *Derecho de transmisión de sus acciones*, que puede condicionarse en empresas que no coticen en Bolsa.
- *Derecho a la asistencia y voto en Juntas Generales*; normalmente se requiere un número mínimo de acciones para ello.
- *Derecho a la cuota de liquidación* en caso de liquidación de la sociedad.
- *Derecho de información*. Antes de la Junta General, el accionista puede solicitar por escrito los informes o aclaraciones que considere oportunos, consultar en el domicilio social las modificaciones de estatutos a proponer en la Junta General y su informe correspondiente, así como obtener las cuentas anuales, documentos complementarios e informe de auditoría que se propondrán para su aprobación en Junta.
- *Impugnación de acuerdos sociales* tomados en Junta General.

Al igual que en la compra de títulos de renta fija, los inversores en títulos de renta variable deben tener presentes los tres parámetros básicos que definen a las inversiones financieras: rentabilidad, riesgo y liquidez. Así, en los títulos de renta variable podemos establecer que:

1. *Rentabilidad*. La rentabilidad en una inversión en acciones se obtiene principalmente:
  - Por dividendos: parte del beneficio neto repartido por la empresa a sus accionistas.
  - Por la venta de la acción: diferencia entre el precio de venta del título y el de compra, que puede ser positivo (ganancia o plusvalía) o negativo (pérdida o minusvalía).
  - Por entradas debidas a conceptos varios, como devolución de las aportaciones al accionista, la venta de derechos de suscripción preferente que le correspondan en las ampliaciones de capital, etc.
  - Las comisiones soportadas, que aminorarán la rentabilidad.
2. *Riesgo*. Los accionistas soportan un riesgo relativamente elevado con la adquisición de estos activos financieros. Como hemos definido, el origen del riesgo está en obtener una rentabilidad real diferente (en exceso o de facto) a la estimada antes de realizar la inversión. Esta diferencia puede deberse a varios motivos, que se concretan en obtener una corriente de dividendos futura o un precio de venta futura distintos a los inicialmente estimados. Y a su vez, estas diferencias pueden provenir de riesgos inherentes a la propia empresa (por ejemplo, que los directivos no gestionen adecuadamente) o del entorno, es decir, del mercado (por ejemplo, hay movimientos en las cotizaciones que no son causados por acciones tomadas desde la empresa, sino por factores que dependen de la economía en general, como

los cambios en la situación económica, variaciones de los tipos de interés, de la tasa de inflación, del comportamiento de los accionistas, etc.). Debido a estas circunstancias, los riesgos que afectan a las acciones son superiores a los que afectan a las obligaciones y, por tanto, la rentabilidad que deben ofrecer las acciones a sus posibles compradores debe ser superior a la que ofrecen las obligaciones, al objeto de que a estos futuros inversores les compense el riesgo que asumirán con la compra del título en cuestión.

3. *Liquidez.* Los títulos de renta variable que cotizan en Bolsa suelen tener alta liquidez, pues se negocian con mucha frecuencia, de modo que siempre existen posibles compradores y posibles vendedores. Es este hecho, consistente en la existencia de demanda de compra continuada, lo que origina la liquidez<sup>10</sup>. En las acciones de empresas no cotizadas no ocurre lo anterior. Sus accionistas suelen encontrar problemas cuando quieren vender su participación a un precio relativamente justo. Nótese que ese precio dependerá de la negociación entre el que quiere vender e irse de la empresa y los que se quedan, los cuales tendrán normalmente, por los estatutos, derecho preferente en la compra.

Una vez descritas las principales características, podemos resumir las principales diferencias entre los títulos de renta fija y renta variable:

- *Derechos:* las acciones son una parte alícuota del capital, y las obligaciones lo son de la deuda, por lo que conllevan distintos derechos.
- *Amortización:* las acciones no nacen en principio para ser amortizadas, mientras que las obligaciones tienen un vencimiento en el que se amortizan.
- *Retribución:* las acciones dan derecho a participar en los beneficios que genere la empresa, mientras que las obligaciones dan derecho a percibir un interés prefijado. Esta retribución, a diferencia de los dividendos, es deducible fiscalmente para la empresa emisora.
- *Precio de emisión:* las acciones no pueden ser emitidas por debajo de su nominal, mientras que en las obligaciones (que no sean convertibles) es normal hacerlo.
- *Riesgos:* los del obligacionista son menores a los del accionista, pues tienen asegurada la retribución, además de tener preferencia a la hora de liquidar la sociedad.
- *Liquidez:* los títulos de renta variable tienen mayor liquidez que los de renta fija privada.

---

<sup>10</sup> Hay que tener en cuenta que la liquidez dependerá fundamentalmente de la relación entre el porcentaje de acciones de la empresa que están en Bolsa a disposición de cualquier comprador (*free float* o capital flotante), y el porcentaje en manos de grandes inversores, o directivos de la empresa, como participaciones estratégicas que normalmente negocian su compraventa fuera del mercado bursátil. A mayor valor de esta relación, mayor liquidez.

### 2.1.3. *Emissiones híbridas*

Actualmente existen numerosos títulos que combinan características de la renta fija y la renta variable, y reciben la denominación de títulos híbridos. Por tanto, la diferencia entre ambas clases de títulos no es tan nítida; algunos de estos títulos híbridos se han mencionado al hablar de la renta fija: obligaciones convertibles, subordinadas, etc. Describimos a continuación las emisiones de acciones híbridas que se pueden realizar en España. No obstante, su utilización por parte de las empresas españolas ha sido relativamente escasa.

La Ley de Sociedad Capital determina que las sociedades tienen la posibilidad de dividir su capital en distintas clases de acciones. La diferencia entre ellas estriba en los distintos derechos que cada una confiere a sus titulares. Los tipos de acciones reconocidos en nuestra regulación son las acciones privilegiadas, las acciones sin derecho a voto y las acciones rescatables.

Así, frente a las *acciones ordinarias*, que atribuyen a su titular el conjunto normal de derechos tanto económicos como políticos vistos anteriormente, los cuales son integrantes de la condición de socio (S. L.) o accionista (S. A.), se pueden distinguir las siguientes acciones híbridas fundamentales:

1. *Acciones privilegiadas*: son las que atribuyen a su titular unos derechos económicos que mejoran los de las acciones ordinarias, teniendo iguales derechos políticos. Estos derechos económicos pueden ser: cuantía de dividendo mayor, dividendo fijo, preferencia a la hora de cobrar en la liquidación de la empresa, etc. Por otro lado, estos títulos mantienen sus derechos, políticos como el derecho a voto en la Junta General de Accionistas. En España, no se puede alterar la proporcionalidad entre el valor nominal y el derecho de voto.

Las causas para realizar una emisión de acciones privilegiadas pueden ser:

- a) Reservar a los socios fundadores ventajas económicas.
- b) Hacer más atractiva la emisión.

En caso de existir beneficios, las sociedades están obligadas a acordar el reparto del dividendo preferente con antelación al dividendo ordinario.

2. *Acciones sin derecho a voto*: es una modalidad de las acciones privilegiadas, de forma que eliminan el derecho al voto en la Junta General a cambio de ofrecer más derechos económicos que las acciones ordinarias. Esta figura puede ser utilizada tanto por las sociedades anónimas como por las sociedades limitadas. Concretamente, estas acciones ofrecen:

- Un dividendo mínimo anual a establecer en los estatutos sociales, que será preferente al ordinario, y obligatorio<sup>11</sup> para el caso de existir beneficios distribuyibles. Puede ser fijo o variable.

---

<sup>11</sup> Las acciones ordinarias no podrán recibir dividendos con cargo a los beneficios de un ejercicio, mientras no haya sido satisfecho el dividendo privilegiado correspondiente al mismo ejercicio.

- Una vez acordado el dividendo mínimo, los titulares de las acciones sin voto tendrán derecho al mismo dividendo que corresponda a las acciones ordinarias.
- Tienen preferencia en el cobro a la hora de liquidar la empresa.
- La reducción de capital por pérdidas sólo les afectará después de amortizadas las demás clases de acciones (supuesto en el que recuperarán el derecho al voto).
- De no existir beneficios distribuibles, o de no haberlos en cantidad suficiente, la parte de dividendo mínimo no pagada deberá ser satisfecha dentro de los 5 ejercicios siguientes.
- Para el caso de las sociedades no cotizadas, mientras no se satisfaga el dividendo mínimo, estas acciones recuperarán su derecho de voto, conservando en todo caso sus ventajas económicas. En las cotizadas se estará a lo que especifiquen los estatutos sociales.

Las ventajas para los emisores serían:

- El control de la sociedad se mantiene por parte de los accionistas con voto.
- Son recursos propios que no necesitan amortizarse financieramente.
- Las amortizaciones contables adicionales que se consiguen con esta fuente financiera, al comprar activos adicionales, son una fuente de autofinanciación nueva.

El valor nominal de las acciones sin derecho a voto no puede superar al 50 por 100 del capital social. Su emisión puede realizarse:

- En la constitución de la sociedad.
- Mediante ampliaciones.
- Por conversión de acciones ordinarias en acciones sin voto (muy útil ante OPAS hostiles).

3. **Acciones rescatables:** son aquellas que pueden ser amortizadas a solicitud de la sociedad emisora, de los titulares de las acciones o de ambos. El acuerdo de emisión fija las condiciones. Son prácticamente bonos, que actúan como recursos propios para la empresa, con interés (dividendo) variable. Esta figura sólo puede ser utilizada por las sociedades anónimas cotizadas.

Su importe nominal no puede ser superior a un cuarto del capital social. La amortización de las acciones podrá realizarse:

- Con cargo a nueva emisión de acciones, beneficios o reservas libres.
- Si no fuera posible, reduciendo el capital social con devolución de aportaciones.

Su utilización podría servir para:

- Situaciones en las que se deba disponer temporalmente de un mayor capital.
- Procesos de reestructuración financiera por aumento de los tipos de interés.
- Contraprestación no dineraria del paquete de acciones de una sociedad absorbida en una fusión; por ejemplo, Campofrío para la fusión por absorción de Navidul en el año 2000.
- Dar liquidez a las acciones.

## 2.2. Financiación mediante intermediarios financieros

Los intermediarios financieros más importantes son las instituciones bancarias; de los productos que ofrecen para la financiación de empresas, los más utilizados son el descuento de papel (más habitual a corto plazo) y los préstamos y créditos (a medio y largo plazo). En epígrafes posteriores analizaremos las fuentes financieras a corto; veamos ahora las fuentes a largo que provienen de intermediarios financieros, recordando antes que existen otros intermediarios que ofrecen financiación, como las empresas de *leasing*, *renting*, las sociedades de capital riesgo, etc.

### 2.2.1. *Préstamos y créditos*

Comenzamos dando una definición genérica de estas fuentes financieras, para después comentar las diferencias entre ambos productos.

El *préstamo* es un contrato en virtud del cual la entidad financiera entrega al cliente una cantidad de dinero, obligándose este último a devolverlo según el calendario de amortización fijado, así como a pagar los intereses y los gastos de la operación pactados.

El préstamo viene definido por los siguientes conceptos:

- *Capital o Principal*: cuantía de dinero que concede la entidad financiera al beneficiario como financiación. La cantidad que la entidad financiera abona en cuenta puede ser menor a la concedida debido a los gastos y comisiones de apertura.
- *Prestamista*: la entidad financiera.
- *Prestatario*: el beneficiario.
- *Intereses*: retribución que exige el banco al prestatario por el uso del dinero.
- *Tiempo*: plazo en el se compromete el prestatario a devolver el dinero.

- *Amortización*: determina la forma de devolución del dinero recibido como capital.
- *Cuota*: cantidad que se paga al prestamista, compuesta normalmente por una parte de amortización y otra de interés. Las cuotas se determinan según el *sistema de amortización* elegido:
  - *Francés* o de cuota constante, que es el más habitual.
  - *Alemán*, con amortizaciones constantes, a las que se le suman los intereses sobre la deuda viva para determinar las cuotas, que, obviamente, serán decrecientes,
  - *Americano*, con una sola amortización del capital a final del préstamo, estando las cuotas intermedias formadas por los intereses.
- *Carencia*: el préstamo admite un tiempo de carencia durante el cual no se pagan las cuotas (no se paga ni principal ni intereses, aunque estos últimos sí se devengan), o bien no se pagan las amortizaciones financieras, pero sí los intereses. Esta carencia puede ser estricta o laxa, en función de que una vez transcurrido su plazo se comience a amortizar financieramente de forma inmediata o al período siguiente.
- *Subrogación* del préstamo: consiste en sustituir al deudor por otra persona, con la autorización de la entidad financiera.

Un caso especial es el *préstamo sindicado*, que se concede mancomunadamente entre varias instituciones financieras cuando el principal es muy elevado (o por otras causas, como por el nivel de riesgo del prestatario).

En segundo lugar el *crédito*, que es el contrato en virtud del cual la entidad financiera pone a disposición del cliente unos fondos (en una cuenta corriente asociada al crédito) hasta un límite predeterminado y por un plazo también acordado, obligándose el beneficiario a devolver las cuantías dispuestas en el plazo de tiempo preestablecido, así como a pagar los intereses pactados sobre lo dispuesto y los gastos de la operación<sup>12</sup>.

Los aspectos comunes más relevantes de ambos tipos de productos financieros son los siguientes:

1. *Los intereses*: tanto en los préstamos como en los créditos pueden ser fijos o variables. El tipo variable puede estar referenciado a determinados índices (Euri

<sup>12</sup> La entidad financiera, al poner a disposición del beneficiario los fondos, no podrá disponer de ellos para otra operación. Por el contrario, el prestatario puede no disponer de los fondos, causando un perjuicio al prestamista. Para evitar esta situación se suele acudir a las siguientes medidas:

- Establecer una comisión de indisponibilidad sobre el saldo no dispuesto.
- Concesión de créditos que periódicamente van reduciendo su límite, según vencimientos previamente establecidos.

bor, índice de referencia de préstamos hipotecarios, etc.). Este interés variable resulta atrayente para las entidades financieras, por cuanto que trasladan al prestatario el riesgo de variaciones en los tipos de interés.

2. Con respecto a *la divisa* en la que se emite el préstamo, puede ser cualquiera con cotización oficial (las más habituales son el euro, el dólar y el yen japonés). El tipo de interés de referencia que repercute la entidad financiera depende del tipo de interés de la divisa. Sin embargo, es posible cambiar de divisa durante la vida de la operación; en este caso se denominan *multidivisas*.

3. *Formalización*: ambos productos financieros se suelen formalizar ante fedatario público, mediante una *póliza* o *contrato* que especifica todas las características del préstamo o crédito.

*Los gastos* de los préstamos y créditos pueden ser los siguientes:

- Comisión de apertura.
- Comisión de estudio.
- Comisión de cancelación total y parcial.
- Gasto de avales.
- Primas de seguros.
- Gastos de formalización por la intervención del fedatario público y, además, gastos adicionales de escritura notarial si hay garantías reales.

La *concesión de una operación* de financiación es analizada por la entidad financiera, ya que asume un riesgo en su concesión. Para ello dispone de una base de datos del Banco de España, la denominada CIRBE (acrónimo de Central de Información de Riesgos del Banco de España), en la que se puede consultar el volumen de deuda o riesgo que el titular o titulares tienen en el sistema bancario español, así como si están o no al corriente de los pagos.

4. *Garantías*: normalmente las instituciones financieras exigen ciertas garantías que le sirvan de compensación para el caso de impago por parte del prestatario. Siempre que se concede financiación hay *garantías personales* (ya sea el prestatario persona física o jurídica), pues el prestatario garantiza el préstamo con sus bienes. Además, la entidad financiera puede exigir garantías adicionales:

- *Reales*: cuando la garantía se establece sobre bienes muebles, inmuebles o derechos.
- *Avales*: cuando el avalista garantiza los impagos<sup>13</sup>, estamos ante el llamado *aval financiero*. Se han desarrollado una serie de Sociedades (*Sociedades de*

---

<sup>13</sup> Las obligaciones del avalista son: garantizar la cantidad del préstamo más los intereses no pagados y otros gastos, prestar una responsabilidad solidaria y aceptar todas las cláusulas del contrato; no tienen derecho a recibir información de la entidad financiera, y renuncian a todos los derechos que determina el Código de Comercio. Se puede prorrogar el préstamo sin autorización del avalista.

*Garantías Recíprocas*) en que un conjunto de socios, a través de ellas y previo pago de ciertas comisiones, avalan a los propios socios<sup>14</sup>. Otra modalidad es el llamado *aval técnico*, que no supone obligación directa de pago para la entidad avalista, pero responde del incumplimiento de los compromisos que el avalado tiene contraídos, generalmente con un organismo público, por concursos de obras, etc.

5. *Registro de impagados*: existen varios registros que se revisan automáticamente al pedir un préstamo: RAI (Registro de aceptaciones impagadas), AFNEF (Asociación nacional de entidades de financiación), este último para *leasing* y *factoring* principalmente, etc.

Para finalizar, podemos enunciar las principales *diferencias de los préstamos frente a los créditos*:

- En el préstamo se entrega el importe total menos las comisiones a la firma del contrato; en el crédito se va disponiendo de las cantidades libremente.
- En el préstamo se pagan intereses por todo el capital prestado; en el crédito sólo por las cantidades realmente dispuestas.
- En los préstamos las amortizaciones se realizan según el cuadro de amortización establecido; en el crédito se pueden hacer devoluciones totales o parciales libremente.
- El préstamo suele tener como finalidad la adquisición de activos. Sin embargo, el crédito suele destinarse a la financiación de la actividad empresarial.
- El préstamo no es renovable; la póliza de crédito, en principio, sí.

En resumen, el préstamo es menos flexible que el crédito.

### 2.2.2. *Los préstamos participativos*

Es una modalidad de ayuda muy adecuada para reforzar la estructura financiera de la pequeña y mediana empresa. Es una fuente de financiación ajena que retribuye de forma variable al prestamista, que no necesariamente es una entidad financiera, tomando como referencia el buen o mal desenvolvimiento de la empresa prestataria (beneficio neto, volumen de negocios, etc.). Dichos préstamos están regulados por el Real Decreto 7/1996, de 7 de junio, y por la Ley 10/1996, de 18 de diciembre.

Las *principales características* de los préstamos participativos son:

- La entidad prestamista recibirá un interés variable, que se determinará en función de la evolución de la actividad de la empresa prestataria. Además podrán acordar un interés fijo con independencia de la evolución de la actividad.

---

<sup>14</sup> Para más información, véase la página web de la Confederación Española de Sociedades de Garantía Recíproca, [www.cesgar.es](http://www.cesgar.es)

- El prestatario sólo podrá amortizar anticipadamente el préstamo participativo si dicha amortización se compensa con una ampliación de igual cuantía de sus fondos propios.
- Los préstamos participativos, en orden a la prelación de créditos, se situarán después de los acreedores comunes. Se trata, por tanto, de financiación subordinada.
- Los préstamos participativos se consideran patrimonio contable a los efectos de reducción de capital y liquidación de sociedades, previstas en la legislación mercantil.
- Todos los intereses pagados son deducibles en el Impuesto de Sociedades.

Se crearon para empresas en reconversión, lo cual explica algunas de sus características. Su principal ventaja reside en que los socios o accionistas pueden realizar estas operaciones puntuales sin entrar en ampliaciones de capital, que suelen conllevar muchos gastos legales.

Esta fórmula de financiación es habitualmente utilizada por ENISA, una empresa pública —dependiente del Ministerio de Industria, Energía y Turismo, a través de la Dirección General de Industria y de la Pequeña y Mediana Empresa— que, desde 1982, participa activamente en la financiación de proyectos empresariales viables e innovadores. Su misión es promover la financiación de proyectos empresariales viables e innovadores de la pyme española, propiciando la diversificación de sus fuentes de financiación ([www.enisa.es](http://www.enisa.es)), y para ello concede préstamos participativos.

### 2.2.3. *Leasing*

Es un contrato de arrendamiento (alquiler) de un bien mueble o inmueble con opción a compra<sup>15</sup>. Normalmente, la finalidad es financiar la adquisición de bienes afectos a la actividad empresarial.

Una vez vencido el plazo de arrendamiento, se puede optar por:

- Ejercer la opción de compra, lo que implica adquirir el bien pagando una última cuota de valor residual preestablecida. En este caso, se asimila a una compra a plazos.
- Renovar el contrato de arrendamiento.
- No ejercer la opción de compra, entregando el bien al arrendador.

Los *tipos de leasing* que se pueden contratar son:

- a) *Leasing* financiero, que es el más habitual.

---

<sup>15</sup> Tiene su origen en 1952 en USA. El Sr. Boothe consiguió un pedido para suministrar alimentos preparados para la Marina, y como no poseía todos los equipos necesarios para su fabricación alquiló una parte de ellos. Al final del período de alquiler los compró, alquilándolos a una empresa de la competencia que había conseguido un pedido similar al suyo. A partir de ahí creó una empresa para alquilar equipos con opción a compra, a la que el Bank of America le dejó 25 veces su capital en

préstamos.

- b) *Leasing* operativo.
- c) *Lease-back* o *retroleasing*.

Veamos las principales características de cada uno.

**a) *Leasing* financiero**

Generalmente intervienen en él tres agentes:

- Empresa proveedora del bien objeto del *leasing*.
- Financiadore (empresa *leasing*), que adquiere el bien y cede su uso.
- Cliente (arrendatario financiero), que utiliza el bien a cambio del pago de unas cuotas mensuales.

Con respecto a la duración mínima, es de aproximadamente 2 años para bienes muebles y 10 años para bienes inmuebles.

Las ventajas desde el punto de vista del cliente son:

- La empresa de *leasing* puede trasladar a sus clientes los importantes descuentos que consigue en el precio del bien, tanto por volumen de compras como por pagar al contado.
- Suele ser más rápido en la concesión que un préstamo.
- El cliente fracciona el pago del IVA en las cuotas.
- Al no haber desembolso inicial, no sufre disminución de activos corrientes.
- Consigue financiar al 100 por 100 el bien.
- Respecto a las ventajas fiscales, cabe destacar que:
  1. La cuota de *leasing* es deducible de impuestos.
  2. En determinadas situaciones, se pueden amortizar los activos en la mitad del tiempo que especifican las tablas.

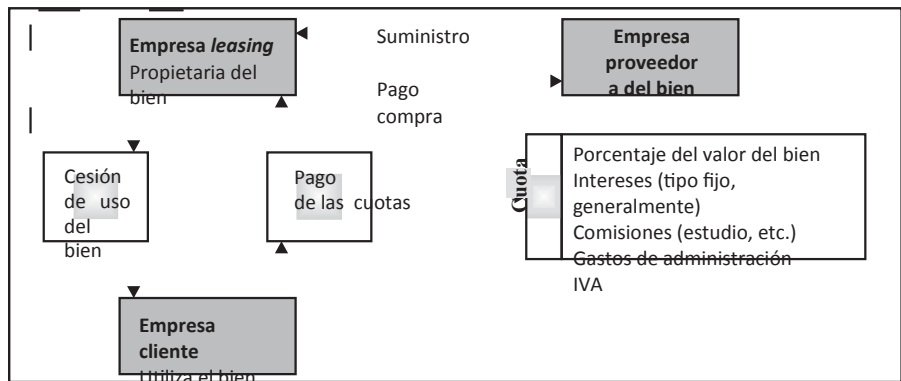


Figura 1.1. *El leasing* financiero.

### b) *Leasing operativo*

Se diferencia del *leasing* financiero en que se trata de un contrato de arrendamiento a menor plazo, revocable por el arrendatario en cualquier momento, y que incluye el mantenimiento del bien por parte de la empresa *leasing*. En algunos portales financieros se hace referencia al *leasing* operativo como *renting*, que vemos en el siguiente epígrafe, ya que las diferencias entre ambos productos son mínimas.

La tabla 1.2 especifica las diferencias más importantes entre el *leasing* operativo y el financiero.

TABLA 1.2  
*Diferencias entre el leasing operativo y el financiero*

	<i>Leasing operativo</i>	<i>Leasing financiero</i>
<b>Arrendador</b>	Fabricantes, distribuidores, importadores, etc.	Empresas financieras.
<b>Duración del contrato</b>	Corto plazo (normalmente de 1 a 3 años).	Medio/largo plazo (normalmente de 3 a 5 años).
<b>Revocabilidad</b>	Revocable por el arrendatario con preaviso.	Irrevocable por ambas partes.
<b>Gastos de reparación y mantenimiento</b>	A cargo del arrendador.	A cargo del arrendatario.
<b>Riesgos técnicos y de obsolescencia</b>	Por cuenta del arrendador.	Por cuenta del arrendatario.

### c) *Lease-back o retroleasing*

Consiste en que la empresa propietaria vende un activo a una compañía de *leasing* para, posteriormente, pactar un arrendamiento con opción de recompra sobre dicho activo. Es la forma de hacer líquido el inmovilizado, sin prescindir de su uso.

Contable y fiscalmente, es una operación de financiación, por la que se obtiene un préstamo con la garantía del bien transmitido, de forma que el concesionario sigue amortizándole como antes (o más rápidamente si se acoge a las ventajas fiscales del *leasing*), y de nuevo se deduce los intereses de la operación. Estas operaciones liberan recursos comprometidos, generando tesorería.

#### 2.2.4. *Renting*

Es un contrato de arrendamiento mediante el cual la empresa de *renting* cede el uso de cualquier activo, a excepción de los inmuebles, por un determinado tiempo, usualmente sin opción a compra, comprometiéndose a su mantenimiento, a cambio de una renta. En caso de querer ejercitar la opción de compra, el precio es el valor del activo en mer cado en ese momento, importe que suele ser muy superior al de una cuota mensual.

El *renting* es, por tanto, un *pago por uso, incluyendo mantenimiento*. Es pues un contrato con dos partes, una que afecta al alquiler y la otra al mantenimiento (seguros, etc.), teniendo como contrapartida el pago de una cuota que suele ser fija y mensual.

Por otra parte, abre un espacio entre el fabricante/proveedor y el cliente, gracias a los descuentos y economías de escala que logra. Ha tenido mucho éxito en el sector automovilístico.

Diferencias del *renting* con:

- La *compra*: el *renting* supone pago por uso y mantenimiento sin tener la propiedad.
- El *alquiler*: el *renting* suele tener mayor plazo, mientras que el alquiler no asegura el mantenimiento del bien.
- El *leasing financiero*: el *leasing* financiero es una fórmula de financiar la adquisición de un bien, mientras que el *renting* es un pago por el uso y mantenimiento del bien.
- El *leasing operativo*: las diferencias son mínimas; la opción de compra que ofrece el *leasing* operativo es la única existente, aunque a veces el *renting* también la ofrece.

Aunque el *renting* no es una opción barata, tiene numerosas ventajas para el cliente:

- Económicas:
  - Posibilita disfrutar de un bien sin hacer la inversión.
  - No inmoviliza recursos en bienes de alta obsolescencia.
  - Se adecua mejor a la evolución tecnológica del mercado y la propia empresa.
- Contables:
  - No se incorpora el bien al activo fijo, por lo que aligera el Balance al no tener reflejo en él.
  - Su administración es muy sencilla, con una sola factura periódica.
- Fiscales:
  - El alquiler es 100 por 100 deducible.
  - Al no existir al final opción de compra, no habrá que pagar un importe adicional en impuestos por ésta.

Las ventajas para la empresa de *renting* son:

- Posibilita un crecimiento de las ventas sin bloquear las líneas de financiación a los clientes.
- Se asegura la venta del servicio de mantenimiento y el cobro del mismo.
- Fideliza al cliente, al darle una opción preferente en el momento de sustituir los equipos.
- Evita anticipar el IVA en el momento de la transacción.

#### 2.2.5. *Capital riesgo*<sup>16</sup>

Es un sistema de financiación dirigido a las empresas, especialmente a las pymes, mediante el cual una sociedad especializada en inversiones (Sociedad inversora) inyecta recursos<sup>17</sup> en una empresa no cotizada<sup>18</sup> (Sociedad receptora), en proporción minoritaria y con carácter temporal (usualmente entre 3 y 5 años), con el objeto de obtener algún beneficio del éxito de la toma de participaciones. Estos beneficios pueden ser plusvalías, si se trata de inversores privados, o bien regeneración del tejido empresarial, si el aportante de los recursos pertenece al sector público.

*Tipos de sociedades:* las sociedades inversoras suelen ser, básicamente, dos tipos de entidades, aunque se admite la existencia de múltiples modalidades:

- *Sociedad de capital riesgo:* Sociedad Anónima que invierte sus propios recursos en una cartera formada por participaciones minoritarias en pymes, aportando un valor añadido en forma de apoyo gerencial. En función del origen de estos recursos distinguimos entre sociedades de capital público, mixtas o privadas.
- *Fondos de capital riesgo*<sup>19</sup>: formadas por grupos de especialistas, de reconocida experiencia y prestigio, que no disponiendo de recursos recaban fondos para, posteriormente, utilizarlos en la inversión en capital riesgo. Suelen cobrar un fijo anual más un porcentaje en las desinversiones.

---

<sup>16</sup> En España existe una asociación que fomenta al Capital Riesgo, la ASCRI (Asociación Española de Capital Inversión).

<sup>17</sup> Normalmente es capital, aunque para las Pymes ya participadas puede optarse por acciones preferentes, préstamos participativos, obligaciones convertibles u otras formas de financiación.

<sup>18</sup> En la última modificación de la Ley, las Sociedades de capital riesgo españolas tienen autorización para invertir en sociedades cotizadas, siempre que las excluyan de bolsa.

<sup>19</sup> Por ejemplo, Andalucía 21, formado por la Agencia IDEA de la Junta de Andalucía más las Cajas de Ahorros andaluzas, y gestionado por Ahorro Corporación.

Con respecto a la operativa teórica de la inversión cabe destacar que la sociedad inversora:

- a) No actúa como una entidad de crédito, sino que se decide la inversión en función de la viabilidad y rentabilidad futura del proyecto. El éxito de la operación reside en comprar a buen precio y ser capaz de crear valor para vender a un precio mayor.
- b) Se involucra en la marcha de la empresa a través del Consejo y Junta General, tomando parte decisiva en todas las decisiones estratégicas<sup>20</sup>. No suele intervenir en las decisiones del día a día.
- c) No suele exigir un reparto de dividendos, obteniendo su rentabilidad a través de la posible plusvalía en la futura venta de su participación.

*Fases de la empresa receptora.* La inversión de capital riesgo puede realizarse en cualquiera de las siguientes fases del desarrollo de la empresa receptora:

- En el momento que recibe los recursos.
- Semilla (*Seed*): la aportación de recursos es anterior al inicio de la producción y distribución masiva del producto o servicio.
- Puesta en marcha (*Start-up*): financiación del inicio de la producción y de la distribución.
- Expansión (*Expansion*): apoyo financiero a una empresa con una cierta trayectoria, para posibilitar su acceso a nuevos productos y/o mercados, o el crecimiento en los mercados en los que ya está introducido.
- Sustitución de socios (*Replacement*): el inversor de capital riesgo entra en el capital de una empresa para ocupar el lugar de un grupo de accionistas, por lo que no supone una entrada de nuevos recursos en la empresa. Usualmente se realiza para eliminar conflictos entre accionistas y/o para profesionalizar la empresa.
- Compra apalancada (*Leveraged Buy-Out*): una parte sustancial del precio de la operación es financiada con deuda que adquiere la sociedad o grupo inversor. Existen distintas modalidades, como los *Management Buy-Out* (MBO), en los que los adquirentes pertenecen al equipo directivo de la propia empresa, o los *Management Buy-In* (MBI), en los que los adquirentes pertenecen al equipo directivo de otra empresa.
- Reorientación (*Turnaround*): financiación de un cambio de orientación en una empresa en dificultades.

---

<sup>20</sup> Respecto a las empresas familiares, esta intervención en la gestión puede causar problemas. Además, el capital riesgo no tiene éxito si la estrategia de la misma empresa receptora no está previamente definida; en este caso es mejor optar por la financiación tradicional bancaria.

En España, el capital riesgo suele invertir en proyectos de expansión y compra apalancada más que en semilla, debido al elevado riesgo que incorpora este último (1 por 100 frente al 40 por 100 del total invertido).

Por último, una fase esencial es la salida o desinversión de la sociedad de CR. Se suele realizar en un periodo alrededor de 5 años, y suele instrumentarse en algunas de las siguientes modalidades:

- Recompra por los propios accionistas promotores, o reducción de capital.
- Compra por parte del equipo directivo de la Pyme (MBO o *Management Buy-out*).
- Compra por parte de una tercera sociedad.
- Acceso al mercado bursátil.<sup>21</sup>
- Por último, en caso de fracaso se procede a la liquidación de la empresa.

A veces se utiliza la fórmula del préstamo participativo para la inversión de capital riesgo.

#### 2.2.6. *Project Finance (financiación de proyectos)*

*Project Finance* es una modalidad de financiación de proyectos intensivos en capital, que normalmente se utiliza en la financiación de la construcción y explotación de inversiones en infraestructuras capaces de generar suficientes *cash-flows* para pagar la financiación requerida. En este sentido, los *cash-flows* del proyecto se convierten en la principal garantía de devolución de la deuda bancaria y, por tanto, no existen (o son mínimas) las garantías externas al propio proyecto.

En España está muy desarrollado, especialmente en los sectores energéticos (eólico y eléctrico), mineros y de concesiones estatales de servicios públicos (auto pistas, desaladoras, etc.). Un ejemplo cercano del uso de esta fórmula de financiación es el del Metro de Sevilla<sup>22</sup>. Dado que cada proyecto es único y diferente, requiere un diseño de la financiación a medida.

La elevada cuantía de financiación que implica un proyecto de estas características puede ser otorgada por una o varias entidades financieras, constituyéndose, en este último caso, un sindicato bancario. Los requisitos exigidos por la(s) entidad(es) financiera(s) para la concesión de un *Project Finance* son:

---

<sup>21</sup> Es la fórmula más natural para instrumentar la salida de la empresa, pero en España esta opción se utiliza muy poco debido a las reticencias y dificultades de las pymes para acceder al mercado bursátil.

<sup>22</sup> A grandes rasgos, la financiación de la línea 1 del metro de Sevilla consiste en que se ha adjudicado a una UTE, formada por varias empresas constructoras, la concesión para la construcción y explotación de la citada línea; así, a cambio de las tarifas que pagaremos los usuarios, se devolverá la financiación utilizada. De esta forma, la Administración Pública no necesita dotación presupuestaria para llevar a cabo una inversión de gran envergadura.

1. Análisis exhaustivo de la viabilidad técnica y económica del proyecto. Ello incluye un análisis de riesgos (de construcción, tecnológico, mantenimiento, suministro, mercado, financiero, fuerza mayor, etc.), que deberán ser asignados entre las distintas partes intervinientes en el proyecto (constructor, operador, compañías de seguros, entidades financieras, promotores, etc.) en función de su solvencia y capacidad de gestión.
2. Las *cash-flows* del proyecto deben ser predecibles y estables. Esto es, las previsiones deben poder realizarse con un alto grado de certidumbre, y además no estar sometidas a oscilaciones por ciclos económicos u otros factores externos al proyecto.
3. Inexistencia de garantías financieras; es decir, los compromisos de los promotores con el proyecto deben ser sólo operativos, y en caso de ser financieros deberán ser limitados.
4. Marco legal adecuado y estable. El desarrollo de la actividad del proyecto suele ser en sectores regulados y basados en un modelo concesional<sup>23</sup>, en los que la determinación y estabilidad de las tarifas a cobrar a los usuarios cobra una relevancia primordial.

Cuando el volumen de financiación es elevado, como ocurre en los *Project Finance*, es habitual que la banca exija el cumplimiento de una serie de *covenants*<sup>24</sup>, como por ejemplo el ratio de cobertura de servicio de la deuda<sup>25</sup>, ratios de liquidez o capital circulante, o restricciones en el reparto de dividendos con objeto de que no disminuyan las garantías iniciales del proyecto.

La operativa del *Project Finance* reside en que se crea una Sociedad Vehículo del Proyecto (SVP), que abordará la ejecución y gestión del proyecto, y que recibe financiación de:

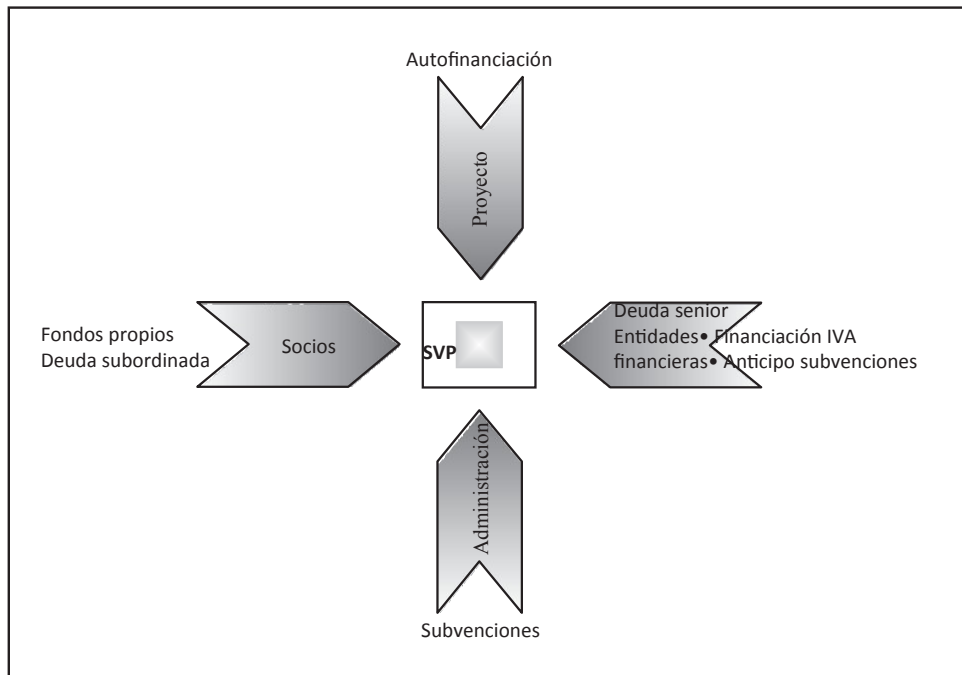
- Sus accionistas o promotores, a través de las aportaciones de fondos propios y, en ocasiones, de deuda subordinada<sup>26</sup>. El porcentaje más habitual está entre el 15 y el 30 por 100.
- Entidades financieras. La financiación principal se denomina deuda senior, debido a que es la primera en el rango de prelación de créditos. También es

<sup>23</sup> Modelo concesional: el concesionario se obliga a realizar por su cuenta las inversiones necesarias y explotar el servicio durante cierto número de años. A cambio, tiene derecho a cobrar a los usuarios finales unas tarifas en función del servicio prestado. Las tarifas deben ser suficientes para cubrir la explotación del servicio, financiar las inversiones y obtener rentabilidad.

<sup>24</sup> Puede traducirse por cláusulas restrictivas, pero se utiliza habitualmente la expresión inglesa.

<sup>25</sup> El ratio de cobertura de servicio de la deuda compara la generación de *cash-flow* libre con el servicio de la deuda (pagos anuales de capital e intereses), de manera que se suele exigir un ratio promedio de 1,3. El *cash-flow libre* es la suma de autofinanciación y dividendos menos las inversiones a realizar más la capacidad de endeudamiento.

<sup>26</sup> Deuda subordinada es aquella que queda por detrás de todos los acreedores comunes en preferencia de cobro (orden de prelación).



FUENTE: elaboración propia.

Figura 1.2. Las fuentes de financiación en un *Project Finance*.

habitual conceder financiación por las cuantías de IVA soportado durante la construcción del proyecto (hasta que se puedan compensar en el período de explotación), así como anticipos sobre las subvenciones concedidas y pendientes de cobro. Su participación suele variar entre el 65 y el 90 por 100.

- La Administración suele conceder subvenciones a fondo perdido, dado que habitualmente son inversiones en infraestructura.
- El propio proyecto, en su fase de explotación, y una vez atendidos los intereses y devoluciones de la deuda, genera recursos financieros, es decir, se autofinancia.

La actual tendencia de los gobiernos a reducir sus niveles de déficit presupuestario hace que se vaya extendiendo el uso de esta fórmula de financiación para los proyectos a emprender por ellos, pues permite que tanto la Administración Pública como las empresas privadas puedan emprender proyectos cuya inversión en capital es elevada. Así, una de las principales ventajas de este sistema reside en maximizar el apalancamiento de la inversión, muchas veces por encima de la propia capacidad de endeudamiento de los promotores. Por este motivo, es una financiación cara, en

comparación con la financiación bancaria tradicional, por cuanto que una parte importante del riesgo lo asume la entidad financiera.

También encarecen este tipo de financiación los honorarios legales derivados de los diversos contratos legales que se firman entre las partes intervinientes, debido a los numerosos asesores externos que participan (legales, financieros, ingenieros o medioambientales, entre otros)<sup>27</sup>.

## 2.3. Financiación alternativa

Con la reciente crisis económica, en los países con excesiva dependencia de la financiación bancaria, como es España, se produjo una reducción de la financiación disponible para las empresas —en particular, las pymes— en un contexto de racionamiento del crédito. Ante esta situación, en España y en otros países, se empezaron a desarrollar y fomentar alternativas que permitieran a las empresas diversificar sus fuentes de financiación.

Esta financiación alternativa, en su acepción más amplia, incluye todas aquellas fórmulas de financiación no bancaria especialmente dirigidas a las pymes, destacando el fomento y la creación de mercados financieros alternativos para las pequeñas empresas, de canales nuevos de financiación, como el *crowdfunding* en sus distintas versiones, el fomento de los *business angels* y microcréditos para personas desfavorecidas. Para el caso español, estas fórmulas alternativas han ido acompañadas de disposiciones regulatorias para favorecer su desarrollo, como la Ley de Fomento de la Financiación Empresarial, de abril de 2015. A continuación se presentan brevemente estas figuras haciendo especial referencia al caso español.

### 2.3.1. *Mercados financieros alternativos para pymes*

Las pymes, normalmente, no han tenido acceso a los mercados financieros tradicionales, los llamados primeros mercados, debido a los excesivos costes y requisitos que la presencia en ellos implicaba. De manera que una de las vías para financiar la expansión y el crecimiento de las empresas estaba vedada. Por este motivo, se ha fomentado la creación de dos mercados, uno relacionado con las acciones, Mercado Alternativo Bursátil (MAB) en español, y otro relacionado con la deuda, Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) en español<sup>28</sup>.

El mercado alternativo bursátil (MAB) es un segmento del mercado para empresas de reducida capitalización que se encuentran en fase de expansión. Este mercado, entre otros aspectos, posibilita que nuevos socios aporten más financiación

<sup>27</sup> Para más información puede consultar IrimiaDiéguez y OliverAlfonso (2010): *Estudio sobre financiación estructurada*. Disponible en [www.cea.es/portalea/portal\\_economia/pdfs/Estudios/](http://www.cea.es/portalea/portal_economia/pdfs/Estudios/)

<sup>28</sup> En la *web* de Bolsas y Mercados Españoles, <http://www.bolsasymercados.es/esp/Home>, se puede consultar, entre otros aspectos, la regulación aplicable a estos mercados, las empresas presentes y las emisiones en circulación.

mediante ampliaciones de capital. El MAB es un mercado no regulado, aunque es organizado y gestionado por Bolsas y Mercados Españoles y supervisado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Este mercado, a semejanza de otros mercados alternativos como el inglés (AIM) o el francés (Alternext), se caracteriza fundamentalmente por presentar una regulación sencilla y operativa y por contar con un régimen de información, contratación y unos costes adaptados a las singularidades de las pymes. Todo ello, en la práctica, se traduce en menores exigencias y costes de los que se derivarían de cotizar en un primer mercado. El MAB inició su andadura en 2009, cuando registró su primera incorporación, y a mediados de 2016, 34 empresas cotizaban en el mismo.

El mercado alternativo de renta fija (MARF) se configura como una iniciativa para canalizar recursos financieros a un gran número de empresas solventes que pueden encontrar en él una vía para obtener financiación mediante la emisión de títulos de renta fija. El MARF, al igual que el MAB, adopta la estructura jurídica de Sistema Multilateral de Negociación, lo que le convierte en un mercado alternativo, no oficial, similar a los que existen en algunos países europeos de nuestro entorno. Por ello, los requisitos de acceso a este mercado son más flexibles que los existentes en los mercados oficiales regulados y permiten una mayor agilidad en la tramitación de las emisiones. De este modo, las empresas que acudan al MARF podrán beneficiarse de una simplificación de los trámites y un menor coste. El MARF está dirigido por el AIAF, Mercado de Renta Fija. El MARF inició su andadura en 2013 y desde entonces han sido más de 20 las empresas que han realizado emisiones en el mismo.

El MAB y el MARF se dirigen de forma principal a inversores institucionales, españoles y extranjeros, que desean diversificar sus carteras con valores de renta variable y fija de compañías de pequeña y mediana dimensión. Los mayores riesgos asociados a las pymes presentes en estos mercados hacen que éstos no sean adecuados para inversores particulares.

### 2.3.2. *Financiación colectiva o crowdfunding*

La expansión de Internet ha posibilitado la aparición de una nueva forma de financiación conocida como *crowdfunding*, que puede traducirse como financiación colectiva. La financiación colectiva permite la posibilidad de que ciudadanos y empresas públicas y privadas de cualquier parte del mundo contribuyan con cualquier cantidad de dinero para fomentar el desarrollo de iniciativas empresariales o culturales a cambio de recompensas, participaciones o simplemente por ayudar a recaudar fondos.

¿Cómo funciona el *crowdfunding* en general?:

- El emprendedor (creativo...) envía el proyecto a una de las múltiples plataformas indicando la descripción del proyecto, el importe necesario, el tiempo de recaudación, las recompensas, etc.

- Algunos proyectos se valoran de forma comunitaria, mientras que otros los valora la *web*.
- Se publica el proyecto por un tiempo determinado, que suele oscilar entre 30, 60, 90 o 120 días.
- Durante este tiempo se promociona lo máximo posible.
- Una vez finalizado el plazo, se comprueba si el proyecto ha sido financiado o no.

Este esquema puede verse alterado en gran medida en función del tipo de *crowdfunding* del que estemos hablando: recompensas, donaciones, inversión o préstamos. Veamos las principales características de cada uno de ellos:

- Crowdfunding* y recompensas.** El inversor obtiene una recompensa en función de las aportaciones realizadas. Las personas que aportan algo son denominadas mecenas, y a cambio reciben experiencias, productos o servicios. Esta modalidad está enfocada al desarrollo de productos o servicios, ya que se suele crear un producto mínimo viable para testar si sería aceptado por el mercado. Es el tipo de *crowdfunding* más conocido.
- Crowdfunding* y préstamos.** También conocido como *crowdlending*. Se produce cuando una persona solicita una cantidad económica y remite la información a un portal especializado en préstamos financiados por particulares (como *lendingclub* y *comunitae*). El portal suele hacer un estudio sobre la viabilidad del usuario y le asigna niveles de riesgo, indicando también el interés que tendrá que pagar por el dinero obtenido si finalmente alcanza el objetivo. En otras ocasiones el propio prestamista determina el interés al que le prestará el dinero. La empresa que obtiene la financiación paga el interés promedio, pero cada inversor recibe el interés solicitado.
- Crowdfunding* y donaciones.** Utilizado principalmente por organizaciones sin ánimo de lucro (ONG), supone una donación utilizando Internet como base, y con difusión principal por redes sociales. El punto diferencial con respecto a otros tipos de *crowdfunding* es que en este caso el donante no recibe nada material en forma de preventa, ya que se trata de una iniciativa solidaria o humanitaria. Las cuantías donadas las determina directamente el donante en cada caso, y pueden ir desde un euro hasta miles de euros.
- Crowdfunding* e inversión.** También denominado *equity crowdfunding*. En este caso, un emprendedor, ofrece participaciones en el capital a las personas que le quieran apoyar. El inversor tendría acciones o participaciones en el nuevo proyecto. Es muy utilizado por *startups*. En algunos países ya se pueden adquirir participaciones por 10 euros. Esta opción de financiación de empresas u organizaciones supone una democratización de la propiedad, una especie de salida a Bolsa para pequeñas compañías.

A grandes rasgos, éstos son los cuatro tipos de financiación colectiva más habituales, pese a lo cual, y teniendo en cuenta la rapidez con la que se producen los cambios en la actualidad, seguramente ya se están generando nuevas opciones.

### 2.3.3. *Business Angel*

Un «angel inversor», más conocido como *Business Angel*, es un individuo que analiza propuestas de inversión y aporta su dinero, y en ocasiones su tiempo, a empresas no cotizadas promovidas por personas que le son ajenas. Aunque invierte en cualquier etapa del desarrollo, el *Business Angel* desempeña un papel fundamental en la creación de empresas innovadoras al apoyar a los emprendedores en las fases iniciales del ciclo de vida de sus empresas (semilla y arranque). Según se recoge en la *web* de la Asociación Española de Business Angels, [aeban.es/sector](http://aeban.es/sector), empresas de tanto éxito como The Body Shop, Amazon, Skype, Starbucks o Google contaron en sus inicios con el apoyo de un *Business Angel*.

Aunque el *Business Angel* responde a un perfil heterogéneo, existen algunas características comunes que sirven para diferenciarlo de otro tipo de inversores:

- Invierten su propio dinero, a diferencia de las entidades de Capital Riesgo, que invierten el dinero de terceros.
- Toman sus propias decisiones de inversión.
- Invierten en empresas con cuyos promotores no tienen una relación de parentesco o amistad.
- Buscan ganar dinero, aunque ésta no sea su única motivación para invertir, ni siquiera la principal.

Los *Business Angels* ayudan a cubrir la falta de financiación con que se encuentran los emprendedores en las etapas iniciales del ciclo de vida de sus empresas. La inversión en estas etapas iniciales lleva asociados unos elevados niveles de riesgo y una falta de liquidez, lo que, unido a la ausencia de garantías, hace que la financiación bancaria resulte de difícil acceso en estas fases. Asimismo, el volumen de fondos demandados por las nuevas empresas suele superar la capacidad financiera de los emprendedores y de su grupo de familiares y amigos. Suelen financiar cuantías menores que las empresas de Capital Riesgo, vistas en un epígrafe anterior.

### 2.3.4. *Microcrédito*

El microcrédito, aplicado en una primera acepción a países en desarrollo, tiene como finalidad principal la reducción de la pobreza.

Los programas de microcrédito surgieron en los países en desarrollo con el objetivo de otorgar préstamos a los pobres que carecían de activos, y por tanto de

garantías, tal como se entienden en los circuitos financieros convencionales, a fin de que pudieran emprender actividades por cuenta propia que generaran ingresos y les permitieran mantenerse a sí mismos y a sus familias.

En la mayoría de los casos, los programas de microcrédito ofrecen a sus clientes una combinación de servicios y recursos financieros. El microcrédito es un poderoso instrumento de lucha contra la pobreza que ha demostrado ser útil a personas de los seis continentes y de casi todos los países.

En este contexto, el microcrédito posee características propias que lo diferencian claramente de los créditos convencionales, tal como queda recogido de forma esquemática en la tabla 1.3.

TABLA 1.3

*Características distintivas entre un crédito convencional y el microcrédito*

	<b>Crédito convencional</b>	<b>Microcrédito</b>
<b>Propiedad y forma de gerencia</b>	Institución maximizadora de beneficios y accionistas individuales.	Bancos y ONG.
<b>Características del cliente</b>	Diversos tipos de empresas formales y empleados asalariados.	Empresarios de bajo ingreso con firmas familiares rudimentarias y limitada documentación formal.
<b>Características del producto</b>	Cuantías grandes. Largo plazo. Tipos de interés bajos.	Cuantías pequeñas. Corto plazo. Tipos de interés altos.
<b>Metodología de préstamo</b>	Colateral y documentación formal; pagos mensuales.	Análisis de deudor y de flujo de caja del proyecto, con inspección en el sitio. Pago semanal o bisemanal.

FUENTE: Jansson y Wenner (1997), Rock y Otero (1996) y elaboración propia.

En los países industrializados, el crédito y otros servicios de apoyo al trabajo autónomo siguen siendo escasos, y los fondos a disposición de las instituciones que están en condiciones de otorgar préstamos a los más pobres son aún más restrictivos. No obstante, las microempresas constituyen un sector dinámico y viable en las economías de los países desarrollados, que en gran parte pasa inadvertido para las autoridades políticas y el sector privado.

Los programas de microcréditos en este nuevo escenario ofrecen una combinación de préstamos para destinatarios específicos, acompañados de capacitación y asistencia técnica para que los microempresarios puedan administrar sus empresas en estas economías complejas, sujetas a numerosas reglamentaciones. Estos micro

créditos tienen un importe pequeño en España (entre 6.000 y 25.000 euros), plazos de devolución no superiores a cinco años, con posibilidad de acceder a préstamos escalonados y mayor asesoramiento técnico.

Los programas de microcrédito de los estados miembros de la Unión Europea ofrecen distintos servicios según se orienten a diferentes colectivos. Si el público objetivo son desempleados, marginados o emigrantes, existe un componente más social, toman do mayor importancia el crédito social, las subvenciones, los préstamos subvencionados y el apoyo y asesoramiento (AIDE, en Francia). Otros programas ofrecen microcréditos a empresas en la fase de puesta en marcha, y en este ámbito son decisivos los pequeños créditos escalonados y el asesoramiento sobre la gestión financiera del proyecto (Finn vera, en Finlandia). Si se conceden microcréditos a empresas casi financiadas, los préstamos globales y la cooperación con organismos especializados de apoyo se sitúan en primera línea (Industrial Common Ownership Finance, en el Reino Unido).

Estos programas suelen estar dirigidos a grupos muy heterogéneos de la población: jóvenes empresarios, emprendedores, mujeres empresarias, autónomos, pequeñas em presas con problemas financieros, desempleados, minorías étnicas y otros sectores marginados de la población. La existencia de este grupo de clientes, que en principio no resultaban rentables para la banca tradicional, ha sido razón suficiente para que surgieran entidades financieras o áreas dentro del negocio bancario, especializadas en generar productos y servicios microfinancieros (microcréditos, microseguros, etc.).

### 3. LA AUTOFINANCIACIÓN

#### 3.1. Concepto<sup>29</sup>

La autofinanciación está formada por aquellos recursos financieros que genera la empresa en su funcionamiento y que quedan retenidos en ella. Por tanto, es una fuente financiera autogenerada y formará parte del patrimonio neto empresarial.

La autofinanciación, tal como se comprueba en la figura 1.3, se compone de:

- Reservas.
- Dotaciones contables a amortización.
- Provisiones<sup>30</sup>.
- Compensaciones de pérdidas.

Para estimar la autofinanciación de explotación es necesario partir del *cash-flow* de explotación en términos de renta (también denominado Margen Bruto de Explotación o EBITDA), y estimar que parte de dichos recursos permanecen en la empre

<sup>29</sup> Véase Suárez Suárez, A. S. (1981). *Economía financiera de la empresa*, pp. 93 a 99. Madrid: Pirámide.

<sup>30</sup> Desde el punto de vista financiero, las provisiones o deterioros tienen los mismos efectos que las dotaciones contables a amortización.

sa. Gráficamente, los conceptos que integran la autofinanciación de explotación son los representados en la figura 1.3, expresiva tanto de la formación como de la descomposición del *cash-flow* de explotación. Si completamos el *cash-flow* de explotación con el *cash-flow* atípico<sup>31</sup> y el extraordinario<sup>32</sup>, determinaremos el *cash-flow* total, cuya descomposición determinaría la autofinanciación total de la empresa.

Una estimación del *cash-flow* total, en términos de renta, puede venir dada por la siguiente Cuenta de Pérdidas y Ganancias resumida (véase la figura 1.3):

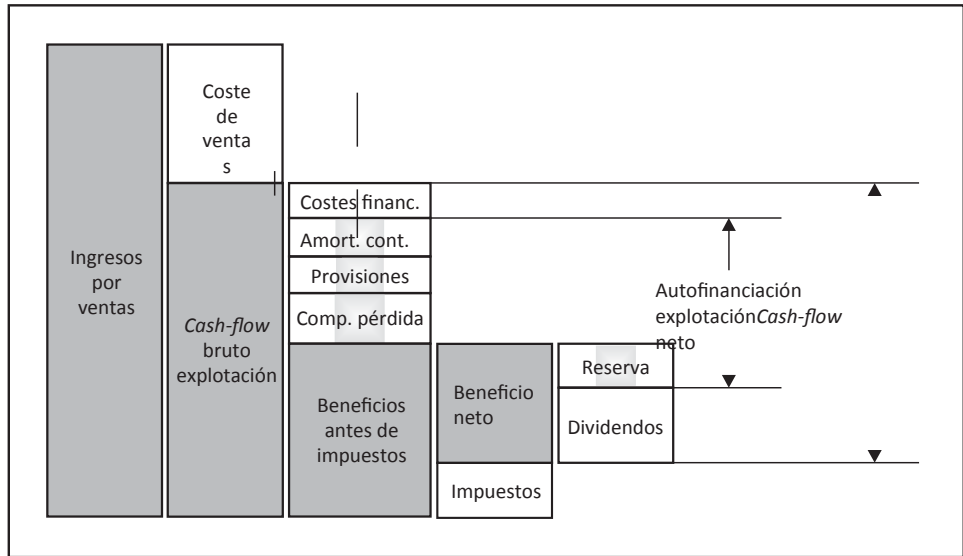


Figura 1.3. El *cash-flow* de explotación y autofinanciación.

$$\begin{aligned}
 &+ \text{Ingresos por venta, } p_v V_i^{33} \\
 &- \text{Coste por ventas, } mp_i + mo_i + gg_i^{34} \\
 &= \text{EBITDA, margen bruto explotación o } Q_{i(\text{renta})ai} \\
 &- \text{Cuota de amortización contable, } CAC_i \\
 &- \text{Costes financieros o intereses, } CF_i \\
 &= \text{Beneficio bruto o } BAT
 \end{aligned}$$

<sup>31</sup> Proveniente de activos fuera de explotación.

<sup>32</sup> Proveniente de la venta de activos.

<sup>33</sup> Es una cuenta de PyG resumida, por cuanto que suponemos no existen operaciones extraordinarias ni atípicas y que fabricamos un solo producto.

<sup>34</sup> Si mantenemos constantes las necesidades netas de capital corriente, estamos suponiendo que no existen variaciones de stocks y por tanto el coste de las ventas viene dado por el de explotación, y éste por la suma: compras  $mp + mo + gg$ .

- Impuestos,  $T_i$
- = Beneficio neto
- Dividendos,  $d_i$
- = Reservas,  $R_i$

De esta descomposición del *cash-flow* renta, considerando el efecto impositivo y las provisiones, tenemos<sup>35</sup>:

$$Q_{i(\text{renta})di} = \underbrace{d_i + CF_i (1 - t)}_{\text{Coste monetario del capital}} + \underbrace{Prov_i + CAC_i + R_i}_{\text{Autofinanciación}}$$

de donde deducimos que la autofinanciación viene cuantificada por la diferencia entre el *cash-flow* renta y el coste monetario del capital, es decir:

$$\text{Autofinanciación} = \text{Cash-flow renta} - \text{Coste monetario del capital}$$

No obstante, para cuantificar la autofinanciación en la práctica utilizaremos el cuadro de *cash-flow* que estudiamos en el tema siguiente.

Merece la pena fijarse en los componentes de la autofinanciación, y distinguir entre dos tipos diferentes de conceptos:

- a) Gastos que no suponen una salida de recursos de la empresa por ser retenciones realizadas al *cash-flow*, o sea, en general las dotaciones a amortizaciones y provisiones.

<sup>35</sup> La cuantía del Impuesto de Sociedades viene dada por:

$$T = [Q_{i(\text{renta})ai} - CAC_i - Prov_i - CF_i] t,$$

siendo  $t$  la tasa impositiva. Sustituyendo en

$$[Q_{i(\text{renta})ai} - CAC_i - Prov_i - CF_i] - T = d_i + R_i,$$

tendremos:

$$[Q_{i(\text{renta})ai} - CAC_i - Prov_i - CF_i] - [Q_{i(\text{renta})ai} - CAC_i - Prov_i - CF_i] t = d_i + R_i$$

$$[Q_{i(\text{renta})ai} (1 - t) + CAC_i t + Prov_i t] - CAC_i - Prov_i - CF_i (1 - t) = d_i + R_i$$

y como:

$$Q_{i(\text{renta})di} = [Q_{i(\text{renta})ai} (1 - t) + CAC_i t + Prov_i t]$$

$$Q_{i(\text{renta})di} = CAC_i + Prov_i + CF_i (1 - t) + d_i + R_i$$

Nótese que hemos asociado los impuestos por operaciones de activo  $CAC_i t + Prov_i t$ , a la variable de activo  $Q_i$ ; y los correspondientes a operaciones de pasivo,  $CF_i t$ , a la variable de pasivo, los  $CF_i$ . Véase Durbán Oliva (2008): *Dirección Financiera*, capítulo 5. Madrid: McGrawHill.

b) Reservas generadas en el período al que hace referencia la citada cuenta de PyG.

Estas últimas, las reservas, constituyen la denominada *autofinanciación de crecimiento*, por cuanto que al ser beneficios retenidos suponen un incremento patrimonial de la empresa, es decir, una fuente financiera sin límite temporal.

Respecto a las amortizaciones contables y las provisiones, constituyen la denominada *autofinanciación de mantenimiento*, por cuanto que se dotan para intentar mantener intacto el valor de los activos de la empresa, es decir, su patrimonio, y no para incrementarlo. Estas retenciones del *cash-flow*, al contrario que las reservas, constituyen una fuente de financiación sólo mientras no se apliquen a la finalidad concreta para la que han sido dotados. Así, en el caso de las amortizaciones, serán fuente financiera mientras no se tenga que hacer frente a la renovación de los activos, y en ese momento deberán estar disponibles para ello; son, pues, una fuente financiera con límite temporal.

Como ya avanzamos, en referencia al *origen de los fondos* que constituyen la autofinanciación, podemos hablar de autofinanciación de explotación, atípica y extraordinaria, en función de que se genere por las actividades típicas de la empresa (de la explotación), por las actividades atípicas, o por ventas de activos. Es decir:

- *Autofinanciación de explotación*: recursos generados por la actividad típica de la empresa.
- *Autofinanciación atípica*: recursos generados no procedentes de la explotación:
  - Resultado de la cartera de valores y préstamos a terceros.
  - Resultados atípicos no financieros (alquileres, etc.).
- *Autofinanciación extraordinaria*:
  - Plusvalías o minusvalías por desinversiones de activos.

Para terminar, queremos reseñar que la autofinanciación no siempre es una cifra positiva. Las empresas que generan pérdidas en su funcionamiento pueden obtener autofinanciación negativa, aunque no es una situación sostenible a largo plazo si se prolonga en el tiempo. O bien, puede que una empresa genere autofinanciación positiva por el funcionamiento de su negocio normal (de explotación), pero que determinadas operaciones generen pérdidas y surja una autofinanciación extraordinaria negativa, mayor que la anterior.

### 3.2. Función financiera de la amortización<sup>36</sup>

Generalmente se reconocen tres funciones a la dotación a amortización contable de los activos empresariales:

<sup>36</sup> Véase Lassègue, P. (1978): *Gestion de l'entreprise et comptabilité*. París: editorial Daloz.

- *Función contable*: consistente en intentar reflejar los verdaderos valores de los activos, es decir, que el Balance refleje fielmente el valor de los activos depreciables.
- *Función económica*: consistente en cobrar al cliente el activo, a través de su depreciación. Estamos ante un sistema de reparto de cargas fijas.
- *Función financiera*: las distintas dotaciones se acumulan en el fondo de amortización, estando en principio disponibles para la empresa al objeto de servir de fuente financiera hasta el momento en que se necesite acudir a la renovación de los activos. En este sentido, las amortizaciones cumplen una función de financiación, al menos temporalmente.

Nos interesa detenernos en la tercera de las funciones descritas<sup>37</sup> y especificar claramente las posibles incompatibilidades entre la función financiera de la amortización y su objetivo principal; es decir, cómo la amortización puede ser una fuente financiera y, a la vez, cumplir con su objetivo de hacer frente a la renovación de los activos.

En principio, recordemos que:

- El fondo de amortización debe ser *adecuado cuantitativamente*. Si se siguen los dictados de la Hacienda Pública, es decir, amortizamos a precios de adquisición y no a precios de reposición, teniendo en cuenta la tendencia habitual de subida de precios, al renovar activos nos encontraremos con falta de recursos. En principio, comprobamos cómo el fondo puede no ser adecuado cuantitativamente.
- Por otra parte, el fondo de amortización debe ser *adecuado cualitativamente*, es decir, las retenciones de *cash-flow* realizadas en base a la amortización deben ser reales, no ficticias. Ahora bien, en la empresa se amortiza tanto en situación de beneficios como de pérdidas, y en este último caso la retención de beneficios no es real, por lo que no dispondremos de esos recursos financieros en el fondo a la hora de renovar activos. Comprobamos, también, cómo el fondo puede no ser adecuado cualitativamente.

Los comentarios anteriores habría que matizarlos al considerar los resultados de las posibles inversiones que hagamos con las disponibilidades del fondo de amortización.

Ahora bien, suponiendo que, efectivamente, al final del proceso, a la hora de renovar, hayamos retenido fondos suficientes<sup>38</sup>, aún deben cumplirse dos condiciones adicionales para que la amortización cumpla su objetivo principal de atender a la renovación de activos:

<sup>37</sup> Véase Ruiz Martínez, R. (1990): *La viabilidad financiera de la empresa*, pp. 6063. Barcelona: Editorial Hispano Europea.

<sup>38</sup> Por suplir la rentabilidad obtenida con los fondos a las dos cuestiones citadas, por renovar a precios de adquisición y/o por haber amortizado siempre con beneficios.

- No hayamos atendido a las amortizaciones financieras CAFrasi con la disponibilidad del fondo de amortización.
- No hayamos financiado inversiones a largo plazo con las disponibilidades del fondo, de manera que en el momento de la renovación estas disponibilidades las tengamos comprometidas.

En consecuencia, podemos decir que, *por principio, el fondo de amortización no garantiza la renovación de los activos*. La capacidad de renovación de éstos dependerá de dos conceptos fundamentales:

- La capacidad autogenerada por la empresa (neta de devoluciones de pasivo):

$$\text{Prov}_i + \text{CAC}_i + R_i - \text{CAFra}_i$$

- La capacidad de endeudamiento de la empresa en el momento de la renovación.

Hay que tener en consideración que cuanto más pasivo ajeno amorticemos en el proceso intermedio (y, como consecuencia, más disminuamos el ratio de endeudamiento), al final, a la hora de renovar, más capacidad de endeudarnos tendremos.

### 3.3. **Ventajas e inconvenientes de la autofinanciación frente a la financiación externa**

Entre las *ventajas para la empresa* de la autofinanciación, frente a la financiación externa, destacan:

- *Permite disfrutar de mayor autonomía y libertad de acción*. La utilización de fuentes financieras externas, además de gastos (comisiones, gastos de emisión, etc.), implica aumentar el grado de dependencia de la empresa frente a los aportantes de estos nuevos pasivos.
- *Son recursos financieros a los que no es necesario remunerar explícitamente*. A las fuentes financieras externas hay que remunerarlas en forma de intereses y/o dividendos. Este hecho no impide que la autofinanciación tenga un importante coste de oportunidad.
- *Capitaliza a las empresas*, disminuyendo el ratio de endeudamiento y deján dolas en mejores condiciones para obtener financiación ajena.
- *A veces, para las pymes, la autofinanciación es la única posibilidad financiera*. Este hecho se deriva, por una parte, de las exigencias de garantías por parte de las instituciones financieras para conceder créditos y, por otra, de la imposibilidad de recabar recursos propios.

Pasemos ahora a destacar los posibles *inconvenientes de la autofinanciación* con respecto a la financiación externa:

- a) *Para el accionista:* ve disminuido su dividendo, ya que las reservas y amortizaciones se dotan en detrimento del posible dividendo que puede recibir. Algunos teóricos opinan que la dotación a reservas debería aumentar la cotización, por cuanto que aumenta el patrimonio neto del accionista. Si esto es así, la riqueza del accionista no cambiaría. En cualquier caso, sí se modificaría la disponibilidad monetaria del mismo.
- b) *Para la empresa:*
  - b.1) *A veces lleva a financiar inversiones poco rentables:* por pérdida de la referencia que supone el coste explícito de la financiación externa.
  - b.2) *Tiene influencia sobre la cotización de las acciones:* algunos teóricos opinan que la cotización desciende con la bajada del dividendo, mientras otros opinan que el precio sube por la dotación a reservas<sup>39</sup>.
- c) *Para la sociedad:*
  - c.1) *Permite pagar menos impuestos sobre sociedades,* a través de utilizar la máxima cuantía deducible de las dotaciones a amortización contables, ya que las reservas se dotan del beneficio postimpuestos.
  - c.2) *Reduce la renta disponible del accionista y,* por tanto, su capacidad de demanda. Ya decíamos que esta opinión no es aceptada por todos los teóricos.
  - c.3) *Refuerza las posiciones de monopolio y oligopolio de las empresas,* ya que no todas tienen la misma capacidad de generar autofinanciación.

## 4. LAS FUENTES DE FINANCIACIÓN A CORTO PLAZO

### 4.1. Selección de instrumentos de financiación a corto plazo

Otro bloque de fuentes financieras a las que tienen acceso las empresas son las fuentes de financiación a corto plazo, o los también llamados pasivos circulantes o corrientes.

<sup>39</sup> Existen opiniones y teorías contradictorias respecto al efecto de las reservas (o disminución del dividendo) en la cotización de las acciones. Véase Durbán Oliva (2008): *Op. cit.* Capítulo 10.

En principio, los recursos a corto plazo se utilizan para financiar los activos corrientes, y especialmente todas aquellas necesidades de recursos que se planteen de manera coyuntural en la empresa a lo largo del año. Estas necesidades pueden producirse por aumentos ocasionales en algunas partidas del activo corriente, debido a que el negocio se encuentre en temporada alta, o por la existencia de algún déficit puntual de tesorería.

Para seleccionar las fuentes de financiación a corto plazo más adecuadas se deben tener en cuenta los siguientes aspectos:

- *El coste.* Una de las variables clave para elegir cualquier fuente es su coste. En la financiación a corto plazo tiene sentido hablar del coste monetario de una fuente, que vendrá dado por los intereses y comisiones devengados por la misma, y del coste de oportunidad que aparece en determinadas fuentes de financiación espontánea a corto plazo cuando la empresa renuncia a la obtención de algún descuento por mantener el aplazamiento en el pago de la deuda.
- *Facilidad de obtención o renovación.* Otra de las variables a tener en cuenta en este tipo de financiación son las trabas o dificultades para obtener estos recursos, que se deben eludir a toda costa dado que nos movemos en plazos muy cortos. Además, como a veces la necesidad de recursos se mantiene en el tiempo, es conveniente tener en cuenta las posibilidades de renovar la financiación utilizada.
- *Grado de flexibilidad de los recursos.* Como normalmente los pasivos a corto se destinan a financiar las inversiones en activos corrientes, en muchas ocasiones es conveniente utilizar fuentes flexibles que se adapten fácilmente a las variaciones (aumentos y disminuciones) que experimenta el activo corriente a lo largo del año.

#### 4.2. Pasivos a corto plazo espontáneos

Para la financiación del activo corriente, los primeros recursos disponibles por la empresa son los derivados de los pasivos a corto plazo espontáneos. Estos recursos se llaman espontáneos porque se obtienen de manera «automática» por la simple marcha del negocio. Entre ellos destacamos, en primer lugar, a los proveedores. Esta fuente financiera tiene las siguientes características:

- Representa el crédito concedido por los proveedores a sus clientes, al no obligarles a abonar sus deudas al contado.
- Surge por las relaciones habituales entre clientes y proveedores y, generalmente, no exige una negociación formal.
- La garantía del crédito está sustentada en la relación de confianza que surge de las relaciones comerciales cotidianas.

- La duración del aplazamiento es variable, y depende de la empresa y las costumbres del sector.

Aparte de los proveedores, otros acreedores espontáneos son las deudas con Hacienda, las cuotas a la Seguridad Social pendientes de pago, las remuneraciones pendientes de pago, etc.

Estos pasivos a corto plazo espontáneos normalmente son gratuitos, por lo que las empresas, tanto las grandes como las PYMES, los utilizan en su máxima cuantía.

#### 4.3. Financiación bancaria a corto plazo

La financiación bancaria la definen los ya comentados préstamos y créditos, sólo que ahora trataremos las fuentes a corto plazo. En el corto plazo son el descuento comercial y la póliza de crédito las fuentes que toman más relevancia. Pasamos a comentar las características de estas dos fuentes financieras.

##### 4.3.1. *El descuento comercial*

El descuento comercial es una operación financiera en virtud de la cual la entidad financiera anticipa a la empresa el importe de un efecto de comercio (letra de cambio, pagaré, recibo...), que documenta generalmente las ventas o servicios realizados por la empresa y que todavía no ha cobrado, a fin de disponer inmediatamente del líquido de la operación sin tener que esperar al vencimiento.

Gracias al mismo la empresa recibirá dinero (efectivo) antes de que se produzca el vencimiento de la deuda con sus clientes, y la entidad financiera recibirá el principal (nominal) al vencimiento de la deuda. En el supuesto de que el cliente incumpla la obligación de pago, la entidad financiera devolverá el efecto a la empresa y reclamará el importe anticipado más los gastos de devolución. Es decir, la entidad financiera no asume el riesgo de impago de tales efectos.

La garantía de este préstamo son los efectos a cobrar de la empresa. Por ello, este tipo de financiación es específica para financiar el activo corriente, en especial la inversión en clientes.

El descuento comercial adopta dos modalidades básicas:

- *Simple o circunstancial*: el banco admite el descuento de un efecto o de una remesa de efectos sin que presuponga el descuento de otros futuros.
- *Línea de descuento*: donde se recogen las condiciones que se fijan a una empresa para descontar su papel. Se establece un límite, garantías adicionales, etc. Una vez que la línea está contratada, el titular no tiene ninguna obligación de presentar efectos al descuento con periodicidad alguna ni de un importe determinado, sino que presentará efectos al cobro a su discreción

ateniéndose a las limitaciones establecidas en dicha póliza. Al mismo tiempo, la entidad financiera se reserva el derecho de estudiar uno por uno los efectos presentados al descuento y decidir cuáles descuenta y cuáles no; y además podrá disminuir el límite de forma discrecional cuando estime que las condiciones económicas del titular así lo aconsejan. La vigencia de la línea de descuento suele ser anual, y se prorroga automáticamente para períodos similares, aunque se renegocian sus condiciones periódicamente.

Esta operación financiera se llama descuento porque el efectivo se ha obtenido descontando del principal, o nominal de la deuda, los intereses y comisiones que cargue la entidad financiera. Estos gastos suelen ser:

- Gastos de estudio de clasificación comercial.
- Comisión de cobro.
- Comisión por timbrado.
- Otras comisiones por incidencias de cartera, por devolución de efectos, etc.

Por tanto, el efectivo a recibir será igual a:

$$\text{Efectivo} = \text{Nominal} - \text{Intereses} - \text{Comisiones y gastos varios}$$

#### **4.3.2. *El crédito a corto plazo: la póliza de crédito***

Aunque en epígrafes previos dimos la definición de crédito, queremos insistir en dicha figura en el corto plazo porque es en este ámbito donde cobra más relevancia. La mayoría de las empresas tienen contratada una póliza de crédito, debido a la gran flexibilidad de esta fuente para atender a las necesidades de recursos que se les puedan presentar en el corto plazo.

El contrato de crédito en cuenta corriente (póliza de crédito) es un contrato en virtud del cual la entidad financiera se obliga a poner a disposición del cliente fondos hasta un límite determinado y durante un plazo prefijado. El banco percibirá a cambio los intereses, comisiones y gastos pactados en el momento de la concesión.

El movimiento de los fondos se realizará a través de una cuenta corriente, donde el cliente irá extrayendo e ingresando cantidades que darán origen a saldos de distinto signo. El cliente puede disponer del dinero a su discreción, utilizando para ello los instrumentos de movilización de fondos habituales en una cuenta corriente (cheques, transferencias, tarjetas, etc.).

Dentro de las modalidades de crédito a corto plazo existe un amplio espectro: desde las pólizas de campaña, con vencimiento a tres o seis meses, hasta las pólizas de crédito con renovación tácita y vencimiento anual. A su vencimiento, se debe devolver inmediatamente el saldo dispuesto mediante la renovación de la póliza, utilizando fondos propios o refinanciando el saldo dispuesto mediante un préstamo.

En esta fuente es importante tener presente todas las comisiones que se pueden devengar. Las comisiones más frecuentes son:

- Comisión de apertura y gastos de estudio.
- Comisión de administración.
- Comisión de disponibilidad: por el saldo medio que no se haya utilizado sobre el límite concedido.
- Comisión por excedidos: cuando se supera el límite del crédito concedido (opera como un descubierto).

#### 4.4. Otras modalidades de financiación a corto plazo

La libre competencia que predomina en el sistema financiero español provoca que tanto empresas como entidades financieras busquen nuevos productos financieros que mejoren las alternativas financieras tradicionales expuestas en el apartado anterior. Así, en los últimos años han surgido dos modalidades, *factoring* y *confirming*, que combinan la gestión de cobros y pagos de la empresa con fórmulas de financiación y seguros. Veamos sus principales características.

##### 4.4.1. El *factoring*

El *factoring* es un contrato por el cual una empresa cede a otra (factor) sus créditos comerciales o facturas frente a un tercero, para que el factor realice todos o algunos de los siguientes servicios, que serán convenientemente remunerados (figura 1.4):

- *Servicios administrativos*, que incluyen:
  - Gestión del cobro de las facturas cedidas.
  - Información contable de la evolución de los cobros. La empresa de *factoring* realiza un seguimiento de las facturas cedidas para su cobro, lo que facilita su gestión contable por parte de la empresa.
  - Clasificación de solvencia de su cartera de clientes.
- *Servicios de financiación*. Se produce el anticipo de fondos sobre la cartera cedida. Normalmente se anticipa el 80 o el 90 por 100 de la cartera, y al vencimiento se produce el pago de la parte restante.
- *Servicios de cobertura del riesgo*. En ocasiones el contrato de *factoring* incluye la cobertura de la insolvencia de los clientes de la empresa, y se asegura el cobro de hasta el 100 por 100 de las facturas cedidas. En este supuesto se está produciendo una verdadera venta de las facturas.

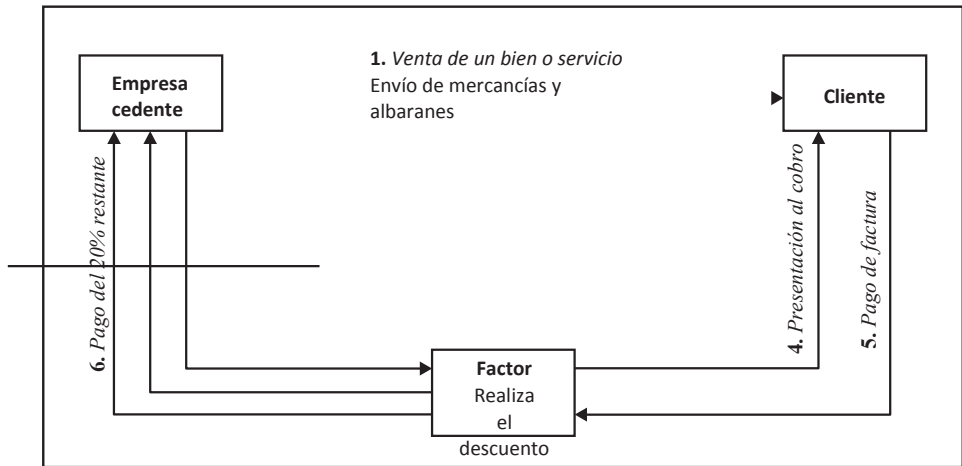


Figura 1.4. Esquema de una operación de *factoring*.

El *factoring*, según lo comentado, puede adoptar dos modalidades:

- *Sin recurso*: son aquellas operaciones en las que la sociedad *factoring* asume el buen fin de la operación, ya que en caso de impago de la deuda sólo podrá reclamársele al deudor, pero no al cliente que le ha cedido los créditos. Es decir, el cliente sólo responde de que existe el crédito y de haber cumplido sus obligaciones, pero no responde de la solvencia del deudor. En este caso se produce una verdadera venta de la cartera de clientes.
- *Con recurso*: son aquellas operaciones en las que el cliente responde de la solvencia del deudor, por lo que el factor, en caso de impago, puede reclamar la deuda no sólo al deudor, sino también al cliente que le cedió los créditos, y puede devolverle las facturas (en la práctica estamos ante un descuento de papel).

Las empresas idóneas para acudir a una operación de *factoring* son:

- Las que venden a grandes empresas u organismos públicos.
- Las que tengan facturación recurrente con sus clientes.
- Las que vendan con condiciones de cobro dilatadas, aunque no por encima de 180 días.
- Las que comprometan a la sociedad de *factoring* una facturación mínima anual.
- Las que inician una actividad comercial internacional en un país en el que la empresa no tenga presencia o dominio de los canales de cobro establecidos. El *factoring* les facilitará el acceso a los nuevos mercados.

Sin embargo, el factoring no es adecuado para empresas con modelos de cobros complejos, para las que cuenten con una clientela muy reducida, o vendan a plazos superiores a 180 días.

La remuneración de la empresa de *factoring* se compone básicamente de dos elementos:

- La comisión de *factoring*, que se define como un porcentaje sobre el importe total de cada factura (IVA incluido), y que se paga en el momento de la cesión. Esta comisión estará en función de los servicios contratados por el cliente:
  - Clasificación de los deudores por parte del factor.
  - Si hay cobertura de insolvencia o no.
  - Si hay gestión de cobro o no.
  - Por la carga administrativa que conlleva la gestión de la cartera de clientes.
- El tipo de interés. En caso de que el cliente pida un anticipo (financiación) sobre los documentos cedidos, se le aplicará un interés en función del plazo de financiación y de los fondos adelantados, y también se abona anticipadamente.

Para terminar, vamos a resaltar las principales ventajas e inconvenientes del *factoring* para la empresa:

- Entre las ventajas:
  - El ahorro de tiempo y de gastos en la gestión de clientes.
  - Simplifica la contabilidad.
  - Saneamiento de la cartera de clientes y reducción de fallidos cuando se utilice la modalidad sin recurso.
  - Utilización del servicio de análisis de riesgos del factor.
  - Mejora de la liquidez del Balance, convirtiendo activos exigibles en disponibles.
- Entre los inconvenientes:
  - El coste elevado de esta operación.
  - El factor puede no aceptar algunos de los efectos a cobrar de la empresa, por lo que normalmente los problemáticos suelen ser rechazados por la empresa de *factoring*, aunque esto también es positivo porque le está identificando a la empresa los clientes que debe seguir con más detalle.
  - Intromisión del factor en la relación con los clientes. A algunos clientes les puede molestar que sea otra empresa la que les exija el cobro.

#### 4.4.2. *El descuento por pronto pago*

Un caso particular y simplificado del *factoring* es el denominado descuento por pronto pago mediante el cual se hacen líquidas parte de las facturas de la empresa (es decir, parte del saldo de la cuenta de clientes), consiguiéndose financiación. Son los propios clientes los que facilitan la operación. Así, se les ofrece a éstos un descuento sobre la factura si acceden a acortar el pago de la misma en relación a los días de crédito que la empresa les hubiera establecido inicialmente.

Por ejemplo, suponga una empresa que tiene establecida en un momento dado una política con clientes de cobro a 60 días, y les ofrece descontar un 2 por 100 sobre factura si el cliente acepta pagarla antes de 10 días. Si parte de los clientes aceptan el ofrecimiento, el saldo de la cuenta de clientes de la empresa disminuirá, como también lo hará, pero en mucha menor proporción, la tesorería empresarial prevista para el futuro al tener en consideración el pago del 2 por 100 citado a los clientes que han aceptado el descuento. La diferencia entre ambas cifras es la financiación que se consigue mediante el descuento por pronto pago.

#### 4.4.3. *El confirming*

El *confirming* es un contrato entre una entidad financiera y una empresa, mediante el cual la primera asume la gestión de los pagos a proveedores de dicha empresa, incluyendo la posibilidad de anticipar dicho pago (figura 1.5).

Esta operación no proporciona financiación a la empresa que lo contrata, aunque sí puede proporcionarle al proveedor recursos financieros, en muchos casos en mejores condiciones que las que él podría alcanzar por sí mismo.

El *confirming* es adecuado en empresas con un gran volumen de proveedores y de pagos, que tengan diversificados sus proveedores, que deseen dilatar el pago a los mismos o que tengan un sistema de pagos complejo.

Entre las ventajas del *confirming* destacamos:

- Puede mejorar las negociaciones con los proveedores (precios y plazos de pago) al ofrecerles este servicio.
- Disminuye las tareas administrativas para la empresa y simplifica la gestión de pagos.
- Cobro asegurado para el proveedor.

Para el proveedor, las ventajas serían las mismas que ofrecen las operaciones de *factoring*, por cuanto que el *confirming*, desde el punto de vista del proveedor, no es más que una operación de *factoring*. Por esta causa, al *confirming* se le denomina «*factoring a la inversa*», dado que la operación nace a partir del obligado pago. No obstante, con el *confirming* el proveedor se ve obligado a trabajar con una determinada entidad financiera que seguramente no es la suya y, además, no puede disponer de sus facturas para poderlas descontar en la entidad financiera que desee.

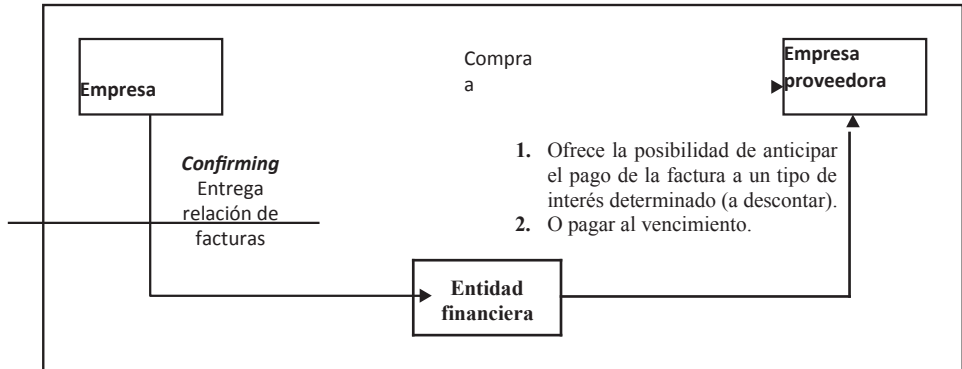


Figura 1.5. Esquema de funcionamiento del *confirming*.

## 5. FUENTES DE FINANCIACIÓN Y GRADO DE DESARROLLO DE LA EMPRESA

La figura 1.6 relaciona las fuentes de financiación adecuadas para cada uno de los grados de desarrollo de la empresa: (constitución, crecimiento y madurez), y en función del equilibrio entre rentabilidad, liquidez y riesgo. La clasificación es orientativa, pero permite observar cómo las distintas opciones de financiación disponibles para la empresa van cambiando a medida que lo hace la empresa en complejidad y tamaño.

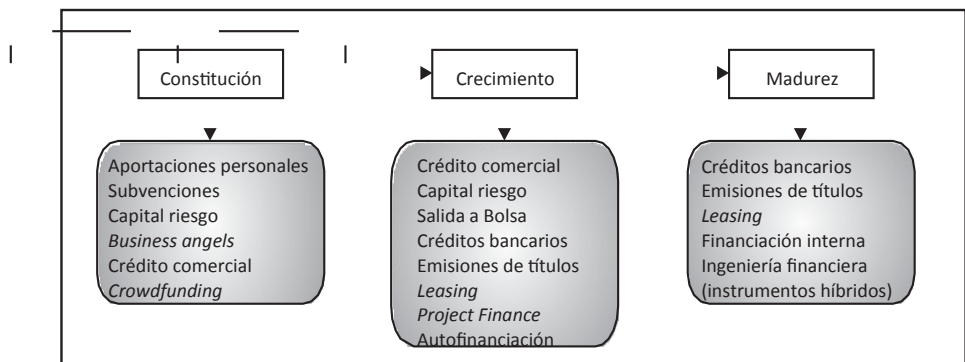


Figura 1.6. Fuentes de financiación y grado de desarrollo de la empresa.

## 1. CONSIDERACIONES PREVIAS

Decíamos en la introducción que el objetivo de la Planificación Financiera consiste en definir una situación probable futura de la empresa con la ayuda de las proyecciones de los flujos financieros. Estas proyecciones estarán calculadas después de asumir la implantación en la empresa de determinadas estrategias y políticas.

Dado un escenario, que actuará determinando ciertas restricciones y posibilidades, la planificación financiera proyecta la empresa hacia un futuro deseado, partiendo de una determinada situación actual, diseñando e implantando la estrategia que nos hará posible este camino. En consecuencia, con la planificación financiera podemos romper la tendencia natural de evolución de la empresa.

En el presente capítulo analizaremos detenidamente la práctica del método que proponemos para conseguir los objetivos definidos arriba.

## 2. CONTENIDO DE LA PLANIFICACIÓN FINANCIERA

La planificación financiera requiere:

1. *Configurar un modelo* que permita alcanzar los objetivos finales con la estrategia planteada y dentro de los escenarios previstos. El modelo puede ser matemático o contable, existiendo amplia bibliografía sobre ambos y defensores de unos u otros modelos. Por nuestra parte, nos inclinamos por un modelo contable, que expondremos en las siguientes páginas.

<sup>1</sup> Los aspectos teóricos que desarrollamos en este epígrafe tienen como referencia a Ruiz Martínez (1990 y 2001).

## Planificación financiera en la práctica empresarial

2. Tener en consideración a las *decisiones pasadas de la empresa*, ya que éstas nos determinan tanto la situación actual como parte de la situación futura. La situación pasada y presente nos la cuantifican, desde el punto de vista financiero, *los balances y cuentas de resultados históricos*.
3. *Diseñar las estrategias* para el futuro o «ruta a seguir», entendida como la fijación de los objetivos y la asignación de los recursos necesarios para su consecución. Cada estrategia estará compuesta por distintas *políticas* (estrategias de carácter funcional). Sus fases son las siguientes:
  - a) Formulación de *objetivos* y sub-objetivos.
  - b) Estudio de los *escenarios* internos y externos a la empresa.
  - c) Análisis, evolución y selección de alternativas que definan la estrategia a seguir en el futuro.
4. *Implantar las estrategias* ya seleccionadas, lo cual comprende las siguientes fases:
  - a) *Definición de un plan financiero*: expresión cualitativa de las estrategias empresariales seleccionadas anteriormente.
  - b) *Elaboración del presupuesto*: expresión cuantitativa del plan financiero. Los presupuestos desembocarán en el conocimiento previsional de las cuentas de pérdidas y ganancias, los balances y la posición de tesorería (presupuesto de tesorería).

Es precisamente a la parte de la implantación de las estrategias, bajo un modelo ya configurado, a la que nos vamos a dedicar en los próximos epígrafes.

De todas formas, es preciso señalar que el diseño de las estrategias realiza una profunda reflexión sobre la situación actual y la situación futura deseada para la empresa, así como de las posibilidades de la misma; *es el proceso realmente imaginativo y valioso para el gestor*.

## 3. DISEÑO E IMPLANTACIÓN DE LA ESTRATEGIA

Dentro del **diseño de las estrategias futuras**, tal como veíamos anteriormente, una vez formulados los objetivos y sub-objetivos empresariales, debemos estudiar los escenarios en los que la empresa desarrolla su actividad.

### 3.1. Estudiar los escenarios

Tanto el interno como el externo a la empresa. Esta fase irá acompañada de la realización razonada de un conjunto de previsiones, a ser posible cuantificadas, acerca de las variables fundamentales del entorno. Así, deberemos:

1. Establecer las posibles *estrategias del producto* que definirán las distintas posibilidades de formación para el *cash-flow* de explotación (o parte superior de las futuras Cuentas de Resultados). Tendremos que realizar previsiones sobre los productos a fabricar, productos a eliminar, precios de venta, precios de coste, demandas, producciones, etc. Son estas previsiones sobre el producto las más inciertas y las que deberán determinarse con mayor detenimiento. Obviamente, suelen ser las más complicadas de realizar.
2. Establecer las posibles *estrategias de capital*, compuestas a su vez por las siguientes políticas a largo plazo:
  - a) *Políticas de inversión*: previsiones sobre inversiones (alternativas, rentabilidad, riesgo, liquidez, etc.).
  - b) *Políticas de financiación*: previsiones sobre fuentes financieras (alternativas, costes, exigibilidad, riesgo, etc.).

Las oportunidades que ofrece el mercado de inversiones y financiaciones a largo plazo son múltiples y variadas. Si el planificador no tiene definidas estas opciones, o bien no le vienen impuestas y, por tanto, definidas previamente, deberá realizar una selección previa de las mismas con ayuda de los criterios clásicos de valoración (Valor Capital y/o Tanto Interno de Rendimiento). Como es sabido, estos métodos utilizan poca información para decidir, por lo que resultan baratos y cómodos para el objetivo propuesto de separar los que en principio pueden ser buenos proyectos de los malos, al objeto de considerarlos en el futuro Plan Financiero y hacer un análisis más detallado en el que, entre otros asuntos, tengamos en cuenta la influencia del corto plazo, podamos definir el perfil de tesorería resultante con ellos, etc.

Retomando el proceso, a continuación deberemos establecer las posibles descomposiciones del *cash-flow*, es decir, la parte inferior de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias, así como las opciones que tenemos con nuestros activos y recursos corrientes, o sea, establecer las llamadas:

3. *Estrategias financieras*, que recogerán las posibles políticas de la empresa en materia de distribución de los recursos generados por la misma. Esta distribución, como sabemos por la descomposición del *cash-flow*, viene determinada fundamentalmente por las amortizaciones contables, las reservas y/o los dividendos, ya que los costes financieros están fijados y los impuestos se derivan de los conceptos anteriores. Es más, podemos optar por dos de los siguientes tipos de políticas, al venir uno de los tres prefijados por los otros dos:
  - a) Política de amortizaciones: en la cual se establecerá la forma de amortizar contablemente a los activos de la empresa.
  - b) Política de dividendos: donde se establecerá la forma de retribuir a los accionistas.

- c) Política de reservas: donde se establecerá la parte de recursos generados que servirá para financiar inversiones.

Hay que tener en consideración que al fijar la política de amortización de los activos se estarán prefijando las siguientes cuestiones:

- Si la empresa seguirá una política de mantenimiento de sus activos a través de la amortización contable, CAC, haciendo coincidir a ésta con la denominada amortización económica, CAE, es decir, con la verdadera depreciación:  $CAC \cong CAE$ .
  - Si la empresa seguirá una política de rentabilidad para sus accionistas a través de los dividendos, de forma que utilizará las amortizaciones contables para favorecer a la política de dividendos, descapitalizando la empresa:  $CAC < CAE$ .
  - O bien si la empresa seguirá una política de crecimiento a través de las reservas, utilizando las amortizaciones contables para favorecer el crecimiento de la empresa a través de la autofinanciación,  $CAC > CAE$ .
4. *Estrategias a corto plazo*, que recogerán distintas posibilidades para cada una de las políticas de la empresa en relación a activos y recursos corrientes (corto plazo). Estará compuesta por diversas políticas referentes a cada una de las partidas que componen estos activos y recursos, entre otras: política de clientes, de *stocks*, de tesorería de seguridad, de proveedores de explotación, de créditos a corto plazo, etc.

### 3.2. Analizar, evaluar y seleccionar las alternativas posibles

Una vez determinadas las posibilidades en cuanto al producto, las inversiones y las financiaciones, etc., tendremos que evaluarlas y seleccionar la que se considere más conveniente, es decir, *un solo conjunto de estrategias entre las evaluadas*, y siempre en el contexto que marquen las regulaciones que afecten a la empresa. En consecuencia, de las múltiples estrategias de producto, de capital, etc., que se habrán evaluado, elegiremos una determinada:

- Estrategia del producto.
- Estrategia de capital.
- Estrategia financiera.
- Estrategia a corto plazo.

De esta forma:

1. *La estrategia del producto* proporcionará la parte superior de las Cuentas de Resultados previsionales, concretamente el *cash-flow* de explotación<sup>2</sup>.
2. *La estrategia de capital* recogerá las decisiones de inversión y financiación a largo plazo, es decir, la política de inversión, la de financiación, así como las políticas en relación a *activos y recursos permanentes*. Con esta información se elabora el denominado presupuesto de capital.
3. *Estrategia financiera*, al seleccionar un solo conjunto de dos de entre las siguientes tres políticas:
  - a) Política de amortizaciones contables.
  - b) Política de dividendos.
  - c) Política de reservas.

Ello determinará la descomposición del *cash-flow*.

4. Y, por último, la *estrategia a corto plazo*, que implica seleccionar una política para cada una de las partidas de activos y recursos corrientes que vayan a existir en la empresa, entre otras:
  - a) Política de stocks de materia prima, productos en curso y productos terminados.
  - b) Política de clientes.
  - c) Política de tesorería.
  - d) Política de proveedores.
  - e) Política de financiación a corto.

Estas políticas permitirán la construcción del cuadro de necesidades netas de capital corriente.

Respecto a la **implantación de las estrategias**, una vez seleccionado el que se considere el mejor conjunto de estrategias-políticas mencionadas arriba, su detallada descripción nos determina el llamado plan financiero, y su cuantificación, el presupuesto financiero.

Por tanto, este presupuesto, según el modelo contable que vamos a utilizar, exige la elaboración de los siguientes documentos, cuantificada su estimación para cada uno de los ejercicios de planificación:

- Cuadro de *cash-flow* o cuentas de pérdidas y ganancias previsionales.
- Cuadro de necesidades netas de capital corriente, NNCC.
- Presupuesto de capital.

<sup>2</sup> Pueden existir otros *cash-flows*, como los derivados de inversiones fuera de explotación, o los derivados de ventas de activos, que se sumarían al de explotación para estimar el *cash-flow* total.

- Presupuesto de tesorería.
- Balances previsionales.

En la figura 2.1 tenemos un esquema del proceso a seguir. Es importante señalar que el cuadro de necesidades netas de capital corriente proporciona las variaciones en los activos y recursos corrientes que sufrirán los futuros balances previsionales. Asimismo, el presupuesto de capital proporciona las variaciones en los activos y recursos permanentes; por ello, ambos cuadros, junto al balance inicial, permiten construir los balances previsionales.

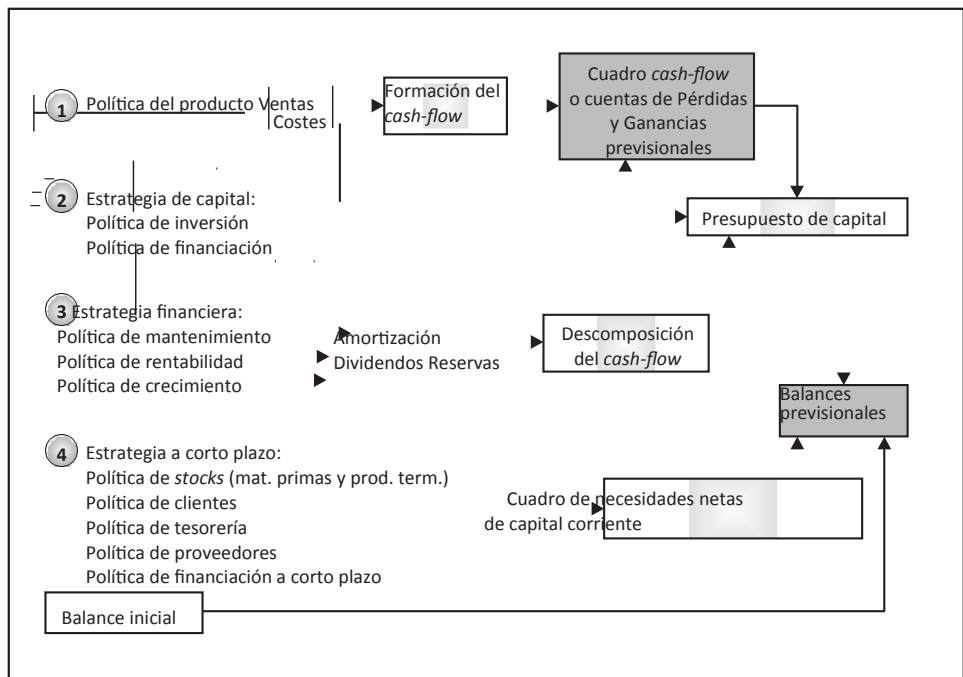


Figura 2.1 Proceso a seguir en la planificación financiera.

## 4. EL PRESUPUESTO DE CAPITAL

Su esquema es el que aparece en la tabla 2.1, en la que no hemos sido exhaustivos en cuanto a los distintos recursos y empleos que puede ofrecer el mercado.

Comprobamos que cuantifica, ejercicio a ejercicio, *las entradas y salidas de recursos a largo plazo que sufrirá la empresa en el futuro*, a consecuencia de las estrategias implantadas en la planificación. El presupuesto de capital se calcula, por tanto, en términos de renta y no de tesorería.

TABLA 2.1  
*Presupuesto de capital*

<b>Presupuesto de inversiones</b>	<b>Año 1</b>	<b>...</b>	<b>Año <i>n</i></b>
1. Gastos de inversión 1.1. Saldos de programas anteriores 1.2. Inversiones de renovación 1.3. Inversiones de expansión 1.4. Inversiones complementarias 2. Necesidades netas de capital corriente 3. Amortizaciones financieras a largo plazo 3.1. De recursos a largo plazo, nuevos 3.2. Ficticias <sup>3</sup> 4. Otros empleos <sup>4</sup>			
<b>Total empleos: 1 + 2 + 3 + 4</b>	$E_1$	...	$E_n$
<b>Presupuesto de financiación</b>			
5. Autofinanciación 6. Financiación externa 6.1. Ampliaciones de capital 6.2. Préstamos nuevos 6.3. Acreedores a largo plazo nuevos 7. Desinversiones 8. Recursos extraordinarios (subvenciones) 9. Otros recursos <sup>5</sup>			
<b>Total recursos = 5 + 6 + 7 + 8 + 9</b>	$R_1$	...	$R_n$
<b>Superávits/déficits del período</b>	$R_1 - E_1$	...	$R_n - E_n$
<b>Superávits/déficits acumulados</b>			

<sup>3</sup> Corresponden a Cuotas de Aplicación de las nuevas subvenciones, CASubv, como contrapartida a la parte de autofinanciación derivada de estas cuotas originadas en el cuadro de *cash flow*, CASubv(1-t), y que, como es obvio, no son nuevos recursos. La diferencia entre lo que ponemos en empleo y lo que aparece en recursos a través de la autofinanciación, CASubv•t, es el empleo a financiar. Asimismo, se considerarán en este apartado las disminuciones de reservas como contrapartida a una ampliación de capital con cargo a reservas, etc.

<sup>4</sup> Esta es una línea genérica representativa de una o más líneas en las que se recogerán cualquier otro empleo que no aparezca en los epígrafes superiores. Normalmente recoge ciertos empleos como contrapartida a determinados recursos contemplados en la parte baja del cuadro. Por ejemplo: accionistas pendientes de desembolso como contrapartida a la parte de ampliaciones de capital no desembolsadas, deudores por desinversiones, etc. Cada uno de estos empleos, en los casos resueltos, los especificaremos mediante una línea cuyo título sea representativo del empleo en cuestión, por ejemplo: «Accionistas pendientes de desembolso», «Deudores por desinversiones», etc.

<sup>5</sup> Al igual que en la nota anterior, estamos ante otra línea genérica que recogerá cualquier otro recurso que no aparezca en los epígrafes superiores. Así, pueden aparecer recursos que sean contrapartida de empleos considerados en la parte alta de la tabla, por ejemplo las disminuciones de «accionistas pendientes de desembolso», disminuciones de «deudores por desinversiones», etc. Cada uno de estos recursos, en los casos resueltos, los especificaremos mediante una línea cuyo título sea representativo del recurso en cuestión.

Concretamente, es el tratamiento cuantitativo de las cifras provisionales y previsionales de activos y recursos permanentes. Es decir, *se trata de cuantificar para el futuro las variaciones que sufrirá la parte permanente del Balance empresarial derivadas tanto de la situación de partida como de las nuevas estrategias y políticas que implantaremos*. En consecuencia, es un presupuesto a largo plazo.

Aprovechando que este cuadro es indicativo de las variaciones en los activos y los recursos permanentes futuros, podemos construirlo de *una específica forma*, como veremos en las explicaciones siguientes, para que tenga como ventaja la determinación inmediata de la parte permanente de los Balances previsionales, al integrar las variaciones de este Presupuesto de Capital en las cifras del Balance inicial del horizonte de planificación.

Esquemáticamente consiste en elaborar un *cuadro de financiación* futuro a largo plazo, constando, en consecuencia, de dos presupuestos parciales:

- Presupuesto de inversiones:  $\Delta$  activos fijos o  $\nabla$  recursos fijos.
- Presupuesto de financiación:  $\nabla$  Activos fijos o  $\Delta$  recursos fijos.

La intención de este presupuesto reside en equilibrar, en lo posible, empleos y recursos en el horizonte de planificación, por lo que debería cumplirse en cada uno de los momentos de tiempo que:

Empleos o aplicaciones  $\cong$  Orígenes o recursos

$$\Delta \text{ Activos fijos} + \nabla \text{ recursos fijos} \cong \nabla \text{ activos fijos} + \Delta \text{ recursos fijos}$$

Aun cuando el *objetivo básico sea la búsqueda de un perfil presupuestario cercano a cero en cada momento*, al caracterizarse las operaciones financieras a largo plazo por entradas y salidas puntuales y cuantiosas, que, además, normalmente no son coincidentes en el tiempo, este objetivo puede que no llegue a cumplirse, materializándose las diferencias en *déficits o superávits* del presupuesto.

En cualquier caso, lo que *debe cumplirse necesariamente para la viabilidad del presupuesto es que su saldo acumulado final sea no negativo (mayor o igual a cero)*, aun cuando existan superávits/déficits anuales importantes. Es decir, un presupuesto viable sólo implica la cobertura global de las necesidades financieras en todo el horizonte temporal de planificación; por tanto, un presupuesto de capital viable puede tener grandes déficits puntuales de recursos, que serán compensados en el período de planificación con superávits anuales posteriores<sup>6</sup>. En consecuencia, deberemos llegar a unos superávits y déficits *acumulados* que sean todos iguales o mayores a cero, admitiéndose déficits *anuales*.

<sup>6</sup> Otra cuestión es la que denominaremos *alisado o equilibrado* del presupuesto de capital, en donde una vez comprobada su viabilidad (saldo acumulado final nulo o positivo) intentamos conseguir un perfil presupuestario del resto de saldos acumulados cercano a cero y positivo, al eliminar los déficits/superávits puntuales; y todo ello sin hacer inviable al citado presupuesto. Lo veremos más adelante.

A continuación tratamos cada una de las partidas que *normalmente* componen el presupuesto de capital, divididas en sus dos bloques de empleos y recursos.

## 4.1. Los empleos

La parte superior de la tabla 1 correspondiente al presupuesto de capital la ocupa el llamado presupuesto de inversión. Éste es un presupuesto parcial que recoge las necesidades de inversión<sup>7</sup> que tendrá la empresa en el horizonte de planificación determinado, derivadas tanto de la situación actual (y reflejadas en el Balance inicial<sup>8</sup>) como de las políticas y estrategias planteadas para el futuro.

### 4.1.1. Los gastos de inversión

Los gastos de inversión, en general, recogen aquellas inversiones o necesidades financieras relacionadas directa o indirectamente con la actividad típica de la empresa. Para su inclusión en el Presupuesto de Capital es necesario cumplir con una etapa previa, más simplificada, correspondiente a la valoración y selección de las mejores oportunidades de inversión mediante los criterios clásicos de valoración. Una vez cumplida esta etapa y pre-seleccionadas las mejores inversiones, deberemos introducirlas en el presupuesto de Capital para determinar su influencia en todas las variables empresariales junto al resto de estrategias.

Dentro del Plan General de Contabilidad, corresponden estos gastos a los subgrupos 20 a 23. De todas formas, al objeto de clarificar conceptos, a continuación se explica cada uno de ellos.

#### 4.1.1.1. Saldo de programas anteriores

Normalmente suelen existir solapamientos entre distintos planes y presupuestos, correspondiendo estas salidas de recursos financieros a partidas presupuestarias traídas total o parcialmente al presupuesto actual que nos ocupa, desde otro presupuesto anterior en el tiempo, bien porque su devengo corresponde a un momento de tiempo del actual horizonte de planificación, o bien por estar retrasados en su realización. Recordamos que estamos tratando de estudiar el equilibrio financiero global de la empresa y no el de un determinado presupuesto parcial; en consecuencia, deben tenerse en cuenta estos empleos.

<sup>7</sup> En sentido amplio, recoge tanto los incrementos de activos permanentes como los decrementos de recursos fijos.

<sup>8</sup> Nos referimos, por ejemplo, a las amortizaciones financieras de la deuda contempladas en Balance.

Los saldos correspondientes a programas anteriores a la planificación que realizamos se detectan al analizar detenidamente el Balance de partida de la planificación<sup>9</sup>. Corresponden normalmente a:

- a) Gastos de inversión pendientes de realizar.
- b) Desembolsos de capital pendientes<sup>10</sup>.
- c) Amortizaciones financieras pendientes de pasivos en balance.
- d) Aplicaciones de subvenciones pendientes por subvenciones de capital en balance, etc.

Es importante señalar que, al considerar en los saldos de programas anteriores las variaciones que sufrirán los futuros balances de la empresa, en sus partidas a largo plazo y derivadas de obligaciones reflejadas en el balance inicial *el resto de partidas de recursos y empleos del presupuesto de capital corresponden exclusivamente a nuevas entradas o salidas de renta a largo plazo, derivadas de las nuevas políticas empresariales que se fijaron al principio del horizonte de planificación*. En consecuencia, esta línea de saldo de programas anteriores permite separar las variaciones futuras en activos y recursos permanentes, derivadas de los planes anteriores, a especificar en este saldo, de las derivadas de las nuevas estrategias y políticas a implantar con la nueva Planificación Financiera. En otras palabras, separamos para el futuro empresarial, las consecuencias que tienen las decisiones tomadas en el pasado del nuevo Plan Financiero, de las consecuencias específicas de éste.

Y esto es así por cuanto que a final de la planificación normalmente se deberán tomar medidas que modifican las distintas partidas al objeto de equilibrar el Presupuesto de Capital. Estas medidas tienen distinto grado de compromiso y necesitan distinta negociación si ya están comprometidas por la empresa (las correspondientes a la línea de «saldo de programas anteriores») o están por comprometer (resto de las líneas del Presupuesto).

A continuación de la línea 1.1 del presupuesto de capital, en las líneas 1.2 a 1.4 incluiremos las futuras necesidades de recursos derivadas de los nuevos gastos de inversión productiva que se definan en la política de inversiones. Hemos optado por subdividir las en tres apartados por motivos pedagógicos, pero téngase en cuenta que lo importante es cuantificarlas y ponerlas en el presupuesto, no su clasificación; se pueden clasificar como mejor convenga.

<sup>9</sup> Las distintas partidas se determinan al repasar cada una de las cuentas de activo, neto y pasivo permanente del Balance inicial y estimar sus consecuencias para el futuro. Algunas de las variaciones de estas cuentas vienen ya recogidas en el presupuesto de capital a través de la futura autofinanciación (variaciones en el fondo de amortización, en las reservas, en las posibles pérdidas a través de su compensación, etc.). Se trata, por tanto, de considerar en este epígrafe las variaciones futuras no consideradas en la autofinanciación; es decir, las correspondientes a deudas antiguas a través de sus cuotas de amortización, subvenciones antiguas a través de sus cuotas de aplicación, accionistas pendientes de desembolso a través de los posibles desembolsos futuros previstos, etc.

<sup>10</sup> Con signo negativo, ya que corresponden a nuevos recursos y están situados en la parte de presupuesto de capital correspondiente a los empleos.

#### 4.1.1.2. Inversiones de renovación y modernización

Normalmente no amplían la capacidad productiva, siendo necesarias por estar los activos productivos depreciados física o económicamente.

#### 4.1.1.3. Inversiones de expansión o diversificación

Como su propio nombre indica, pretenden ampliar la capacidad productiva o diversificar la producción. Entran aquí aquellas inversiones que atienden a los siguientes objetivos:

- a) Alterar el carácter y composición de la demanda.
- b) Crear economías de escala que mejoren la absorción de los costes fijos sin alterar la cuantía del coste variable medio.

#### 4.1.1.4. Inversiones complementarias

Aquellas inversiones necesarias para hacer operativas las incluidas en apartados anteriores, y que no forman parte de los gastos de explotación destinados a integrarse en las necesidades de activos corrientes. Entre otras podemos destacar:

- a) Adquisición de derechos y patentes.
- b) Aumento de medios de transportes.
- c) Aumento de capacidad de almacenaje.
- d) Instalaciones de higiene y seguridad.
- e) Inversiones sociales.
- f) Inversiones en equipos informáticos, etc.

Insistimos en que la descripción realizada es indicativa y no exhaustiva. *Lo importante no es la clasificación de estos gastos, sino tenerlos en consideración en el presupuesto de capital.*

### 4.1.2. ***Necesidades netas de capital corriente (NNCC): el cuadro de NNCC***

Los nuevos gastos de inversión planificados para el futuro, así como la nueva estrategia a corto plazo generarán, con seguridad, modificaciones en el capital corriente necesario de la empresa. Las variaciones citadas son las que denominamos «Necesidades Netas de Capital Corriente, NNCC» definidas como la diferencia entre las necesidades de activos corrientes reclamadas por el plan menos los recursos a corto utilizados. Por tanto, esta diferencia, en caso de ser positiva, debe ser financiada con

recursos financieros a largo plazo y, en consecuencia, deben tenerse en cuenta en la parte de inversión del Presupuesto de Capital como empleo. Si fuera negativa la citada diferencia, sería un recurso adicional a contemplar en el presupuesto de Capital.

Debemos, pues, conocer la composición inicial de los activos y recursos corrientes, así como los objetivos y nuevas políticas de la empresa con respecto a éstos, para que podamos estimar las NNCC de la siguiente forma:

$$NNCC_i = (AC - RC)_{\text{ejercicio } i} - (AC - RC)_{\text{ejercicio } (i - 1)} = \Delta \nabla AC_i - \Delta \nabla RC_i$$

$AC$  y  $RC$  son, respectivamente los activos y pasivos corrientes. Comprobamos cómo ahora el cálculo de las necesidades netas de capital corriente debe ser más preciso que el explicado al valorar inversiones ( $\Delta \nabla CC = \Delta \nabla GMD \times PM$ )<sup>11</sup>; por ello utilizaremos el que hemos denominado en la tabla 2.2 «cuadro de NNCC».

Debemos insistir en que, como indica su nombre, estamos en un cuadro en el que sólo intervendrán operaciones a corto plazo, ya que las de largo plazo irán en el Presupuesto de Capital.

La estructura del citado cuadro será aquella que incluya a *todas las partidas de activos y recursos corrientes que existirán en la empresa durante el horizonte temporal de planificación*. En la tabla 2.2 tenemos un ejemplo en donde las partidas no son exhaustivas. Cabe aclarar que el número de columnas a considerar corresponde a una para la situación de partida dada por el Balance de la empresa en el momento de planificar, y tantas columnas adicionales como años quieran planificarse. Respecto al número de filas, tendremos que ver:

- En primer lugar, las partidas de activos y pasivos a corto plazo que ya existen en la empresa.
- Considerar, adicionalmente, los posibles activos y pasivos a corto plazo que se generen por la nueva política a corto plazo definida en la planificación.
- En último lugar, determinar los saldos finales para cada ejercicio de esas partidas.

Con respecto a lo primero, contamos en principio con una situación inicial dada por las cuentas de activos y pasivos a corto plazo especificados en el Balance de la empresa en el momento presente. Normalmente estas cuentas seguirán existiendo en el futuro; por tanto, deben tenerse en cuenta en la estructura del cuadro que vamos a construir. Por otra parte, deberemos completar las cuentas anteriores con cada una de las posibles nuevas cuentas que establezca la estrategia a corto plazo definida para el futuro. Unas y otras determinan la estructura del cuadro de necesidades netas de capital corriente<sup>12</sup>.

<sup>11</sup> Véase Durbán Oliva, S. (2008): *Dirección financiera*. McGraw-Hill, epígrafe 2.3, capítulo 1.

<sup>12</sup> Comprobaremos posteriormente cómo el cuadro de *cash-flow* determina dos cuentas de pasivos corrientes adicionales, los impuestos a pagar y los dividendos a pagar, pues normalmente a final de ejercicio quedarán parte de impuestos y dividendos generados en el ejercicio y a pagar en el siguiente ejercicio.

TABLA 2.2

*Cuadro de necesidades netas de capital corriente*

Cuentas	Situación inicial	1	...	n
Existencias de materias primas				
1. $\Delta \nabla$ Existencias de materias primas				
Existencias de productos terminados				
2. $\Delta \nabla$ Existencias de productos terminados				
Efectos a cobrar				
3. $\Delta \nabla$ Efectos a cobrar				
Tesorería objetivo				
4. $\Delta \nabla$ Tesorería objetivo				
<b>5. <math>\Delta \nabla</math> Activos corrientes = 1 + 2 + 3 + 4</b>				
Proveedores				
6. $\Delta \nabla$ Proveedores				
Acreedores a corto plazo y créditos a corto plazo				
7. $\Delta \nabla$ Acreedores a corto y créditos a corto plazo				
Dividendos a pagar				
8. $\Delta \nabla$ Dividendos a pagar				
Impuestos a pagar				
9. $\Delta \nabla$ Impuestos a pagar				
<b>10. <math>\Delta \nabla</math> Pasivos corrientes = 6 + 7 + 8 + 9</b>				
<b>11. Necesidades netas de capital corriente = 5 - 10</b>				

Con respecto a los saldos finales para cada ejercicio y cada cuenta, conocemos, por una parte, la situación en la empresa de los saldos de las cuentas a corto en el momento inicial de la planificación<sup>13</sup>, es decir, sabemos la cuantificación de la primera columna de la tabla 2.2, denominada *situación inicial*, y, por otra parte, respecto al resto de saldos finales, futuros, de cada partida, la estrategia a corto plazo determinará sus cuantías. Una vez estimados los saldos finales de cada cuenta, se determinarán sus variaciones de final de un año con respecto al final del anterior. La suma de las variaciones en cada ejercicio de los activos corrientes determina la variación total de activos corrientes (fila 5 de la tabla 2.2). Igualmente determinamos la variación total de pasivos corrientes (fila 10, tabla 2.2) para, por diferencia de la anterior con ésta, estimar las cuantías en cada ejercicio de las nuevas necesidades de capital corriente (fila 11).

<sup>13</sup> O saldos finales del período anterior a la planificación.

El compromiso en el Plan Financiero con respecto a la tesorería reside en buscar financiación para el objetivo de tesorería mínima o tesorería de seguridad. Es decir, con respecto a los valores futuros de los saldos para la cuenta de tesorería, debemos introducir el *objetivo de tesorería*, definido en la estrategia a corto plazo (concretamente en la política de tesorería) y *que tiene que cumplirse necesariamente*; es decir, no expresará esta línea la tesorería que genera el Plan. De esta forma nos aseguramos la financiación del objetivo propuesto para la tesorería. En cuanto al valor de la cuenta de tesorería en su situación inicial, estará expresado por el saldo de esta cuenta en el Balance último de la empresa o Balance inicial de la planificación.

Los deterioros (antiguas provisiones a corto plazo), en caso de que existan, no los contemplaremos en este cuadro, al objeto de no duplicarlos en el cálculo final. Téngase en cuenta que se consideran parte de la autofinanciación, estimada en el cuadro de *cash-flow*. En consecuencia, aparecerán en el presupuesto de capital a través de esta partida<sup>14</sup>, no pudiendo incluirse otra vez a través de la partida NNCC. Recordamos que el proceso que proponemos para planificar consta en principio de dos cuadros, uno expresivo de las operaciones a corto plazo (NNCC) y otro para las operaciones a largo (Presupuesto de Capital) cualquier operación de la empresa estará en uno o en otro, pero no en ambos cuadros, como es lógico.

La fila 5 del cuadro que venimos analizando, correspondiente a variaciones de las cuentas de activos corrientes futuros, tendrán normalmente signo positivo y corresponden a inversiones a corto que deberemos financiar. Por el contrario, la fila 10, relativa a las variaciones de pasivos corrientes, tomará normalmente signo positivo y corresponde a nuevas fuentes financieras que podrán atender a las necesidades del párrafo anterior<sup>15</sup>. Estas inversiones a corto plazo especificadas en el cuadro, por la fila 5, estarán financiadas con recursos a corto plazo del mismo, fila 10, excepto la parte de ellas que compongan las NNCC<sup>16</sup>.

La diferencia ente la fila 5 y la 10, es decir, entre las variaciones de activos corrientes y las de pasivos corrientes, determinará las variaciones de capital corriente. Es decir, corresponde a activos corrientes no financiados con los recursos a corto plazo de la fila 10; por tanto, son las variaciones que experimenta el capital corriente con la nueva planificación que estamos realizando.

Si éstas son positivas representarán una necesidad financiera *a largo plazo* (un incremento de capital corriente que habrá que financiar), y si son negativas una fuente financiera (una desinversión en capital corriente que nos proporcionará financiación) *a largo plazo*.

<sup>14</sup> Véase el apartado 4.2.2, último párrafo. Téngase en cuenta que las distintas fuentes financieras se contemplan en el cuadro de NNCC (si son a corto plazo) y en el presupuesto de capital (si son a largo plazo). Los deterioros, por estar integrados en la autofinanciación, son la única excepción de una fuente a corto a contemplar en el presupuesto de capital.

<sup>15</sup> Si tomaran signo negativo corresponden a disminuciones de recursos y, por tanto, serían necesidades financieras.

<sup>16</sup> Si las NNCC tomaran signo negativo, corresponden a disminuciones de activo y, por tanto, estaríamos hablando de fuentes financieras (financiación).

Es obvio que la diferencia comentada, sea positiva o negativa, deberá integrarse en el presupuesto de capital al objeto de financiarla (si es positiva) o para que sirva de fuente financiera (si es negativa).

Por último, comprobamos cómo este cuadro, directamente, a través de los valores representativos de los saldos finales de cada una de las cuentas a corto plazo, proporciona la parte corriente de los futuros balances previsionales, a excepción de los saldos finales de la cuenta de tesorería<sup>17</sup>.

Una vez vista la construcción general del cuadro, vamos a dar algunas indicaciones para cuantificar los distintos saldos de las cuentas a corto plazo, concretamente para los impuestos y dividendos a pagar, los proveedores y los clientes o efectos a cobrar:

- a) *Dividendos e impuesto de sociedades a pagar.* Vamos a tomar *el acuerdo en este libro de pagar estos conceptos al año siguiente de su generación*, por tanto, los saldos finales para cada período de estas cuentas de pasivo corriente salen directamente de las líneas correspondientes al cuadro de *cash-flow* que veremos a continuación, que expresan el dividendo y el impuesto generado en el período correspondiente.

Respecto a la influencia del impuesto sobre el valor añadido, IVA, en el cuadro de necesidades netas de capital corriente debe incluirse, dentro del activo o pasivo corriente, el saldo a final de año de la diferencia entre el IVA soportado y el IVA repercutido en el ejercicio.

- b) *Proveedores.* Corresponden a los saldos finales en cada período por las deudas que tiene la empresa derivadas de sus relaciones, con los que aportan los bienes y servicios de explotación. Es decir, en general, a deudas con los proveedores de materia prima, deudas con los trabajadores por salarios<sup>18</sup> y deudas derivadas de los otros gastos de explotación. Conoceremos por la política a corto plazo el número de días que tardamos en pagar a cada proveedor citado. En consecuencia, si suponemos una generación del gasto de uniforme a lo largo del tiempo, tan sólo tenemos que multiplicar ese número medio de días por los gastos medios diarios de cada concepto para tener un saldo final conjunto de la cuenta de proveedores para materia prima, *mp*, salarios, *mo*, y gastos generales u otros gastos, *og*. Es decir:

$$\text{Proveedores} = (\text{Compras } mp \text{ al año}/360) \times n.^{\circ} \text{ días que tarda en pagarse la } mp + (\text{salarios anuales}/360) \times n.^{\circ} \text{ días que tarda en pagarse la } mo + (\text{otros gastos anuales}/360) \times n.^{\circ} \text{ días que tarda en pagarse } og.$$

<sup>17</sup> Veremos posteriormente cómo cualquier superávit/déficit del presupuesto de capital irá a favor o en contra de este objetivo, apareciendo en Balance.

<sup>18</sup> En Contabilidad se crea una cuenta especial de pasivo para los salarios debidos (retribuciones pendientes de pago), asimismo, se crean otras cuentas para cada proveedor. Por nuestra parte le vamos a dar el mismo tratamiento a todos los proveedores, englobándolos en una sola cuenta genérica de proveedores, sean por salarios, por materia prima o por gastos generales.

Y tenga en cuenta que el saldo medio de proveedores por materias primas se determina con ayuda de las compras del año y no con el consumo de las mismas.

- c) *Clientes*. Al igual que los proveedores, el saldo final de la cuenta de clientes vendrá dado al multiplicar las ventas medias diarias por el número de días que damos de plazo para cobrar a los clientes<sup>19</sup>.

Suponiendo la existencia de un *descuento de papel*, es decir, de establecer con una institución financiera el acuerdo para llevarle facturas (papel) al objeto de que nos las haga líquidas, cobrándonos la institución un porcentaje sobre el papel descontado, tenemos una operación de financiación que convierte parte de la cuenta de clientes en tesorería con un coste. Esta operación, como es obvio, deberá tenerse en cuenta para establecer el saldo final de la cuenta de clientes de la siguiente forma:

- Determinar los saldos finales de la cuenta de clientes sin tener en consideración el descuento de papel.
- Restar de los saldos finales de cada año la cantidad máxima del descuento de papel. Suponiendo que en un determinado año no se disponga de papel suficiente, dejar a cero el saldo correspondiente de la cuenta de clientes. Los saldos resultantes son los que aparecerán en el cuadro de NNCC.
- Por otra parte, a la cantidad de papel descontado anualmente se le aplicará el porcentaje negociado con el banco representativo del coste del descuento, al objeto de cuantificar los costes financieros anuales del descuento. Éstos serán llevados al *cash-flow* en la línea de costes financieros.

Por último, y en orden a otra simplificación de los cálculos a realizar, sabemos que, de los saldos de las deudas a largo, contablemente se pasa a corto plazo la cuantía a pagar antes del año; obviamente se está generando un pasivo corriente a tener en consideración en el cuadro de NNCC. Por nuestra parte, no tendremos en cuenta esta reclasificación, por lo que las deudas a largo tendrán influencia exclusiva en el presupuesto de capital y nunca en el cuadro de NNCC.

### 4.1.3. *Las amortizaciones financieras*

Hemos distinguido en el presupuesto de capital entre amortizaciones financieras reales y ficticias. Ambas producen una disminución (amortización) de algún recurso, siendo la única diferencia entre ellas que las primeras corresponden a pagos, mientras que las segundas suelen corresponder a ajustes contables entre cuentas de pasivo y patrimonio neto.

<sup>19</sup> Tanto en proveedores como en clientes estamos simplificando el cálculo al suponer que los gastos (*mp, mo y og*) e ingresos (ventas) que originan estas cuentas se distribuyen uniformemente a lo largo de los días del año. Además, en los cálculos especificados hemos supuesto el año con 360 días.

#### 4.1.3.1. Amortizaciones financieras reales

Las amortizaciones financieras reales son la devolución de los capitales de la empresa, propios o ajenos; es decir, la contrapartida de la aparición en el presupuesto de capital como nuevas fuentes financieras de los préstamos, créditos, acreedores y capital, que aparecen en la parte inferior de la tabla. Las amortizaciones financieras *reales* corresponden a las derivadas de los posibles *nuevos* capitales que hayamos definido en la estrategia de financiación. En el presupuesto de capital deben computarse exclusivamente las amortizaciones financieras que corresponden a financiación permanente, ya que es un presupuesto de recursos y empleos a largo plazo. Las correspondientes a financiación a corto plazo se tendrán en cuenta en el cuadro de NNCC. Por otra parte, las amortizaciones de los recursos permanentes contratados en presupuestos *anteriores*, y cuyos vencimientos correspondan a fechas dentro del horizonte temporal de la planificación, las hemos tenido en consideración en el capítulo de «Saldos de Programas Anteriores» de este presupuesto.

#### 4.1.3.2. Amortizaciones financieras ficticias

En este apartado se incluyen, entre otras, las partidas siguientes.

a) *Cuotas de aplicación de las subvenciones de capital.* Entre las amortizaciones financieras ficticias se encuentran estas cuotas, que en el balance originan la disminución paulatina de la cuenta de subvención, hasta su total desaparición. Ahora bien, no es este el motivo por el que deben aparecer en la parte del presupuesto de capital dedicada a inversiones. Expliquemos esto. Al determinar el *cash-flow* total, vamos a tener en consideración los *cash-flows* que realmente corresponden a recursos generados (*cash-flow* de explotación, atípico o extraordinario), más otro correspondiente a las cuotas de aplicación de las subvenciones que *no* corresponden a recursos generados. Esto es así por cuanto que estas cuotas deben pagar impuestos y, además, la cuota neta de impuestos debe estar destinada para aumentar las reservas empresariales. Ahora bien, la consideración de las cuotas de aplicación de las subvenciones como recursos generados implica que la autofinanciación determinada en el cuadro citado no es real. Para que ésta represente a los verdaderos recursos que la empresa se queda para su libre utilización, deberá disminuirse por la cantidad correspondiente a las cuotas de aplicación de las subvenciones. Dicho esto, como en el presupuesto de capital consideraremos como recurso financiero la autofinanciación del cuadro de *cash-flow*, deberemos corregirla a la baja por las citadas cuotas de aplicación, considerándolas en la parte superior del presupuesto de capital como empleos ficticios. Así, *las cuotas de aplicación de las subvenciones que aparecen en el presupuesto de inversiones del presupuesto de capital son en realidad la contrapartida a la parte de autofinanciación que se deriva de ellas*, de forma que se reconozca que tanto esta parte de autofinanciación como la cuota de la subvención son recursos y necesidades ficticias, respectivamente, que deben anularse en el

cómputo del presupuesto de capital, y que corresponden exclusivamente a la necesidad de reflejar tanto el pago de impuestos por la aplicación de la subvención realizado en el cuadro de *cash-flow*, como su contribución al aumento de reservas de que realizan las cuotas netas de impuestos.

En resumen, la introducción explícita de estas cuotas de aplicación de las subvenciones entre las necesidades a financiar presenta dos ventajas: la primera reside en que, al construir la parte permanente de los futuros balances con ayuda del presupuesto de capital, tendremos como recordatorio estas cuotas para el cálculo en los balances sucesivos del saldo de la subvención que las ha generado; la segunda ventaja, que además es una necesidad, reside en especificar que estas cuotas corresponden a la anulación de parte de la autofinanciación determinada por el cuadro de *cash-flow* que no es real.

Al igual que decíamos para las amortizaciones financieras reales, las aplicaciones de subvención correspondientes a subvenciones de capital recibidas en presupuestos anteriores, y con efectos en el horizonte temporal de planificación, aparecerán en saldos de programas anteriores.

b) *Disminución de reservas.* Adicionalmente a las amortizaciones financieras ficticias analizadas, aparecerán las correspondientes a ampliaciones de capital con cargo a reservas. Es decir, esta operación financiera se expresará en el presupuesto de capital, tomando en consideración en los recursos financieros a la ampliación de capital, y en los empleos (dentro de las amortizaciones financieras ficticias) a la disminución de reservas por este concepto.

Así, si se realiza una *ampliación de capital con cargo a reservas*, no estamos ante un incremento de financiación, sino ante un mero cambio entre cuentas del balance. Por tanto, y en principio, no tendríamos por qué considerar la ampliación en el presupuesto de capital. Afectará exclusivamente al cuadro de *cash-flow* por el incremento de dividendos a pagar. De todas formas, si queremos que el presupuesto de capital sirva de guía para la construcción de los balances previsionales, deberemos incluir la ampliación de capital en los recursos y una contrapartida en empleos que anule a estos recursos; es decir, una nueva línea en la parte de inversiones del presupuesto de capital, representativa de la disminución de reservas generadas por la ampliación.

Otra operación que da lugar a la amortización de reservas consiste en el *pago de dividendos con cargo a las mismas*. En este supuesto, la operación sí da lugar a un pago, por lo que en el Presupuesto de capital aparecerá exclusivamente la amortización de reservas, sin ninguna contrapartida.

#### 4.1.4. *Otros empleos*

Nos referimos aquí a empleos cuya razón de ser está en recordarnos información para la elaboración de los futuros balances, como pueden ser los accionistas pendientes de desembolso, unos deudores por desinversiones con pago aplazado, etc.,

o bien otros empleos que no han tenido cabida en la descripción de los apartados anteriores.

Por ejemplo, respecto a *ampliaciones de capital con desembolsos aplazados*, en puridad sería suficiente la creación de una sola línea de recursos expresivos de los distintos desembolsos en cada período. Ahora bien, si queremos que el presupuesto de capital refleje las variaciones en los activos y recursos permanentes y, concretamente, que nos recuerde el balance a realizar, debemos expresar en recursos el capital suscrito y en empleos una línea de «accionistas pendientes de desembolso», con el solo objeto de ser la contrapartida al capital suscrito que no está desembolsado en el período correspondiente. Obviamente, la nueva línea de «accionistas pendientes de desembolso» tendrá a su vez otra contrapartida en la parte de financiación del presupuesto de capital, correspondiente a los «desembolsos de accionistas pendientes».

En resumen, el tratamiento de una ampliación de capital con desembolsos aplazados será el siguiente:

1. En recursos, en el período correspondiente a la ampliación, y concretamente en la fila de incremento de capital social, se indicará el incremento de capital desembolsado y no desembolsado, es decir, suscrito.
2. Se crea una fila adicional en las aplicaciones que exprese la parte de capital no desembolsada en el mismo período anterior, al objeto de que en el superávit/déficit de este período aparezcan los recursos netos realmente aportados por los socios.
3. Por último, otra vez en la parte de los recursos crearemos otra fila expresiva de los sucesivos desembolsos a realizar a lo largo de los siguientes períodos derivados de la cuenta de accionistas pendientes de desembolso.

El mismo procedimiento utilizaremos para expresar unos *deudores por desinversiones con pago aplazado*, mediante las siguientes líneas en el presupuesto de capital:

1. Recursos.....«Desinversiones», por su valor contable neto.
2. Empleos.....«Deudores por venta de inmovilizado», expresiva de la deuda que aceptamos del comprador.
3. Recursos.....«Cobro de deudores por venta de inmovilizado», expresiva de las distintas entradas de recursos por cancelación de la deuda.

También aparecerán en otros empleos, como línea independiente, la *aplicación de las provisiones* realizadas dentro del horizonte temporal del plan financiero. Es decir, las que correspondan a provisiones anteriores al comienzo del plan aparecerán en una línea separada dentro del epígrafe «Saldo de programas anteriores», y las que correspondan a provisiones realizadas en el horizonte temporal del plan, en línea separada dentro del epígrafe «Otros empleos».

Otros empleos pueden corresponder a *inversiones financieras*, es decir, aquellas cuyo soporte son los activos financieros con una duración superior al año y que no corresponden al tráfico normal de la empresa: préstamos de la empresa, cartera de valores a largo plazo, participaciones en empresas, etc.

Estas inversiones financieras se realizan al objeto de consolidar la empresa desde el punto de vista económico-financiero, o bien para completar la estrategia de inversiones productivas. Aparecerán en esta línea siempre que se prevea su permanencia en la empresa a medio/largo plazo.

En resumen, el presupuesto de capital especificado en la tabla 2.1 se deberá adecuar a las situaciones particulares de cada planificación, creando las líneas necesarias (en empleos o recursos) para representar de forma ajustada las distintas variaciones que sufren los activos y recursos permanentes de la empresa planificada.

## 4.2. Los recursos financieros

### 4.2.1. Introducción

La mitad inferior de la tabla 2.1, correspondiente al presupuesto de capital, la ocupa el llamado presupuesto de financiación. Se trata de un presupuesto parcial (sólo financiación) que recoge exclusivamente los *nuevos* recursos financieros a largo plazo que la empresa piensa utilizar para dar cobertura al presupuesto parcial de inversiones ya comentado. Las variaciones de recursos antiguos, es decir, los derivados de planificaciones anteriores a la que tratamos, si existen y se producen dentro del horizonte de planificación, irán en el epígrafe de «Saldo de programas anteriores».

Se han clasificado en cinco tipos las posibles fuentes financieras:

- La *autofinanciación* que genera el propio plan financiero que se está diseñando, cuya cuantificación se hace con la Cuenta de Pérdidas y Ganancias, o Cuadro de *Cash-flow*.
- Las *nuevas fuentes financieras a largo plazo* previstas en la estrategia de financiación, que podrán ser propias o ajenas.
- Las posibles *desinversiones o ventas de activos fijos*, como fuente de recursos que puede ayudar a financiar los empleos que requiera el plan.
- Los recursos extraordinarios o *subvenciones de capital* asociadas a las nuevas inversiones.
- Y, por último, una fila que hemos denominado *otros recursos*, que recogerá cualquier otra fuente financiera no contemplada en las filas anteriores.

Al igual que con el presupuesto de inversiones, utilizaremos para su construcción el criterio del devengo y no el del caja (es decir, la corriente de renta y no de tesorería).

El hecho de tratarlo después del presupuesto de inversiones no implica que vengamos condicionados por las aplicaciones. A veces, es precisamente este presupuesto de financiaciones el que restringe la solución que buscamos. Normalmente, ninguno de los dos presupuestos es definitivo; ya decíamos que estamos ante un proceso iterativo y, normalmente, no se conseguirá la satisfacción de los objetivos propuestos con el primer planteamiento.

Como ocurrió con las inversiones, las nuevas fuentes financieras habrán sufrido una primera criba en función de:

- Características financieras de la fuente (coste, volumen, etc.).
- Posibilidades de acceso que tiene la empresa en el mercado.
- La estructura financiera deseada, etc.

Al objeto de homogeneizar y simplificar las soluciones propuestas en los casos de la siguiente parte del libro, vamos a tomar el siguiente criterio: *cualquier fuente financiera, propia o ajena, se toma a principios de año; y en caso de las fuentes ajenas, sus amortizaciones se realizan a final de año*. Obviamente, esto no ocurre en la realidad empresarial, la empresa puede tomar dinero en cualquier día del año, así como amortizarlo cuando más le convenga, sólo tomamos el anterior criterio para facilitar las operaciones que debe realizar.

Revisemos a continuación cada una de las posibilidades financieras mencionadas.

#### 4.2.2. *La autofinanciación: el cuadro de cash-flow*

La autofinanciación corresponde a aquella parte del *cash-flow* que se retiene en la empresa y sirve de fuente financiera. Proviene de tres orígenes básicos:

- Del *cash-flow* de explotación, o recursos generados por las actividades normales de la empresa.
- Del *cash-flow* atípico, o recursos generados por actividades fuera de la explotación, tal como pueden ser la cartera de valores empresarial, etc.
- Del *cash-flow* extraordinario, generado por la venta de activos y cuantificados por las plusvalías o minusvalías a obtener con la venta, menos los gastos obtenidos en la misma.

La autofinanciación se estima con ayuda del *cuadro de cash-flow* (tabla 2.3), *en su versión renta o recursos generados, que no es más que la expresión de las cuentas de pérdidas y ganancias previsionales*. Damos por sentado que el lector está familiarizado con este estado contable, por lo que sólo explicaremos de él alguna particularidad que afecte a la planificación.

Este cuadro atañe a todos los ingresos y gastos derivados de todas las actividades empresariales, nuevas y antiguas, de explotación, atípicas o extraordinarias, que

se mantengan en el futuro, y que correspondan tanto a corto como a largo plazo. Es del *cash-flow* total, así estimado, del que deberemos partir para cuantificar la autofinanciación total de la empresa. En conclusión, la autofinanciación vendrá dada por:

$$\text{Autofinanciación} = \text{amortizaciones contables (16)} + \text{provisiones y deterioros (17)} + \text{compensación de pérdidas (20)} + \text{reservas (24)}.$$

O desde otro punto de vista, vendrá dada por la parte de *cash-flow* que no originará pagos:

$$\text{Autofinanciación} = \text{cash-flow total (15)} - \text{gastos financieros (18)} - \text{impuestos (21)} - \text{dividendos (23)}.$$

La autofinanciación no siempre es positiva, puede tomar cualquier valor, siendo frecuentemente de signo negativo en los comienzos de la andadura empresarial. Es claro que si toma este signo, la empresa no está generando recursos, sino que los está consumiendo. Por otra parte, hay que tener en cuenta que la autofinanciación nunca podrá superar en cuantía a la del *cash flow total generado*, ya que, por definición, la autofinanciación es la parte de este *cash flow* que queda retenida en la empresa<sup>20</sup>.

Debemos hacer una aclaración a las provisiones. Si son a largo plazo, vendrán definidas en la estrategia financiera, y si son a corto, en la estrategia a corto plazo. Como indica el Plan General de Contabilidad, estas últimas han pasado a llamarse *deterioros*. En ambos casos, corresponden a retenciones del *cash-flow* y, por tanto, deberán aparecer en el cuadro de *cash-flow* (en su descomposición), y, por supuesto, posteriormente formarán parte de la autofinanciación. Derivado de ello, aparecerán implícitamente en el Presupuesto de Capital (en el presupuesto de financiación), y decimos implícitamente por cuanto están ya incluidas en la cuantía de autofinanciación. Si hubiese en el horizonte de planificación alguna aplicación de las provisiones, ésta sí deberá explicitarse su cuantificación en el Presupuesto de Capital (en el presupuesto de inversiones).

El párrafo anterior opta por una alternativa que pensamos es la más razonable, ya que permite cuantificar el volumen de autofinanciación total en la Cuenta de Pérdidas y ganancias o Cuadro de *Cash-flow*. Ahora bien, como dijimos al analizar el Cuadro de NNCC, los deterioros, al haberlos considerado ya como parte de la autofinanciación, no debemos volver a tenerlos en cuenta en el Cuadro de NNCC, pues estarían contemplados dos veces. Idéntico razonamiento debe realizarse para las provisiones a largo y su no inclusión explícita en el presupuesto de Capital.

<sup>20</sup> La amortización contable en situación de pérdidas tiene implicaciones financieras curiosas y de efectos muy negativos para la empresa. Se amortiza, pero no se está reponiendo el valor del activo depreciado, de modo que la empresa se está descapitalizando.

TABLA 2.3

*El cuadro de cash-flows o cuenta de pérdidas y ganancias*

Concepto		Año 1	Año 2	...	Año n
1.	Ventas				
2.	Compras de materias primas				
3.	Variación de stocks de materias primas				
4.	Consumo de materias primas = 2 – 3				
5.	Cargas de personal				
6.	Otras cargas operativas				
7.	Subvenciones a la explotación				
8.	Coste de explotación = 4 + 5 + 6 – 7				
9.	Variación de stocks de producto terminado				
10.	Coste de las ventas = 8 – 9				
<b>11.</b>	<b>Cash-flow de explotación = 1 – 10</b>				
12.	Cash-flows atípicos (activos fuera de la explotación)				
13.	Cash-flows extraordinarios (plusvalías + minusvalías)				
14.	Aplicación subvenciones (antiguas + nuevas)				
<b>15.</b>	<b>Cash-flow total = 11 + 12 + 13 + 14</b>				
16.	Amortización inmovilizado (antiguos + nuevos)				
17.	Provisiones y deterioros (antiguos + nuevos)				
18.	Gastos financieros a corto y largo (pasivos antiguos + nuevos) <sup>21</sup>				
<b>19.</b>	<b>Resultado bruto = 15 – 16 – 17 – 18</b>				
20.	Compensación de pérdidas				
21.	Impuestos = (19 – 20) × Tasa impositiva				
<b>22.</b>	<b>Resultado neto = 19 – 20 – 21</b>				
23.	Dividendos				
24.	Reservas = 22 – 23				
<b>25.</b>	<b>Autofinanciación = 16 + 17 + 20 + 24</b>				

<sup>21</sup> Incluirá no sólo los intereses, sino también posibles comisiones y gastos necesarios para su concesión, formalización y emisión.

### 4.2.3. *La financiación externa*

Entre las fuentes financieras nuevas que se tenga previsto utilizar en el plan financiero, hemos distinguido los recursos derivados de ampliaciones de capital, préstamos, empréstitos, acreedores a largo plazo, etc., todas ellas fuentes financieras a largo plazo, como corresponde al presupuesto que construimos. Como ya avanzamos, sus volúmenes en este presupuesto corresponden al criterio del devengo, no al del pago<sup>22</sup>.

### 4.2.4. *La desinversión en activos fijos*

Es la conversión de un activo en tesorería. Podemos hablar de venta de activos fijos (de explotación, financieros, etc.) y/o venta de activos corrientes. Los recursos derivados de la primera se reflejarán en el presupuesto de capital, y los de la segunda en el cuadro de necesidades netas de capital corriente. Veamos a continuación el tratamiento de las ventas de activos fijos<sup>23</sup>:

1. Las plusvalías/minusvalías se considerarán en el cuadro de *cash-flow* como *cash-flow* extraordinario, plusvalía si es positivo y minusvalía si es negativo. Corresponden a la autofinanciación extraordinaria.
2. Los valores contables netos se considerarán en el presupuesto de capital<sup>24</sup> y corresponden a desinversiones.
3. En el presupuesto de tesorería se contemplará el cobro total de la desinversión por su precio de venta o valor de mercado *antes de impuestos*<sup>25</sup>. Es el denominado valor residual; es decir, la suma del valor contable neto más/ menos la plusvalía/minusvalía que origine la venta.

Las desinversiones de activo fijo pueden estar generadas por el proceso normal de la empresa (venta de activos obsoletos o *desinversión normal*), o bien pueden corresponder a intenciones concretas de la gerencia (*desinversiones específicas*). En este segundo caso, generan por regla general minusvalías; los objetivos perseguidos para realizarlas pueden ser los siguientes:

<sup>22</sup> En los casos de *ampliaciones de capital con desembolsos en varios períodos, ampliación de capital con cargo a reservas y desinversiones con pago aplazado*, entre otros, remitimos tanto al epígrafe «Otros empleos» visto anteriormente al tratar de las aplicaciones financieras, como al denominado «Otros recursos».

<sup>23</sup> Dejamos para más adelante (en el epígrafe de «7. Operaciones especiales») las ventas de activos corrientes.

<sup>24</sup> En realidad, explícitamente aparece en el presupuesto de capital el valor contable neto de la venta, e implícitamente, a través de la autofinanciación, la plusvalía o minusvalía, neta de impuestos. Por esto, no podemos poner como desinversión al valor residual, ya que la plusvalía o minusvalía estaría considerada dos veces en el presupuesto de capital. Además, al explicitar solamente el valor contable neto, estamos haciendo que las líneas del presupuesto de capital sirvan de guía para la construcción de las partidas permanentes de los balances futuros.

<sup>25</sup> Ya que los impuestos vendrán considerados en «impuestos a pagar» en el cuadro de *cash-flow*, debido a que ya se ha contemplado la plusvalía/minusvalía como componente del *cash-flow* total.

- a) Reducción del inmovilizado de explotación (frecuente en ciclos de recesión económica).
- b) Mejoras de rentabilidad del activo (al reducir el denominador de ésta en aquellos casos que resulten poco rentables).
- c) Diversificación de la producción o búsqueda de una nueva demanda, etc.

#### 4.2.5. *Los recursos extraordinarios*

Nos referimos específicamente a las subvenciones proporcionadas por las administraciones. Entre otras, destacan:

1. *Subvenciones de capital* (normalmente como un porcentaje del valor de los nuevos activos fijos): su devengo se computará en el presupuesto de capital, en la parte de recursos, por la cuantía total de la subvención concedida, a imputar en el momento de la concesión. Por otra parte, sus aplicaciones se tendrán en cuenta en el cuadro de *cash-flow*, al objeto de computarlas para el pago en impuestos, dando lugar a una autofinanciación ficticia que hemos de compensar en el presupuesto de capital. Este hecho implicará que debamos computar otra vez estas cuotas en las aplicaciones como empleos, al objeto de anular la autofinanciación ficticia comentada<sup>26</sup>.
2. *Subvenciones a la explotación* (sobre precios y costes). Al ser de explotación, es decir, a corto plazo, no intervienen en el presupuesto de capital, sino que irán al cuadro de *cash-flow*<sup>27</sup>. Se imputan de una sola vez, interviniendo en el cuadro de *cash-flow* como menor coste del recurso subvencionado (materia prima, salarios, etc.). Adicionalmente, como es obvio, afectarán al cuadro de tesorería como entrada en caja en la tesorería de explotación.

Una vez estimados los recursos y empleos del plan financiero, determinaríamos *si en cada ejercicio* tenemos exceso o déficit de recursos financieros en la denominada línea de superávits/déficits. La última línea de superávits/déficits acumulados expresa *si hasta el momento en que hemos acumulado* tenemos más financiación que inversión (superávit/déficit acumulados positivos) o más inversión que financiación (superávits/déficits acumulados negativos). Posteriormente comentaremos el equilibrado de este presupuesto a largo plazo, supuesto que es viable (saldo acumulado final de superávits/déficits positivo o nulo).

<sup>26</sup> Véase su explicación en el epígrafe de «amortizaciones financieras ficticias», apartado «*cuotas de aplicación de las subvenciones de capital*».

<sup>27</sup> La mayor parte de las subvenciones se financian por las administraciones a través de los fondos europeos. Generalmente estas subvenciones de explotación se dan en el sector agrícola, al ser un sector muy protegido por la UE con respecto a países no pertenecientes a esta organización. Las subvenciones de explotación para el sector industrial, salvo casos muy especiales, están prohibidas por la UE por afectar a la competencia entre países de la propia UE; en consecuencia, las administraciones nacionales o autonómicas no podrán utilizar fondos con este origen para dar subvenciones de explotación al sector industrial, y si utilizan sus fondos propios para ello pueden ser investigadas por el comisario que se ocupa de vigilar la competencia y ser penalizadas.

## 5. LA CONSTRUCCIÓN DE LOS BALANCES PREVISIONALES

Esta construcción se realizará de la siguiente forma:

1. Si tenemos Balance inicial por ser una empresa que viene funcionando, se escribirá el citado Balance poniendo los recursos tras los activos y rellenando sus saldos. Tenemos ya la situación inicial o Balance de referencia. En éste se deberán dejar líneas en blanco para introducir las nuevas cuentas que exige el Plan Financiero. Las líneas a dejar corresponden a las nuevas cuentas que aparezcan en las NNCC y en el Presupuesto de Capital. A continuación se considerarán tantas columnas como ejercicios se tengan que planificar, de forma que en cada una de ellas irá un balance al final del ejercicio en cuestión, o Balances previsionales.
2. Los saldos finales de año de las partidas a corto plazo de los Balances previsionales vienen dados directamente en las NNCC, filas de saldos a final de periodo. Sólo tiene que traspasar esas líneas de las NNCC a los Balances.
3. Las partidas del Balance a l/p las deducirá del Cuadro del Presupuesto de Capital; deberá puntuar partida a partida este presupuesto al objeto de traspasarlas al Balance. Concretamente, deberá seguir el siguiente camino:
  - 3.1. Deberá reconstruir el inmovilizado bruto de los futuros Balances con ayuda del Balance inicial y las inversiones del Presupuesto de Capital. Cuantificar la evolución del Fondo de Amortización con ayuda del Fondo del Balance inicial menos los Fondos aplicados a las ventas de Inmovilizado, más las amortizaciones realizadas en el Cuadro de *Cash-flow*. Téngase en cuenta que el Fondo va acumulando. Determinar el Inmovilizado neto previsional (= Inmovilizado Bruto previsional menos el Fondo de amortización previsional). Le aconsejamos que distinga entre inmovilizado bruto antiguo e inmovilizado bruto nuevo, así como fondo de amortización antiguo y nuevo, le será más fácil la reconstrucción a realizar y generará menos errores.
  - 3.2. Reconstruir el resto de activos a l/p previsionales con la información del Presupuesto de Capital en la parte de aplicaciones.
  - 3.3. Reconstruir los recursos a l/p con la información del Presupuesto de Capital correspondiente a Recursos (tenga en cuenta que la evolución de los mismos la obtendrá considerando también alguna de las líneas que aparecen en la parte de aplicaciones del citado Presupuesto, y que afectan a los recursos). No olvide que los pasivos en los Balances previsionales irán disminuyendo conforme avance el tiempo debido a las cuotas de amortizaciones financieras. Esto afectará a los pasivos antiguos cuya información tiene en la fila de «saldos de programas anteriores» del presupuesto de Capital, así como a los nuevos pasivos,

cuya información tendrá en las filas situadas más bajas a la correspondiente a NNCC.

- 3.4. Respecto a la línea de NNCC del Presupuesto de Capital, ya las traspasó al balance, partida a partida, tal como indicamos en el punto 2.
- 3.5. En cuanto a la autofinanciación, si ha seguido el proceso aquí propuesto, ya traspasó las CAC al Fondo de Amortización. Le queda por tener en cuenta el resto de partidas que la componen: las reservas, las posibles provisiones y las compensaciones de pérdidas, si las hubiera. Las reservas las tiene en la Cuenta de Pérdidas y Ganancias o cuadro de *Cash-flow*, y en los Balances previsionales se van acumulando sobre el dato del Balance inicial. Lo mismo ocurre con las provisiones, debe acumular las dotaciones realizadas en el *cash-flow*, y desacumular las posibles aplicaciones consideradas en el Presupuesto de Capital.
4. Sólo le queda determinar la tesorería en balance por diferencia entre las partidas de recursos y las de activo. Si estas tesorerías le coinciden con las calculadas con ayuda de los saldos acumulados del Presupuesto de Capital, tiene el caso bien resuelto hasta este momento. Ahora bien, esta coincidencia sólo implica que no ha cometido errores en el proceso de planificación, pero no significa que no se haya olvidado de alguna operación del enunciado en todo el proceso.
5. La coincidencia de las tesorerías citadas le permite acometer la construcción del Presupuesto de Tesorería previsional. Le aconsejamos que sólo cuando la construcción de los Balances previsionales le indique que el proceso planificador lo tiene bien resuelto hasta ese punto, acometa la construcción del Presupuesto de Tesorería.

## 6. EL PRESUPUESTO DE TESORERÍA

Vamos a tratar en este epígrafe la *tesorería como posición de liquidez generada* por la aplicación de las distintas políticas establecidas en la planificación. Recordemos que en el cuadro de necesidades netas de capital corriente hicimos ya referencia a la tesorería, pero sólo *como objetivo*, es decir, como inversión necesaria para que la empresa funcione normalmente.

La tesorería es el *nexo de unión entre el corto y el largo plazo*, de forma que cualquier actividad de la empresa tendrá su reflejo en este presupuesto. Es más, *un déficit en tesorería*, consecuencia o no de errores en su gestión, *activa inmediatamente la alarma empresarial*, pues podría implicar no hacer frente a operaciones de pago. Otro tipo de indicadores tardan más en explicitarse y, en muchos casos, pueden ser obviados o diluidos<sup>28</sup>.

<sup>28</sup> Piénsese, por ejemplo, en una dotación a la amortización insuficiente, o una dotación a amortiza-

ción en situación de pérdidas.

El presupuesto de tesorería proporciona una relación de cobros y pagos según el origen de los mismos, así como la posición de liquidez al final de cada uno de los períodos en los que hemos subdividido el horizonte temporal de planificación.

Se estima en términos de «realización monetaria»; es decir, como su propio nombre indica, en términos de tesorería y no de renta.

Su estructura (tabla 2.4) viene dada por una tabla de doble entrada. Horizontalmente expresamos los distintos ejercicios de planificación, y verticalmente la relación de los movimientos de caja derivados del total de las operaciones empresariales incluidas en el plan, y siempre subdivididos en cobros y pagos. La suma algebraica en vertical de estos cobros y pagos determinará la tesorería de cada ejercicio. Para mayor operatividad, subdividiremos la tesorería total en cinco tesorerías parciales que se originan en las distintas operaciones contempladas en los diferentes cuadros que hemos ido construyendo. Así, tendremos que:

- La tesorería de explotación proviene del *cash-flow* de explotación (Cuadro de *Cash-flow*), derivada de los cobros por las ventas realizadas y los pagos por los gastos de explotación.
- La tesorería por operaciones de capital proviene del presupuesto de capital.
- La tesorería atípica proviene de los *cash-flows* atípicos que aparecen en el cuadro de *cash-flow*.
- La tesorería por retribución de recursos permanentes es la que determinará el coste de capital explícito (coste medio de la financiación permanente antes de impuestos en términos monetarios) y se deriva de los dividendos y costes financieros a largo plazo que aparecen en el cuadro de *cash-flow*.
- Y, por último, la tesorería por operaciones a corto plazo proviene del cuadro de necesidades netas de capital corriente, así como de la parte a corto plazo del cuadro de *cash-flow*.

A continuación analizamos con más detalle cada una de las tesorerías parciales.

I. *Tesorería de explotación*. Vendrá dada por la diferencia entre los cobros de explotación, derivados de las ventas, y los pagos de explotación derivados del coste de las ventas. Para determinar los cobros por ventas partimos de los ingresos por ventas del cuadro de *cash-flow*, que deberán ser corregidos por las variaciones de la cuenta de clientes y las de otras cuentas a cobrar:

$$\text{Cobros de explotación} = \text{Ventas} - \Delta \nabla \text{ Clientes} - \Delta \nabla \text{ Otras cuentas por cobrar}$$

Los pagos por explotación corresponderán a pagos realizados con motivo de los gastos de explotación. Estos gastos pueden venir clasificados en el cuadro de *cash-flow* de diferentes modos: gastos en materia prima, mano de obra y generales; costes fijos y variables; compras más otros gastos de explotación, etc. Sus pagos se determinarán al corregir la suma de estas cifras de gastos por las variaciones de las

TABLA 2.4  
*Presupuesto de tesorería*

Conceptos		Año 1	Año 2	...	Año <i>n</i>
1.	Cobros por ventas				
2.	Cobros de subvenciones a la explotación				
3.	Pagos por explotación				
<b>4.</b>	<b>Tesorería de explotación = 1 + 2 – 3</b>				
5.	Cobros por ampliaciones de capital				
6.	Cobros por préstamos y empréstitos a largo plazo				
7.	Cobros por desinversión de activos				
8.	Pagos por amortizaciones financieras de deudas a largo plazo				
9.	Pagos por gastos de inversión productiva				
10.	Cobros por subvenciones de capital				
<b>11.</b>	<b>Tesorería por operaciones de capital (5 + 6 + 7 – 8 – 9 + 10)</b>				
12.	Cobros por activos fuera explotación (intereses cartera, etcétera)				
13.	Pagos por activos fuera explotación				
<b>14.</b>	<b>Tesorería atípica = 12 – 13</b>				
15.	Pagos por dividendos				
16.	Pagos por intereses de deuda a largo plazo				
<b>17.</b>	<b>Pagos por retribución de recursos fijos a largo plazo (15 + 16)</b>				
18.	Cobros por créditos a corto plazo				
19.	Pagos por amortización financiera créditos a corto plazo				
20.	Pagos por intereses de descuento y deudas a corto plazo				
21.	Pagos a acreedores a corto plazo				
22.	Pago de impuestos				
<b>23.</b>	<b>Tesorería por operaciones a corto plazo (18 – 19 – 20 – 21 – 22)</b>				
<b>24.</b>	<b>Tesorería neta = 4 + 11 + 14 – 17 + 23</b>	$T_1$	$T_2$	...	$T_n$
<b>25.</b>	<b>Tesorería acumulada o en Balance: <math>T_0 =</math></b>	$T_0 + T_1$	$T_0 + T_1 + T_2$	...	...

cuentas de proveedores y las de otras cuentas por pagar, y tenga en cuenta que hay que pagar las compras de materias primas, no su consumo:

$$\text{Pagos explotación} = \text{compras de materias primas} + \text{otros gastos de explotación} + \\ + \text{mano de obra} - \Delta \nabla \text{ Proveedores} - \Delta \nabla \text{ Otras cuentas por pagar}$$

Suponiendo la existencia de subvenciones a la explotación, deberá considerarse una fila adicional con los cobros que originan estas subvenciones. Éstos disminuirán el coste de explotación e incrementarán la tesorería de explotación.

II. *Tesorería por operaciones de capital.* Sus datos se deducen de las distintas líneas contenidas en el presupuesto de capital, teniendo en cuenta que la línea de necesidades netas de capital corriente dará lugar a cobros y pagos que se contabilizarán en la tesorería a corto plazo y no en esta tesorería por operaciones de capital que estamos determinando. Además, la línea de autofinanciación no da lugar a cobros y pagos, pues corresponde a *cash-flows* retenidos (amortizaciones contables, provisiones, compensaciones de pérdidas y reservas, etc; en definitiva, operaciones que no pasan por tesorería). El repaso línea a línea del presupuesto de capital asegura que no olvidamos ninguna tesorería por operaciones de este tipo.

Sin ser exhaustivos, hay que tener en consideración varias partidas:

- a) Los *saldos de programas anteriores* nos informarán, entre otros, de los pagos por amortizaciones financieras a largo plazo antiguas de créditos, acreedores, obligaciones, etc., así como algún posible cobro por desembolso de accionistas pendiente de planificaciones anteriores.
- b) Los *pagos por inversión* se calcularán a partir de los volúmenes de inversión contemplados en las líneas de «inversiones», corregidos por los posibles acreedores por este concepto que aparezcan en las fuentes financieras. Aconsejamos disponer en dos líneas distintas estos conceptos.
- c) Los *cobros por ampliaciones de capital* con desembolsos monetarios vendrán dados por los volúmenes de ampliación, corregidos tanto por la posible línea de «accionistas pendientes de desembolsos» como por la línea de «desembolso de accionistas». En caso de ampliaciones con cargo a reservas o de ampliaciones con contrapartida no monetaria, obviamente, no tendremos variación de tesorería.
- d) Los *cobros por desinversión* corresponderán a los valores de venta en mercado de la desinversión, o, lo que es lo mismo, a la suma del valor que aparece en la línea de desinversión del Presupuesto de Capital (que es el valor contable neto de la desinversión), más las plusvalías/minusvalías que aparecen dentro de la autofinanciación (y que se explicitan en una línea separada en el cuadro de *cash-flow* como *cash-flow* extraordinario). Si el cobro de la desinversión es aplazado, deberá corregirse lo anterior por los deudores correspondientes.
- e) En cuanto a *los recursos extraordinarios* (subvenciones), implican exclusivamente un cobro en el momento de recibirlos.

III. *Tesorería atípica*. Ya decíamos que se derivarán de los *cash-flows* atípicos que aparezcan en el Cuadro de *Cash-flow*. La definición de los datos de la planificación indicará cuándo se generan (para su imputación en la Cuenta de Pérdidas y ganancias) y cuándo se cobran o pagan (para su imputación en el cuadro de tesorería).

IV. *Tesorería por retribución de recursos financieros a largo plazo*. Tanto los pagos por dividendos como los pagos por costes financieros a largo plazo los obtenemos de las líneas correspondientes del cuadro de *cash-flow* o del de necesidades netas de capital corriente. Hay que considerar que en estos cuadros aparecen los dividendos *generados en el período* en cuestión, pero que *se pagarán (todo o en parte) durante el período siguiente*. Por tanto, la línea mencionada del cuadro de *cash-flow* aparecerá en el cuadro de tesorería desplazada un período a la derecha en el supuesto de pagar la totalidad de los dividendos en el período siguiente a su generación. Consideraremos en las soluciones propuestas que los costes financieros se pagan en el período en que se generan.

V. *Tesorería por operaciones a corto plazo*. Se deriva de las operaciones contenidas en el cuadro de necesidades netas de capital corriente. El repaso línea a línea de este cuadro nos asegura que no olvidamos ninguna tesorería por operaciones a corto plazo. Con respecto a *los pagos por impuestos*, es de aplicación lo comentado arriba para los dividendos; seguimos el criterio de pagar dividendos e impuestos en el período siguiente al que se generan. Mención aparte merece la posibilidad de «pagos por impuestos a cuenta», que corresponderán a pagos en el ejercicio en el que se genera el impuesto, quedando para el siguiente período el pago de la diferencia

entre el impuesto generado y el pago a cuenta.

La suma de todas las tesorerías parciales determinará la tesorería total de la empresa en cada uno de los periodos planificados. Acumulando las mismas, y considerando la normal existencia de tesorería en el balance inicial,  $T_0$ , tendremos la tesorería acumulada que debe aparecer en los balances previsionales. El uso de esta tesorería para la determinación de los balances previsionales nos servirá de comprobación de posibles errores metodológicos<sup>29</sup> en el proceso, al ver cómo cuadran éstos.

## 7. LA SÍNTESIS PRESUPUESTARIA

Para elaborar un presupuesto de capital, recordamos que el proceso a seguir no es único ni unidireccional:

- No será único, pues dependerá de las restricciones con que se cuente. Serán estas restricciones las que nos proporcionen el inicio del camino a seguir.

<sup>29</sup> Puede que las cifras de activo total y recursos totales coincidan, y que la planificación tenga errores derivados de haber tomado mal los datos de partida, o de haber interpretado mal esos datos.

Estos errores, al considerarlos en todas la tablas a realizar, no descuadran los balances.

- No es unidireccional, por cuanto que la satisfacción de los objetivos con unas estrategias predefinidas de una forma prácticamente intuitiva implicará, normalmente, un camino de prueba y error hasta conseguir un nivel adecuado de satisfacción.
- Aun no siendo único el proceso de planificación, pues dependerá de cuál sea la restricción fundamental del escenario, en la figura 2.2 tenemos representada la posibilidad más frecuente del mismo.

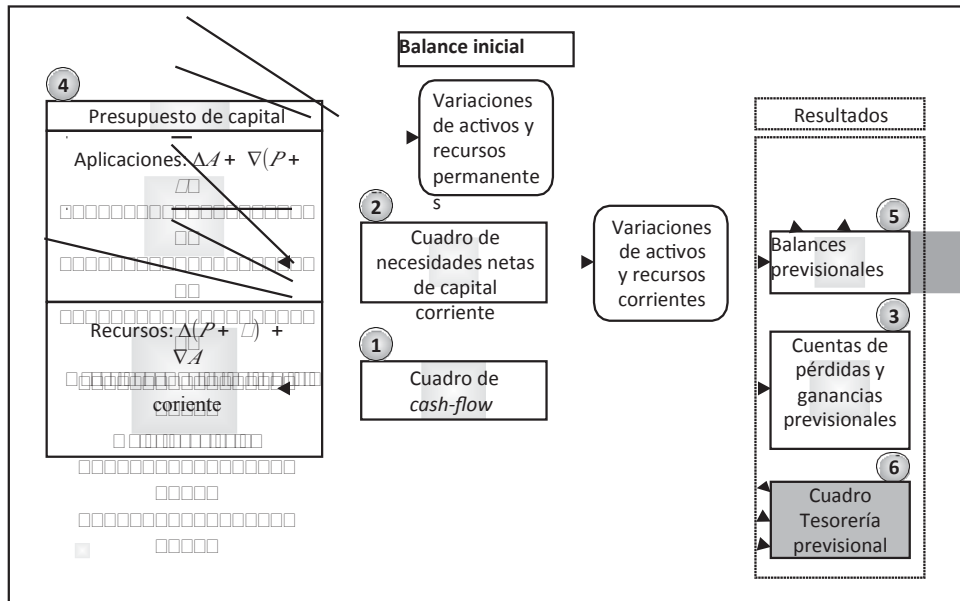


Figura 2.2

Un aspecto fundamental del presupuesto de capital reside en que a partir de él pueden determinarse exactamente cuáles serán las tesorerías en balance. Veamos cómo. Por una parte, sabemos que para cada período de planificación contamos con la financiación dada por los recursos especificados en el citado período, y que hemos invertido la cuantía expresada por la cifra final de empleos del período; por tanto, la diferencia entre lo financiado y lo invertido estará, necesariamente, en la tesorería del período considerado. Es decir, los superávits/déficits del presupuesto de capital se materializan, necesariamente, en tesorería.

Por otra parte, el cuadro de NNCC nos dice que hemos financiado adicionalmente la tesorería objetivo, es decir, que disponemos en la cuenta de tesorería de la tesorería objetivo, y por tanto que la tesorería en balance de cada período ( $TBi$ ) será la suma del objetivo propuesto ( $OTi$ ) más el citado superávit/déficit *acumulado* ( $SAi$ ) del período correspondiente. En consecuencia, podemos completar el cuadro de presupuesto de capital con las siguientes filas:

Conceptos	Año 1	Año 2	...	Año n
Superávit/déficit acumulado presupuesto capital	$SA1$	$SA2$	...	$SA_n$
Objetivo de tesorería	$OT1$	$OT2$	...	$OT_n$
Tesorería en Balance	$TB1 = SA1 + OT1$	$TB2 = SA2 + OT2$	...	$TB_n = SA_n + OT_n$

Se comprobará que no existen errores metodológicos en la presupuestación realizada, al confrontar la tesorería en balance, determinada con ayuda del presupuesto de capital (tesorería objetivo + superávit/déficit acumulado), con la que obtengamos en el presupuesto de tesorería.

Como *regla práctica* a la hora de resolver un caso le aconsejamos que no haga el Cuadro de Tesorería hasta comprobar que le cuadran los Balances determinados con ayuda de la tesorería calculada por suma de (*Sup./Déf. Acum. Pppto. Capital*) + (*Objetivo de Tesorería*). Una vez comprobado el cuadro de estos Balances, se ha asegurado que no tiene errores en el proceso planificador, por lo que puede acometer la construcción del último cuadro, el de Tesorería.

Por otra parte, la primera planificación que realice no suele cuadrar. No se desespere, aunque tendrá que buscar los errores en un tedioso proceso. Le aconsejamos que si en un primer repaso no los descubre, deje pasar un tiempo para el segundo repaso, al objeto de limpiar su mente.

## 8. OPERACIONES ESPECIALES

En principio, veremos aquí varias operaciones, siendo algunas de ellas alternativas al volumen de recursos financieros necesarios para la financiación empresarial:

1. **El leasing con opción a compra (arrendamiento financiero):** la influencia del *leasing con opción de compra* en el plan financiero provoca que en el cuadro de *cash-flow* aparezca una línea de intereses que se deducirán de los *cash-flows* anuales. Es un gasto financiero más, deducible de impuestos. La amortización del bien objeto de *leasing* aparecerá en las amortizaciones contables. El resto de los componentes de la cuota *leasing* aparecerán en los gastos de explotación<sup>30</sup>.

En el *presupuesto de capital*, en la parte de aplicaciones, aparecerá en gastos de inversión un activo correspondiente al valor del bien. En la parte de recursos tendremos entre las fuentes financieras externas la correspondiente a acreedores por *leasing* por el total del coste del *leasing* (valor del bien). Junto a esta línea, como contrapartida, deberemos poner otra en los empleos por «amortizaciones por acreedores por *leasing*» en la que cada año emplearemos la cuota *leasing* correspondiente.

<sup>30</sup> Así, habremos deducido de impuestos la totalidad de las cuotas *leasing*.

En el *cuadro de tesorería* aparecerá el pago anual de la cuota *leasing* en amortizaciones financieras (operaciones de capital a largo plazo), que corresponde tanto al pago del activo (pago fraccionado) como al pago de los intereses del *leasing*<sup>31</sup>.

Por otra parte, debemos tener en consideración que el *leasing sin opción de compra* o *renting* implica aminorar los volúmenes de activos y recursos a largo plazo a utilizar.

2. ***Ventas de activos corrientes:*** su tratamiento será el siguiente:

- Las plusvalías/minusvalías corresponden a autofinanciación extraordinaria y se considerarán en el cuadro de *cash-flow*, en la línea de *cash-flow* extraordinario.
- Por el contrario, las recuperaciones de valores contables netos (de deterioros si los hubiera) corresponden a desinversiones de activos corrientes (corto plazo) y, por tanto, se considerarán en el cuadro de necesidades netas de capital corriente.
- En el presupuesto de tesorería se contemplará el cobro total de la desinversión (antes de impuestos).

Las ventas de activos corrientes pueden generarse, entre otros, por los siguientes motivos:

- a) Cambios en la política de circulante.
- b) Cambios en las estrategias financieras o de capital.
- c) Diferencia histórica que regularizamos.

3. ***El factoring*** o venta de cuentas a cobrar de clientes: decrementa la necesidad de capital corriente por disminuir la cuenta de clientes, generando tesorería inmediata. Es un caso particular de venta de activos corrientes.

La influencia del *factoring* en el plan financiero, al tratarse de una venta de activo corriente, provocará que la plusvalía/minusvalía de la venta deba computarse en el cuadro de *cash-flow* como renta generada. La desinversión neta (de deterioros si los hubiera) vendrá contemplada en el cuadro de NNCC, pues tratamos de una partida a corto plazo. Por otra parte, es obvio que deberá contemplarse el cobro de la venta realizada en el presupuesto de tesorería.

4. ***Una reducción de Capital Social:*** se trata de una operación de capital, por lo que tendrá efectos en el Presupuesto de Capital y en la Tesorería, así como en los Balances. Veamos la operación con un ejemplo. Suponga una empresa que tiene Capital Social de 1.200 € (valor nominal 1 €/acción × 1.200 acciones) y reduce capital comprando en bolsa 750 acciones al precio de cotización para ese momento (1,20 €/acción).

<sup>31</sup> No repetir, por tanto, este pago de intereses al computar el pago por los costes financieros a largo

plazo.

Se compran acciones por 900 € ( $900 \text{ €} = 750 \text{ acciones} \times 1,20 \text{ €/acción}$ ). Al comprar estas acciones lo hace para destruirlas, por ello la inversión de 900 € que acaba de realizar debe ser eliminada del balance, siendo la contrapartida la reducción de Capital Social prevista. De los citados 900 € corresponden 750 € a Capital Social ( $750 \text{ acciones} \times 1 \text{ €/acción de valor nominal}$ ) y 150 € a Reservas ( $750 \text{ acciones} \times 0,20 \text{ €/acción}$ ), siendo estas cifras las que deben restarse del Capital Social y de Reservas, respectivamente.

Los efectos en los cuadros de planificación financiera serían:

— *Efecto en el presupuesto de capital:*

- a) Tendremos una Amortización Financiera ficticia por disminución de Reservas (parte de los empleos del Presupuesto de Capital); esto es, hay una salida para reflejar la disminución de las Reservas por 150 €.
- b) En la parte de los recursos del Presupuesto de Capital (parte inferior del mismo) tendremos una disminución de Capital Social por 750 €.

El efecto neto de estas dos operaciones es un empleo (salida de fondos) por los 900 € del coste de la operación.

— *Efecto en Presupuesto de Tesorería:*

Una salida por 900 €, que computaremos en la *Tesorería por operaciones de capital* o tesorería a largo plazo.

5. **Una quita de deuda:** esta operación es considerada por Hacienda como un ingreso que debe tributar en Impuestos de Sociedades. En consecuencia, la trataremos como un ingreso atípico en el cuadro de *Cash Flow*. Obviamente, se trata de un ingreso ficticio que determinará una parte de autofinanciación ficticia, la cual deberemos corregir en el Presupuesto de Capital.

La corrección a que aludíamos en el párrafo anterior se realizará al contemplar un empleo que podemos denominar *Amortización Financiera ficticia* en el Presupuesto de Capital, que compense el exceso de Autofinanciación determinado en el cuadro de *Cash flow*. Esta amortización, además, nos recordará al construir el Balance que el pasivo que sufre la quita baja de volumen por esa quita.

No afecta a la cuenta de Tesorería directamente, pues no se obtiene ningún cobro o pago, sólo ha sido una deuda perdonada que ha hecho algún acreedor. Indirectamente, sí tiene efectos en la tesorería, al venir la cuantía de Impuestos sobre Sociedades incrementada por el correspondiente a pagar de esta quita.

6. **Subvención de Capital reembolsable:** se trata de un pasivo a largo plazo sin coste, y, por tanto, tiene similar tratamiento al de un pasivo con coste, excepto en el pago de intereses.

Efectos en el *Cash-flow*: no tiene cuota de aplicación, por lo que no influye en este cuadro de la planificación.

Efectos en el Presupuesto de Capital: como es reembolsable, es decir, debe devolverse, en la parte de los empleos aparecerán periódicamente las sucesivas Cuotas de Amortización Financiera, reales, de la subvención de capital, y previamente, en la parte de los recursos, la cuantía total de la subvención.

Efectos en la Tesorería: aparecerá un cobro por la entrada de la Subvención de Capital y varios pagos por las salidas de las Cuotas de Amortización Financiera de la Subvención de Capital.

7. **Venta de activo con alquiler posterior:** se compone de los efectos conjuntos, ya explicados individualmente en apartados anteriores, de:

- a) Una venta inicial de activo.
- b) Un alquiler periódico.
- c) Cuando se ejerza la opción de compra, si la hubiera, se hará la misma.

8. **Pago de dividendos con cargo a reservas:**

Efectos en el Presupuesto de Capital: un empleo por la cuantía de los dividendos con cargo a reservas.

Efectos en la Tesorería: salida o pago por el importe de los dividendos con cargo a reservas en la *Tesorería por Operaciones de Capital*.

## 9. EFECTOS DEL PRESUPUESTO DE CAPITAL SOBRE LA ESTRUCTURA ECONÓMICO-FINANCIERA DE LA EMPRESA

Si el presupuesto de capital resulta equilibrado, es decir, si los recursos son exactamente iguales a las aplicaciones, el balance de la empresa al final de cualquier período de planificación quedaría tal como muestra la figura 2.3.

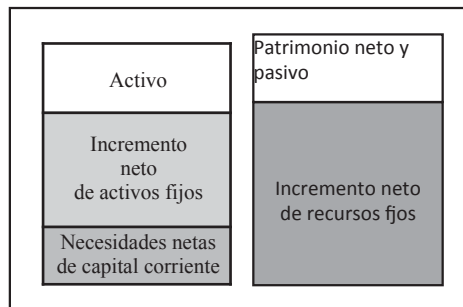


Figura 2.3. Balance final de un presupuesto perfectamente equilibrado.

Es decir, el incremento de recursos derivado del plan financiero se materializa en nuevas necesidades netas de capital corriente y en activos fijos.

Ahora bien, el presupuesto de capital presentará normalmente superávits (recursos > aplicaciones) o déficits (recursos < aplicaciones) periódicos, que sabemos se reflejan en tesorería, de forma que:

Superávit → Exceso de tesorería sobre el objetivo mínimo.

Déficit → Defecto de tesorería sobre el objetivo mínimo.

Y, por tanto, como decíamos anteriormente en el modelo que venimos utilizando, deberá cumplirse, en cada uno de los períodos, que:

$$\boxed{\text{Tesorería en balance}_i} = \boxed{\text{Tesorería objetivo}_i} + \boxed{\text{Superávit/Déficit acumulado del presupuesto de capital}}$$

Así, suponiendo un superávit en el presupuesto de capital, el balance final de la planificación tendría la estructura mostrada en la figura 2.4.

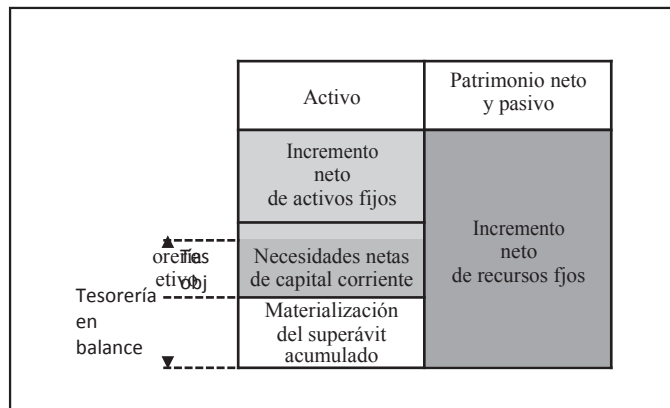


Figura 2.4. Balance final de un presupuesto de capital con superávit (FUENTE: Ruiz Martínez, p. 214).

## 10. EL EQUILIBRIO DEL PRESUPUESTO DE CAPITAL

El **objetivo básico** del presupuesto de capital reside en equilibrar en el tiempo los empleos y los recursos, de forma que *se deberá tender a un perfil del presupuesto de capital, a lo largo de los distintos momentos de tiempo, cercano a cero y sin déficits acumulados puntuales*. La **restricción a cumplir** reside en tener suficientes

recursos en todo el horizonte temporal para financiar las necesidades a largo y corto de la empresa, es decir, en que el superávit acumulado final del presupuesto de capital sea nulo o moderadamente positivo.

En consecuencia, definiremos como **presupuesto viable** *aquel cuyo saldo acumulado final del presupuesto de capital es no negativo*<sup>32</sup>. Esta definición garantiza exclusivamente que el plan financiero dispone de más recursos que empleos en todo el horizonte de planificación, pero no garantiza que:

- No existan déficits puntuales del saldo acumulado, que irían en contra de la tesorería objetivo, pudiendo dar lugar, además, a una tesorería negativa en ese período<sup>33</sup>.
- O bien que exista superávit acumulado final excesivo, indicativo de un bajo aprovechamiento de los recursos empleados (poca eficiencia en la utilización de recursos financieros, por dejar muchos ociosos).

Con respecto al primer caso, y en una primera aproximación, podrían admitirse déficits puntuales (grandes o pequeños) del saldo acumulado del presupuesto de capital siempre que el *saldo acumulado final fuese moderadamente positivo*. Para eliminar estos déficits, sólo tendríamos que **alisar el perfil de los saldos acumulados**, compensando los déficits con los superávits posteriores, por ejemplo, tomando créditos en el momento del déficit, a pagar en los momentos futuros con superávits, o realizando inversiones financieras con los superávits anteriores al momento del déficit, hasta alcanzar un perfil con todos los saldos acumulados expresados por superávits moderados, como nos indica el objetivo básico<sup>34</sup>.

En cualquier caso, se puede jugar con las amortizaciones financieras de los pasivos contemplados en el plan, previa negociación con el prestamista, al objeto de intentar el equilibrio presupuestario.

Ahora bien, si para el primer caso no se consiguiese lo comentado, o bien en el segundo caso de ser el saldo final acumulado del presupuesto de capital no moderadamente positivo (excesos de recursos ociosos), o, por último, y en el caso extremo de ser negativo (presupuesto no viable), deberemos tomar medidas más amplias al objeto de conseguir un presupuesto viable y equilibrado. En estos casos,

<sup>32</sup> Téngase en consideración que son precisamente los saldos acumulados del presupuesto de capital los que se materializan en tesorería (sobre la tesorería objetivo), por lo que podemos hablar tanto de saldo acumulado del presupuesto de capital como de saldo acumulado del presupuesto de tesorería. Ahora bien, si nos fijamos en la tesorería, es una restricción más flexible por disponerse de una tesorería objetivo, por lo que la tesorería acumulada en cada período es superior al saldo acumulado de presupuesto de capital en esta partida. Como conclusión, *si suponemos que el objetivo de tesorería puede utilizarse para amortiguar déficits de recursos en el futuro*, es la tesorería y no los superávits/déficits la que, en el fondo, determina la viabilidad.

<sup>33</sup> Si el déficit es superior a la tesorería objetivo.

<sup>34</sup> Hay que tener en consideración que si el déficit aparece en el primer período de planificación, al no disponerse de superávits anteriores que lo eliminen se deberá necesariamente pedir financiación para cubrirlo.

deberemos modificar el presupuesto, **revisando las estrategias y políticas, y posiblemente volver a analizar el escenario** hasta conseguir un presupuesto viable y alisado.

El **presupuesto definitivo** será aquel que cumpla el objetivo básico con un superávit acumulado final mínimo, y que, además, esté relativamente alisado; es decir, aquel que sea viable y esté equilibrado.

En resumen, le indicamos someramente algunas generalidades para acometer el proceso de alisado en el Presupuesto de Capital:

1. Es obvio que sólo se alisarán aquellos presupuestos que sean viables, es decir, que tengan un superávit/déficit acumulado final positivo o nulo. Los no viables se rechazan, cambiando a continuación las diferentes estrategias planteadas hasta que se obtenga un presupuesto viable.
2. Existen dos situaciones diferentes:
  - 2.1. Presupuestos con algún superávit/déficit acumulado negativo, S/D ac.
  - 2.2. Presupuestos con todos los S/D ac. positivos o nulos.
3. Presupuestos con algún S/D ac. negativo. En primer lugar se deberá modificar el presupuesto para eliminar los S/D ac. negativos. Tenga en cuenta que esta situación le indica una suspensión de pagos (o, en el peor de los casos, una quiebra de la empresa). Una vez solucionado este problema, estaremos en el caso 2.2.
4. Presupuestos con todos los S/D ac. positivos o nulos. Al ser viable, *o sobra financiación o falta inversión* por el valor que expresa el S/D ac. final; en consecuencia:
  - 4.1. Aumentaremos la inversión del presupuesto hasta, como máximo, agotar la disponibilidad de financiación. Para ello debe conocerse como dato adicional las posibilidades de inversión rentables que ofrece el mercado.
  - 4.2. Si no tenemos opciones de inversión, o bien teniéndolas no agotamos la financiación sobrante en el presupuesto, se tomarán las siguientes medidas a l/p en el Presupuesto de Capital y a c/p en as NNCC:
    - 4.2.1. En primer lugar, se eliminará en lo posible la financiación ajena en orden de mayor a menor coste, tanto la de l/p como la del c/p, antigua o nueva, y se analizará la posibilidad de adelantar las devoluciones de deudas al objeto de ahorrar costes financieros
    - 4.2.2. Se negociará con los accionistas la posibilidad de no ampliar capital, si estaba previsto en el Presupuesto de Capital.
    - 4.2.3. A c/p, en las NNCC, se aumentará las inversiones en activos circulantes, siempre que este aumento comporte una ventaja adicional a la empresa (por ejemplo, se aumentará el plazo de

pago a clientes siempre que éstos compren más debido a esta medida)

4.2.4. Asimismo, en el c/p, se eliminará en lo posible la deuda con coste, si la hubiera.

4.2.5. Si a pesar de las medidas anteriores aún sobra financiación, con el sobrante de ésta realizará inversiones financieras temporales.

4.3. Y tenga en cuenta que con las medidas tomadas debe intentar alisar los S/D del presupuesto al objeto de que la financiación anual tenga un montante parecido (en más o en menos) a la inversión anual. Además, que por mucha financiación que sobre en un Presupuesto de Capital, *nunca deberá disminuir la autofinanciación*, ya que ésta representa su ganancia retenida.

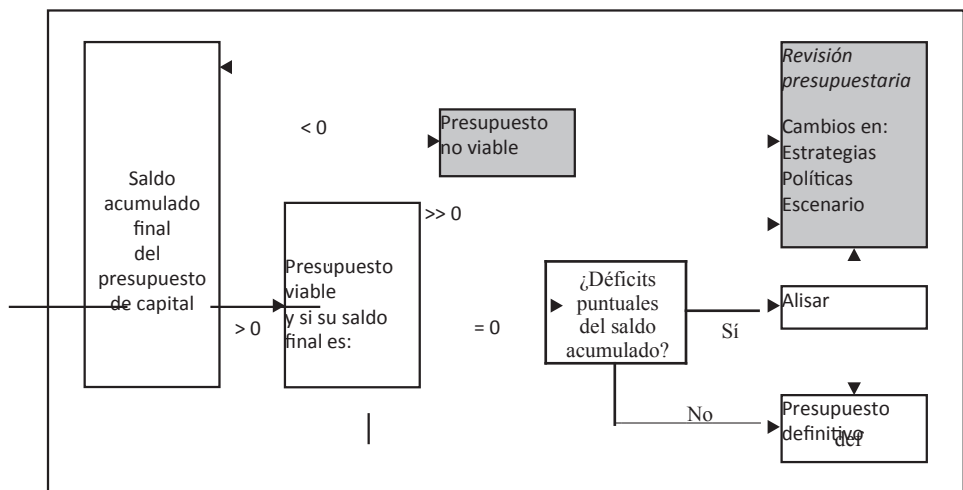


Figura 2.5. Proceso de viabilidad y alisado del presupuesto.

En la figura 2.5 tenemos representado el proceso descrito. En cualquier caso, a la hora de *intentar un alisado del presupuesto de capital*, deberemos determinar en primer lugar en qué posición estamos:

- Si se considera la inversión permanente como «necesaria» y, en consecuencia, le vamos a buscar financiación acorde, que se supone existe en cantidades y condiciones aceptables.
- O si, por el contrario, se considera una financiación permanente «necesaria» y, en consecuencia, debemos amoldar nuestra inversión permanente a ésta.

A continuación, y como hemos comentado anteriormente, procederemos al análisis de cada una de las posibilidades que nos permite el plan financiero; primero las posibilidades a largo plazo y después las del corto, no siendo ni más ni menos importantes unas que otras<sup>35</sup>.

<sup>35</sup> Por ejemplo, para el primer caso mencionado, considerando por tanto a la inversión fija presu-  
puestada invariable, pasaríamos a estudiar:

1. Posibles variaciones en la *financiación fija nueva* mediante el análisis de la financiación externa, las desinversiones y la financiación propia.
2. Posibles variaciones en la *financiación del nuevo pasivo corriente*, especialmente los créditos a corto, proveedores, descuentos de papel, etc.
3. Posibles variaciones en la *financiación permanente antigua*, tanto fija como la correspondiente al capital a corto plazo.
4. Suponiendo que al final aún tengamos excesos de recursos, realizar inversiones financieras.

---

Aclaraciones a las soluciones propuestas. En el próximo capítulo vamos a proponer la solución a una serie de casos de planificación financiera en los que debemos tener en cuenta que, como anunciábamos anteriormente, optamos por las siguientes simplificaciones de la realidad:

1. *Cualquier fuente financiera, propia o ajena, entrará en la empresa a principios de año; y en caso de amortizarlas, estos desembolsos se realizarán a finales de año.* Este acuerdo simplificará los cálculos de sus retribuciones y amortizaciones.
2. *No reclasificaremos los pasivos desde el largo al corto plazo como se hace en Contabilidad para aquellas obligaciones provenientes del largo plazo que generan consecuencias en un horizonte menor al año.* Un pasivo a largo plazo se considerará siempre en los cuadros de planificación con este horizonte temporal, no teniendo influencia en los cuadros de planificación del corto plazo.
3. *Los dividendos e impuestos de sociedades generados en un ejercicio y cuantificados a través del cuadro de Cash flow, supondremos se pagarán en su totalidad en el ejercicio siguiente.* Este acuerdo implicará la necesidad de considerar dos partidas de pasivo en el cuadro de NNCC, una correspondiente a «impuestos a pagar» y la otra a «dividendos a pagar», apareciendo ambas con sus saldos en los Balances previsionales.
4. *No hemos considerado el efecto explícito del IVA en los Presupuestos de Tesorería previsionales por ser su pago trimestral, mientras que nuestras planificaciones las realizamos con periodos anuales.* Si quiere explicitarlo, deberá considerar con IVA los precios de venta y los gastos correspondientes, y completar los Presupuestos de Tesorería propuestos por el pago anual por IVA, así como incluir una nueva partida en el cuadro de NNCC y en los Balances por este concepto.

Estos acuerdos simplificarán la construcción de los cuadros previsionales a construir, pero es obvio que cuando aplique la planificación a su empresa, debe eliminarlos.

## CASO 1. PLANIFICACIÓN DE UNA EMPRESA EN EXPANSIÓN. LA EMPRESA ESUSO

La empresa textil ESUSO, S. A., pretende completar en los próximos tres años un ambicioso proceso de expansión que le permita situarse en una posición puntera en su sector. El balance de partida<sup>1</sup> y la cuenta de resultados del último ejercicio son los que aparecen a continuación:

### Balance (millones de u.m.)

Activo		Recursos	
Activos fijos bruto	2.300	Capital social	300
Amortización acumulada	(300)	Reservas	1.600
Activo fijo neto	2.000	Préstamo a largo plazo	600
Inversiones financieras a largo plazo	500	Crédito bancario a corto plazo	700
Existencias materia prima	80	Proveedores	100
Existencias producto terminado	120		
Clientes	100		
Tesorería	500		
<b>Total</b>	<b>3.300</b>	<b>Total</b>	<b>3.300</b>

<sup>1</sup> En los casos que resolveremos o proponemos, explicitamos la partida de amortización acumulada porque creemos que proporciona información relevante.

**Cuenta de resultados (millones de u.m.)**

Ventas .....	400
+ Compras materias primas.....	200
- Δ Existencias de materias primas.....	0
+ Gastos de personal .....	60
+ Otros gastos de explotación .....	40
= Costes de explotación.....	300
- Δ Existencias de producto terminado .....	11
= Coste de las ventas .....	289
Ventas - Coste de las ventas	
= <i>Cash-flow</i> de explotación .....	111
+ <i>Cash-flow</i> atípico (ingresos financieros).....	50
= <i>Cash-flow</i> recursos generados .....	161
- Amortización contable .....	70
- Gastos financieros a largo plazo.....	42
- Gastos financieros a corto plazo.....	49
= Resultado antes de impuestos.....	0
- Impuestos (35 por 100).....	0
= Resultado neto .....	0

El plan financiero para los tres próximos años queda definido por los siguientes aspectos.

## 1. Estrategia de capital

### a) Política de inversiones

Las inversiones programadas ascienden a un total de 1.000 millones, correspondientes el 60 por 100 a la apertura de nuevos puntos de venta y el otro 40 por 100 a la ampliación de las instalaciones industriales, al objeto de poder atender una mayor demanda. Mientras que la ampliación de las instalaciones se hará de una vez en el primer año, la apertura de las tiendas se realizará de manera lineal a lo largo de los próximos tres años.

La empresa se plantea liquidar las inversiones financieras que aparecen en el balance para financiar las nuevas inversiones. Su valor de mercado en el primer año de presupuestación asciende a 600 millones. Estas inversiones financieras, si se mantuvieran en el futuro, generarían una rentabilidad del 10 por 100 anual.

### b) Política de financiación

El préstamo a largo plazo que aparece en el balance será amortizado linealmente en 6 años, siendo el interés del 6 por 100 anual sobre saldos dispuestos.

La empresa va a contratar a principios del primer año del plan un préstamo bancario por 1.000 millones, que se amortizará linealmente en 10 años, a un tipo de interés del 6 por 100 sobre saldos dispuestos.

Por último, la empresa también ha programado para acometer su ambicioso plan de expansión su salida a bolsa en el segundo año del plan, lo que permitirá a los socios de la empresa que quieren abandonar el proyecto vender su participación. Para ello, como paso previo a la realización de la OPV, se va a acometer en el primer año una ampliación de capital con cargo a reservas. Con esta operación las reservas del balance se reducirán en un 35 por 100.

## 2. Estrategia financiera

En general, a partir de este momento todos los activos, tanto los antiguos (la parte pendiente de amortizar) como los nuevos, se amortizarán, como media, linealmente en diez años.

Con relación a la política de retribución al accionista, la empresa prefiere no repartir dividendos, al objeto de consolidar la expansión.

## 3. Escenario del producto

(millones de u.m.)	1	2	3
Ventas	9.000	11.000	13.000
Compras de materia prima	5.000	6.000	7.000
Gastos de personal	1.400	1.700	2.000
Otros gastos de explotación	1.300	1.700	2.000

## 4. Estrategia a corto plazo de la empresa

Para acometer esta expansión, la empresa piensa modificar las distintas políticas a corto plazo seguidas hasta ahora por la compañía:

- a) Créditos bancarios a corto plazo: la empresa quiere reestructurar su financiación ajena, y pretende disminuir de manera drástica su pasivo a corto plazo; en concreto, lo reducirá en 400 millones a principios del primer año del plan. El resto de la financiación a corto plazo tiene un vencimiento anual, aunque es continuamente renovable. El interés se espera que se mantenga en un 7 por 100 anual.
- b) Existencias de productos terminados: representan el 15 por 100 de las ventas.

- c) Existencias de materias primas: se mantendrá un stock equivalente al 30 por 100 de las compras anuales.
- d) Clientes: la empresa cobrará el 40 por 100 de las ventas al contado y el resto a 90 días.
- e) Tesorería: el nivel mínimo de tesorería para los tres próximos años será de 150 millones de u.m.
- f) ) Proveedores: la empresa va a pagar a los proveedores de materia prima a 90 días; el resto de las cargas se pagarán al contado.
- g) Tasa impositiva del 35 por 100.

#### SE PIDE

Elaborar el presupuesto para los tres próximos años según el plan financiero definido por la empresa. Para ello, elabore el cuadro de *cash-flow*, el cuadro de necesidades netas de capital corriente, el presupuesto de capital, el presupuesto de tesorería y los balances previsionales. ¿Es viable el plan financiero? ¿Y definitivo?

#### **Solución**

Con la información que aparece en el plan financiero, vamos a elaborar todos los documentos del presupuesto de esta empresa para los tres próximos años. De bemos precisar que los cuadros se han elaborado con hoja de cálculo<sup>2</sup>, lo que faci lita mucho la realización de esta actividad financiera en la empresa, máxime cuando va a ser necesario modificar y revisar (alisar) el presupuesto.

#### **1. Cuadro de *cash-flow***

El primer documento que vamos a elaborar es el cuadro de *cash-flow*, que faci lita el resultado previsional a obtener por la empresa en los tres próximos años, puesto que este cuadro es el fiel reflejo de las futuras Cuentas de Pérdidas y Ganancias. Además, permitirá calcular la autofinanciación, es decir, qué recursos va a autogenerar la empresa. Este dato es fundamental para poder estimar de forma co rrecta la cuantía de recursos financieros que la empresa debe obtener externamente para acometer su plan de crecimiento.

Vamos a ir comentando las distintas entradas del cuadro de *cash-flow*, diferen ciado entre las que influyen en su formación y las que definen su descomposición. Nos centramos primeramente en los *orígenes del cash-flow*.

<sup>2</sup> Debe utilizar un Excel en donde exprese todos los datos en una primera hoja, de forma que pueda tomarlos posteriormente de ella. A continuación debe relacionar todas las operaciones que realice con los datos iniciales y los resultados parciales que vaya obteniendo, de forma que cuando termine la pla nificación, si debe cambiar un dato, el programa cambie automáticamente todas las cifras que de él se deriven. Es la única forma de que pueda alisar el plan financiero con facilidad, así como poder hacer un análisis de sensibilidad del mismo.

*Cash-flow de explotación.* La primera entrada importante es el *cash-flow* de explotación, que representa la ganancia derivada de los activos afectos a la actividad principal de la empresa. En nuestro caso serán los recursos obtenidos por la producción y venta de productos textiles, obtenidos por diferencia entre los ingresos por ventas y el coste de las ventas. Normalmente, la estimación de este *cash-flow* de explotación exige una serie de cálculos previos para el cálculo del coste de explotación y de ventas, sobre todo cuando hay existencias de productos terminados y de materias primas, como es nuestro caso, por lo que se suele elaborar un cuadro auxiliar donde se recogen todos los datos necesarios. En este cuadro se suele incluir una columna que recoge los datos iniciales que corresponden al último ejercicio previo a la planificación (esta información se obtiene de la cuenta de resultados y del balance del enunciado):

- a) *Ventas.* Las previsiones sobre esta partida están recogidas en el apartado 3 «Escenario del producto».
- b) *El coste de explotación,* que es el primer componente del coste de las ventas, tiene la siguiente composición, según cómo estructura la empresa su información:

$$\text{Coste de explotación} = \text{consumo de materia prima} + \text{gastos de personal} + \text{otros gastos de explotación}$$

- c) El consumo de materia prima no nos lo dan directamente, por lo que debemos estimarlo a través de la siguiente expresión:

$$\text{Consumo materia prima} = \text{Compras materia prima} + \text{existencias iniciales materia prima} - \text{existencias finales materia prima} = \text{Compras materia prima} - \text{Variación de existencias materia prima}$$

Las compras son las que nos indican en el escenario del producto. Y las existencias de materia prima nos dicen que representan un 30 por 100 de las compras anuales, en la estrategia a corto plazo apartado c). Con este saldo previsional ya podemos calcular la variación, que siempre se estima como la diferencia entre el saldo final y el saldo inicial del período.

- d) La evolución de los gastos de personal y los otros gastos de explotación, para los tres próximos años, está recogida en el escenario del producto.
- e) Existencias de productos terminados. Una vez realizadas todas las estimaciones necesarias para obtener el coste de explotación anual, el único dato que nos falta para calcular el coste de las ventas es la variación en las existencias de productos terminados. La previsión sobre el saldo de productos terminados nos la dan en la estrategia a corto plazo apartado b), en el que nos dicen que las existencias representan un 15 por 100 de las ventas. Con este saldo ya podemos estimar la variación, tal como aparece en la tabla 3.1.

TABLA 3.1

*Cuadro auxiliar: escenario del producto*

Conceptos	Inicial	1	2	3
<b>Ventas anuales</b>	400	9.000	11.000	13.000
<b>Coste explotación anual = consumo materia prima + gastos de personal + + otros costes de explotación</b>				
1. Compras de materia prima	200	5.000	6.000	7.000
2. Existencia de materia prima (30 por 100 s/compras)	80	1.500	1.800	2.100
3. Variaciones de existencias materia prima	—	1.420	300	300
4. Consumo de materia prima = compras ma teria prima – variaciones materia prima	—	3.580	5.700	6.700
5. Gastos de personal	60	1.400	1.700	2.000
6. Otros gastos de explotación	40	1.300	1.700	2.000
<b>7. Coste explotación anual = 4 + 5 + 6</b>		<b>6.280</b>	<b>9.100</b>	<b>10.700</b>
8. Existencias de productos terminados	120	1.350	1.650	1.950
9. Variaciones de existencias de productos terminados	11	1.230	300	300

f) ) El coste de las ventas y el *cash-flow* de explotación definitivo aparecen calculados en el cuadro de *cash-flow*, tabla 3.3, de donde:

$$\text{Cash-flow explotación}_i = \text{Ventas}_i - \text{Coste de las ventas}_i$$

$$\text{Coste de las ventas}_i = E_i PT + \text{Coste explotación}_i - E_f PT$$

*Otros orígenes del cash-flow.* Una vez estimados los recursos generados por la empresa en su actividad típica, es necesario considerar aquellos otros generados por actividades no tan frecuentes. En la tabla 3.3 hemos incluido:

- *Cash-flow extraordinario:* es el derivado de operaciones de venta de activos. En nuestro caso, según la información aparecida en la política de inversión, los activos financieros del balance de partida serán vendidos en el primer año de presupuestación para hacer frente a los planes de expansión. En esta

operación de liquidación de activos aflora una plusvalía de 100 millones, puesto que los activos están contabilizados por 500 millones en el balance inicial del período de presupuestación (en el enunciado) y se venden por 600 millones, según se establece en el punto segundo de la política de inversiones. Esa plusvalía es lo que define el *cash-flow* extraordinario.

- *Cash-flow atípico*: será el generado por otras actividades que no constituyen la actividad típica de la empresa, aunque pueden tener un carácter periódico. En la cuenta de resultados del enunciado correspondiente al último período aparece un *cash-flow* de esta naturaleza, derivado de las inversiones financieras a largo plazo que aparecen en el balance del enunciado. Sin embargo, éste no se mantiene en el futuro, puesto que tales inversiones se piensan vender en el primer año.

A estas alturas ya podemos calcular el *cash-flow* total mediante la suma de todos los *cash-flows* específicos ya estimados, lo que nos da la totalidad de recursos generados por la empresa en el desarrollo de todas sus actividades.

Tras ello, continuamos la tabla con la *descomposición del cash-flow*. Es decir, con ese *cash-flow* bruto la empresa debe hacer frente a la amortización técnica, las provisiones, la retribución de los recursos financieros, ajenos y propios, y la liquidación de los impuestos. Veamos estos conceptos a continuación, siguiendo los distintos epígrafes de la tabla 3.3:

- *Amortización del inmovilizado*. Esta partida se compone de la amortización de los activos que ya tenía la empresa y que van a continuar en el futuro, más la de los nuevos que se incorporen con el nuevo plan.
  - *Amortización activos fijos antiguos*. Es necesario estimar primeramente el volumen de activo fijo pendiente de amortizar. En nuestro caso, como no se ha realizado ninguna venta de activos fijos depreciables, el saldo de partida es el que aparece en el balance inicial en el epígrafe «activos fijos netos», que es de 2.000 millones de u.m. Por otro lado, necesitamos la política de amortización, que viene definida en el apartado «estrategia financiera del plan financiero». Allí se dice que los activos antiguos se amortizan linealmente en 10 años:

$$CAC_{\text{activo fijo antiguo}} = 2.000/10 = 200 \text{ millones u.m. (años 1, 2, 3... 10)}$$

- *Amortización activos fijos nuevos*. Primero debemos identificar las nuevas inversiones amortizables, que aparecen definidas en la política de inversión. Y después, teniendo en cuenta la política de amortización, que se fija en 10 años para los activos fijos nuevos, estimar la cuota de amortización:

Conceptos	Año 1	Año 2	Año 3
Nuevas inversiones	600 millones u.m.	200 millones u.m.	200 millones u.m.
$CAC_{\text{por nueva inversión}}$	$600/10 = 60$	$200/10 = 20$	$200/10 = 20$
$CAC_{\text{total activo fijo nuevo}}$	60	80	100

- *Gastos financieros de los pasivos ajenos a largo plazo.* Como los efectos de los recursos financieros ajenos a largo plazo aparecen en más cuadros, aparte del que estamos elaborando, sería conveniente la elaboración de un cuadro auxiliar que sistematice toda la información relevante sobre los mismos. Para ello, y como paso previo, es necesario identificar todos los pasivos de esta naturaleza. Los recursos ajenos antiguos son los que derivan del balance inicial. En él observamos un préstamo a largo plazo por 600 millones de u.m., cuyas características de amortización (lineal en 6 años) y de retribución (tipo de interés del 6 por 100) aparecen en el apartado política de financiación.

TABLA 3.2

*Cuadro auxiliar: financiación a largo plazo*

Conceptos	1	2	3
<b>Préstamo a largo plazo antiguo</b>			
Saldo inicial del período	600	500	400
Amortización financiera	100	100	100
Cargas financieras	36	30	24
<b>Préstamo a largo plazo nuevo</b>			
Saldo inicial del período	1.000	900	800
Amortización financiera	100	100	100
Cargas financieras	60	54	48
<b>Total cargas financieras pasivos a largo plazo</b>	96	84	72

Y con respecto a los recursos externos ajenos nuevos, en la política de financiación se menciona la contratación de un nuevo préstamo al inicio del período de presupuestación por 1.000 millones de u.m., que se amortiza

TABLA 3.3

*Cuadro de cash-flow o cuenta de pérdidas y ganancias*

Concepto		1	2	3
1.	Ventas	9.000	11.000	13.000
2.	Compras de materias primas	5.000	6.000	7.000
3.	Variación de stocks de materias primas	1.420	300	300
4.	Consumo de materias primas = 2 – 3	3.580	5.700	6.700
5.	Cargas de personal	1.400	1.700	2.000
6.	Otras cargas operativas	1.300	1.700	2.000
7.	Subvenciones a la explotación			
8.	Coste de explotación = 4 + 5 + 6 – 7	6.280	9.100	10.700
9.	Variación de stocks de producto terminado	1.230	300	300
10.	Coste de las ventas = 8 – 9	5.050	8.800	10.400
<b>11.</b>	<b>Cash-flow de explotación = 1 – 10</b>	<b>3.950</b>	<b>2.200</b>	<b>2.600</b>
12.	Cash-flows atípicos (activos fuera de la explotación)	—	—	—
13.	Cash-flow extraordinario (plusvalías/minusvalías a corto y largo plazo)	100	—	—
14.	Aplicación subvenciones (nuevas + antiguas)	—	—	—
<b>15.</b>	<b>Cash-flow total = 11 + 12 + 13 + 14</b>	<b>4.050</b>	<b>2.200</b>	<b>2.600</b>
16.	Amortización inmovilizado (antiguo + nuevo)	260	280	300
17.	Provisiones a corto y largo plazo (antiguas + nuevas)	—	—	—
18.	Gastos financieros pasivo a largo plazo	96	84	72
19.	Gastos financieros pasivo a corto plazo	21	21	21
<b>20.</b>	<b>Resultado bruto = 15 – 16 – 17 – 18 – 19</b>	<b>3.673</b>	<b>1.815</b>	<b>2.207</b>
21.	Compensación de pérdidas	—	—	—
22.	Impuestos = (20 – 21) × 0,35	1.286	635	772
<b>23.</b>	<b>Resultado neto = 20 – 21 – 22</b>	<b>2.387</b>	<b>1.180</b>	<b>1.435</b>
24.	Dividendos	0	0	0
25.	Reservas = 23 – 24	2.387	1.180	1.435
<b>26.</b>	<b>Autofinanciación = 16 + 17 + 21 + 25</b>	<b>2.647</b>	<b>1.460</b>	<b>1.735</b>

en 10 años a un tipo de interés del 6 por 100<sup>3</sup>. Con estos datos podemos estimar las amortizaciones financieras y los intereses devengados en cada período para cada fuente. Estos últimos se calculan sobre el saldo a principios de cada período, es decir, sobre el saldo vivo de la deuda en el período correspondiente. No hace falta construir la tabla para toda la vida de los pasivos, ya que sólo necesitamos los datos de los tres primeros ejercicios para nuestra planificación.

- *Gastos financieros de los pasivos ajenos a corto plazo.* El capítulo de los intereses no se termina hasta que no calculemos los devengados por los pasivos corrientes ajenos con coste. Primero debemos identificar la existencia de tales pasivos. En el balance inicial vemos la presencia de un crédito bancario a corto plazo por 700 millones, además de los proveedores, pero como estos últimos no tienen coste monetario no los tenemos que considerar en este apartado. Por otro lado, en la estrategia a corto plazo definida para el futuro, apartado a) nos comentan que dicho crédito se va a reducir en 400 millones, y que es anual y continuamente renovable. Al ser el tipo de interés del 7 por 100, las cargas financieras devengadas anualmente por esta fuente ascienden a 21 millones (7 por 100 sobre 300 millones de u.m.). Asimismo, en la estrategia a corto plazo comprobamos que no tendremos ningún nuevo pasivo a corto con coste.
- *El resultado antes de impuestos, o resultado bruto,* se obtiene a partir del *cash-flow*, recursos generados, restándole las amortizaciones y las cargas financieras. Este resultado es positivo en los tres períodos, por lo que se devenga Impuesto de Sociedades<sup>4</sup>. No obstante, antes de estimar esta cuantía es necesario tomar la precaución de observar si en el balance inicial existen pérdidas pendientes de compensar con cargo a beneficios futuros, porque ello disminuiría la base imponible<sup>5</sup>. En nuestra empresa no sucede, por lo que ya podemos calcular los impuestos aplicando el tipo impositivo genérico del Impuesto de Sociedades, que es del 35 por 100 sobre el resultado bruto.
- *El resultado neto y su reparto.* Descontados los impuestos, obtenemos el resultado neto. Este resultado es positivo, debiendo atender ahora a las indicaciones que da la empresa sobre su reparto entre dividendos y reservas en los

<sup>3</sup> Consideraremos en las resoluciones de todos los casos que los créditos y préstamos se toman a principios del ejercicio; si no hay carencia, la primera amortización financiera se realizará *a final de ese mismo ejercicio*. Asimismo, consideraremos que los costes financieros se pagarán a final del ejercicio.

<sup>4</sup> En los casos a resolver vamos a considerar que todas las cuotas de amortizaciones contables, así como la totalidad de los gastos financieros de la empresa, son deducibles de impuestos. Esto implica que el Beneficio Bruto empresarial coincide con la Base Imponible del Impuesto de Sociedades, por lo que aplicando a este beneficio la tasa impositiva, determinamos el volumen de impuestos a pagar por la empresa. En caso de que Hacienda no considere gasto fiscal a la totalidad de las amortizaciones contables y/o a los gastos financieros, el impuesto deberá cuantificarse en tabla aparte, para incorporar luego su resultado en el Cuadro de *Cash flow*.

<sup>5</sup> La compensación de pérdidas de ejercicios anteriores es considerada en el Plan General de Contabilidad como distribución de beneficios, pero la hemos integrado como disminución del mismo a efectos de simplificar el proceso operativo de cuantificación del impuesto.

próximos tres años. En la estrategia financiera la empresa establece que no va a repartir dividendos, para dedicar todos los recursos que genera a consolidar la expansión. Esto quiere decir que la política de reservas se define residualmente, e implica que en esta empresa todo el resultado neto va a reservas.

Ya hemos concluido el Cuadro de *Cash-flow* o Cuentas de Pérdidas y Ganancias. Es conveniente añadir una última línea para estimar la autofinanciación que genera la empresa en el futuro. Como tenemos beneficios en los tres periodos la autofinanciación se estima como la suma de las amortizaciones contables, las provisiones, las reservas y la compensación de pérdidas. En nuestra empresa, la autofinanciación generada deriva únicamente de la suma de las amortizaciones y las reservas.

## **2. Cuadro de necesidades netas de capital corriente**

En este cuadro se analizan las variaciones de los activos y pasivos corrientes derivadas del nuevo plan al objeto de calcular la necesidad neta de capital corriente, que después deberemos incluir en el presupuesto de capital, ya que si tienen signo positivo, suponen empleos a largo plazo a financiar, y si tienen signos negativos, fuente financiera generada por el corto plazo y excedente de él, que podrá ayudar a financiar al largo plazo.

Para elaborar este cuadro (tabla 3.4) lo primero que tenemos que hacer es identificar los distintos activos y recursos corrientes de la empresa. Para ello deberemos mirar el balance de partida donde aparecen los que ya tenía la empresa y después completaremos dicha lista con las partidas nuevas que puedan derivarse de la nueva estrategia a corto plazo futura. En esta empresa, los activos corrientes actuales son: las existencias de materia prima, las existencias de producto terminado, los clientes y la tesorería, ya que todos ellos figuraban en el balance inicial y se supone que se mantendrán en el futuro. Y por el lado de los recursos corrientes, los proveedores y el crédito bancario a corto plazo que ya vienen del balance de partida. Además, como consecuencia del funcionamiento normal de la empresa surgen dos partidas de pasivo corriente espontáneo: los impuestos a pagar<sup>6</sup> y los dividendos. De ambas partidas, en nuestro caso, sólo toma valor la primera de ellas. Nótese que la nueva política de circulante definida en el enunciado no aporta ninguna nueva partida a corto plazo.

Una vez definidas las entradas de la tabla 3.4, el siguiente paso será estimar el saldo previsional de cada partida, al objeto de calcular las variaciones interanuales que se produzcan, teniendo presente que en la columna «situación inicial» aparece el montante que dichas partidas presentaban en el balance histórico. Pasemos a comentar los distintos saldos previsionales:

<sup>6</sup> Recordemos que el Impuesto de Sociedades devengado a finales de año (vamos a suponer en todos los casos que resolvamos y propongamos) se abona a mitad del año siguiente, surgiendo un pasivo corriente espontáneo por tal motivo. En la solución propuesta hemos supuesto que todo el impuesto se pagará en el ejercicio siguiente. Lo mismo ocurriría con los dividendos, en caso de que los hubiera.

TABLA 3.4

*Cuadro de necesidades netas de capital corriente*

Cuentas	Situación inicial	1	2	3
Existencias de materias primas	80	1.500	1.800	2.100
1. $\Delta \nabla$ Existencias de materias primas		1.420	300	300
Existencias de producto terminado	120	1.350	1.650	1.950
2. $\Delta \nabla$ Existencias de producto terminado		1.230	300	300
Efectos a cobrar	100	1.350	1.650	1.950
3. $\Delta \nabla$ Efectos a cobrar		1.250	300	300
Tesorería objetivo	500	150	150	150
4. $\Delta \nabla$ Tesorería objetivo		-350	0	0
<b>5. <math>\Delta \nabla</math> Activos corrientes = 1 + 2 + 3 + 4</b>		<b>3.550</b>	<b>900</b>	<b>900</b>
Proveedores	100	1.250	1.500	1.750
6. $\Delta \nabla$ Proveedores		1.150	250	250
Acreedores a corto plazo y créditos a corto plazo	700	300	300	300
7. $\Delta \nabla$ Acreedores a corto plazo y créditos a corto plazo		-400	0	0
Dividendos a pagar	0	0	0	0
8. $\Delta \nabla$ Dividendos a pagar		0	0	0
Impuestos a pagar	0	1.286	635	772
9. $\Delta \nabla$ Impuestos a pagar		1.286	-650	137
<b>10. <math>\Delta \nabla</math> Recursos corrientes = 6 + 7 + 8 + 9</b>		<b>2.036</b>	<b>-400</b>	<b>387</b>
<b>Necesidades netas de capital corriente = 5 - 10</b>		<b>1.514</b>	<b>1.300</b>	<b>513</b>

- a) Existencias de materia prima y de producto terminado. Los saldos previsionales ya los estimamos y aparecen en el cuadro auxiliar: escenario del producto (tabla 3.1).
- b) Clientes. En la estrategia a corto plazo apartado d) nos comunican la política de cobro a clientes que tendrá la empresa en los próximos tres años:

cobrará el 40 por 100 de las ventas al contado y el resto a noventa días. Con el período medio de cobro ( $PMc$ ) más el volumen de ventas diario podemos estimar el saldo de clientes. Para el primer año, por ejemplo, tomando como referencia las ventas a crédito ( $0,6 \times \text{Ventas tales/año}$ ):

$$\text{Clientes} = \frac{0,6 \times \text{Ventas}}{360} \times PMc = \frac{0,6 \times 9.000}{360} \times 90 = 1.350 \text{ millones u.m.}$$

- c) Tesorería objetivo. Esta es la única partida de este cuadro en la que no ponemos su saldo previsional sino su saldo objetivo<sup>7</sup>, que viene definido en la estrategia a corto plazo, apartado e). La tesorería mínima a mantener será de 150 millones de u.m. al año.
- d) Proveedores. La política de pago a proveedores viene dada en la estrategia a corto plazo, apartado f). En esta empresa los únicos que cobran de forma aplazada son los proveedores de materia prima, y como media el aplazamiento concedido es de noventa días. Con el período medio de pago ( $PMp$ ) más las compras diarias ya podemos estimar el saldo de proveedores. En concreto, para el primer año<sup>8</sup>:

$$\text{Proveedores} = \frac{\text{Compras anuales}}{360} \times PMp = \frac{5.000}{360} \times 90 = 1.250 \text{ millones u.m.}$$

- e) Crédito a corto plazo. Como ya analizamos antes cuando estimamos los gastos financieros de dicha fuente, su saldo previsional tras la reducción inicial de 400 millones se mantiene en 300 millones de u.m. anuales.
- f) ) Dividendos a pagar. La empresa no reparte dividendos.
- g) Impuestos a pagar. Su saldo está definido por el Impuesto de Sociedades devengado en el ejercicio, según aparece en el cuadro de *cash-flow*<sup>9</sup>.

Para concluir este cuadro, ya sólo queda estimar la necesidad neta de capital corriente, NNCC, por diferencia entre las variaciones de los activos corrientes y los recursos corrientes. En nuestro caso, la NNCC es positiva en todos los años; esto quiere decir que los aumentos en los recursos a corto son financiados en parte por los aumentos en los pasivos a corto, y el resto, que es lo que representa la NNCC, debe ser financiado con recursos a largo plazo, de ahí la inclusión de esta partida en el presupuesto de capital.

<sup>7</sup> El saldo previsional de tesorería no lo tendremos hasta que no elaboremos el presupuesto de tesorería.

<sup>8</sup> Tanto para los gastos de explotación no pagados al contado como para las ventas realizadas a crédito, debemos suponer su generación de manera uniforme a lo largo del año, pues en caso contrario no podríamos aplicar las fórmulas que hemos utilizado.

<sup>9</sup> En el Cuadro de NNCC debería incluirse, dentro de los activos y recursos corrientes, el saldo a final de año de la diferencia entre el IVA soportado y el IVA repercutido en el ejercicio. Esta información se ha obviado para no complicar las explicaciones fundamentales que presentamos en este primer caso resuelto.

### 3. El presupuesto de capital

En este presupuesto cuantificamos las variaciones en las inversiones y financiación permanentes de la empresa. La información de dicho cuadro se estructura teniendo en cuenta si dichas variaciones constituyen una aplicación de recursos, que irán al presupuesto parcial de inversión, o un origen de recursos, que se incluyen en el presupuesto parcial de financiación.

Pasemos a comentar las aplicaciones de recursos de nuestra empresa:

#### 1. *Gastos de inversión:*

- *Saldo de programas anteriores.* En él se recogen los movimientos de los activos y recursos permanentes derivados del plan anterior, y que están todavía pendientes. Puede verlos en el Balance de la empresa a principios de la planificación, proporcionado por los datos del enunciado. Aquí sólo tenemos la amortización del préstamo a largo plazo que aparece en el balance inicial. En el cuadro de financiación vimos que dicho montante ascendía a 100 millones de u.m. anuales.
  - *Inversiones de expansión.* Corresponden a las nuevas inversiones realizadas para acometer el plan de crecimiento, que ya tratamos cuando estimamos la amortización de dichos activos. La inversión asciende a 600 millones el primer año, y en el segundo y tercer años a 200 millones, respectivamente.
2. *Necesidades netas de capital corriente.* Se incluye el saldo obtenido en el cuadro de NNCC por tal concepto, con su signo correspondiente<sup>10</sup>.
  3. *Amortización financiera de los pasivos a largo plazo.* En este epígrafe debemos incluir la devolución de los recursos fijos nuevos, ya que la de los antiguos están en «*Saldo de programas anteriores*». En nuestro caso, tenemos la devolución del principal del préstamo nuevo que contrata la empresa para desarrollar el plan. En el cuadro de financiación ya estimamos que la amortización financiera de este pasivo era de 100 millones de u.m. anuales. Además, también debemos incluir cualquier disminución de pasivo fijo, aunque no suponga una amortización financiera en sentido estricto. En el plan hay una variación de esta naturaleza, pero la comentamos más adelante.

Por el lado de los orígenes de recursos, podemos decir que la empresa va a obtener recursos a largo plazo para acometer las ya citadas inversiones de las siguientes operaciones:

1. *Autofinanciación.* Se toma el montante que ya estimamos al final del cuadro de *cash-flow*.

<sup>10</sup> En el presupuesto de capital los únicos epígrafes que pueden aparecer con signo negativo son los correspondientes a las necesidades netas de capital corriente y a la autofinanciación, y en ocasiones alguna partida del saldo de programas anteriores (por ejemplo, los dividendos pendientes de pago).

2. *Financiación externa*, tanto derivada de recursos propios como ajenos:

- *Ampliación de capital*. La empresa realiza una ampliación de capital liberada, es decir, con cargo a reservas en el primer año. Esta operación origina un aumento en el capital social equivalente al 35 por 100 de las reservas del balance inicial. Es decir, 560 u.m. (35 por 100 sobre 1.600). Pero esta operación origina otro cambio en las partidas permanentes del balance, ya que las reservas deben disminuirse en esa cifra. Como en el presupuesto de capital debemos reflejar todas las variaciones de los activos y recursos permanentes, porque con la información contenida en dicho cuadro vamos a elaborar los balances previsionales, debemos explicitar esta disminución en las reservas. Según la filosofía de este documento, las disminuciones de los recursos permanentes del pasivo fijo aparecen en el epígrafe «Amortizaciones financieras del presupuesto parcial de inversiones»; por ello, debemos poner en el primer ejercicio 560 millones por la disminución de las reservas. Esta amortización de recursos tiene un carácter ficticio, puesto que no origina una salida de recursos en la empresa.
- *Préstamo nuevo*. La empresa va a pedir un préstamo a largo plazo por 1.000 millones en el primer año, es por tanto esta cuantía la que debe aparecer únicamente en ese ejercicio.

3. *Desinversión*. En este apartado incluimos las disminuciones que sufre el Balance Empresarial por la venta de activos, gracias a las cuales la empresa obtiene recursos. Por tanto, deberemos poner *los valores contables netos* de los activos a vender. La empresa ESUSO, va a vender en el primer año las inversiones financieras permanentes a largo plazo que aparecen en el balance inicial. Su valor contable neto es de 500 millones, y esta cifra es la que aparecerá en el Presupuesto. Recordemos que la plusvalía derivada de esta operación de venta ya ha sido considerada en el Cuadro de *Cash-flow* y allí se afecta del impuesto, por lo que entre ambos cuadros (*Cash-flow* y Presupuesto de Capital) hemos considerado la totalidad del valor de la venta, afectada de sus impuestos.

Una vez identificadas todas las inversiones a largo plazo que se van a realizar y los recursos a largo plazo que piensa conseguir la empresa para acometer tal plan, ya sólo debemos cerrar el presupuesto mediante la comparación de los orígenes de los recursos y los empleos. De esta manera estimamos el superávit o el déficit de cada período, para, por último, en la fila final, estimar el acumulado sumando el superávit o el déficit del ejercicio con los de los ejercicios anteriores.

En nuestro caso, observamos que existe un significativo superávit de recursos en el primer año, debido a que en este ejercicio es cuando se obtiene la totalidad de la financiación externa a largo plazo y, además, se realiza la desinversión. En el segundo año existe un déficit que es absorbido sin problemas por el excedente del

TABLA 3.5  
*Presupuesto de capital*

Conceptos	1	2	3
<b>Presupuesto de inversiones</b>			
1. Gastos de inversión	700	300	300
1.1. Saldos de programas anteriores	100	100	100
1.1.1. Amortizaciones financieras préstamo antiguo	100	100	100
1.2. Inversiones de renovación	0	0	0
1.3. Inversiones de expansión	600	200	200
1.4. Inversiones complementarias			
2. Necesidades netas de capital corriente	1.514	1.300	513
3. Amortizaciones financieras a largo plazo	660	100	100
3.1. Amortizaciones de recursos a largo plazo nuevos	100	100	100
3.2. Amortizaciones ficticias: disminución de reservas	560		
4. Otros empleos			
<b>Total empleos = 1 + 2 + 3 + 4</b>	<b>2.874</b>	<b>1.700</b>	<b>913</b>
<b>Presupuesto de financiación</b>			
5. Autofinanciación	2.647	1.460	1.735
6. Financiación externa	1.560	0	0
6.1. Ampliaciones de capital	560		
6.1.1. Ampliación de capital con cargo a reservas	560		
6.2. Préstamos a largo plazo nuevos	1.000		
6.3. Acreedores a largo plazo nuevos			
7. Desinversiones	500		
8. Recursos extraordinarios	0	0	0
<b>Total recursos = 5 + 6 + 7 + 8</b>	<b>4.707</b>	<b>1.460</b>	<b>1.735</b>
<b>Superávits/déficits del período</b>	<b>1.833</b>	<b>-240</b>	<b>822</b>
<b>Superávits/déficits acumulados</b>	<b>1.833</b>	<b>1.593</b>	<b>2.415</b>

período anterior, y en el tercero, debido a la importante autofinanciación generada frente a las aplicaciones previstas, también se produce un superávit significativo.

En conjunto, *el plan es viable* porque el saldo acumulado final es no negativo. No obstante, *no es definitivo* por el excedente de recursos tan alto que presenta. Tendría que modificarse el plan al objeto de conseguir alisarlo, de forma que los saldos acumulados del presupuesto de capital fueran lo más próximos a cero posible, y además positivos. Una posible medida podría ser renunciar a pedir el nuevo préstamo en el primer año. En cualquier caso, para dar una respuesta definitiva deberíamos reiniciar todo el proceso, y reelaborar todos los cuadros de nuestro modelo de presupuestación, tal como haremos en la parte final de este caso. Por ahora, daremos por buenos los resultados obtenidos y seguiremos con el proceso de planificación.

#### 4. Presupuesto de tesorería

En este presupuesto incluimos todos los cobros y pagos derivados del plan, lo cual nos va a permitir estimar el saldo de tesorería anual, así como el acumulado que debe aparecer en los balances previsionales de la empresa. No obstante, según la operativa de nuestro modelo de presupuestación, a estas alturas ya podemos estimar los saldos de tesorería previsionales mediante la relación existente entre dicho saldo y el presupuesto de capital:

$$\text{Tesorería del balance} = \text{tesorería objetivo} + \text{superávit/déficit acumulado del presupuesto de capital}$$

En nuestro caso:

$$\text{Tesorería del balance}_1 = 150 + 1.833 = 1.983 \text{ millones de u.m.}$$

$$\text{Tesorería del balance}_2 = 150 + 1.592 = 1.742 \text{ millones de u.m.}$$

$$\text{Tesorería del balance}_3 = 150 + 2.414 = 2.564 \text{ millones de u.m.}$$

Estos saldos deben coincidir con los que obtengamos con el presupuesto de tesorería a construir. El saldo de tesorería en este documento se calcula mediante la suma de cinco saldos parciales:

1. Tesorería de explotación. Se obtiene por la diferencia entre los cobros por ventas y los pagos que requiere la explotación:

— Cobros por ventas = Ventas –  $\Delta \nabla$ Clientes. Las ventas aparecen en el cuadro de *cash-flow*, y la variación de clientes la tenemos ya calculada en el cuadro de necesidades netas de capital corriente. Para el primer año:

$$\text{Cobros por ventas} = 9.000 - 1.250 = 7.750 \text{ millones de u.m.}$$

— Los pagos de explotación se componen de:

- Pagos a proveedores = compras –  $\Delta \nabla$ Proveedores. Las compras las tenemos en el cuadro auxiliar de escenario del producto, y la variación de proveedores aparece en el cuadro de necesidades netas de capital corriente. Tenga en cuenta que en esta expresión debe utilizar las compras y no el consumo.
- Pagos de personal y otros pagos de explotación. Los montantes los tenemos en el cuadro auxiliar de escenario del producto<sup>11</sup>:

$$\begin{aligned} \text{Pagos de explotación}_{\text{año } 1} &= 5.000 - 1.150 + 1.400 + 1.300 = \\ &= 6.550 \text{ millones u.m.} \end{aligned}$$

<sup>11</sup> Si el pago de alguno de estos gastos se hubiera aplazado, deberíamos incluir para calcular su pago

la corrección por las variaciones de las cuentas por pagar asociadas a los mismos.

2. Tesorería por operaciones de capital<sup>12</sup>. Este saldo se estima identificando los movimientos de caja asociados a las operaciones recogidas en el presupuesto de capital:
  - Entradas de caja por operaciones de capital<sup>13</sup>:
    - Obtención del préstamo: 1.000 millones (año 1).
    - Por venta de activos financieros: 600 millones (año 1).
  - Salidas de caja por operaciones de capital:
    - Por amortización de los préstamos nuevos y antiguos: 200 millones en cada año.
    - Por la realización de inversiones: 600 millones (año 1) y 200 millones en los dos restantes<sup>14</sup>.
3. Tesorería atípica. No hay *cash-flow* de este tipo, y, en consecuencia, no tenemos tesorería por este concepto.
4. Pagos por retribución a recursos a largo plazo:
  - Pago por dividendos. La empresa no reparte dividendos, por lo que no tenemos pago por este concepto.
  - Pago por intereses de deuda a largo plazo. Se toma para cada período el montante que aparece en el cuadro de *cash-flow*<sup>15</sup>.
5. Tesorería por operaciones a corto plazo. Debemos incluir todos los movimientos de caja vinculados con el corto plazo. Para eso debemos repasar el cuadro de *cash-flow* y el cuadro de necesidades netas de capital corriente, al objeto de apreciar si existe alguna operación cuyos efectos en caja no se hayan recogido ya en los epígrafes previos. En nuestro caso tenemos dos:
  - Movimientos de caja asociados al crédito a corto plazo. En concreto, la entrada en caja derivada de su obtención (300 millones anuales) y las salidas de caja por su amortización (todos los años 300 millones, menos el primero, que son 700 millones) y por su retribución (que, según el cuadro de *cash-flow*, asciende a 21 millones de u.m. anuales).
  - Pagos por impuestos. El único impuesto que consideramos es el Impuesto de Sociedades. Para estimar el pago partimos de la información que

<sup>12</sup> Recordamos lo dicho en teoría: «sus datos se deducen de las distintas líneas contenidas en el presupuesto de capital, teniendo en cuenta que la línea de necesidades netas de capital corriente dará lugar a cobros y pagos que se contabilizarán en la tesorería a corto plazo y no en esta tesorería por operaciones de capital que estamos determinando. El repaso línea a línea del presupuesto de capital asegura que no olvidamos ninguna tesorería por operaciones de este tipo».

<sup>13</sup> Obviamente la ampliación de capital con cargo a reservas no origina ningún movimiento en la caja de la empresa.

<sup>14</sup> Son las mismas cuantías que aparecen en el presupuesto de capital, porque no hay financiación de acreedores vinculados a esta operación.

<sup>15</sup> Estamos suponiendo que los gastos financieros se abonan en el ejercicio en el que se devengan.

TABLA 3.6  
*Presupuesto de tesorería*

Conceptos		Saldo inicial	1	2	3
1.	Cobros por ventas		7.750	10.700	12.700
2.	Pagos por explotación		6.550	9.150	10.750
3.	<b>Tesorería de explotación = 1 – 2</b>		1.200	1.550	1.950
4.	Cobros por ampliaciones de capital		—	—	—
5.	Cobros por préstamos y empréstitos		1.000	—	—
6.	Cobros por subvención		—	—	—
7.	Cobros por desinversión		600	—	—
8.	Pagos por amortizaciones financieras de deudas a largo plazo		200	200	200
9.	Pagos por gastos de inversión productiva		600	200	200
10.	Otros pagos		—	—	—
11.	<b>Tesorería por operaciones de capital = 4 + 5 + 6 + 7 – 8 – 9 – 10</b>		<b>800</b>	<b>-400</b>	<b>-400</b>
12.	Cobros por activos fuera explotación (intereses cartera, etcétera)		—	—	—
13.	Pagos por activos fuera explotación		—	—	—
14.	<b>Tesorería atípica = 12 – 13</b>		<b>—</b>	<b>—</b>	<b>—</b>
15.	Pagos por dividendos		0	0	0
16.	Pagos por intereses de deuda a largo plazo		96	84	72
17.	<b>Pagos por retribución de recursos fijos a largo plazo = 15 + 16</b>		<b>96</b>	<b>84</b>	<b>72</b>
18.	Cobros por créditos a corto plazo		300	300	300
19.	Pagos por amortización financiera créditos a corto plazo		700	300	300
20.	Pagos por intereses de descuento y deudas a corto plazo		21	21	21
21.	Pagos a acreedores a corto plazo		—	—	—
22.	Pago de impuestos		0	1.286	635
23.	<b>Tesorería por operaciones a corto plazo = 18 – 19 – 20 – 21 – 22</b>		<b>-421</b>	<b>-1.307</b>	<b>-656</b>
24.	<b>Tesorería neta = 3 + 11 + 14 – 17 + 23</b>	<b>500</b>	<b>1.483</b>	<b>-241</b>	<b>822</b>
25.	<b>Tesorería acumulada</b>		<b>1.983</b>	<b>1.742</b>	<b>2.564</b>

aparece en el cuadro de necesidades netas de capital corriente, y luego trasladamos esa fila una columna a la derecha, para reflejar el convenio que hemos aceptado de que lo devengado en un período se paga el siguiente. Por eso, en el primer año, la salida de caja por este concepto es cero, porque en el balance inicial no aparecen pasivos correspondientes a impuestos a pagar.

Las dos últimas filas del presupuesto totalizan la tesorería generada por la empresa por ejercicio y la acumulada. Para esta última, no hay que olvidar la posible existencia de una tesorería inicial en el primer período de planificación, que vendrá reflejada en el balance de partida (el del enunciado). La tesorería acumulada coincide con la tesorería previsional del balance. Observamos cómo efectivamente este presupuesto sanciona la viabilidad del presupuesto de capital. Es decir, un presupuesto de tesorería viable implica uno anterior de capital, también viable, aunque lo contrario no tiene por qué ser necesariamente cierto.

## **5. Balances previsionales**

Para la elaboración de los balances previsionales, partimos del balance de situación inicial que aparece en el enunciado, y le añadimos la información contenida en:

- El cuadro de necesidades netas de capital corriente. Proporciona los saldos previsionales de las distintas partidas de activos y recursos corrientes.
- El presupuesto de capital. Da las variaciones de los activos y recursos permanentes.
- El presupuesto de tesorería. Este cuadro proporciona la tesorería previsional del balance (no confundir con la tesorería objetivo).

Al finalizar estos balances tendremos otra comprobación de que el proceso desarrollado no contiene errores, al ver cómo los activos y los recursos totales de los balances futuros son cuantitativamente iguales. Normalmente, el proceso a seguir en la resolución de un caso supone realizar antes los balances previsionales que el presupuesto de tesorería. La razón estriba en ir acotando los posibles errores cometidos en el proceso. Así, una vez cuantificado el presupuesto de capital y, en consecuencia, las tesorerías en balances, podemos construir los balances previsionales con esta última. Si los balances cuadran, el proceso hasta ese momento es correcto (excepto olvidos en todos los cuadros o haber tomado datos erróneos). Una vez asegurada la idoneidad del caso, podemos construir el presupuesto de tesorería, de forma que si las tesorerías determinadas con su ayuda no coinciden con la determinada con el presupuesto de capital, normalmente el error estará en el cuadro de tesorería.

TABLA 3.7  
*Balances previsionales*

Conceptos	Inicial	1	2	3
Inmovilizado material bruto	2.300	2.900	3.100	3.300
– Amortización acumulada	300	560	840	1.140
Inmovilizado material neto	2.000	2.340	2.260	2.160
Inversiones financieras a largo plazo	500	—	—	—
Existencias de materia prima	80	1.500	1.800	2.100
Existencias de producto terminado	120	1.350	1.650	1.950
Efectos a cobrar	100	1.350	1.650	1.950
Tesorería	500	1.983	1.742	2.564
<b>Total activo</b>	<b>3.300</b>	<b>8.523</b>	<b>9.102</b>	<b>10.724</b>
Capital social	300	860	860	860
Reservas	1.600	3.427	4.607	6.042
Préstamo a largo plazo	600	500	400	300
Préstamo a largo plazo nuevo		900	800	700
Crédito a corto plazo	700	300	300	300
Proveedores	100	1.250	1.500	1.750
Dividendos a pagar		0	0	0
Impuestos a pagar	0	1.286	635	772
<b>Total recursos</b>	<b>3.300</b>	<b>8.523</b>	<b>9.102</b>	<b>10.724</b>

## 6. Presupuesto definitivo: el alisado del presupuesto de capital

El proceso de planificación que hemos desarrollado en los epígrafes previos todavía no está finalizado. Hemos comprobado la *viabilidad* del mismo por ser positivo su superavit/déficit acumulado final. Queda pendiente, como ya comentamos, hacer que el presupuesto sea *definitivo* mediante el alisado del mismo. Este alisamiento es lo que vamos a realizar en este apartado.

Como ya comprobamos cuando realizamos el presupuesto de capital de la empresa ESUSO, la línea de superávits/déficits acumulados del mismo refleja un excedente de recursos que se mantiene a lo largo de todos los periodos de presupuestación. Esto implica que tenemos gran cantidad de recursos financieros materializados en tesorería y sin aplicación. Es obvio que esto no corresponde a una buena práctica financiera, por los innecesarios gastos financieros en los que se incurre. Debemos, por tanto, disminuir el exceso de financiación o aumentar la inversión hasta que la

línea de superávits/déficits de los períodos se acerque lo más posible a cero, sin que tengamos cifras negativas en los acumulados.

Las opciones a elegir exigen estimar el ahorro de costes (si corresponden a disminuciones de fuentes financieras) o la mayor rentabilidad generada (si corresponden a mayores inversiones), al objeto de, posteriormente, elegir la mejor opción. En nuestro caso, sin ser exhaustivos, las alternativas posibles son las siguientes:

1. Aumentar las inversiones productivas. El enunciado no facilita información sobre este aspecto, por lo que supondremos la no necesidad de estas inversiones para la estrategia general de esta empresa; con lo que desecharmos esta opción. Además, la empresa ha realizado un proceso de expansión muy ambicioso, y no tendría sentido arriesgarse más hasta que el crecimiento se vaya consolidando.
2. Disminución de los recursos permanentes planificados. Sabiendo que *la autofinanciación no debe modificarse nunca a la baja* por representar los recursos autogenerados, podrán analizarse las siguientes posibilidades, eliminando ordenadamente en orden a su mayor coste o menor rentabilidad:
  - a) Eliminación de parte o todo el nuevo préstamo, con un coste del 6 por 100.
  - b) Eliminación de toda o parte de la desinversión de los activos financieros, lo que permitiría generar una rentabilidad del 10 por 100 anual sobre la inversión.
  - c) Aumento de las amortizaciones financieras correspondientes al préstamo antiguo, con un ahorro de costes del 6 por 100.
3. Cambiar la estrategia a corto plazo para corregir el excedente de recursos. Es necesario acudir al cuadro de necesidades netas de capital corriente para analizar las medidas que pueden tomarse, teniendo siempre presentes los costes y rentabilidades asociados, y la oportunidad o viabilidad de las mismas.
  - a) El aumento de las existencias para eliminar el superávit no tendría mucho sentido, puesto que en este tipo de empresas es adecuado mantener una adecuada rotación de los stocks para mejorar la rentabilidad de los activos.
  - b) El aumento de la cuenta de clientes, a través del alargamiento del plazo de cobro, no parece adecuado en este negocio, ya que los clientes derivan de las ventas con tarjeta que se realizan en sus tiendas, y un período medio de cobro de noventa días en este sector es ya bastante alto. Además, se aumenta el riesgo de impago. Sólo si estas facilidades de pago a los clientes origina un aumento de las ventas, podríamos contemplar esta medida.

- c) La disminución de los proveedores no tiene lógica, puesto que se trata de financiación sin coste, y las empresas normalmente utilizan esta fuente en su máxima cuantía.
  - d) Por último, el crédito a corto plazo, si disminuyera, implicaría un ahorro de intereses equivalente al 7 por 100. Más interesante su eliminación que la de los pasivos a largo que están al 6 por 100.
4. Cambios en la estrategia financiera. Esta empresa renunció a retribuir a sus accionistas mediante dividendos, al objeto de consolidar la expansión, pero según los resultados obtenidos posiblemente sería posible repartir dividendos, y de esta manera incrementar la rentabilidad obtenida por los propietarios de la empresa.
  5. Por último, una opción para eliminar los excedentes, que sería la más fácil, sería la materialización de las tesorerías sobrantes en inversiones financieras temporales al tipo de interés vigente en el mercado en ese momento, y en función del tipo de riesgo que quiera asumir el empresario. De todas formas, esta alternativa desde una perspectiva de largo plazo no tendría mucho sentido, porque este tipo de inversiones tiene poca rentabilidad, siendo adecuadas, sobre todo, para rentabilizar excedentes puntuales de tesorería.

Pues bien, de todas estas opciones, y una vez valoradas, se elegirían las que supongan mayor incremento de rentabilidad o mayor disminución de costes. En nuestro caso, y con la información disponible, parece que lo mejor sería:

- Eliminar el crédito a corto plazo por suponer un ahorro de costes del 7 por 100. Esta supone una disminución de 300 millones/año.
- No pedir el préstamo nuevo por 1.000 millones de u.m.
- No vender las inversiones financieras a largo plazo. Éstas generarán en los próximos años una rentabilidad del 10 por 100 anual.
- Amortización anticipada de parte del préstamo antiguo en el primer período, por ejemplo, en 200 millones (la suponemos sin penalización), y pasar las amortizaciones financieras del año 2 y 3 a 50 millones de u.m.
- Repartir un dividendo anual equivalente al 10 por 100 sobre el capital social.

Los cuadros representativos de la nueva situación corresponden a las tablas 3.8 a 3.13.

TABLA  
Cuadro de cash-flow

Concepto		1	2	3
1.	Ventas	9.000	11.000	13.000
2.	Compras de materias primas	5.000	6.000	7.000
3.	Variación de stocks de materias primas	1.420	300	300
4.	Consumo de materias primas = 2 – 3	3.580	5.700	6.700
5.	Cargas de personal	1.400	1.700	2.000
6.	Otras cargas operativas	1.300	1.700	2.000
7.	Subvenciones a la explotación	—	—	—
8.	Coste de explotación = 4 + 5 + 6 – 7	6.280	9.100	10.700
9.	Variación de stocks de producto terminado	1.230	300	300
10.	Coste de las ventas = 8 – 9	5.050	8.800	10.400
<b>11.</b>	<b>Cash-flow de explotación = 1 – 10</b>	<b>3.950</b>	<b>2.200</b>	<b>2.600</b>
12.	Cash-flow atípicos (activos fuera de la explotación)	50	50	50
13.	Cash-flow extraordinario (plusvalías/minusvalías a corto y largo plazo)	0	—	—
14.	Aplicación subvenciones (nuevas + antiguas)	—	—	—
<b>15.</b>	<b>Cash-flow total = 11 + 12 + 13 + 14</b>	<b>4.000</b>	<b>2.250</b>	<b>2.650</b>
16.	Amortización inmovilizado (antiguo + nuevo)	260	280	300
17.	Provisiones a corto y largo plazo (antiguas + nuevas)	—	—	—
18.	Gastos financieros pasivo a largo plazo	36	24	21
19.	Gastos financieros pasivo a corto plazo	0	0	0
<b>20.</b>	<b>Resultado bruto = 15 – 16 – 17 – 18 – 19</b>	<b>3.704</b>	<b>1.946</b>	<b>2.329</b>
21.	Compensación de pérdidas	—	—	—
22.	Impuestos = (20 – 21) × 0,35	1.296	681	815
<b>23.</b>	<b>Resultado neto = 20 – 21 – 22</b>	<b>2.408</b>	<b>1.265</b>	<b>1.514</b>
24.	Dividendos	86	86	86
25.	Reservas = 23 – 24	2.322	1.179	1.428
<b>26.</b>	<b>Autofinanciación = 16 + 17 + 21 + 25</b>	<b>2.582</b>	<b>1.459</b>	<b>1.728</b>

*Cuadro de necesidades netas de capital corriente*

Cuentas	Situación inicial	1	2	3
Existencias de materias primas	80	1.500	1.800	2.100
1. $\Delta \nabla$ Existencias de materias primas		1.420	300	300
Existencias de producto terminado	120	1.350	1.650	1.950
2. $\Delta \nabla$ Existencias de producto terminado		1.230	300	300
Efectos a cobrar	100	1.350	1.650	1.950
3. $\Delta \nabla$ Efectos a cobrar		1.250	300	300
Tesorería objetivo	500	150	150	150
4. $\Delta \nabla$ Tesorería objetivo		-350	0	0
<b>5. <math>\Delta \nabla</math> Activos corrientes = 1 + 2 + 3 + 4</b>		<b>3.550</b>	<b>900</b>	<b>900</b>
Proveedores	100	1.250	1.500	1.750
6. $\Delta \nabla$ Proveedores		1.150	250	250
Acreedores a corto plazo y créditos a corto plazo	700	0	0	0
7. $\Delta \nabla$ Acreedores a corto plazo y créditos a corto plazo		-700	0	0
Dividendos a pagar	0	86	86	86
8. $\Delta \nabla$ Dividendos a pagar		86	0	0
Impuestos a pagar	0	1.296	681	815
9. $\Delta \nabla$ Impuestos a pagar		1.296	-615	134
<b>10. <math>\Delta \nabla</math> Pasivos corrientes = 6 + 7 + 8 + 9</b>		<b>1.832</b>	<b>-365</b>	<b>384</b>
<b>Necesidades netas de capital corriente = 5 - 10</b>		<b>1.718</b>	<b>1.265</b>	<b>516</b>

TABLA 3.10  
Presupuesto de capital

Conceptos	1	2	3
<b>Presupuesto de inversiones</b>			
1. Gastos de inversión	800	250	250
1.1. Saldos de programas anteriores	200	50	50
1.1.1. Amortizaciones financieras préstamo antiguo	200	50	50
1.2. Inversiones de expansión	600	200	200
2. Necesidades netas de capital corriente	1.718	1.265	516
3. Amortizaciones financieras a largo plazo	560	0	0
3.1. Amortizaciones de recursos a largo plazo nuevos	0	0	0
3.2. Amortizaciones ficticias: disminución de reservas	560		
<b>Total empleos = 1 + 2 + 3 + 4</b>	<b>3.078</b>	<b>1.515</b>	<b>766</b>
<b>Presupuesto de financiación</b>			
5. Autofinanciación	2.582	1.459	1.728
6. Financiación externa	560	0	0
6.1. Ampliaciones de capital	560		
6.1.1. Ampliación de capital con cargo a reservas	560		
6.2. Préstamos a largo plazo nuevos	0		
7. Desinversiones	0		
8. Recursos extraordinarios			
<b>Total recursos = 5 + 6 + 7 + 8</b>	<b>3.142</b>	<b>1.459</b>	<b>1.728</b>
<b>Superávits/déficits del período</b>	<b>64</b>	<b>-56</b>	<b>962</b>
<b>Superávits/déficits acumulados</b>	<b>64</b>	<b>8</b>	<b>970</b>

TABLA 3.11  
*Balances previsionales*

Conceptos	Inicial	1	2	3
Inmovilizado material bruto	2.300	2.900	3.100	3.300
– Amortización acumulada	300	560	840	1.140
Inmovilizado material neto	2.000	2.340	2.260	2.160
Inversiones financieras a largo plazo	500	500	500	500
Existencias de materia prima	80	1.500	1.800	2.100
Existencias de producto terminado	120	1.350	1.650	1.950
Efectos a cobrar	100	1.350	1.650	1.950
Tesorería	500	214	158	1.120
<b>Total activo</b>	<b>3.300</b>	<b>7.254</b>	<b>8.018</b>	<b>9.780</b>
Capital social	300	860	860	860
Reservas	1.600	3.362	4.541	5.968
Préstamo a largo plazo	600	400	350	300
Préstamo a largo plazo nuevo	—	0	0	0
Crédito a corto plazo	700	0	0	0
Proveedores	100	1.250	1.500	1.750
Dividendos a pagar	—	86	86	86
Impuestos a pagar	0	1.296	681	815
<b>Total recursos</b>	<b>3.300</b>	<b>7.254</b>	<b>8.018</b>	<b>9.780</b>

TABLA 3.12  
*Presupuesto de tesorería*

Conceptos		Saldo inicial	1	2	3
1.	Cobros por ventas		7.750	10.700	12.700
2.	Pagos por explotación		6.550	9.150	10.750
<b>3.</b>	<b>Tesorería de explotación = 1 – 2</b>		<b>1.200</b>	<b>1.550</b>	<b>1.950</b>
4.	Cobros por ampliaciones de capital		—	—	—
5.	Cobros por préstamos y empréstitos		—	—	—
6.	Cobros por subvención		—	—	—
7.	Cobros por desinversión		—	—	—
8.	Pagos por amortizaciones financieras de deudas a largo plazo		200	50	50
9.	Pagos por gastos de inversión productiva		600	200	200
10.	Otros pagos		—	—	—
<b>11.</b>	<b>Tesorería por operaciones de capital = 4 + 5 + 6 + 7 – 8 – 9 – 10</b>		<b>–800</b>	<b>–250</b>	<b>–250</b>
12.	Cobros por activos fuera explotación (intereses cartera, etcétera)		50	50	50
13.	Pagos por activos fuera explotación		—	—	—
<b>14.</b>	<b>Tesorería atípica = 12 – 13</b>		<b>50</b>	<b>50</b>	<b>50</b>
15.	Pagos por dividendos		0	86	86
16.	Pagos por intereses de deuda a largo plazo		36	24	21
<b>17.</b>	<b>Pagos por retribución de recursos fijos a largo plazo = 15 + 16</b>		<b>36</b>	<b>110</b>	<b>107</b>
18.	Cobros por créditos a corto plazo				
19.	Pagos por amortización financiera créditos a corto plazo		700	—	—
20.	Pagos por intereses de descuento y deudas a corto plazo		0	0	0
21.	Pagos a acreedores a corto plazo		—	—	—
22.	Pago de impuestos		0	1.296	681
<b>23.</b>	<b>Tesorería por operaciones a corto plazo = 18 – 19 – 20 – 21 – 22</b>		<b>–700</b>	<b>–1.296</b>	<b>–681</b>
<b>24.</b>	<b>Tesorería neta = 3 + 11 + 14 – 17 + 23</b>	<b>500</b>	<b>–286</b>	<b>–56</b>	<b>962</b>
<b>25.</b>	<b>Tesorería acumulada</b>		<b>214</b>	<b>158</b>	<b>1.120</b>

Para poder apreciar mejor la mejora realizada, vamos a comparar la situación inicial con la nueva en la tabla 3.13.

TABLA 3.13  
*Resumen situación inicial y mejorada*

Situación inicial	1	2	3
Resultado neto	2.387	1.180	1.435
Necesidades netas de capital corriente	1.514	1.300	513
Superávits/déficits del período	1.833	-241	822
Superávits/déficits acumulados	1.833	1.592	2.414
Tesorería acumulada	1.983	1.742	2.564
Situación mejorada	1	2	3
Resultado neto	2.408	1.265	1.514
Necesidades netas de capital corriente	1.718	1.265	516
Superávits/déficits del período	64	-56	962
Superávits/déficits acumulados	64	8	970
Tesorería acumulada	214	158	1.120

Con todos estos cambios hemos conseguido alisar, en parte, el presupuesto de capital. Pero todavía no es definitivo, porque si bien los dos primeros períodos podemos considerarlos aceptables, el tercero presenta un importante superávit debido a la autofinanciación generada por el plan. Por este motivo, para ese tercer año, la empresa debería ir pensando nuevas inversiones productivas o financieras. Debemos tener en cuenta que la elaboración del presupuesto implica un proceso de prueba y error hasta conseguir un alisado razonable.

## CASO 2. CREACIÓN DE UNA EMPRESA DEL SECTOR DISTRIBUCIÓN. LA EMPRESA SUPERLUNA

Suponga que desea montar su propio negocio, una franquicia para explotar un supermercado de una conocida marca, Superluna. La información que le proporcionan para los tres próximos años, en euros, es la siguiente:

	1	2	3
<b>Ventas</b>	<b>40.000</b>	<b>48.000</b>	<b>56.000</b>
Compras a proveedores	40.000	34.000	40.000
+ Existencias iniciales	—	10.000	12.000
– Existencias finales	10.000	12.000	14.000
+ Gastos de personal	3.500	3.850	4.235
+ Otros gastos operativos	6.000	6.600	7.260
<b>Coste de ventas = 2 + 3 + 4 + 5 + 6</b>	<b>39.500</b>	<b>42.450</b>	<b>49.495</b>
<b>Cash-flow recursos = 1 – 7</b>	<b>500</b>	<b>5.550</b>	<b>6.505</b>
– Amortización inmovilizado	3.000	3.000	3.000
– Provisiones	400	480	560
– Gastos financieros	500	450	400
<b>Resultado bruto = 8 – 9 – 10 – 11</b>	<b>–3.400</b>	<b>1.620</b>	<b>2.545</b>

Las provisiones implican obtener pérdidas el primer año, y usted solicita la siguiente información adicional para determinar la viabilidad del negocio:

## 1. Estrategia de capital

### a) Política de inversiones

- Es necesaria una inversión de 12.000 euros en inmovilizado material para poder poner en marcha el supermercado.
- Además, para poder obtener la franquicia debe constituirse una fianza a 10 años de 1.200 euros para cubrir el riesgo de responsabilidades con el personal, que se considera inmovilizado financiero.

### b) Política de financiación

- Para constituir la sociedad se acordó un capital social de 3.500 euros.
- Se ha negociado con una entidad financiera un préstamo de 10.000 euros, con amortización lineal a 10 años, al 5 por 100 de interés fijo anual vencido.

## 2. Estrategia financiera

- El activo material se amortiza de forma lineal en cuatro años.
- No se distribuirán dividendos en el futuro.
- Las pérdidas generadas en el primer ejercicio se compensarán con los beneficios de los ejercicios sucesivos, tan pronto como sea posible.
- En la cuenta de explotación se incluye la dotación anual por provisiones por responsabilidad civil, que asciende al 1 por 100 de las ventas anuales.

## 3. Estrategia a corto plazo

- Las ventas son prácticamente al contado, salvo las que los clientes pagan con tarjeta de crédito, que se cobran al mes siguiente de la venta. Se estima que se utiliza este medio de pago en el 30 por 100 de las ventas.
- La tesorería que debe mantener como objetivo es de 1.000 euros.
- Las compras a proveedores se pagan a 180 días.
- La tasa impositiva aplicable es el 35 por 100.

### SE PIDE

Elabore los documentos necesarios para determinar la viabilidad del supermercado para los próximos tres años (cuadro de Cashflow, cuadro de Necesidades Netas a corto plazo y Presupuesto de Capital). A continuación, elabore los Balances previsionales y, por último, el Presupuesto de Tesorería.

### **Solución**

Comenzamos por elaborar el cuadro de *cash-flow*. Dado que el enunciado facilita las cuentas de pérdidas y ganancias previsionales, sólo hay que determinar los últimos conceptos de dicho cuadro, correspondientes al cálculo del impuesto sobre sociedades, distribución del beneficio y autofinanciación.

El impuesto de sociedades que se devenga cada ejercicio asciende al 35 por 100 del beneficio bruto, salvo que la empresa incurra en situaciones de pérdidas, como sucede en el primer ejercicio del horizonte de planificación. En esta situación, la legislación vigente permite la compensación de pérdidas con beneficios futuros en los quince años siguientes y sucesivos a la generación de dichas pérdidas. Lógicamente, el mayor ahorro fiscal se produce cuando la empresa compensa las pérdidas con los beneficios obtenidos más cercanos en el tiempo a las pérdidas. Aplicando esta idea al cuadro que elaboramos, las pérdidas generadas el primer año deben compensarse el segundo año, pero ello no es posible porque el beneficio previsto es inferior a las

pérdidas pendientes de compensar. Por tanto, en el ejercicio 2 se compensa el máximo posible, y el resto ( $3.400 - 1.620 = 1.780$ ) se compensa en el ejercicio tercero. No obstante, dado que los beneficios previstos son mayores, la empresa deberá pagar impuestos en el tercer ejercicio por el beneficio no compensado, esto es:  $35 \text{ por } 100 \times (2.545 - 1.780) = 268$ .

TABLA 3.14  
*Cuadro de cash-flow*

Concepto		1	2	3
1.	Ventas	40.000	48.000	56.000
2.	Compras a proveedores	40.000	34.000	40.000
3.	Variación de existencias	10.000	2.000	2.000
4.	Consumo de materias primas = 2 - 3	30.000	32.000	38.000
5.	Cargas de personal	3.500	3.850	4.235
6.	Otras cargas operativas	6.000	6.600	7.260
7.	Coste de las ventas = 4 + 5 + 6	39.500	42.450	49.495
8.	<b>Cash-flow de explotación = 1 - 7</b>	<b>500</b>	<b>5.550</b>	<b>6.505</b>
9.	<b>Cash-flow total = 8</b>	<b>500</b>	<b>5.550</b>	<b>6.505</b>
10.	Amortización inmovilizado	3.000	3.000	3.000
11.	Provisiones	400	480	560
12.	Gastos financieros	500	450	400
13.	<b>Resultado bruto = 9 - 10 - 11 - 12</b>	<b>-3.400</b>	<b>1.620</b>	<b>2.545</b>
14.	Compensación de pérdidas	0	1.620	1.780
15.	Impuestos	0	0	268
16.	<b>Resultado neto = 13 - 14 - 15</b>	<b>-3.400</b>	<b>0</b>	<b>497</b>
17.	Reservas	-3.400	0	497
18.	<b>Autofinanciación = 10 + 11 + 14 + 17</b>	<b>0</b>	<b>5.100</b>	<b>5.837</b>

Nótese que el resultado neto calculado en el cuadro de *cash-flow* no coincide con el concepto contable de beneficio neto, pues ya hemos restado la cantidad que se destina a compensación de pérdidas. Esto se hace para evitar bucles en la hoja de cálculo.

El reparto del beneficio neto previsto se destina todo él a reservas, pues la empresa ha decidido no repartir dividendos en los primeros ejercicios, al objeto de financiar el crecimiento esperado.

Por último, el cuadro de *cash-flow* finaliza cuantificando la autofinanciación, que se obtiene como suma de dos tipos diferentes de conceptos:

- a) Gastos que no suponen una salida de recursos de la empresa por ser retenciones realizadas al *cash-flow*; en general, las dotaciones a amortizaciones y provisiones. Constituyen la denominada *autofinanciación de mantenimiento*, por cuanto que se dotan para intentar mantener intacto el valor de los activos de la empresa, es decir, su patrimonio, y no para incrementarlo.
- b) Reservas generadas o compensación de pérdidas realizadas en el período al que hace referencia la citada cuenta de explotación. Es la denominada *autofinanciación de crecimiento*, por cuanto que al ser beneficios retenidos suponen un incremento patrimonial de la empresa, es decir, una fuente financiera sin límite temporal.

Así, la autofinanciación para el segundo ejercicio se calcula sumando las dotaciones a amortización y provisiones (3.000 + 560) junto con las reservas y la compensación de pérdidas (1.780 + 497), lo que supone un total de 5.837 euros.

A continuación, elaboramos el cuadro de variaciones a corto plazo o cuadro de Necesidades Netas de Capital Corriente, NNCC, incluyendo todas las partidas de activos y recursos corrientes previstos.

TABLA 3.15

*Cuadro de variaciones a corto plazo, NNCC*

Cuentas	1	2	3
Existencias de materias primas	10.000	12.000	14.000
1. $\Delta \nabla$ Existencias de materias primas	10.000	2.000	2.000
Efectos a cobrar	1.000	1.200	1.400
2. $\Delta \nabla$ Efectos a cobrar	1.000	200	200
Tesorería objetivo	1.000	1.000	1.000
3. $\Delta \nabla$ Tesorería objetivo	1.000	0	0
<b>4. <math>\Delta \nabla</math> Activos corrientes = 1 + 2 + 3</b>	<b>12.000</b>	<b>2.200</b>	<b>2.200</b>
Proveedores	20.000	17.000	20.000
5. $\Delta \nabla$ Proveedores	20.000	-3.000	3.000
Impuestos a pagar	0	0	268
6. $\Delta \nabla$ Impuestos a pagar	0	0	268
<b>7. <math>\Delta \nabla</math> Pasivos corrientes = 5 + 6</b>	<b>20.000</b>	<b>-3.000</b>	<b>3.268</b>
<b>Necesidades netas de capital corriente = 4 - 7</b>	<b>-8.000</b>	<b>5.200</b>	<b>-1.068</b>

Así, el dato de existencias se toma de la cuenta de explotación del enunciado. Para estimar las cuentas a cobrar a clientes para el ejercicio 1, se parte del importe de ventas previsto, que asciende a 40.000 euros. De esta cifra, el 30 por 100 son ventas a crédito, es decir, 12.000 euros, que se cobran un mes más tarde. Por tanto, el saldo pendiente de cobro al final de año será equivalente a un mes de ventas a crédito ( $12.000 \times 30/360$ ). La misma operación deberá repetirse para cada ejercicio.

Con respecto a los proveedores, el procedimiento es similar al expuesto para los clientes. Se parte de la cifra de compras a proveedores, 40.000 euros para el primer ejercicio, y del período medio de pago estimado, 180 días. Por tanto, el cálculo del saldo pendiente de pago para el primer ejercicio es el equivalente a seis meses de compras ( $40.000 \times 180/360$ ).

Los impuestos a pagar corresponden al impuesto sobre beneficios, que se ha estimado en el cuadro de *Cash-flow* elaborado antes.

Por último, las variaciones se pueden calcular de dos formas:

1. El capital corriente necesario para cada ejercicio, por diferencia entre el total activos corrientes y el total recursos corrientes previstos, y después la variación del capital corriente necesario o necesidades netas del capital corriente (NNCC):

	1	2	3
Total activos corrientes	12.000	14.200	16.400
Total pasivos corrientes	20.000	17.000	20.268
CC necesario	-8.000	-5.200	-1.068
Necesidades netas de CC	-8.000	5.200	-1.068

2. Cuantificar la totalidad de las variaciones de activos y recursos corrientes, como suma de las variaciones individuales, y después la diferencia entre la variación de activos y pasivos corrientes (fila 4 – fila 7, de la tabla 3.15) proporciona las NNCC. Este método es el que aconsejamos.

En ambos casos se obtiene el mismo importe para las NNCC. Nótese que al ser una empresa que se va a crear, no disponemos de situación inicial o ésta es nula; por tanto, la variación del primer año coincide con el capital corriente previsto para ese año.

En el primer ejercicio de planificación se obtienen unas NNCC negativas de 8.000 euros. Este dato significa que aunque hay que invertir 12.000 euros en activos corrientes, los proveedores financian 20.000 euros, por tanto, «sobra financiación», es decir, los proveedores financian la totalidad de la inversión en activos corrientes, quedando un remanente que puede utilizarse para financiar activos no corrientes en el Presupuesto de Capital. Ello se debe a que el período medio de pago a proveedores es muy dilatado, y mayor que la duración del ciclo de explotación o período medio físico. La consecuencia es que esta empresa tiene un período medio financie

ro negativo, y su corriente, en vez de exigir recursos, genera liquidez. En resumen, toda NNCC en un ejercicio positiva implica una necesidad financiera de recursos a corto plazo que deberá atenderse con recursos a largo. Por el contrario, toda NNCC negativa implica un exceso de recursos a corto en ese ejercicio, que pueden ayudar a financiar las inversiones a largo plazo del mismo ejercicio.

El Presupuesto de Capital recoge la variación de activos y pasivos a largo plazo, por contraposición a los vistos en el cuadro anterior, así como las variaciones en el patrimonio neto. Se compone de dos presupuestos parciales. En el presupuesto de inversión, situado en la parte superior, se incluye, además de las inversiones previstas en inmovilizado y las variaciones de corriente del cuadro anterior, la devolución anual del préstamo que se contrata en el primer ejercicio. De esta forma, se cuantifican los empleos o recursos necesarios cada año.

Para elaborar el presupuesto de financiación donde se recoge el origen de los recursos, en la parte inferior del cuadro, se parte de la autofinanciación que ha sido estimada en el cuadro de *Cash-flow*, y se añade la financiación externa recogida en la estrategia de capital. Nótese que al estar previsto pagar las inversiones al contado, no aparece financiación de acreedores de inmovilizado.

TABLA 3.16

*Presupuesto de capital*

<b>Presupuesto de inversiones</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>
1. Gastos de inversión	12.000	0	0
2. Necesidades netas de capital corriente	-8.000	5.200	-1.068
3. Amortizaciones financieras a largo plazo	1.000	1.000	1.000
4. Inmovilizado financiero (fianza)	1.200	0	0
<b>Total empleos = 1 + 2 + 3 + 4</b>	<b>6.200</b>	<b>6.200</b>	<b>-68</b>
<b>Presupuesto de financiación</b>			
5. Autofinanciación	—	5.100	5.837
6. Financiación externa	13.500	—	—
6.1. Capital	3.500	—	—
6.2. Préstamo	10.000	—	—
<b>Total recursos = 5 + 6</b>	<b>13.500</b>	<b>5.100</b>	<b>5.837</b>
<b>Superávits/déficits del período</b>	<b>7.300</b>	<b>-1.100</b>	<b>5.905</b>
<b>Superávits/déficits acumulados</b>	<b>7.300</b>	<b>6.200</b>	<b>12.105</b>

La diferencia entre el «total de recursos» y el «total de empleos» proporciona el superávit o déficit del periodo. En el segundo ejercicio, los recursos generados procedentes de la autofinanciación no son suficientes para atender la inversión a

corto plazo requerida en dicho periodo y la devolución del préstamo prevista; no obstante, al existir un exceso de recursos procedentes del ejercicio anterior, la empresa va a poder hacer frente a dichos importes. Con respecto a los superávits o déficits acumulados, que son los realmente interesantes, indican superávits de recursos en todos los ejercicios. Es importante resaltar que al ser también positivo el del último ejercicio del horizonte de planificación, nos indica que el plan prevé un superávit global de 12.105 euros sobre la inversión total necesaria. Este hecho de termina la viabilidad del plan.

No obstante, este plan presenta superávits de recursos continuados e importantes, lo que dará lugar a recursos financieros ociosos de forma permanente, que a su vez dará lugar a costes financieros no deseados para la empresa. Se debe buscar un perfil presupuestario próximo a cero (superávits/déficits anuales alrededor de cero, y superávits/déficits acumulados cero o moderadamente positivos). De ahí que la elaboración de presupuestos se convierta en un proceso iterativo, un proceso de prueba y error en el que se deben introducir cambios que mejoren la elaboración presupuestaria obtenida. En este caso, y supuesto que los capitales propios no pueden modificarse, la única opción es solicitar el préstamo sólo por la cantidad necesaria, es decir, se puede minorar por una cuantía equivalente al superávit presupuestario más la consecuente disminución de gastos financieros.

Una vez que los cuadros anteriores se consideren definitivos, se pueden elaborar los Balances previsionales, o bien el Presupuesto de Tesorería. Supongamos la validez de los resultados obtenidos hasta el momento y sigamos con el proceso.

En este caso no existe balance inicial por tratarse de una empresa de nueva creación. Por tanto, se ordena la información contenida en los Presupuestos de Capital y en las NNCC, acumulando las variaciones de cada año hasta obtener los saldos en balance.

Se comienza por el presupuesto de inversión; la inversión en inmovilizado material y la inversión financiera forman parte del activo fijo o no corriente. Los datos de amortización del inmovilizado se toman del cuadro de *cash-flow*, y se acumulan año a año. El inmovilizado material neto es la diferencia entre el inmovilizado material bruto y su amortización acumulada.

Del presupuesto de financiación se utilizan los datos de capital y préstamo a largo plazo, pero hay que considerar la amortización financiera de dicho préstamo para determinar el saldo que debe aparecer al final de cada año. Las reservas y provisiones proceden del cuadro de *cash-flow*, y se acumulan para obtener el saldo en balance.

Los datos de activos y recursos corrientes coinciden con los del presupuesto a corto plazo o NNCC, salvo el saldo de tesorería, ya que en dicho presupuesto se ha incluido la tesorería objetivo que la empresa quiere mantener y no la tesorería fina que debe aparecer en los Balances. Si se suma dicho objetivo al saldo acumulado del presupuesto de capital, se obtiene la tesorería en balance. Por tanto, no es necesario realizar el presupuesto de tesorería para obtener los balances previsionales.

TABLA 3.17  
*Balances previsionales*

Conceptos	1	2	3
Inmovilizado material bruto	12.000	12.000	12.000
– Amortización acumulada	(3.000)	(6.000)	(9.000)
Inmovilizado material neto	9.000	6.000	3.000
Inmovilizado financiero	1.200	1.200	1.200
Existencias	10.000	12.000	14.000
Clientes	1.000	1.200	1.400
Tesorería	8.300	7.200	13.105
<b>Total activo</b>	<b>29.500</b>	<b>27.600</b>	<b>32.705</b>
Capital	3.500	3.500	3.500
Reservas	—	—	497
Resultados negativos de ejercicios anteriores	(3.400)	(1.780)	—
Préstamo a largo plazo	9.000	8.000	7.000
Proveedores	20.000	17.000	20.000
Provisiones	400	880	1.440
Impuestos a pagar	0	0	268
<b>Total recursos</b>	<b>29.500</b>	<b>27.600</b>	<b>32.705</b>

TABLA 3.18  
*Tesorería en balance*

Conceptos	1	2	3
Superávit/déficit acumulado	7.300	6.200	12.105
Objetivo de tesorería	1.000	1.000	1.000
<b>Tesorería acumulada</b>	<b>8.300</b>	<b>7.200</b>	<b>13.105</b>

Por otra parte, el hecho de que la suma del activo coincida con la suma del patrimonio neto y pasivo nos confirma la correcta elaboración del modelo presupuestario.

Elaboremos el presupuesto de tesorería. Para ello se necesita disponer de toda la información relativa a los cobros y pagos que se prevén realizar en el horizonte de planificación.

TABLA 3.19  
*Presupuesto de tesorería*

Conceptos		1	2	3
1.	Cobros por ventas	39.000	47.800	55.800
2.	Pagos por explotación	29.500	47.450	48.495
<b>3.</b>	<b>Tesorería de explotación = 1 – 2</b>	<b>9.500</b>	<b>350</b>	<b>7.305</b>
4.	Cobros por ampliaciones de capital	3.500	—	—
5.	Cobros por préstamos y empréstitos	10.000	—	—
6.	Pagos por amortizaciones financieras de deudas a largo plazo	1.000	1.000	1.000
7.	Pagos por gastos de inversión productiva	12.000	—	—
8.	Pagos por fianza	1.200	—	—
<b>9.</b>	<b>Tesorería por operaciones de capital = 4 + 5 – 6 – 7 – 8</b>	<b>-700</b>	<b>-1.000</b>	<b>-1.000</b>
10.	Pagos por intereses de deuda a largo plazo	-500	-450	-400
<b>11.</b>	<b>Pagos por retribuciones de los recursos fijos</b>	<b>-500</b>	<b>-450</b>	<b>-400</b>
12.	Tesorería neta = 3 + 9 + 11	8.300	-1.100	5.905
13.	Saldo inicial	0	8.300	7.200
<b>14.</b>	<b>Tesorería acumulada = 12 + 13</b>	<b>8.300</b>	<b>7.200</b>	<b>13.105</b>

El modelo de presupuesto de tesorería que se propone comienza, en primer lugar, con la *tesorería de explotación*, o diferencia entre cobros y pagos de explotación. En segundo lugar, se determina la *tesorería por operaciones de capi-*

tal o cobros y pagos relativos a los activos y recursos a largo plazo; esta información procede del presupuesto de capital. En tercer lugar, se incluiría la *tesorería atípica*, pero en el caso que tratamos no es aplicable por no existir operaciones de este tipo. En cuarto lugar, la *tesorería por retribución de los recursos a largo plazo*, que corresponde a los pagos por intereses y dividendos, aunque este último dato es nulo en este caso práctico. En quinto lugar, la *tesorería por operaciones a corto plazo*, en la que se incluyen los cobros y pagos relativos a los activos y pasivos corrientes, que previamente han sido incluidos en las NNCC. Nótese que los impuestos devengados en el tercer ejercicio se pagarán un año después, por lo que en este caso no aparecen en el presupuesto de tesorería.

Por último, una vez cuantificados todos los cobros y pagos, se pueden obtener, por un lado, la tesorería generada en cada período o tesorería neta, y por otro lado la tesorería acumulada, que es la que aparece en balance; para determinarla se considera tanto la tesorería generada en cada período como la tesorería inicial en balance, si la hubiera.

Puede comprobarse que la tesorería acumulada obtenida mediante el presupuesto de tesorería coincide con el superávit acumulado del presupuesto de capital más el objetivo de tesorería, tal y como se comentó con anterioridad.

### CASO 3. PLANIFICACIÓN DE UNA NUEVA ACTIVIDAD: LA EMPRESA LA PALMA

Una empresa de la Sierra de Huelva, denominada LA PALMA, S. A., decide realizar un plan financiero a tres años para determinar la viabilidad de una nueva actividad consiste en alquilar a ganaderos de la zona los servicios del curado de jamones.

El balance que presenta a 31 de diciembre del año «0» es el siguiente:

Activo	Miles de u.m.	Recursos	Miles de u.m.
Terrenos	100.000	Capital social	500.000
Instalaciones	400.000	Resultados negativos ejercicios anteriores	(40.000)
Tesorería	2.000	Proveedores a corto plazo	42.000
<b>Total</b>	<b>502.000</b>	<b>Total</b>	<b>502.000</b>

## 1. Estrategia de capital

### a) Política de inversión

Realizado un estudio por parte de sus técnicos, deciden que las inversiones necesarias serían las siguientes para el primer año:

- Obra civil por valor de 250 millones de u.m.
- Instalaciones con un coste de 395 millones de u.m.
- Honorarios por dirección de obra y administración del proyecto, que ascienden a 5 millones de u.m. y se consideran el mayor valor de la inversión.

### b) Política de financiación

Se realiza una ampliación de capital, que suscribe el principal cliente, de 50 millones de u.m., siendo el desembolso del 25 por 100 del capital suscrito en el primer año y el 75 por 100 restante en el ejercicio siguiente.

Los acreedores de las instalaciones cobran 95 millones de u.m., al contado, y el resto tres plazos de 100 millones anuales, comenzando el primer plazo en el primer año. Por las cantidades aplazadas, se ha negociado un interés del 6 por 100 anual sobre saldos dispuestos.

Además, se ha solicitado a una entidad financiera un crédito de 200 millones, siendo flexible su amortización, a un tipo de interés del 8 por 100 anual sobre saldos dispuestos. Para la elaboración del plan financiero se ha previsto una amortización anual de 25 millones a partir del segundo año.

Ha sido concedida una subvención de capital de 42 millones, que va a ser aplicada fiscalmente en tres ejercicios, comenzando el primero de la planificación.

## 2. Mercados

El estudio realizado por los técnicos arroja las siguientes previsiones sobre la producción para los próximos tres años, expresadas en miles de u.m.:

Miles de u.m.	Año 1	Año 2	Año 3
Ventas anuales	395.000	529.000	614.000
Costes fijos	144.000	144.000	144.000
Costes variables	90.000	93.000	100.000

### 3. Estrategia financiera

Los activos de la empresa (antiguos y nuevos) se amortizan en 15 años.

Las pérdidas que aparecen en el balance que se adjunta son deducibles fiscalmente, y se amortizarán lo más rápidamente posible.

Respecto a la política de dividendos, los accionistas de la empresa esperan obtener un 10 por 100 de rentabilidad anual a través de los dividendos sobre el capital suscrito (en caso de no alcanzar esta cifra no se reparten dividendos).

### 4. Estrategia a corto plazo

Aproximadamente el 75 por 100 de las ventas se van a realizar a un cliente, por lo que está previsto su cobro a los 30 días de la fecha de facturación. El 25 por 100 restante se realizarán a empresas de la zona, siendo las condiciones habituales del sector el cobro a 90 días. Para este 25 por 100 de ventas, la empresa ha negociado una línea de descuento de 25 millones al 8 por 100.

Se ha fijado un objetivo de tesorería de un millón de u.m.

En relación con el pago a proveedores, está previsto que las cargas variables sean al contado, y las fijas a 30 días.

La empresa no mantendrá existencias.

Las deudas a corto plazo del Balance se amortizan a principios del período de planificación.

La tasa impositiva aplicable es del 35 por 100.

#### SE PIDE

1. Elabore todos los cuadros para determinar la viabilidad del plan financiero.
2. Determine si existen problemas en tesorería. Conteste sin elaborar el presupuesto de tesorería.
3. Según los resultados que haya obtenido al calcular la viabilidad en el plan financiero, ¿qué mejoras cree que se pueden realizar?
4. Elabore los balances previsionales.

#### *Solución*

##### **1. Viabilidad del plan financiero**

Con la información que aparece en el plan financiero elaboremos todos los documentos del presupuesto de esta empresa para los tres próximos años.

### ***Cuadro de cash-flow***

Para la elaboración del cuadro de *Cash-flow*, nos ayudaremos de la información proporcionada y los siguientes cálculos intermedios:

- La subvención se aplica en tres años:

$$\text{Cuota de aplicación} = 42.000/3 = 14.000, \text{ u.m./año}$$

- La amortización técnica corresponde a todos los activos fijos, tanto los nuevos como los antiguos:

$$\begin{aligned} \text{Activos fijos nuevos} &= 250.000 + 395.000 + 5.000 = 650.000 \\ \text{Activos fijos antiguos} &= 400.000 \end{aligned}$$

Los activos fijos se amortizan en 15 años:

$$\begin{aligned} \text{Cuota anual de amortización contable} &= \\ &= (650.000 + 400.000)/15 = 70.000 \end{aligned}$$

Los cálculos correspondientes a las cargas financieras quedan recogidos en la tabla 3.20.

TABLA 3.20

*Cuadro auxiliar de financiación (miles u.m.)*

<b>Conceptos</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>
<b>Financiación a largo plazo</b>			
Préstamo nuevo a largo plazo			
Saldo inicial	200.000	200.000	175.000
Amortización financiera	0	25.000	25.000
Cargas financieras (8 por 100)	16.000	16.000	14.000
<b>Acreedores</b>			
Saldo inicial	300.000	200.000	100.000
Amortización financiera	100.000	100.000	100.000
Cargas financieras (6 por 100)	18.000	12.000	6.000
<b>Total cargas financieras pasivos ajenos a largo plazo</b>	<b>34.000</b>	<b>28.000</b>	<b>20.000</b>
<b>Financiación a corto plazo</b>			
Línea de descuento	—	—	—
Límite línea de descuento	25.000	25.000	25.000
Crédito dispuesto	24.688	25.000	25.000
Cargas financieras (8 por 100)	1.975	2.000	2.000

Respecto a la línea de descuento, tiene un límite de 25.000 u.m. y, según lo recogido en la estrategia a corto plazo, la empresa negocia esta línea para el 25 por 100 de las ventas. Ello llevaría a los siguientes cálculos para conocer el saldo dispuesto de dicho crédito cada año y las correspondientes cargas financieras:

*Saldo dispuesto de la línea de descuento*

Año 1 .....  $0,25 \times 395.000 \times 90/360 = 24.687,5$  (dispuesto redondeado a 24.688)  
 Año 2 .....  $0,25 \times 529.000 \times 90/360 = 33.062,5$  (límite total dispuesto = 25.000)  
 Año 3..... $0,25 \times 614.000 \times 90/360 = 38.375$  (límite total dispuesto = 25.000)

*Cargas financieras de la línea de descuento*

Año 1..... $0,08 \times 24.688$   
 Año 2..... $0,08 \times 25.000$   
 Año 3..... $0,08 \times 25.000$

Sabiendo que el 75 por 100 de las ventas se realiza a un solo cliente, y que la línea de descuento sólo se utiliza para el 25 por 100 restante, los saldos medios anuales de clientes resultan de realizar los siguientes cálculos:

Año 1 .....  $(0,75 \times 395.000 \times 30/360) = 24.688$   
 Año 2 .....  $(0,75 \times 529.000 \times 30/360) + (33.062,5 - 25.000) = 41.125$   
 Año 3 .....  $(0,75 \times 614.000 \times 30/360) + (38.375 - 25.000) = 51.750$

Al disponer de los datos necesarios, podemos ya construir el cuadro de *Cash-flow* tal como muestra la tabla 3.21.

Merece destacar en este caso de planificación el cálculo de la autofinanciación. Como podemos observar, en el mismo se realiza la compensación de las pérdidas del balance inicial en el primer ejercicio de planificación. Ello nos indica que dichas pérdidas están siendo financiadas con la renta generada por la empresa. Por tanto, la partida de autofinanciación en este caso la integran la amortización contable, las reservas y la compensación de pérdidas.

TABLA  
Cuadro de cash-flow (miles u.m.)

Concepto		1	2	3
1.	Ventas	395.000	529.000	614.000
2.	Costes fijos	144.000	144.000	144.000
3.	Costes variables	90.000	93.000	100.000
<b>4.</b>	<b>Cash-flow de explotación = 1 – 2 – 3</b>	<b>161.000</b>	<b>292.000</b>	<b>370.000</b>
5.	Aplicación subvención	14.000	14.000	14.000
<b>6.</b>	<b>Cash-flow total = 4 + 5</b>	<b>175.000</b>	<b>306.000</b>	<b>384.000</b>
7.	Amortización contable	70.000	70.000	70.000
8.	Gastos financieros pasivo a largo plazo	34.000	28.000	20.000
9.	Gastos financieros pasivo a corto plazo	1.975	2.000	2.000
<b>10.</b>	<b>Resultado bruto = 6 – 7 – 8 – 9</b>	<b>69.025</b>	<b>206.000</b>	<b>292.000</b>
11.	Compensación de pérdidas	40.000	0	0
12.	Impuestos	10.159	72.100	102.200
<b>13.</b>	<b>Resultado neto = 10 – 11 – 12</b>	<b>18.866</b>	<b>133.900</b>	<b>189.800</b>
14.	Dividendos	0	55.000	55.000
15.	Reservas = 13 – 14	18.866	78.900	134.800
<b>16.</b>	<b>Autofinanciación = 7 + 11 + 15</b>	<b>128.866</b>	<b>148.900</b>	<b>204.800</b>

*Cuadro de necesidades netas de capital corriente*

El cuadro de necesidades netas de capital corriente es el que detallamos en la tabla 3.22.

Nótese que no hemos incluido ni la cuenta de activo corriente ni la de pasivo corriente correspondientes a los efectos descontados. Ello se ha hecho en aras de una mayor simplicidad, dado que la ausencia de estas partidas no afecta a las variaciones netas de activos y pasivos corrientes.

TABLA 3.22

*Cuadro de necesidades netas de capital corriente (miles u.m.)*

<b>Cuentas</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>
Existencias	0	0	0
1. $\Delta \nabla$ Existencias	0	0	0
Efectos a cobrar	24.688	41.126	51.750
2. $\Delta \nabla$ Efectos a cobrar	24.688	16.438	10.625
Tesorería objetivo	1.000	1.000	1.000
3. $\Delta \nabla$ Tesorería objetivo	-1.000	0	0
<b>4. <math>\Delta \nabla</math> Activos corrientes = 1 + 2 + 3</b>	<b>23.688</b>	<b>16.438</b>	<b>10.625</b>
Proveedores	12.000	12.000	12.000
5. $\Delta \nabla$ Proveedores	-30.000	0	0
Impuestos a pagar	10.159	72.100	102.200
6. $\Delta \nabla$ Impuestos a pagar	10.159	61.941	30.100
Dividendos a pagar	0	55.000	55.000
7. $\Delta \nabla$ Dividendos a pagar	0	55.000	0
<b>8. <math>\Delta \nabla</math> Pasivos corrientes = 5 + 6 + 7</b>	<b>-19.841</b>	<b>116.941</b>	<b>30.100</b>
<b>Necesidades netas de capital corriente = 4 - 8</b>	<b>43.529</b>	<b>-100.503</b>	<b>-19.475</b>

En el segundo y tercer ejercicios de la planificación que venimos realizando se obtienen unas necesidades netas de capital corriente negativas. Estos datos indican que, aunque hay que invertir en activos corrientes, los recursos corrientes son superiores a éstos. En realidad, «sobra financiación», es decir, los pasivos a corto plazo financian la inversión en activos corrientes y también parte de la inversión en activos fijos. El circulante, en vez de exigir recursos, genera liquidez.

### *Presupuesto de capital*

En este presupuesto cuantificamos las variaciones en las inversiones y recursos financieros permanentes de la empresa. La información de dicho cuadro se estructura teniendo en cuenta si dichas variaciones constituyen una aplicación de recursos, que irán al presupuesto parcial de inversiones, o un origen de recursos, que se incluyen en el presupuesto parcial de financiación.

TABLA 3.23  
Presupuesto de capital (miles u.m.)

Presupuesto de inversiones	1	2	3
1. Gastos de inversión	650.000		
1.1. Inversiones de expansión	645.000		
1.2. Inversiones complementarias	5.000		
2. Necesidades netas de capital corriente	43.529	-100.504	-19.475
3. Amortizaciones financieras a largo plazo	114.000	139.000	139.000
3.1. Amortizaciones de capital a largo plazo de deuda nuevas	100.000	125.000	125.000
3.2. Amortizaciones ficticias: aplicación de la subvención	14.000	14.000	14.000
4. Accionistas pendientes desembolso	37.500		
<b>Total empleos = 1 + 2 + 3 + 4</b>	<b>845.029</b>	<b>38.496</b>	<b>119.525</b>
Presupuesto de financiación			
5. Autofinanciación	128.866	148.900	204.800
6. Financiación externa	550.000		
6.1. Ampliaciones de capital	50.000		
6.2. Acreedores del inmovilizado	300.000		
6.3. Préstamo a largo plazo	200.000		
7. Desinversiones		37.500	
7.1. Disminución accionistas pendientes		37.500	
8. Recursos extraordinarios: subvenciones	42.000		
<b>Total recursos = 5 + 6 + 7 + 8</b>	<b>720.866</b>	<b>186.400</b>	<b>204.800</b>
<b>Superávits/déficits del período</b>	<b>-124.163</b>	<b>147.904</b>	<b>85.275</b>
<b>Superávits/déficits acumulables</b>	<b>-124.163</b>	<b>23.741</b>	<b>109.010</b>

En el presupuesto de capital no aparece el apartado de «saldo de programas anteriores», porque no hay ninguna partida del balance inicial que suponga movimientos en el largo plazo y para los próximos tres años del horizonte de planificación financiera.

En este caso pasamos a comentar las siguientes partidas:

- Accionistas pendientes de desembolso: es una partida que aparece en el presupuesto de inversión, ya que se trata de un incremento de una cuenta de activo, es decir, un derecho de cobro para la empresa sobre la parte no desembolsada del capital suscrito. En este caso, la ampliación de capital prevista es de 50 millones de u.m., con un desembolso el primer año de 12,5 millones de u.m., quedando pendiente para el ejercicio siguiente 37,5 millones de u.m.

- Disminución de accionistas pendientes: es una partida que aparece en el presupuesto de financiación porque cuando se produce el cobro a los accionistas surge un decremento de activo que implica un origen de recursos.

El plan es viable porque el saldo acumulado final del presupuesto de capital es *no negativo*. No obstante, no es definitivo por el déficit del año 1 y por los elevados excedentes acumulados que presenta en los ejercicios 2 y 3. Habría que modificar el plan al objeto de conseguir alisarlo, esto es que los sucesivos saldos acumulados del presupuesto de capital fueran positivos y lo más próximo a cero posible.

## 2. Análisis de las tesorerías generadas por el plan

Las tesorerías netas de cada ejercicio y las acumuladas son las proporcionadas en la tabla 3.24.

TABLA 3.24  
*Tesorerías del balance (miles u.m.)*

	1	2	3
Superávit/Déficit del período	-124.163	+147.904	+85.275
Superávit/Déficit acumulado	-124.163	+23.741	+109.016
Tesorería objetivo	1.000	1.000	1.000
Tesorería del balance	-123.163	24.741	110.016

Como podemos observar, la empresa tiene problemas de tesorería el primer año por valor de 123.163 miles de u.m. Ello exigiría realizar algunas modificaciones en el plan financiero que pasamos a comentar en el apartado siguiente. Adicionalmente, presenta un excesivo superávit acumulado en el tercer ejercicio, es decir, sobran 110.016 miles de u.m. en la planificación prevista.

## 3. Mejoras en el Plan Financiero

Para solucionar los problemas de tesorería del primer año o, si se quiere, para alisar el presupuesto de capital, y supuesto que no se desea renunciar a parte de las inversiones previstas, deberá modificarse al alza la financiación del Plan. Para ello hay que tener en consideración los costes de las diferentes fuentes financieras. Dado que los acreedores son los que presentan el menor coste (6 por 100 anual, frente al 8 por 100 de la línea de descuento y del crédito a corto plazo), la primera medida correcta pasaría por negociar con estos acreedores la posibilidad de aumentar el crédito. Si

ello no fuera posible, se abordarían las alternativas de aumentar el límite de la línea de descuento o conseguir una carencia de un año en el préstamo bancario.

Analizadas estas opciones, se les presentarán a los accionistas para que ellos decidan si completan o sustituyen las mismas por una ampliación de capital en el momento inicial.

Respecto al superávit acumulado, su reducción sería posible ajustando mejor las amortizaciones financieras del préstamo a largo plazo, esto es, aumentándolas hasta donde fuera viable, de forma que se ahorrarían además costes financieros. Y si aún sobran recursos, se podrían realizar inversiones financieras. No obstante, esta última decisión hay que tomarla con cierta cautela, ya que no forma parte de los objetivos planteados en la planificación financiera.

#### 4. Construcción de los Balances provisionales

Por último confeccionamos los balances previsionales para los tres ejercicios sin atender a las modificaciones del plan financiero comentadas arriba.

TABLA 3.25

*Balances previsionales (miles u.m.)*

Conceptos	0	1	2	3
Terrenos	100.000	100.000	100.000	100.000
Instalaciones	400.000	795.000	795.000	795.000
Obra civil	0	250.000	250.000	250.000
Otras inversiones (honorarios)	0	5.000	5.000	5.000
Amortización acumulada	0	(70.000)	(140.000)	(210.000)
Efectos a cobrar	0	24.688	41.125	51.750
Accionistas pendientes desembolso	0	37.500	0	0
Tesorería	2.000	-123.163	24.741	110.016
<b>Total activo</b>	<b>502.000</b>	<b>1.019.025</b>	<b>1.075.866</b>	<b>1.101.766</b>
Capital social	500.000	550.000	550.000	550.000
Reservas	0	18.866	97.766	232.566
Resultados negativos ejercicios anteriores	(40.000)	0	0	0
Subvenciones	0	28.000	14.000	0
Acreedores inmovilizado	0	200.000	100.000	0
Préstamo bancario	0	200.000	175.000	150.000
Proveedores y créditos a corto plazo	42.000	12.000	12.000	12.000
Impuestos a pagar	0	10.159	72.100	102.200
Dividendos a pagar	0	0	55.000	55.000
<b>Total recursos</b>	<b>502.000</b>	<b>1.019.025</b>	<b>1.075.866</b>	<b>1.101.766</b>

La igualdad entre activos y recursos indica que el proceso de planificación no ha tenido errores. Los accionistas pendientes de desembolso normalmente restan al Patrimonio Neto.

## CASO 4. VIABILIDAD DE UN HOTEL EN PÉRDIDAS. LA EMPRESA NP HOTELES

La adquisición de un paquete significativo de acciones de NP hoteles por parte de una sociedad de capital riesgo privada está supeditada a que la compañía emprenda una serie de iniciativas estratégicas con el objetivo tanto de recuperar las pérdidas acumuladas hasta la fecha como de llegar a corto plazo a un resultado anual razonable para los accionistas.

La situación económico-financiera al cierre del último ejercicio en miles de euros es la siguiente:

Balance de situación (miles de euros)	Inicial
Inmovilizado material	25.000
– Amortización acumulada	(10.000)
+ Inmovilizado financiero	12.400
<b>= Inmovilizado neto</b>	<b>27.400</b>
+ Existencias	100
+ Deudas con empresas del grupo	500
+ Efectos a cobrar	1.350
+ Tesorería	1.000
<b>= Total activo</b>	<b>30.350</b>
Capital social	8.000
+ Reservas	2.000
– Resultados negativos de ejercicios anteriores	(8.000)
<b>= Fondos propios</b>	<b>2.000</b>
+ Provisiones para riesgos y gastos	1.000
+ Crédito a largo plazo	21.000
+ Crédito a corto plazo	6.100
+ Proveedores	250
<b>= Total patrimonio neto y pasivo</b>	<b>30.350</b>

Cuenta de pérdidas y ganancias	Inicial
<b>Ventas</b>	<b>10.800</b>
Compras	1.500
– Variación existencias	–100
+ Gastos de explotación	4.600
<b>– Coste de ventas</b>	<b>6.000</b>
<b>= Cash-flow de explotación</b>	<b>4.800</b>

Cuenta de pérdidas y ganancias	Inicial
– Amortizaciones técnicas	1.000
– Provisiones	1.000
– Gastos financieros pasivo a largo plazo	1.200
– Gastos financieros pasivo a corto plazo	360
<b>= Resultado antes de impuestos</b>	<b>1.240</b>
– Compensación de pérdidas	1.240
<b>= Resultado después de impuestos</b>	<b>0</b>

El plan financiero elaborado por la compañía abarca los siguientes apartados:

## 1. Estrategia de capital

### a) Política de inversiones

- Venta a principios del primer ejercicio de la participación en el capital de una empresa bodeguera que aparece en balance. El coste de la misma fue de 12,40 millones de euros, por el que aparece contabilizado actualmente, y se ha negociado la venta en 15 millones de euros. El cobro se va a realizar en tres pagos anuales, siendo el primero en el ejercicio 1.
- Adquisición de un hotel en una estación de esquí, a principios del primer ejercicio. El coste del mismo asciende a 3 millones de euros.
- Remodelación del resto de hoteles propios. Esta inversión se llevará a cabo en los ejercicios 1 y 2 del horizonte de planificación, siendo su coste anual estimado de 6 millones de euros.

### b) Política de financiación

- Las nuevas inversiones se van a financiar con la ampliación de capital de 7 millones de euros que va a suscribir y desembolsar en el ejercicio 1 la empresa de capital riesgo.
- El préstamo a largo plazo que aparece en el balance inicial tiene amortizaciones anuales de 3 millones de euros y un tipo de interés del 5 por 100.

## 2. Mercados

El incremento de la cifra de negocios se pretende llevar a cabo a través de tres vías:

- Un incremento del 15 por 100 del precio de las habitaciones reformadas.
- Un incremento de la oferta de habitaciones.
- Un incremento de la ocupación media que se prevé se establezca en el 80 por 100 anual.

La estimación realizada por la compañía para la cifra de ventas ascenderá en el horizonte de planificación a 16.560.000 euros anuales, constantes para los próximos tres ejercicios.

La previsión de gastos de explotación (en mano de obra y gastos generales) para los próximos ejercicios es de 1.100.000 euros anuales para los gastos fijos, y para los variables se estima en 4.800.000 euros anuales. Ambos se considerarán con pago al contado.

### **3. Estrategia financiera**

- El inmovilizado material antiguo mantiene constante la cuantía de amortización. El inmovilizado material nuevo se amortiza también de forma lineal en 25 años.
- Los accionistas renuncian al cobro de dividendos durante el horizonte de planificación, pues prefieren recuperar los resultados negativos de ejercicios anteriores, que se amortizarán tan pronto como sea posible.
- La provisión para riesgos y gastos corresponde a las obligaciones impositivas, y se dota anualmente en 500.000 euros. Suponga que la totalidad del saldo acumulado se utiliza al final del ejercicio 3.

### **4. Estrategia a corto plazo**

- El 40 por 100 de las ventas se realiza a través de agencias de viajes, con las que se ha establecido un plazo de pago de 90 días. El resto de las ventas se consideran al contado.
- La tesorería objetivo se establece en 500.000 euros.
- Las existencias (ropa de cama, toallas, etc.) se renuevan anualmente y suponen el 10 por 100 de las compras anuales. La previsión es que el volumen de compras anual ascienda a 3 millones de euros y se pague a 60 días.
- El crédito a corto plazo tiene un coste efectivo anual de 5,9 por 100, estando prevista su renovación anual.
- Las deudas con empresas del grupo generan un interés del 4 por 100, y se van renovando anualmente.

## SE PIDE

1. Determine si el plan para los próximos tres ejercicios es viable. Para ello elabore el cuadro de *cash-flow*, el cuadro de NNCC y el presupuesto de capital.
2. ¿Es necesario renovar el crédito a corto plazo? Comente en qué basa su decisión y si considera oportuno elaborar otro tipo de documento para responder a esta cuestión.
3. Elabore el presupuesto de tesorería y los balances provisionales, ambos de la planificación inicial.

## Solución

Comenzamos por elaborar el cuadro de *cash-flow*. La diferencia con otros casos es que en este supuesto se genera, por un lado, un *cash-flow* atípico, debido a los ingresos financieros de las deudas a cobrar a empresas del grupo, que ascienden al 4 por 100 anual, y por otro lado un *cash-flow* extraordinario en el primer ejercicio de planificación, como consecuencia de la venta de la participación en la empresa bodeguera, que genera una plusvalía de 2.600.000 euros, por diferencia entre el precio de venta (15 millones) y el valor contable neto (12.400.000).

Al sumar los tres tipos de cash flows generados (de explotación, atípico y extraordinario), se obtiene el *cash-flow* total (fila 10). Para calcular la amortización, se utiliza, además de la dotación del año anterior, la resultante del incremento previsto de inversión para cada año. Así, el primer ejercicio la inversión prevista es 9.1 miles de euros que se amortizaran en 25 años, lo que supone un incremento de 360 miles de euros en la dotación anual, y en el segundo ejercicio se realiza una inversión adicional de 6.000 miles de euros, por lo que vuelve a aumentarse la dotación hasta 1.600 miles de euros.

Los gastos financieros se han desglosado en largo y corto plazos en función del vencimiento de la deuda que los originan para facilitar posteriores modificaciones. Recuerdese que en Planificación no vamos a reclasificar los pasivos de largo a corto, como hace en Contabilidad.

Una vez obtenido el resultado bruto, se procede al cálculo del impuesto de sociedades devengado compensando las pérdidas en balance tan pronto como se generen beneficios suficientes, al objeto de conseguir lo más rápido posible los beneficios fiscales correspondientes. Según las previsiones realizadas, podrán compensarse todas las pérdidas en los dos primeros ejercicios de planificación.

A continuación se elabora el cuadro de NNCC, partiendo de la situación inicial e incluyendo todas las partidas de activos y recursos corrientes. Nótese que si se calculan las necesidades netas de capital corriente a partir de las variaciones, no es necesario incluir aquellas partidas que no varían, como las deudas con empresas del grupo o los créditos a corto plazo. Ahora bien, el hecho de incluir todas las partidas facilitará la posterior elaboración de los balances provisionales.

## Casos resueltos de planificación

TABLA  
*Cuadro de cash-flow*

Concepto		1	2	3
1.	Ventas	16.560	16.560	16.560
2.	Compras a proveedores	3.000	3.000	3.000
3.	Variación de existencias	200	0	0
4.	Gastos de explotación fijos	1.100	1.100	1.100
5.	Gastos de explotación variables	4.800	4.800	4.800
6.	Coste de las ventas = 2 – 3 + 4 + 5	8.700	8.900	8.900
<b>7.</b>	<b>Cash-flow de explotación = 1 – 6</b>	<b>7.860</b>	<b>7.660</b>	<b>7.660</b>
<b>8.</b>	<b>Cash-flow atípico (ingresos financieros)</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>
<b>9.</b>	<b>Cash-flow extraordinario</b>	<b>2.600</b>	0	0
<b>10.</b>	<b>Cash-flow total = 7 + 8 + 9</b>	<b>10.480</b>	<b>7.680</b>	<b>7.680</b>
11.	Amortización inmovilizado	1.360	1.600	1.600
12.	Provisiones	500	500	500
13.	Gastos financieros a largo plazo	1.050	900	750
14.	Gastos financieros a corto plazo	360	360	360
<b>15.</b>	<b>Resultado bruto = 10 – 11 – 12 – 13 – 14</b>	<b>7.210</b>	<b>4.320</b>	<b>4.470</b>
16.	Compensación de pérdidas	7.210	790	0
17.	Impuestos	0	1.236	1.565
<b>18.</b>	<b>Resultado neto = 15 – 16 – 17</b>	<b>0</b>	<b>2.295</b>	<b>2.906</b>
19.	Reservas	0	2.295	2.906
<b>20.</b>	<b>Autofinanciación = 11 + 12 + 16 + 19</b>	<b>9.070</b>	<b>5.185</b>	<b>5.006</b>

En tercer lugar se elabora el presupuesto de capital, en el que destacamos los siguientes datos:

- a) Saldos de programas anteriores: recoge la devolución del crédito a largo plazo del balance inicial.

- b) Amortización financiera a largo plazo: incluye la aplicación de la provisión de riesgos y gastos prevista para  $X + 3$ , pues implica una disminución de pasivo fijo.
- c) En inversiones financieras, como cuenta a cobrar, la parte de la venta de la participación de la empresa bodeguera pendiente de cobro. Esta partida puede incluirse, en la parte con vencimiento a corto plazo, en el cuadro de corriente. El hecho de optar porque aparezca por el total en el presupuesto de capital es para facilitar las posibles futuras modificaciones de dicho presupuesto, pero ambas soluciones son válidas.
- d) En desinversiones se recoge tanto el valor contable neto del activo vendido como la disminución del activo generado por el cobro de la deuda del apartado anterior.

TABLA 3.27

*Cuadro de necesidades netas de capital corriente*

Cuentas	Inicial	1	2	3
Existencias	100	300	300	300
1. $\Delta \nabla$ Existencias	—	200	0	0
Deudas con empresas del grupo	500	500	500	500
2. $\Delta \nabla$ Deudas con empresas del grupo	—	0	0	0
Efectos a cobrar	1.350	1.656	1.656	1.656
3. $\Delta \nabla$ Efectos a cobrar	—	306	0	0
Tesorería objetivo	1.000	500	500	500
4. $\Delta \nabla$ Tesorería objetivo	—	-500	0	0
<b>5. <math>\Delta \nabla</math> Activos corrientes = 1 + 2 + 3 + 4</b>	<b>0</b>	<b>6</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Proveedores	250	500	500	500
6. $\Delta \nabla$ Proveedores	—	250	0	0
Créditos a corto plazo	6.100	6.100	6.100	6.100
7. $\Delta \nabla$ Créditos a corto plazo	—	0	0	0
Impuestos a pagar	0	0	1.236	1.565
8. $\Delta \nabla$ Impuestos a pagar	0	0	1.236	329
<b>9. <math>\Delta \nabla</math> Pasivos corrientes = 6 + 7 + 8</b>	<b>0</b>	<b>250</b>	<b>1.236</b>	<b>329</b>
<b>Necesidades netas de capital corriente = 5 - 9</b>	<b>0</b>	<b>-244</b>	<b>-1.236</b>	<b>-329</b>

## Casos resueltos de planificación

TABLA 3.28  
*Presupuesto de capital*

Presupuesto de inversiones	1	2	3
1. Gastos de inversión	12.000	9.000	3.000
1.1. Saldos de programas anteriores	3.000	3.000	3.000
1.2. Inversiones de renovación	6.000	6.000	—
1.3. Inversiones de expansión	3.000	—	—
2. Necesidades netas de capital corriente	-244	-1.236	-329
3. Amortización financiera a largo plazo	—	—	2.500
3.1. Aplicación de la provisión	—	—	2.500
4. Otros empleos	10.000	—	—
4.1. Acreedores por desinversión	10.000	—	—
<b>Total empleos = 1 + 2 + 3 + 4</b>	<b>21.756</b>	<b>7.765</b>	<b>5.171</b>
Presupuesto de financiación			
5. Autofinanciación	9.070	5.185	5.006
6. Financiación externa	7.000	—	—
6.1. Ampliaciones de capital	7.000	—	—
7. Desinversiones	12.400	5.000	5.000
7.1. Venta de participación empresa	12.400	—	—
8. Otros recursos	—	—	—
8.1. Cobro precio aplazado	—	5.000	5.000
<b>Total recursos = 5 + 6 + 7 + 8</b>	<b>28.470</b>	<b>10.185</b>	<b>10.006</b>
<b>Superávits/déficits del período</b>	<b>6.714</b>	<b>2.420</b>	<b>4.835</b>
<b>Superávits/déficits acumulados</b>	<b>6.714</b>	<b>9.134</b>	<b>13.969</b>

La diferencia entre recursos y empleos acumulada del tercer ejercicio del horizonte de planificación determina la viabilidad del plan financiero.

No obstante, una vez obtenido un presupuesto viable para considerarlo definitivo, debe buscarse un perfil presupuestario próximo a cero. En este caso, puede observarse que aunque los saldos anuales son positivos en todos los períodos, son también elevados, lo que genera un exceso de recursos disponibles no necesarios, con el consiguiente coste financiero.

Supuesto la no modificación del volumen de inversión en el plan, deberemos reducir la financiación para eliminar los superávits actualmente ociosos. A la hora de seleccionar qué recurso financiero es menos necesario, se debe considerar no sólo el coste de los diferentes pasivos, sino también la estructura financiera que la empresa desea mantener en el futuro. Así, en este caso, la empresa tiene una situación patri

monial de partida bastante deteriorada, por lo que no parece aconsejable prescindir de la aportación de la empresa de capital riesgo que mejora el ratio de endeudamiento. Hecha esta salvedad, y considerando el coste del capital ajeno únicamente, el recurso financiero más caro es el crédito a corto plazo (5,9 por 100) frente al crédito a largo plazo (5 por 100), por lo que se puede devolver el crédito a corto a lo largo del primer año, para suavizar el superávit de ese ejercicio. Con ello contestamos a la segunda pregunta que nos requería el enunciado. Una vez cancelado el crédito a corto, seguirá existiendo un exceso de recursos, por lo que se puede proceder a amortizar anticipadamente el crédito a largo plazo en función de los excedentes de tesorería.

En la tabla 3.29 se elabora el presupuesto de tesorería a largo plazo, incluyen todos los cobros y pagos previstos, el cual validará la viabilidad del plan financiero.

Vamos a construirlo sin tener en cuenta el alisado comentado anteriormente. Para finalizar la síntesis presupuestaria se presentan los balances previsionales, en los que puede observarse que el objetivo de mejorar la situación patrimonial de la empresa se consigue sobradamente en el horizonte de planificación.

TABLA 3.29  
*Presupuesto de tesorería*

Conceptos		1	2	3
1.	Cobros por ventas	16.254	16.560	16.560
2.	Pagos por explotación	-8.650	-8.900	-8.900
<b>3.</b>	<b>Tesorería de explotación = 1 - 2</b>	<b>7.604</b>	<b>7.660</b>	<b>7.660</b>
4.	Cobros por ampliaciones de capital	7.000	—	—
5.	Cobros por desinversión de activos	5.000	5.000	5.000
6.	Pagos por amortizaciones financieras de deudas a largo plazo	3.000	3.000	5.500
7.	Pagos por gastos de inversión productiva	9.000	6.000	—
<b>8.</b>	<b>Tesorería por operaciones de capital = 4 + 5 - 6 - 7</b>	<b>0</b>	<b>-4.000</b>	<b>-500</b>
9.	Cobro por intereses de cartera	20	20	20
<b>10.</b>	<b>Tesorería atípica</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>
11.	Pago por intereses de deuda a largo plazo	-1.050	-900	-750
<b>12.</b>	<b>Pagos por retribuciones de los recursos a l/p</b>	<b>-1.050</b>	<b>-900</b>	<b>-750</b>
13.	Pagos por intereses del crédito a corto	-360	-360	-360
14.	Pago de impuestos	—	—	-1.236
<b>15.</b>	<b>Tesorería por operaciones a corto plazo = 13 + 14</b>	<b>-360</b>	<b>-360</b>	<b>-1.596</b>
16.	Tesorería neta = 3 + 8 + 10 + 12 + 15	6.214	2.420	4.835
17.	Saldo inicial	1.000	7.214	9.634
<b>18.</b>	<b>Tesorería acumulada = 16 + 17</b>	<b>7.214</b>	<b>9.634</b>	<b>14.469</b>

La correcta elaboración de esta planificación se comprueba en la tabla 3.30.

TABLA 3.30  
*Tesorería en balance*

Conceptos	1	2	3
Superávit/déficit acumulado	6.714	9.134	13.969
Objetivo de tesorería	500	500	500
<b>Tesorería acumulada</b>	<b>7.214</b>	<b>9.634</b>	<b>14.469</b>

TABLA 3.31  
*Balances previsionales*

Conceptos	Inicial	1	2	3
Inmovilizado material bruto	25.000	34.000	40.000	40.000
– Amortización acumulada	(10.000)	(11.360)	(12.960)	(14.560)
Inmovilizado material neto	15.000	22.640	27.040	25.440
Inmovilizado financiero	12.400	0	0	0
Existencias	0	10.000	5.000	0
Deudas con empresas del grupo	100	300	300	300
Efectos a cobrar	500	500	500	500
Tesorería	1.350	1.656	1.656	1.656
	1.000	7.214	9.634	14.469
<b>Total activo</b>	<b>30.350</b>	<b>42.310</b>	<b>44.130</b>	<b>42.365</b>
Capital social	8.000	15.000	15.000	15.000
Reservas	2.000	2.000	4.295	7.200
Resultados negativos ejercicios anteriores	(8.000)	(790)	0	0
Provisiones para riesgos y gastos	1.000	1.500	2.000	0
Préstamo a largo plazo	21.000	18.000	15.000	12.000
Proveedores	250	500	500	500
Crédito a corto plazo	6.100	6.100	6.100	6.100
Impuestos a pagar	0	0	1.235	1.565
<b>Total recursos</b>	<b>30.350</b>	<b>42.310</b>	<b>44.130</b>	<b>42.365</b>

## CASO 5. PLAN FINANCIERO PARA UNA EMPRESA EN QUIEBRA: LA EMPRESA CARMAL

CARMAL, filial en Andalucía de una empresa suiza, va a presentar a 31 de diciembre del último año el siguiente balance, con evidente situación de quiebra:

### Balance (millones de u.m.)

Activo		Recursos	
Inmovilizado bruto	800	Capital social	300
Amortización acumulada	(300)	Resultados negativos ejercicios anteriores	(385)
Existencias producto terminado	250	Acreedores	600
Clientes	150	Proveedores	200
Tesorería	15	Hacienda pública, acreedora	200
<b>Total</b>	<b>915</b>	<b>Total</b>	<b>915</b>

La alternativa al cierre de la empresa la han negociando la multinacional, un sindicato de fuerte implantación y la Junta de Andalucía. Concretamente, se reducirá la plantilla de 950 a 600 empleados, haciendo frente la Junta al coste del ajuste laboral necesario. El sueldo medio para cada uno de los trabajadores que quedarán en la empresa estará en 2 millones de u.m./año, cargas sociales incluidas.

Por otro lado, el sindicato se compromete a alcanzar rápidamente el 80 por 100 de productividad suiza (en la matriz suiza un empleado factura una media de 8 millones u.m./año). No hay problemas de colocación de la producción en el mercado, ya que la multinacional domina mercados y tecnología, al menos en Europa. El resto de las cargas de explotación, al margen del coste de personal, representa por término medio el 50 por 100 del volumen de ventas.

Además, en el plan financiero acordado para los tres próximos años se introducen las siguientes medidas:

### 1. Estrategia de capital

#### a) Política de inversión

Durante el primer año del período de planificación, la multinacional liquidará activos brutos por 500 millones de u.m., que se consideran obsoletos, aplicándoles la totalidad del fondo de amortización de que dispone. Se espera obtener por su enajenación un máximo de 85 millones de u.m.

En enero del primer año invertirá 600 millones en activos con una nueva tecnología.

#### **b) Política de financiación**

Para cubrir la inversión anterior, la multinacional ampliará capital por un 30 por 100 de la misma. El resto lo subvencionará la Junta a fondo perdido en un 30 por 100, y facilitará un crédito sin garantías por el 40 por 100 restante. El crédito será a 6 años y a un 16 por 100 de interés anual vencido, sobre saldos dispuestos, con amortización lineal durante los citados seis ejercicios.

Se ha negociado con los acreedores, que aceptan cobrar su deuda linealmente en cinco años, con un interés del 16 por 100 anual vencido sobre saldos dispuestos.

### **2. Estrategia financiera**

Todo el inmovilizado se amortizará técnicamente en 6 años, de forma lineal. Esta política será seguida tanto con el nuevo como con el antiguo inmovilizado que permanece en la empresa.

La multinacional renuncia al cobro de dividendos durante tres años, pero condiciona la aceptación del plan al saneamiento de las pérdidas anteriores en un máximo de tres años. Estas pérdidas son fiscalmente deducibles y se compensarán lo más rápidamente posible.

### **3. Estrategia a corto plazo**

Los stocks de productos terminados serán el 10 por 100 de la facturación prevista. Se cobrará a los clientes a noventa días. La Administración Pública garantiza una línea de descuento para este tipo de papel, con un límite de 600 millones de u.m., y con intereses del 12 por 100 anual simple.

Se desea mantener un saldo de tesorería de 25 millones de u.m.

Los proveedores exigen el pago al contado de la deuda, y esa política se seguirá en el futuro. Por el contrario, aseguran a la empresa el suministro inmediato, por lo que no será necesario mantener stocks de materias primas.

La Hacienda Pública cobrará su deuda a lo largo del primer año, no fijando fecha tope en ese año.

#### **SE PIDE**

Determine la viabilidad del proyecto presentado y comente los resultados, proponiendo posibles soluciones a los problemas.

## ***Solución***

La determinación de la viabilidad del proyecto presentado requiere la elaboración de los presupuestos correspondientes; es decir, los cuadros de *cash-flow*, necesidades netas de capital corriente y presupuesto de capital. Además completaremos la solución del caso con la confección de los balances previsionales y el presupuesto de tesorería.

### **1. Cuadro de *cash-flow***

Para la elaboración del cuadro de *Cash-flow* tomaremos la información que nos proporciona el plan financiero, ayudándonos además de los siguientes cálculos intermedios:

— Ingresos por ventas:

$$0,8 \times 8 \times 600 = 3.840 \text{ millones/año}$$

— La subvención se aplica en seis años:

$$180/6 = 30 \text{ millones cada año}$$

— La amortización técnica corresponde a todos los activos fijos, tanto los nuevos como los antiguos:

Volumen de activos fijos nuevos = 600 millones

Volumen de activos fijos antiguos =  $800 - 500 = 300$  millones

— Como los activos fijos se amortizan en seis años, resulta que la cuota anual de amortización contables asciende a:

$$CAC = (600 + 300)/6 = 150 \text{ millones/año}$$

— Los cálculos correspondientes a las cargas financieras quedan recogidos en la tabla 3.32:

La venta de los activos genera un ingreso de 85 millones. Al aplicarles a su valor bruto de 500 millones la totalidad de la amortización acumulada, como indica el enunciado, por valor de 300 millones, se genera una minusvalía de 115 millones ( $- 85 + 500 - 300$ ), cifra que se recoge como un *cash-flow* extraordinario.

TABLA 3.32

*Cuadro auxiliar de financiación (millones de u.m.)*

<b>Financiación a largo plazo</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>
<b>Acreeedores antiguos</b>			
Saldo inicial	600	480	360
Amortización financiera	120	120	120
Cargas financieras	96	77	58
<b>Préstamo a largo plazo nuevo</b>			
Saldo inicial	240	200	160
Amortización financiera	40	40	40
Cargas financieras	38	32	26
<b>Saldo programas anteriores</b>	<b>120</b>	<b>120</b>	<b>120</b>
<b>Amortizaciones financieras nuevas</b>	<b>40</b>	<b>40</b>	<b>40</b>
<b>Total cargas financieras pasivos ajenos a largo plazo</b>	<b>134</b>	<b>109</b>	<b>83</b>
<b>Financiación a corto plazo</b>			
Límite línea de descuento	600	600	600
Saldo inicial	600	600	600
Saldo cuenta de clientes antes descuento	960	960	960
Cargas financieras	72	72	72

TABLA  
Cuadro de cash-flow (millones de u.m.)

Concepto		1	2	3
1.	Ventas	3.840	3.840	3.840
2.	Salarios	1.200	1.200	1.200
3.	Otras cargas	1.920	1.920	1.920
4.	Coste de explotación = 2 + 3	3.120	3.120	3.120
5.	Variación de stocks de producto terminado	134	0	0
6.	Coste de las ventas = 4 – 5	2.986	3.120	3.120
<b>7.</b>	<b>Cash-flow de explotación = 1 – 6</b>	<b>854</b>	<b>720</b>	<b>720</b>
8.	Aplicación subvención	30	30	30
9.	Cash-flow extraordinario (plusvalías/minusvalías)	-115	—	—
<b>10.</b>	<b>Cash-flow total = 7 + 8 + 9</b>	<b>769</b>	<b>750</b>	<b>750</b>
11.	Amortización inmovilizado (antiguo y nuevo)	150	150	150
12.	Gastos financieros a largo plazo	134	109	83
13.	Gastos financieros a corto plazo	72	72	72
<b>14.</b>	<b>Resultado bruto = 10 – 11 – 12 – 13</b>	<b>413</b>	<b>419</b>	<b>445</b>
15.	Compensación de pérdidas	385	—	—
16.	Impuestos	10	147	156
<b>17.</b>	<b>Resultado neto = 14 – 15 – 16</b>	<b>18</b>	<b>272</b>	<b>289</b>
18.	Dividendos	0	0	0
19.	Reservas = 17 – 18	18	272	289
<b>20.</b>	<b>Autofinanciación = 11 + 15 + 19</b>	<b>553</b>	<b>422</b>	<b>439</b>

## 2. Cuadro de necesidades netas de capital corriente

Con la información detallada en la estrategia de corto plazo del plan financiero, así como con la información del Balance inicial, confeccionamos el cuadro de necesidades netas de capital corriente.

TABLA 3.34

*Cuadro de necesidades netas de capital corriente (millones de u.m.)*

Cuentas	Inicial	1	2	3
Existencias producto terminado	250	384	384	384
1. $\Delta \nabla$ Existencias producto terminado		134	0	0
Efectos a cobrar	150	360	360	360
2. $\Delta \nabla$ Efectos a cobrar		210	0	0
Tesorería objetivo	15	25	25	25
3. $\Delta \nabla$ Tesorería objetivo		10	0	0
<b>4. <math>\Delta \nabla</math> Activos corrientes = 1 + 2 + 3</b>		<b>354</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Proveedores	200	0	0	0
5. $\Delta \nabla$ Proveedores		-200	0	0
Dividendos a pagar	0	0	0	0
6. $\Delta \nabla$ Dividendos a pagar		0	0	0
Impuestos a pagar	200	10	147	156
7. $\Delta \nabla$ Impuestos a pagar		-190	137	9
<b>8. <math>\Delta \nabla</math> Pasivos corrientes = 5 + 6 + 7</b>		<b>-390</b>	<b>137</b>	<b>9</b>
<b>Necesidades netas de capital corriente = 4 - 8</b>		<b>744</b>	<b>-137</b>	<b>-9</b>

## 3. Presupuesto de capital

Con los resultados de los cuadros anteriores y la información contenida en la estrategia de inversión y financiación del plan financiero, elaboramos el presupuesto de capital.

TABLA 3.35  
Presupuesto de capital (millones de u.m.)

Conceptos	1	2	3
<b>Presupuesto de inversiones</b>			
1. Gastos de inversión	720	120	120
1.1. Saldos de programas anteriores	120	120	120
1.1.1. Amortizaciones financieras acreedores antiguos	120	120	120
1.2. Inversiones de renovación	600	—	—
2. Necesidades netas de capital corriente	744	-137	-9
3. Amortizaciones financieras a largo plazo	70	70	70
3.1. Amortizaciones de capital a largo plazo: deudas nuevas	40	40	40
3.2. Amortizaciones ficticias: aplicación de la subvención	30	30	30
<b>Total empleos = 1 + 2 + 3</b>	<b>1.534</b>	<b>53</b>	<b>181</b>
<b>Presupuesto de financiación</b>			
4. Autofinanciación	553	422	439
5. Financiación externa	420	—	—
5.1. Ampliaciones de capital	180	—	—
5.2. Préstamos a largo plazo nuevos	240	—	—
6. Desinversiones	200	—	—
7. Recursos extraordinarios: subvención	180	—	—
<b>Total recursos = 4 + 5 + 6 + 7</b>	<b>1.353</b>	<b>422</b>	<b>439</b>
<b>Superávits/déficits del período</b>	<b>-181</b>	<b>369</b>	<b>258</b>
<b>Superávits/déficits acumulados</b>	<b>-181</b>	<b>188</b>	<b>446</b>

#### 4. Balances previsionales

TABLA 3.36

*Balances previsionales (millones de u.m.)*

Conceptos	Inicial	1	2	3
Inmovilizado bruto	800	900	900	900
– Amortización acumulada inmovili zado				
Inmovilizado material neto	–300	–150	–300	–450
Existencias producto terminado	500	750	600	450
Clientes	250	384	384	384
Tesorería	150	360	360	360
	15	–156	213	471
<b>Total activo</b>	<b>915</b>	<b>1.338</b>	<b>1.557</b>	<b>1.665</b>
Capital social	300	480	480	480
Reservas	0	18	290	580
Resultados negativos ejercicios anteriores	–385	0	0	0
Subvención de capital	0	150	120	90
Préstamo a largo plazo nuevo	0	200	160	120
Acreedores	600	480	360	240
Proveedores	200	0	0	0
Dividendos a pagar	—	0	0	0
Impuestos a pagar	200	10	147	156
<b>Total recursos</b>	<b>915</b>	<b>1.338</b>	<b>1.557</b>	<b>1.665</b>

## 5. Presupuesto de tesorería

TABLA 3.37  
*Presupuesto de tesorería (millones de u.m.)*

Conceptos		1	2	3
1.	Cobros por ventas	3.630	3.840	3.840
2.	Pagos por explotación	3.320	3.120	3.120
<b>3.</b>	<b>Tesorería de explotación = 1 – 2</b>	<b>310</b>	<b>720</b>	<b>720</b>
4.	Cobros por ampliaciones de capital	180	—	—
5.	Cobros por préstamos y empréstitos	240	—	—
6.	Cobros por subvención	180	—	—
7.	Cobros por desinversión	85	—	—
8.	Pagos por amortizaciones financieras de deudas a largo plazo	160	160	160
9.	Pagos por gastos de inversión productiva	600	—	—
10.	Otros pagos	—	—	—
<b>11.</b>	<b>Tesorería por operaciones de capital = 4 + 5 + 6 + 7 – 8 – 9 – 10</b>	<b>-75</b>	<b>-160</b>	<b>-160</b>
12.	Cobros por intereses de cartera	—	—	—
13.	Pagos por operaciones de intermediación	—	—	—
<b>14.</b>	<b>Tesorería atípica = 12 – 13</b>	<b>—</b>	<b>—</b>	<b>—</b>
15.	Pagos por dividendos	—	—	—
16.	Pagos por intereses de deuda a largo plazo	134	109	83
<b>17.</b>	<b>Pagos por retribuciones de los pasivos fijos a largo plazo = 15 + 16</b>	<b>134</b>	<b>109</b>	<b>83</b>
18.	Cobros por créditos a corto plazo	—	—	—
19.	Pagos por amortización financiera de créditos a corto plazo	—	—	—
20.	Pagos por intereses de descuento y deudas a corto plazo	72	72	72
21.	Pagos a acreedores a corto plazo	—	—	—
22.	Pago de impuestos	200	10	147
<b>23.</b>	<b>Tesorería por operaciones de circulante = 18 – 19 – 20 – 21 – 22</b>	<b>-272</b>	<b>-82</b>	<b>-219</b>
<b>24.</b>	<b>Tesorería neta = 3 + 11 + 14 – 17 + 23</b>	<b>-171</b>	<b>369</b>	<b>258</b>
<b>25.</b>	<b>Tesorería acumulada</b>	<b>-156</b>	<b>213</b>	<b>471</b>

## Conclusiones

El plan financiero propuesto para solucionar la quiebra de esta empresa es viable, según podemos comprobar en el saldo acumulado final del Presupuesto de Capital. Presenta un saldo acumulado no negativo.

No obstante, no debe considerarlo como plan definitivo. El déficit del primer año lleva a una tesorería negativa del periodo que debe solucionarse, así como los excesos de recursos en los años sucesivos. A este objeto planteamos las siguientes modificaciones en el plan financiero para alisarlo:

- Aumentar la ampliación de capital en 180.000 u.m.
- Reducir el uso de la línea de descuento en el segundo y tercer año. Concretamente, disponer de un crédito de 200.000 u.m. en el segundo año, y nada en el tercero.

A pesar de que la ampliación de capital es más cara que la financiación ajena, puede que la empresa tenga limitaciones para conseguir esta última, sobre todo a corto plazo, dada su situación patrimonial y financiera.

Con los cambios propuestos el Presupuesto de Capital quedaría como muestra la tabla adjunta, pudiendo considerarse ya como definitivo.

TABLA 3.38  
*Presupuesto de capital (alisado y millones de u.m.)*

Conceptos	1	2	3
<b>Presupuesto de inversiones</b>			
1. Gastos de inversión	720	120	120
1.1. Saldos de programas anteriores	120	120	120
1.1.1. Amortizaciones financieras acreedores antiguos	120	120	120
1.2. Inversiones de renovación	600		
2. Necesidades netas de capital corriente	744	146	183
3. Amortizaciones financieras a largo plazo	70	70	70
3.1. Amortizaciones de capital a largo plazo: deudas nuevas	40	40	40
3.2. Amortizaciones ficticias: aplicación de la subvención	30	30	30
<b>Total empleos = 1 + 2 + 3</b>	<b>1.534</b>	<b>336</b>	<b>373</b>
<b>Presupuesto de financiación</b>			
4. Autofinanciación	553	354	386
5. Financiación externa	600		
5.1. Ampliaciones de capital	360		
5.2. Préstamos a largo plazo nuevo	240		
6. Desinversiones	200		
7. Recursos extraordinarios: subvención	180		
<b>Total recursos = 4 + 5 + 6 + 7</b>	<b>1.533</b>	<b>354</b>	<b>386</b>
<b>Superávits/déficits del período</b>	<b>-1</b>	<b>18</b>	<b>13</b>
<b>Superávits/déficits acumulados</b>	<b>-1</b>	<b>17</b>	<b>30</b>

## CASO 6. VENTA Y RENOVACIÓN DE ACTIVOS. LA EMPRESA GONZÁLEZ

Para la empresa González se dispone de la siguiente información (los datos se expresan en miles de u.m.) para un volumen de producción y venta de 1.000 unidades físicas:

### Cuenta de resultados (miles de u.m)

Ventas .....	80.000
Cargas fijas.....	30.000
Cargas variables .....	40.000
Coste de explotación.....	70.000
Coste de las ventas.....	70.000
<i>Cash-flow</i> de explotación.....	<b>10.000</b>
Amortizaciones .....	5.000
Cargas financieras .....	3.000
Resultado bruto .....	2.000
Impuestos (35 por 100).....	700
Resultado neto.....	<b>1.300</b>
Dividendos .....	1.300

### Balance de situación inicial (millones de u.m.)

Activo		Recursos	
Inmovilizado bruto	80.000	Capital social	34.000
– Amortización acumulada	(50.000)	Reservas	40.000
Inmovilizado material neto	30.000	Créditos a largo plazo	21.000
Existencias producto terminado	40.000	Proveedores	20.000
Efectos a cobrar	37.000	Impuestos a pagar	700
Tesorería	10.000	Dividendos a pagar	1.300
<b>Total</b>	<b>117.000</b>	<b>Total</b>	<b>117.000</b>

La empresa pretende llevar a cabo una venta y renovación de activos, para lo cual plantea en los tres próximos ejercicios el siguiente plan financiero:

### 1. Estrategia de capital

#### a) Política de inversiones

Con relación al inmovilizado que figura en balance, la empresa estima lo siguiente:

- Se consideran obsoletos activos por 50 millones de u.m., de valor bruto contable, cuya amortización asciende a 40 millones de u.m. Éstos serán vendidos en el primer año por dos millones de u.m.
- Se considera de rendimiento satisfactorio activos de explotación por valor de 20 millones de u.m., a los que se han aplicado amortizaciones por diez millones. El resto se amortizará linealmente en cinco años.
- Se consideran fuera de la explotación activos por diez millones, a los que no se les ha practicado amortización alguna. Se venderán en el primer año por 11.500.000 u.m.

Para alcanzar los niveles previstos de demanda y recuperar cierta cuota de mercado, la empresa realizará inversiones de expansión y renovación por 60 millones de u.m. (30 millones en el primer año y otros 30 en el segundo). Se amortizarán linealmente en cinco años, incluyendo desde el primer año. Estas inversiones permitirán reducir, con respecto al nivel del ejercicio de partida, y ya desde el primer ejercicio, las cargas fijas en un 10 por 100 y las variables en un 25 por 100.

#### **b) Política de financiación**

El crédito a largo plazo del balance inicial será amortizado linealmente en tres años, y con un tipo de interés del 10 por 100 sobre saldo dispuesto.

Las nuevas inversiones de inmovilizado serán financiadas por los acreedores, que cobrarán en dos años con pagos iguales del 50 por 100 del volumen de la inversión, sin intereses.

La empresa realizará una ampliación de capital de 15 millones en enero del primer año, que se desembolsará íntegramente en ese ejercicio. A partir de la ampliación se seguirá una política de dividendos del 10 por 100 sobre el capital social, siempre y cuando el beneficio obtenido por la empresa así lo permita.

Se ha negociado la concesión de un nuevo crédito de 10 millones en el primer ejercicio, con un año de carencia y amortización lineal en dos pagos en el segundo y tercer años, respectivamente. El tipo de interés es del 12 por 100 sobre saldo dispuesto. Estas cargas se computarán ya en el segundo ejercicio.

## **2. Escenario futuro del producto**

Las estimaciones realizadas para los tres próximos años con respecto al precio de venta indican que éste se incrementará un 8 por 100 por término medio. Por otra parte, se espera que las cargas fijas evolucionen con un incremento anual acumulado anual del 8 por 100, y que este incremento sea del 12 por 100 para las cargas variables.

Con relación a la demanda, la empresa estima que para los tres próximos años será la siguiente:

Año	Unidades físicas
1	1.500
2	1.750
3	2.000

Para el nivel de demanda, y dadas las características del producto, se prevé que no exista ningún problema para la colocación de toda la producción en el mercado.

### 3. Estrategia a corto plazo

Con objeto de mejorar la política seguida hasta ahora con los activos a corto plazo, la empresa ha decidido tomar las siguientes medidas correctoras:

- *Existencias:* los stocks de producto terminado representan el 30 por 100 de la demanda anual prevista en unidades físicas. La empresa no necesita existencias de materias primas.
- *Efectos a cobrar:* la empresa cobrará el 50 por 100 de las ventas a 90 días, y el otro 50 por 100 a 180 días, con unos límites de descuento de papel de 15 y 20 millones de u.m., respectivamente. El tipo de descuento de los efectos será del 11 por 100, sin comisiones.
- *Tesorería:* la empresa se propone alcanzar un nivel mínimo de tesorería de 7 millones de u.m., para los tres próximos años.
- *Proveedores:* la empresa puede pagar a proveedores de materia prima a 180 días. El resto de las cargas se pagarán al contado. La materia prima representa el 50 por 100 de las cargas variables.

#### SE PIDE

La viabilidad financiera de la empresa para los tres próximos ejercicios.

#### **Solución**

La determinación de la viabilidad del proyecto presentado requiere la elaboración de los presupuestos correspondientes, es decir, los cuadros de *cash-flow*, necesidades netas de capital corriente y presupuesto de capital. Además, completaremos la solución del caso con la confección de los balances previsionales y el presupuesto de tesorería:

### 1. Cuadro de *cash-flow*

La elaboración del cuadro de *cash-flow* requiere en primer lugar de la realización de una serie de cálculos intermedios que quedan recogidos en las tablas 3.39 y 3.40. Aclaremos algunos de los cálculos realizados en la primera de ellas:

TABLA 3.39

*Cuadro auxiliar escenario del producto*

Conceptos	0	1	2	3
Demanda anual en unidades físicas	1.000	1.500	1.750	2.000
Precio venta unitario	80,00	86,40	93,31	100,78
<b>Ventas anuales</b>	<b>80.000</b>	<b>129.000</b>	<b>163.296</b>	<b>201.554</b>
<b>Coste explotación anual = Cargas fijas + Costes variables</b>				
Cargas fijas anuales	30.000	29.160	31.493	34.012
<b>Costes variables = Coste variable unitario × Producción anual</b>				
Coste variable unitario	40,00	33,60	37,63	42,15
<b>Producción = Demanda + Existencias finales producto terminado + Existencias iniciales producto terminado</b>				
Existencias de productos terminados (unidades físicas)	571	450	525	600
Producción	1.000	1.379	1.825	2.075
Costes variables anuales	40.000	46.334	68.678	87.457
<b>Coste explotación anual = Cargas fijas + Costes variables</b>	<b>70.000</b>	<b>75.494</b>	<b>100.171</b>	<b>121.469</b>
<b>Existencias de producto terminado (u.m) = Existencias producto terminado (uf) × Coste explotación unitario</b>				
Coste explotación unitario	70,00	54,75	54,89	58,54
<b>Existencias de producto terminado (u.m.)</b>	<b>40.000</b>	<b>24.636</b>	<b>28.816</b>	<b>35.124</b>

TABLA 3.40

*Cuadro auxiliar de financiación y amortizaciones*

Conceptos	0	1	2	3
<b>Amortización inmovilizado</b>				
Inmovilizado bruto antiguo	80.000	20.000	20.000	20.000
Inmovilizado bruto nuevo		30.000	60.000	60.000
Cuota de amortización inmovilizado antiguo		2.000	2.000	2.000
Cuota de amortización inmovilizado nuevo		6.000	12.000	12.000
<b>Financiación</b>				
<b>Crédito antiguo</b>				
Saldo inicial		21.000	14.000	7.000
Amortización financiera		7.000	7.000	7.000
Cargas financieras		2.100	1.400	700
<b>Crédito nuevo</b>				
Saldo inicial		10.000	10.000	5.000
Amortización financiera		0	5.000	5.000
Cargas financieras		1.200	1.200	600
<b>Acreeedores</b>				
Saldo inicial		0	30.000	15.000
Amortización financiera		0	15.000	30.000
Cargas financieras		0	0	0
<b>Saldo programas anteriores</b>		<b>7.000</b>	<b>7.000</b>	<b>7.000</b>
<b>Amortizaciones financieras</b>		<b>0</b>	<b>20.000</b>	<b>35.000</b>
<b>Total cargas financieras a largo plazo</b>		<b>3.300</b>	<b>2.600</b>	<b>1.300</b>

— Costes fijos anuales:

En el primer ejercicio a planificar y en las cargas fijas se produce una disminución del 10 por 100 respecto al ejercicio de referencia, pero, por otro lado, un incremento del 8 por 100, esto es,  $0,9 \times 30.000 \times 1,08$ . Para el resto de los años partimos de la cifra anterior y multiplicamos por 1,08.

— Coste variable unitario:

En el primer año se produce una disminución del 25 por 100 respecto al año de referencia, pero, por otro lado, un incremento del 12 por 100, esto es,  $0,75 \times 40 \times 1,12$ . Para el resto de los años partimos de la cifra anterior y multiplicamos por 1,12.

TABLA 3.41

*Cuadro de cash-flow o cuenta de pérdidas y ganancias*

Concepto		1	2	3
1.	Ingresos por ventas	129.600	163.296	201.554
2.	Coste de explotación	75.495	100.171	121.469
3.	Variación de existencias de producto terminado	-15.364	4.181	6.307
4.	Coste de las ventas = 2 - 3	90.859	95.990	115.162
5.	<i>Cash-flow</i> de explotación = 1 - 4	38.741	67.306	86.392
6.	<i>Cash-flow</i> extraordinario	-6.500	0	0
<b>7.</b>	<b><i>Cash-flow</i> total = 5 + 6</b>	<b>32.241</b>	<b>67.306</b>	<b>86.392</b>
8.	Amortizaciones técnicas	8.000	14.000	14.000
9.	Provisiones	0	0	0
10.	Gastos financieros a largo plazo	3.300	2.600	1.300
11.	Gastos financieros a corto plazo	3.850	3.850	3.850
<b>12.</b>	<b>Resultado bruto = 7 - 8 - 9 - 10 - 11</b>	<b>17.091</b>	<b>46.856</b>	<b>67.242</b>
13.	Compensación de pérdidas	0	0	0
14.	Impuestos	5.982	16.398	23.535
<b>15.</b>	<b>Resultado neto = 12 - 13 - 14</b>	<b>11.109</b>	<b>30.456</b>	<b>43.707</b>
16.	Dividendos	4.900	4.900	4.900
17.	Reservas = 15 - 16	6.209	25.556	38.807
<b>18.</b>	<b>Autofinanciación = 8 + 9 + 13 + 17</b>	<b>14.209</b>	<b>39.556</b>	<b>52.807</b>

— Existencias de productos terminados:

La cifra correspondiente al año cero resulta de dividir el importe correspondiente a la cuantía de las existencias de productos terminados que figura en el balance inicial entre el coste unitario total, esto es: 40.000/70. Para los años del plan financiero las existencias representan el 30 por 100 de la demanda estimada.

— Producción:

Como la empresa prevé que no existe ningún problema para la colocación de toda la producción, consideramos que ésta coincide con el nivel de demanda para el año 0. Para el resto de los años será la demanda más la variación de existencias.

— Costes variables anuales:

Para calcular los costes variables anuales partimos del coste variable unitario y multiplicamos por la producción anual.

## 2. Cuadro de necesidades netas de capital corriente

TABLA 3.42

*Cuadro de necesidades netas de capital corriente*

Concepto	0	1	2	3
Existencias de materias primas	0	0	0	0
1. $\Delta \nabla$ Existencias de materias primas		0	0	0
Existencias de productos terminados	40.000	24.635	28.816	35.124
2. $\Delta \nabla$ Existencias de productos terminados		-15.365	4.181	6.308
Efectos a cobrar	37.000	13.600	26.236	40.583
3. $\Delta \nabla$ Efectos a cobrar		-23.400	12.636	14.347
Tesorería objetivo	10.000	7.000	7.000	7.000
4. $\Delta \nabla$ Tesorería objetivo		-3.000	0	0
<b>5. <math>\Delta \nabla</math> Activos circulantes = 1 + 2 + 3 + 4</b>		<b>-41.765</b>	<b>16.817</b>	<b>20.655</b>
Proveedores	20.000	11.584	17.170	21.865
6. $\Delta \nabla$ Proveedores		-8.416	5.586	4.695
Acreedores a corto plazo y créditos a corto plazo	0	0	0	0
7. $\Delta \nabla$ Acreedores a corto plazo y créditos a corto plazo		0	0	0
Dividendos a pagar	1.300	4.900	4.900	4.900
8. $\Delta \nabla$ Dividendos a pagar		3.600	0	0
Impuestos a pagar	700	5.982	16.399	23.535
9. $\Delta \nabla$ Impuestos a pagar		5.282	10.417	7.136
<b>10. <math>\Delta \nabla</math> Pasivos corrientes = 6 + 7 + 8 + 9</b>		<b>466</b>	<b>16.002</b>	<b>11.832</b>
<b>Necesidades netas de capital corriente = 5 - 10</b>		<b>-42.231</b>	<b>815</b>	<b>8.823</b>

### 3. Presupuesto de capital

Comprobamos en la tabla 3.43 que el superávit acumulado mostrado por el presupuesto de capital es indicativo de la viabilidad del plan financiero presentado por la empresa. No obstante, se observa un desequilibrio importante dado por un exceso de recursos financieros en todo el plan, el cual debe corregirse al objeto de alisar el citado presupuesto.

TABLA 3.43  
*Presupuesto de capital*

<b>Presupuesto de inversiones</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>
1. Gastos de inversión	37.000	37.000	7.000
1.1. Saldos de programas anteriores	7.000	7.000	7.000
1.2. Inversiones de renovación	30.000	30.000	0
2. Necesidades netas de capital corriente	-42.230	813	8.824
3. Amortización financiera a largo plazo	0	20.000	35.000
<b>Total empleos = 1 + 2 + 3</b>	<b>-5.230</b>	<b>57.813</b>	<b>50.824</b>
<b>Presupuesto de financiación</b>			
4. Autofinanciación	14.209	39.556	52.807
5. Financiación externa	55.000	30.000	0
5.1. Ampliaciones de capital	15.000	0	0
5.2. Préstamos a largo plazo nuevo	10.000	0	0
5.3. Acreedores a largo plazo	30.000	30.000	0
6. Desinversiones	20.000	0	0
<b>Total recursos = 4 + 5 + 6</b>	<b>89.209</b>	<b>69.556</b>	<b>52.807</b>
<b>Superávits/déficits del período</b>	<b>94.439</b>	<b>11.743</b>	<b>1.983</b>
<b>Superávits/déficits acumulados</b>	<b>94.439</b>	<b>106.182</b>	<b>108.165</b>
<b>Tesorería objetivo</b>	<b>7.000</b>	<b>7.000</b>	<b>7.000</b>
<b>Tesorería en balance</b>	<b>101.439</b>	<b>113.182</b>	<b>115.165</b>

#### 4. Presupuesto de tesorería

TABLA 3.44  
*Presupuesto de tesorería*

Conceptos		Inicial	1	2	3
1.	Cobros por ventas		153.000	150.660	187.207
2.	Pagos por explotación		-83.911	-94.585	-116.774
<b>3.</b>	<b>Tesorería de explotación</b>		<b>69.089</b>	<b>56.075</b>	<b>70.433</b>
4.	Cobros por ampliaciones de capital		15.000	0	0
5.	Cobros por préstamos y empréstitos		10.000	0	0
6.	Cobros por desinversiones de activos		13.500	0	0
7.	Pagos por amortizaciones financieras de deudas a largo plazo		-7.000	-27.000	-42.000
8.	Pagos por gastos de inversión productiva		0	0	0
9.	Pagos por inversiones financieras		0	0	0
<b>10.</b>	<b>Tesorería por operaciones de capital</b>		<b>31.500</b>	<b>-27.000</b>	<b>-42.000</b>
11.	Cobro por intereses de cartera		0	0	0
12.	Pagos por operaciones de intermediación		0	0	0
<b>13.</b>	<b>Tesorería atípica</b>		<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
14.	Pagos por dividendos		-1.300	-4.900	-4.900
15.	Pago por intereses de deuda a largo plazo		-3.300	-2.600	-1.300
<b>16.</b>	<b>Pagos por retribuciones de los recursos a largo plazo</b>		<b>-4.600</b>	<b>-7.500</b>	<b>-6.200</b>
17.	Cobros por créditos a corto plazo		0	0	0
18.	Pagos por amortización financiera de crédito a corto plazo		0	0	0
19.	Pagos por intereses de descuento y deudas a corto plazo		-3.850	-3.850	-3.850
20.	Pagos a acreedores a corto plazo		0	0	0
21.	Pago de impuestos		-700	-5.982	-16.399
<b>22.</b>	<b>Tesorería por operaciones de circulante</b>		<b>-4.550</b>	<b>-9.832</b>	<b>-20.249</b>
<b>23.</b>	<b>Tesorería neta</b>	<b>10.000</b>	<b>91.439</b>	<b>11.743</b>	<b>1.983</b>
<b>24.</b>	<b>Tesorería acumulada</b>		<b>101.439</b>	<b>113.182</b>	<b>115.165</b>

## 5. Balances previsionales

TABLA 3.45  
*Balances previsionales*

Conceptos	Inicial	1	2	3
Inmovilizado bruto	80.000	50.000	80.000	80.000
– Amortización acumulada	(50.000)	(18.000)	(32.000)	(46.000)
Inmovilizado neto	30.000	32.000	48.000	34.000
Existencias producto terminado	40.000	24.636	28.816	34.124
Efectos a cobrar	37.000	13.600	26.236	40.583
Tesorería	10.000	101.439	113.182	115.165
<b>Total activo</b>	<b>117.000</b>	<b>171.675</b>	<b>216.234</b>	<b>224.872</b>
Capital social	34.000	49.000	49.000	49.000
Reservas	40.000	46.209	71.765	110.573
Acreedores a largo plazo	0	30.000	45.000	15.000
Crédito a largo plazo antiguo	21.000	14.000	7.000	0
Crédito a largo plazo nuevo	0	10.000	5.000	0
Proveedores	20.000	11.584	17.170	21.864
Dividendos a pagar	1.300	4.900	4.900	4.900
Impuestos a pagar	700	5.982	16.399	23.535
<b>Total recursos</b>	<b>117.000</b>	<b>171.675</b>	<b>216.234</b>	<b>224.872</b>

## 6. Alisamiento del presupuesto de capital

En principio, para alisar el presupuesto de capital se podría prescindir de toda la nueva financiación externa, ya que la autofinanciación generada por la empresa y los recursos conseguidos con las desinversiones son más que suficientes para afrontar el plan de inversiones. Incluso con estas modificaciones el superávit acumulado seguiría siendo alto, tal como se pone de manifiesto en la tabla 3.46.

En la tabla 3.46 hemos eliminado todos los pasivos nuevos, incluso a los acreedores que no generan coste para la empresa, tal como indica el enunciado. Esta tabla es, pues, una primera prueba de alisado, ya que esos acreedores serían los últimos a eliminar por ser el pasivo más barato para la empresa. Previamente a esta eliminación se debería descartar el descuento de papel, de coste financiero antiguo más caro (11%); y en segundo lugar, debería amortizarse anticipadamente el crédito antiguo, de coste el 10%. No existen en la empresa pasivos a corto, nuevos o antiguos, para eliminar. En conclusión, el orden de eliminación de pasivos será siempre de mayor a menor coste, sin tener en cuenta que sean nuevos o antiguos, ni que sean a corto o largo plazos; y se analizarán distintas alternativas para ver cuál

de ellas proporciona mejor perfil presupuestario con el menor coste. Los cambios a realizar modificarán al alza la autofinanciación por cuanto disminuyen los costes financieros. En la tabla 3.46 no se ha tenido en cuenta este hecho.

TABLA 3.46  
*Presupuesto de capital alisado*

<b>Presupuesto de inversiones</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>
1. Gastos de inversión	37.000	37.000	7.000
1.1. Saldos de programas anteriores	7.000	7.000	7.000
1.2. Inversiones de renovación	30.000	30.000	0
1.3. Inversiones de expansión	0	0	0
1.4. Inversiones complementarias	0	0	0
2. Necesidades netas de fondo de maniobra	-42.230	813	8.824
3. Amortización financiera del capital a largo plazo	0	0	0
4. Otros empleos	0	0	0
<b>Total empleos = 1 + 2 + 3 + 4</b>	<b>-5.230</b>	<b>37.813</b>	<b>15.824</b>
<b>Presupuesto de financiación</b>			
5. Autofinanciación	14.209	39.556	52.807
6. Financiación externa	0	0	0
6.1. Ampliaciones de capital	0	0	0
6.2. Préstamos	0	0	0
6.3. Acreedores a largo plazo	0	0	0
7. Desinversiones	20.000	0	0
8. Recursos extraordinarios	0	0	0
<b>Total recursos = 5 + 6 + 7 + 8</b>	<b>34.209</b>	<b>39.556</b>	<b>52.807</b>
<b>Superávits/déficits del período</b>	<b>39.439</b>	<b>1.743</b>	<b>36.983</b>
<b>Superávits/déficits acumulados</b>	<b>39.439</b>	<b>41.182</b>	<b>78.165</b>

## CASO 7. PRE-TRASLADO A NUEVAS INSTALACIONES. LA EMPRESA JCV

JCV, S. A., empresa dedicada al envasado y distribución de productos para la hostelería, ha aprovechado el importante crecimiento del sector y ha obtenido muy buenos resultados en los últimos cinco años. No obstante, el pasado ejercicio llevó a cabo nuevos proyectos que no han resultado ser tan satisfactorios como se esperaba. El último balance arrojaba la siguiente información:

### Balance de situación (miles de u.m.)

Activo		Recursos	
Instalaciones y maquinarias	1.000	Capital social	2.000
– Amortización acumulada	(400)	Reservas	2.000
Terrenos antiguos	1.000	Pérdidas ejercicios anteriores	(1.250)
Inversiones financieras a largo plazo	500	Subvención	50
Existencias de materias primas	100	Préstamos a largo plazo	2.000
Existencias de producto terminado	3.000	Acreedores a largo plazo	150
Clientes	200	Proveedores	100
Tesorería	50	Impuestos a pagar	400
<b>Total</b>	<b>5.450</b>	<b>Total</b>	<b>5.450</b>

La empresa quiere mejorar su situación en el futuro. Para ello realiza un estudio del mercado, diseña una serie de estrategias y decide elaborar un plan financiero para los próximos tres años. Respecto al escenario futuro, se dispone de los siguientes datos:

- a) En el último ejercicio sus ventas ascendieron a 23.000.000 u.m., que podrían incrementarse en el futuro un 10 por 100 para el primer año, manteniéndose en este valor para los restantes.
- b) Los costes de personal, actualmente de 10.000.000 u.m., disminuirían un 10 por 100 para el primer año, manteniéndose en este valor para los restantes.
- c) Las compras de materias primas supondrán en el futuro el 30 por 100 de las ventas.
- d) El resto de las cargas de explotación, que se elevan al 30 por 100 de las ventas, no sufrirían cambios significativos.
- e) Los activos financieros del Balance proporcionan un 3 por 100 de rentabilidad.

El plan financiero que diseña JVC, S. A., se concreta en las siguientes estrategias:

## 1. Estrategia de capital

### a) Política de inversión

En el momento inicial se venderá maquinaria considerada obsoleta por 50.000 u.m. Su valor bruto es de 300.000 u.m. y se le aplicará la mitad del fondo de amortización.

La renovación de la maquinaria anterior supone nuevas adquisiciones en el momento inicial, con un coste de 1.500.000 u.m.

La empresa va a adquirir en el período segundo de planificación terrenos nuevos en la zona de expansión industrial de la ciudad por 1.500.000 u.m. En ellos, construirá dentro del período segundo de planificación una nueva nave industrial, con un coste total de 3.750.000 u.m., que comenzará a amortizarse en el período tercero.

#### **b) Política de financiación**

Para llevar a cabo los nuevos proyectos la empresa realizará una ampliación de capital dineraria por 600.000 u.m., a desembolsar a partes iguales en los tres ejercicios, más otra ampliación de capital por 1.000.000 u.m., con cargo a reservas.

La nueva nave industrial estará financiada en un 30 por 100 por una subvención, a aplicar al mismo ritmo en el que se amortiza la nave.

Por último, tomará un préstamo de 3.200.000 u.m, al 6 por 100 de interés, a devolver linealmente en cuatro años con un año de carencia de capital (el primer año sólo se pagan intereses). Con esta cantidad la empresa hará frente a los nuevos proyectos y liquidará el préstamo y los acreedores a largo plazo que figuran en el balance.

La subvención del balance inicial tiene pendiente dos años de aplicación.

## **2. Estrategia financiera**

Los activos antiguos que quedan en la empresa después de vender los obsoletos se están amortizando a 140 u.m./año. Los nuevos se amortizarán linealmente en 5 años.

La empresa repartirá un dividendo del 10 por 100 del capital suscrito y, si no es posible, repartirá la totalidad del beneficio neto.

## **3. Estrategia a corto plazo**

La empresa prevé que las existencias de materias primas se incrementen un 10 por 100. El almacén de productos terminados se reducirá un 5 por 100.

Cambiará su política de crédito a clientes, esto es, cobrará el 80 por 100 de sus ventas al contado y el resto a 90 días.

Las compras de materias primas se pagan a 30 días. El resto de los costes de explotación son al contado.

Recibirá una subvención anual para la compra de materias primas, que ascenderá al 10 por 100 de las mismas.

Negocia con el banco una línea de descuento de efectos comerciales, con límite máximo de 600.000 u.m., al 8 por 100 de interés anual.

El objetivo de tesorería lo sitúa la empresa en 50.000 u.m.

#### **SE PIDE**

1. Viabilidad de la empresa con este plan financiero.
2. Balances previsionales del horizonte de planificación.

### **Solución**

Antes de pasar a la confección de los diferentes cuadros realizaremos una serie de cálculos que dan lugar a los cuadros auxiliares siguientes:

<b>Datos mercado</b>	<b>Año 0</b>	<b>Año 1</b>	<b>Año 2</b>	<b>Año 3</b>
Ventas	23.000	25.300	25.300	25.300
Costes mano de obra	10.000	9.000	9.000	9.000
Compras materia prima	—	7.590	7.590	7.590
Otras cargas explotación	6.900	7.590	7.590	7.590

#### *Cuadro auxiliar de amortizaciones contables*

	<b>Año 0</b>	<b>Año 1</b>	<b>Año 2</b>	<b>Año 3</b>
Instrumentos y maquinarias totales	1.000	2.200	5.950	5.950
CAC inmovilizado. Instrumentos y maquinaria antigua	200	140	140	140
CAC inmovilizado nuevo	—	300	300	1.050
CAC totales/año	200	440	440	1.190
Fondo de amortización	400	640	1.080	2.270

#### *Cuadro auxiliar de venta de activos*

	<b>vcb</b>	<b>Amortización</b>	<b>vcn</b>	<b>VR</b>	<b>Plusvalía/ minusvalía</b>
Maquinaria obsoleta	300	200	100	50	-50

#### *Cuadro auxiliar de compra de activos*

	<b>Valores de compra</b>	
	<b>Año 1</b>	<b>Año 2</b>
Maquinaria renovada	1.500	—
Nuevos terrenos	—	1.500
Nave industrial	—	3.750

*Evolución del capital suscrito*

	<b>Año 0</b>	<b>Año 1</b>	<b>Año 2</b>	<b>Año 3</b>
Capital inicial	2.000	2.000	2.000	2.000
Ampliación de capital dineraria	—	600	600	600
Ampliación de capital con cargo a reservas	—	1.000	1.000	1.000
Capital total	2.000	3.600	3.600	3.600

*Cuadro auxiliar de costes financieros y amortizaciones financieras*

	<b>Año 1</b>	<b>Año 2</b>	<b>Año 3</b>
<b>Nuevo préstamo</b>			
Saldo inicial	3.200	3.200	2.400
Cuenta de amortización financiera	0	800	800
Saldo final	3.200	2.400	1.600
Costes financieros (6%)	192	144	96
Clientes (antes del descuento)	1.265	1.265	1.265
Descuento máximo	600	600	600
Clientes (después del descuento)	665	665	665
Costes financieros por descuento (8%)	48	48	48
Costes financieros totales/año	240	240	192

*Aplicación subvenciones*

		<b>Año 1</b>	<b>Año 2</b>	<b>Año 3</b>
Subvención antigua	50	25	25	—
Subvención nueva	1.125	0	0	225
Cuotas de aplicación de la subvención total/año	—	25	25	225

## Casos resueltos de planificación

TABLA  
*Cuadro de cash-flow*

Concepto		1	2	3
1.	Ventas	25.300	25.300	25.300
2.	Compras de materia prima	7.590	7.590	7.590
3.	Subvención compra materia prima	759	759	759
4.	Variación de stocks de materia prima	10	0	0
5.	Consumo de materia prima	6.821	6.831	6.831
6.	Gastos de personal	9.000	9.000	9.000
7.	Otros gastos explotación	7.590	7.590	7.590
8.	Costes de explotación	23.411	23.421	23.421
9.	Variación de stocks de producto terminado	-150	0	0
10.	Coste de las ventas	23.561	23.421	23.421
<b>11.</b>	<b>Cash-flow explotación = 1 – 10</b>	<b>1.739</b>	<b>1.879</b>	<b>1.879</b>
12.	Cash-flow atípico	15	15	15
13.	Cash-flow extraordinario	-50	—	0
14.	Aplicación subvenciones (antiguas + nuevas)	25	25	225
<b>15.</b>	<b>Cash-flow total = 11 + 12 + 13 + 14</b>	<b>1.729</b>	<b>1.919</b>	<b>2.119</b>
16.	Amortizaciones contables	440	440	1.190
17.	Costes financieros	240	240	192
<b>18.</b>	<b>Resultado 15 – 16 – 17</b>	<b>1.049</b>	<b>1.239</b>	<b>737</b>
19.	Compensación de pérdidas (1.250)	1.049	201	0
20.	Impuestos	0	363,3	257,95
<b>21.</b>	<b>Resultado = 18 – 19 – 20</b>	<b>0</b>	<b>674,7</b>	<b>479,05</b>
22.	Dividendos	0	360	360
23.	Reservas	0	314,7	119,05
<b>24.</b>	<b>Autofinanciación = 16 + 19 + 23</b>	<b>1.489</b>	<b>955,7</b>	<b>1.309,05</b>

TABLA 3.48

*Cuadro de necesidades netas de capital corriente*

Concepto	0	1	2	3
Existencias de materia prima	100	110	110	110
1. Variación de stocks de materia prima		10	0	0
Stocks de producto terminado	3.000	2.850	2.850	2.850
2. Variación de stocks de producto terminado		-150	0	0
Clientes	200	665	665	665
3. Variación clientes		465	0	0
Tesorería	50	50	50	50
4. Variación tesorería		0	0	0
<b>Variación activos a c/p = 1 + 2 + 3 + 4</b>		<b>325</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Proveedores	100	632,5	632,5	632,5
5. Variación proveedores		533	0	0
Impuestos a pagar	400	0	363,3	257,95
6. Variación impuestos a pagar		-400	363,3	-105,35
Dividendos a pagar	0	0	360	360
7. Variación dividendos		0	360	0
<b>Variación pasivos a c/p = 5 + 6 + 7</b>		<b>133</b>	<b>723,3</b>	<b>-105,35</b>
<b>Necesidades netas de capital corriente</b>		<b>192</b>	<b>-723,3</b>	<b>105,35</b>

*Presupuesto de capital*

<b>Presupuesto de inversiones</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>
Gastos de inversión	3.675	5.275	0
Saldo de programas anteriores	2.175	25	0
Aplicación de la subvención antigua	25	25	0
Amortización financiera préstamo antiguo	2.000	—	—
Amortización financiera acreedores antiguos	150	—	—
Maquinaria renovada	1.500	—	—
Nuevos terrenos	—	1.500	—
Nueva nave industrial	—	3.750	—
Necesidades netas de capital corriente	193	-723,3	105,35
Amortización financiera nueva	0	800	800
Amortización de reservas	1.000	—	—
Acciones pendientes de desembolso	400	—	—
Aplicación de la subvención nueva	0	0	225
<b>Total empleos</b>	<b>5.268</b>	<b>5.352</b>	<b>1.130,35</b>
<b>Presupuesto de financiación</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>
Autofinanciación	1.489	955,7	1.309,05
Financiación externa	4.800	—	—
Ampliaciones capital	1.600	—	—
Préstamo a largo plazo nuevo	3.200	—	—
Recursos extraordinarios (subvención)	—	1.125	—
Desembolso accionistas	—	200	200
Desinversiones	100	—	0
<b>Total recursos</b>	<b>6.389</b>	<b>2.280,7</b>	<b>1.509,05</b>
Superávit/Déficit de financiación	1.122	-3.071	378,70
<b>Superávit/Déficit de financiación acumulada</b>	<b>1.122</b>	<b>-1.950</b>	<b>-1.571</b>
Objetivo de tesorería	50	50	50
<b>Tesorería en Balance</b>	<b>1.172</b>	<b>-1.900</b>	<b>-1.521</b>

Estamos ante un Plan Financiero no viable, ya que su saldo acumulado final es negativo. Concretamente, faltan 1.521 miles de u.m. de financiación en los tres años. Además, el presupuesto no está equilibrado, presentando superávits y déficits alejados de cero:

1. Para alisar el presupuesto, y *suponiendo que no modificamos el volumen de inversión por considerarla necesaria*, en primer lugar deberemos pasar el exceso de financiación del primer período al segundo, por ejemplo retrasando el momento de obtener parte del crédito, concretamente 1.172.000 u.m. (también se podría retrasar el desembolso de los accionistas por valor sólo de 200.000 u.m., la parte que queda desembolsada en el período 1 de la ampliación dineraria, y 1.172.200 de crédito). Esto pondría a cero el superávit/déficit acumulado del período 1 y aliviaría el déficit acumulado del 2.
2. Para terminar de solucionar el déficit del 2 y del 3, sólo queda pedir más financiación para esos momentos, de forma que a la vez que alisamos lo hacemos viable. Esta financiación podría conseguirse, a largo plazo, con aumento del capital social o con nuevos préstamos bancarios o de acreedores por inversiones, y a corto plazo aumentando el volumen de la línea de descuento, aumentando el crédito de proveedores o disminuyendo el saldo de clientes o los stocks. Se tendría que analizar los costes y posibilidades de cada una de ellas para decidir.

En la tabla 3.50 tenemos los balances correspondientes a este plan financiero, sin alisar. Dejamos para el lector la realización de las modificaciones mencionadas arriba en los distintos cuadros financieros.

## Casos resueltos de planificación

TABLA 3.50  
*Balances previsionales*

	Año 0	Año 1	Año 2	Año 3
Instalaciones y maquinaria	1.000	2.200	5.950	5.950
Terrenos	1.000	1.000	2.500	2.500
Inmovilizado bruto	2.000	3.200	8.450	8.450
Fondo amortización	400	640	1.080	2.270
Inmovilizado neto	3.600	5.760	15.820	14.630
Acciones pendientes de desembolso	—	400	200	0
Existencias materia prima	100	110	110	110
Existencias producto terminado	3.000	2.850	2.850	2.850
Inversiones financieras a largo plazo	500	500	500	500
Clientes	200	665	665	665
Tesorería	50	1.172	-1.900	-1.521
<b>Total activo</b>	<b>5.450</b>	<b>8.257</b>	<b>9.796</b>	<b>8.784</b>
Capital social	2.000	3.600	3.600	3.600
Reservas	2.000	1.000	1.315	1.434
Subvenciones	50	25	1.125	900
Pérdidas ejercicios anteriores	1.250	201	0	0
Préstamos a largo plazo antiguos	2.000	0	0	0
Acreedores a largo plazo antiguos	150	0	0	0
Préstamo a largo plazo nuevo	—	3.200	2.400	1.600
Proveedores	100	632,5	632,5	632,5
Dividendos a pagar	—	0	360	360
Impuestos a pagar	400	0	363,3	257,95
<b>Total recursos</b>	<b>5.450</b>	<b>8.257</b>	<b>9.796</b>	<b>8.784</b>

## CASO 8. NUEVO PROYECTO PARA EMPRESA DE APARCAMIENTOS. LA EMPRESA LOMAR

La empresa LOMAR se dedica a la explotación de diversos aparcamientos subterráneos en Sevilla. Actualmente se está planteando la posibilidad de participar en un nuevo proyecto.

El último balance disponible, de 31 de diciembre, es el siguiente:

### Balance de situación (miles de u.m.)

Activo		Recursos	
Inmovilizado material bruto	120.000	Capital social	24.000
– Amortización acumulada	(27.000)	Reservas	42.338
<b>Activo no corriente</b>	<b>93.000</b>	Subvención de capital	0
Cartera de valores a largo plazo	17.500	<b>Patrimonio neto</b>	<b>66.338</b>
Deterioro de la cartera de valores	(3.500)	Provisiones para riesgos y gastos	24.000
<b>Activo no corriente mantenido para la venta</b>	<b>14.000</b>	Crédito a largo plazo	18.000
Deudores varios	7.000	<b>Pasivo no corriente</b>	<b>42.000</b>
Tesorería	656	Dividendos a pagar	3.042
<b>Activo corriente</b>	<b>7.656</b>	Impuestos a pagar	3.276
		<b>Pasivo corriente</b>	<b>6.318</b>
<b>Total activos</b>	<b>114.656</b>	<b>Patrimonio neto más pasivos</b>	<b>114.656</b>

Y la cuenta de resultados de dicho ejercicio:

### Cuenta de resultados (miles de u.m.)

Ventas .....	42.000
Gastos de personal .....	20.000
Gastos generales.....	7.000
Coste de las ventas.....	27.000
<b>Cash-flow de explotación .....</b>	<b>15.000</b>
Amortización de inmovilizado.....	3.000
Provisiones para riesgos y gastos .....	2.400
Gastos financieros a largo plazo.....	1.440
Ingresos financieros cartera de valores.....	1.200
<b>Resultado bruto.....</b>	<b>9.360</b>
Impuestos .....	3.276
<b>Resultado neto .....</b>	<b>6.084</b>
Dividendos .....	3.042
Reservas .....	3.042

A su vez, presenta el siguiente plan financiero:

## 1. Estrategia de capital

### a) Política de inversiones

El nuevo aparcamiento tiene un tiempo estimado de construcción de 12 meses y un coste previsto total de 7 millones de euros.

Por otra parte, va a proceder a vender la cartera de valores a largo plazo en el primer ejercicio por un precio de 12 millones de euros, que se cobran en el primer y segundo ejercicio a partes iguales. La provisión por depreciación de la cartera de valores recoge la diferencia entre el coste de adquisición de la cartera y el valor teórico contable de las participaciones, y se aplica en su totalidad en el momento de la venta.

### b) Política de financiación

La empresa va a realizar una ampliación de capital liberada con cargo a reservas por importe de 2.400.000 euros.

El préstamo que aparece en balance se amortiza linealmente en tres años y está contratado al 6 por 100 de interés fijo anual.

LOMAR va a financiar la obra a través de la empresa constructora, la cual le ha propuesto el siguiente calendario de pago: 2 millones de euros en el primer ejercicio (sin intereses), y el resto se aplaza hasta el segundo con un tipo de interés anual del 6 por 100.

Por último, le ha sido concedida una subvención de capital del 10 por 100 de la inversión, que se va aplicar fiscalmente en 5 años. Se espera cobrar la subvención en el primer ejercicio.

## 2. Mercados

Se prevé que la cifra de ventas se incremente un 10 por 100 a partir del segundo ejercicio de planificación como consecuencia de las nuevas inversiones. Los gastos previstos aumentarán un 5 por 100 acumulativo cada año.

## 3. Estrategia financiera

Tanto el inmovilizado material antiguo como el nuevo se amortizan en un plazo de cuarenta años. Considere que la primera amortización del inmovilizado nuevo se realiza en el segundo ejercicio.

La sociedad ha constituido la provisión para riesgos y gastos para hacer frente a posibles contingencias derivadas de su actividad. Va a dotar 600.000 euros anuales.

La política de dividendos consiste en repartir el 50 por 100 del beneficio neto generado cada año.

#### 4. Estrategia a corto plazo

La cifra de deudores varios supone un período medio de cobro de 60 días sobre la cifra de ingresos.

La tesorería mínima que se quiere mantener es de 600.000 euros.

##### **SE PIDE**

1. El cuadro de *cash-flow*, cuadro de variaciones a corto plazo y presupuesto de capital para los dos próximos años.
2. El presupuesto de tesorería para el mismo período.
3. La viabilidad del plan financiero para los dos próximos años. ¿Propone alguna mejora?

##### ***Solución***

Comenzamos por elaborar el cuadro de *cash-flow* utilizando la estructura de la última cuenta de explotación histórica, la información recogida en el apartado «Mercados sobre la evolución futura de ingresos y gastos» y los datos de la estrategia financiera para la parte baja del cuadro.

En este caso parte de las inversiones están financiadas con una subvención en capital, esto es, una cantidad a fondo perdido que algún organismo público entrega a la empresa a cambio de que cumpla determinados requisitos sobre las características de la inversión a realizar, mantenimiento de la actividad económica, creación de puestos de trabajos, etc., durante un período de tiempo determinado, siendo habitual un período de al menos tres años.

La concesión de la subvención se recoge como pasivo en lugar de como ingreso, siguiendo el principio de prudencia valorativa. A medida que se van cumpliendo los requisitos para la concesión de la subvención se va minorando este pasivo y reconociendo el ingreso, que es el que se incluye en el cuadro de *cash-flow* como aplicación de la subvención.

El *cash-flow* extraordinario corresponde a la minusvalía resultante de la venta de la cartera de valores (activo no corriente mantenido para la venta), cuyo valor contable neto es de 14 millones de euros.

## Casos resueltos de planificación

TABLA  
*Cuadro de cash-flow*

Concepto		1	2
1.	Ventas	42.000	46.200
2.	Gastos de personal	21.000	22.050
3.	Gastos generales	7.350	7.718
4.	Coste de las ventas = 2 + 3	28.350	29.768
<b>5.</b>	<b>Cash-flow de explotación = 1 – 4</b>	<b>13.650</b>	<b>16.432</b>
6.	Aplicación de subvención	140	140
7.	Cash-flow extraordinario	–2.000	0
<b>8.</b>	<b>Cash-flow total = 5 + 6 + 7</b>	<b>11.790</b>	<b>16.572</b>
9.	Amortización inmovilizado	3.000	3.175
10.	Provisiones	600	600
11.	Gastos financieros a largo plazo	1.080	1.020
<b>12.</b>	<b>Resultado bruto = 8 – 9 – 10 – 11</b>	<b>7.110</b>	<b>11.777</b>
13.	Impuestos	2.489	4.122
<b>14.</b>	<b>Resultado neto = 12 – 13</b>	<b>4.621</b>	<b>7.655</b>
15.	Dividendos	2.311	3.828
16.	Reservas	2.311	3.828
<b>17.</b>	<b>Autofinanciación = 9 + 10 + 15</b>	<b>5.911</b>	<b>7.603</b>

El reparto del beneficio neto previsto se realiza a partes iguales entre dividendos y reservas. Por último, la autofinanciación se calcula sumando las dotaciones a amortización y a provisión (autofinanciación de mantenimiento) junto con las reservas (autofinanciación de crecimiento).

A continuación, elaboramos el cuadro de variaciones a corto plazo o cuadro de NNCC, incluyendo todas las partidas de activos y recursos corrientes previstos.

TABLA 3.52

*Cuadro de necesidades netas de capital corriente*

Cuentas	Inicial	1	2
Deudores varios	7.000	7.000	7.700
1. $\Delta \nabla$ Deudores varios		0	700
Tesorería objetivo	656	600	600
2. $\Delta \nabla$ Tesorería objetivo		-56	0
<b>3. <math>\Delta \nabla</math> Activos corrientes = 1 + 2</b>		<b>-56</b>	<b>700</b>
Dividendos a pagar	3.042	2.311	3.828
4. $\Delta \nabla$ Dividendos a pagar		-731	1.517
Impuestos a pagar	3.276	2.489	4.122
5. $\Delta \nabla$ Impuestos a pagar		-787	1.633
<b>6. <math>\Delta \nabla</math> Pasivos corrientes = 4 + 5</b>		<b>-1.518</b>	<b>3.150</b>
<b>Necesidades netas de capital corriente = 3 - 6</b>		<b>1.462</b>	<b>-2.450</b>

Las cuentas a cobrar disponen de un período medio de 60 días y el volumen de ventas a crédito previsto que asciende a 42 millones de euros el primer ejercicio. Por tanto, el saldo pendiente de cobro al final de año será equivalente a  $(42.000.000/360) \times 60 = 7$  millones de euros.

Con respecto a los pasivos corrientes, dividendos a pagar e impuestos, sus importes se han estimado al elaborar el cuadro de *cash-flow*.

En el primer ejercicio de planificación se obtienen unas NNCC de 1.463.000 euros, que habrá que financiar con pasivos a largo plazo en el presupuesto de capital. En el segundo ejercicio, la variación neta de corriente es negativa, lo que implica un exceso de recursos a corto plazo sobre las inversiones en corriente previstas, lo cual valdrá de fuente financiera para el largo plazo en el presupuesto de capital.

El presupuesto de capital recoge la variación de activos y pasivos a largo plazo, así como las variaciones de patrimonio neto no incluidos en el cuadro anterior. Se compone de dos presupuestos parciales. En el presupuesto de inversión se incluyen los empleos de recursos, que se materializan tanto en incrementos de activo (inversiones a realizar, cuentas a cobrar a largo) como en decrementos de recursos (devoluciones de deudas, aplicación de la subvención, disminución de reservas por ampliación de capital liberada, etc.).

En el presupuesto de financiación donde se recoge el origen de los recursos, se incluyen tanto los incrementos (ampliación de capital, financiación de acreedores, concesión de la subvención) como los decrementos de activo en el epígrafe de desinversiones.

La diferencia entre total recursos y total empleos proporciona el superávit o déficit del período. Acumulando estos superávit o déficit alcanzamos la cifra de 9.921.1 euros al final del plan, determinando la viabilidad del plan financiero.

## Casos resueltos de planificación

TABLA 3.53  
*Presupuesto de capital*

Presupuesto de inversiones	1	2
1. Gastos de inversión	13.000	6.000
1.1. Saldos de programas anteriores	6.000	6.000
1.2. Inversiones de renovación	7.000	—
2. Necesidades netas de capital corriente	1.463	-2.450
3. Amortización financiera a largo plazo	2.540	5.140
3.1. Aplicación de la subvención	140	140
3.2. Amortización reservas	2.400	—
3.3. Devolución acreedores	—	5.000
4. Otros empleos	6.000	—
4.1. Cuenta a cobrar por desinversión	6.000	—
<b>Total empleos = 1 + 2 + 3 + 4</b>	<b>23.003</b>	<b>8.690</b>
Presupuesto de financiación		
5. Autofinanciación	5.911	7.603
6. Financiación externa	7.400	—
6.1. Ampliaciones de capital	2.400	—
6.2. Acreedores a largo plazo	5.000	—
7. Desinversiones	14.000	—
7.1. Venta cartera de valores	14.000	—
8. Otros recursos: cobro precio aplazado	—	6.000
9. Recursos extraordinarios	700	—
9.1. Subvención en capital	700	—
<b>Total recursos = 5 + 6 + 7 + 8 + 9</b>	<b>28.011</b>	<b>13.603</b>
<b>Superávits/déficits del período</b>	<b>5.008</b>	<b>4.913</b>
<b>Superávits/déficits acumulados</b>	<b>5.008</b>	<b>9.921</b>

Sin embargo, la cuantía tan elevada y positiva del superávit acumulado hace que el plan no sea definitivo debido a que la empresa dispone de un exceso de recursos financieros no necesarios, recursos que le cuestan dinero y no se rentabilizan. Vamos a suponer que la inversión no se va a modificar en el plan (en este caso debería aumentarse para rentabilizar el exceso mencionado de recursos). Deberemos, pues, eliminar parte de la financiación.

A la hora de tomar la decisión de prescindir de parte de los recursos generados, el hecho de trabajar con cuadros de variaciones facilita bastante el análisis. Así, puede observarse, por un lado que la subvención no supone coste para la empresa, y por otro lado que tanto el crédito en balance como la financiación de acreedores tienen un coste explícito del 6 por 100. Además, hay una ampliación de capital liberada, pero no supone ni entrada de recursos ni incremento del coste de los recursos propios.

También implica una entrada de recursos la venta de la cartera de valores, que, además, se realiza con pérdidas. Con respecto a los pasivos corrientes, no se pueden

realizar disminuciones de sus cuantías. La propuesta, se materializaría, por tanto, en una doble vertiente:

- a) Pagar al contado las inversiones o cancelar anticipadamente el préstamo, con el consiguiente ahorro de gastos financieros del 6 por 100.
- b) Aplazar la venta de la cartera de valores si se considera que se pueden evitar las pérdidas, o minorarlas en una cuantía superior al 6 por 100 anual.

Una vez que los cuadros anteriores se consideran definitivos, se pueden elaborar los balances previsionales, o bien el presupuesto de tesorería.

Si en primer lugar se elaboran los balances, hay que estimar, además de las partidas de activos y pasivos fijos y corrientes, las tesorerías acumuladas en los sucesivos balances. Para ello, se parte del superávit o déficit del presupuesto de capital y se añade el objetivo de tesorería, como se muestra en la tabla 3.54.

TABLA 3.54  
*Tesorería en balance*

Conceptos	1	2
Superávit/déficit acumulado	5.008	9.921
Objetivo tesorería	600	600
<b>Tesorería acumulada</b>	<b>5.608</b>	<b>10.521</b>

TABLA 3.55  
*Balances previsionales*

Conceptos	Inicial	1	2
Inmovilizado material bruto	120.000	127.000	127.000
– Amortización acumulada	–27.000	–30.000	–33.175
Cartera de valores a largo plazo	17.500	—	—
Provisión por depreciación de inversiones financieras	–3.500	—	—
Deuda pendiente cartera valores	—	6.000	—
Deudores varios a corto plazo	7.000	7.000	7.700
Tesorería	656	5.608	10.521
<b>Total activo</b>	<b>114.656</b>	<b>115.608</b>	<b>112.046</b>
Capital social	24.000	26.400	26.400
Reservas	42.338	42.249	46.076
Provisiones para riesgos y gastos	24.000	24.600	25.200
Subvención en capital	—	560	420
Crédito a largo plazo	18.000	12.000	6.000
Acreedores de inmovilizado	—	5.000	—
Dividendos a pagar	3.042	2.311	3.828
Impuestos a pagar	3.276	2.489	4.122
<b>Total recursos</b>	<b>114.656</b>	<b>115.608</b>	<b>112.046</b>

El hecho de que la suma del activo coincida con la suma del patrimonio neto y pasivo nos confirma la correcta elaboración del modelo presupuestario.

Para elaborar el presupuesto de tesorería se necesita disponer de toda la información relativa a los cobros y pagos que se prevén realizar en el horizonte de planificación. Esta información, facilitada por el enunciado, determina el cuadro adjunto.

TABLA 3.56  
*Presupuesto de tesorería*

Conceptos		1	2
1.	Cobros por ventas	42.000	45.500
2.	Pagos por explotación	-28.350	-29.768
<b>3.</b>	<b>Tesorería de explotación</b>	<b>13.650</b>	<b>15.732</b>
4.	Cobros por subvención en capital	700	—
5.	Cobros por desinversiones de activos	6.000	6.000
6.	Pagos por amortizaciones financieras de deudas a largo plazo	-6.000	-11.000
7.	Pagos por gastos de inversión productiva	-2.000	—
<b>8.</b>	<b>Tesorería por operaciones de capital</b>	<b>-1.300</b>	<b>-5.000</b>
9.	Pagos por dividendos	-3.042	-2.311
10.	Pago por intereses de deuda a largo plazo	-1.080	-1.020
<b>11.</b>	<b>Pagos por retribuciones de los recursos fijos</b>	<b>-4.122</b>	<b>-3.331</b>
12.	Pago de impuestos	-3.276	-2.489
<b>13.</b>	<b>Tesorería por operaciones de circulante</b>	<b>-3.276</b>	<b>-2.489</b>
<b>14.</b>	<b>Tesorería neta</b>	<b>4.952</b>	<b>4.913</b>
15.	Saldo inicial	656	5.608
<b>16.</b>	<b>Tesorería acumulada</b>	<b>5.608</b>	<b>10.521</b>

Puede comprobarse que la tesorería acumulada obtenida en el presupuesto de tesorería coincide con el superávit acumulado del presupuesto de capital más el objetivo de tesorería, tal y como se comentó con anterioridad.

## CASO 9. REESTRUCTURACIÓN DE ACTIVOS Y COMIENZO DE UNA NUEVA LÍNEA DE NEGOCIOS. LA EMPRESA ESTÉBANEZ

La empresa ESTÉBANEZ quiere reestructurar parte de sus activos, así como acometer nuevas líneas de negocios. Los últimos datos económicos disponibles de la empresa son los siguientes:

### Balance a 31 de diciembre

Activo		Recursos	
Inmovilizado bruto	1.600	Capital social	1.650
– Amortización acumulada	(400)	Reservas	500
Inversiones financieras a largo plazo	400	Pérdidas ejercicios anteriores	(450)
Activo no corriente mantenido para la venta	600	Subvención	100
Stocks de materia prima	100	Crédito a largo plazo	700
Stocks de producto terminado	270	Proveedores	550
Clientes	150		
Tesorería	330		
<b>Total activo</b>	<b>3.050</b>	<b>Total recursos</b>	<b>3.050</b>

Y la cuenta de resultados de dicho ejercicio:

### Cuenta de pérdidas y ganancias

Ventas .....	2.200
+ Compras materias primas.....	800
– Variación de stocks de materias primas .....	50
= Consumo materias primas	750
+ Gastos de personal.....	350
+ Otros gastos .....	400
= Coste de explotación.....	1.500
– Variación de stocks de producto terminado .....	70
Coste de las ventas.....	1.430
Cash-flow de explotación.....	770
Cash-flow atípico .....	10
Cuotas de aplicación de la nueva subvención .....	50
Cash-flow total.....	830
Amortizaciones contables .....	100
Gastos financieros.....	69
Beneficio bruto.....	661
Compensación de pérdidas .....	661
Impuestos .....	0
Beneficio neto .....	



## 1. Estrategia de capital

### a) Política de inversión

A principios del primer ejercicio se renovarán activos obsoletos, clasificados como activos no corrientes mantenidos para la venta, de 600 u.m. de valor contable neto. Estos activos tienen en el mercado un precio de venta de 500 u.m., cobrándose 400 u.m. al contado y aplazando el resto, sin intereses, al ejercicio siguiente. El precio de los activos que se utilizan para renovarlos es de 1.200 u.m.

Además, a principios del primer ejercicio se comprarán instalaciones y equipos nuevos para ampliar la capacidad productiva por un valor de 1.000 u.m.

Las inversiones financieras del Balance son Obligaciones del Estado que proporcionan un cupón anual del 2,5 por 100, con vencimiento a finales del tercer ejercicio de planificación.

### b) Política de financiación

Los actuales socios, para no perder el control de la empresa, van a realizar una emisión de acciones sin derecho a voto por un total de 600 u.m., a principios del primer año. Las características de la emisión son las siguientes: 200 u.m. se desembolsan en el momento de la emisión, y el resto se hace efectivo, a partes iguales, a principios del segundo y tercer año de presupuestación. El dividendo mínimo correspondiente a estas acciones será igual al 2 por 100 sobre el capital social de las mismas. Se solicitará un préstamo bancario a largo plazo por 400 u.m. a principios del primer ejercicio. Este crédito se amortizará linealmente en 4 años, siendo su interés del 5 por 100 anual vencido sobre saldos dispuestos. Los gastos de formalización del préstamo ascienden a un 1 por 100 y, tanto contable como fiscalmente, se con-

sideran gastos del ejercicio.

Los proveedores de los equipos renovados y de las instalaciones y equipos nuevos piden un pago al contado del 20 por 100, aplazando el resto a cuatro años desde el primer ejercicio inclusive, de forma lineal, al 7 por 100 de interés.

El crédito a largo plazo que aparece en Balance se contrató al 6 por 100 de interés anual postpagable sobre saldos dispuestos, y se viene amortizando a 200 u.m./año.

La subvención del Balance se seguirá aplicando a razón de 50 u.m. cada año.

De la tesorería en Balance, la empresa consideraba en el pasado como tesorería de seguridad a 30 u.m., siendo el resto tesorería excedente que se utilizará para financiar a las nuevas inversiones.

## 2. Estrategia financiera

La política de amortizaciones para los activos antiguos consistirá en dotar 150 u.m./año; con respecto a los nuevos activos será lineal, a 10 años. Ambas comienzan

a partir del principio del primer ejercicio de planificación.

Las posibles pérdidas se amortizarán lo más rápidamente posible. La tasa impositiva es el 35 por 100.

La política de dividendos ordinarios será del 10 por 100 sobre el capital suscrito, siempre que existan beneficios netos suficientes. En caso de que el beneficio neto no alcance esta cifra, no se repartirán dividendos ordinarios.

### 3. Política de producto

La tabla adjunta recoge las cifras previstas de ventas y gastos de explotación para los próximos tres años:

	1	2	3
Ventas	3.500	4.300	4.800
Compras de materia prima	1.000	1.200	1.300
Gastos de personal	1.200	1.200	1.200
Otros gastos de explotación	600	900	1.200

La Junta concederá una subvención de explotación anual del 3 por 100 de las compras de materias primas.

### 4. Estrategia a corto plazo

Los stocks de materia prima serán el 15 por 100 de las compras, mientras que los de productos terminados serán el 25 por 100 de las ventas.

A partir de principios del primer ejercicio de planificación, a los clientes se les cobrará a noventa días.

A los proveedores de materia primas se les pagará a 45 días. Los salarios se pagarán a principios del mes siguiente, y las otras cargas de explotación se pagarán a dos meses de la fecha factura.

La tesorería objetivo o de seguridad se desea esté en 50 u.m.

#### SE PIDE

1. Cuadro de *cash-flow*, cuadro de NNCC, y presupuesto de capital para los próximos tres ejercicios.
2. Balances previsionales.
3. Viabilidad del plan financiero propuesto.
4. Sea o no viable, comente cómo se alisaría éste.
5. Suponga que la empresa decide utilizar el descuento de papel comercial durante el primer año. ¿Qué cambios deben producirse en los cuadros elaborados en el primer apartado?

### **Solución**

Este caso práctico presenta novedades en la elaboración del cuadro de *cash-flow* frente a los anteriores.

TABLA 3.57  
*Cuadro de cash-flow*

<b>Concepto</b>		<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>
1.	Ventas	3.500	4.300	4.800
2.	Compras materias primas	1.000	1.200	1.300
3.	Subvención materias primas	-30	-36	-39
4.	Variación existencias materias primas	-50	-30	-15
5.	Gastos de personal	1.200	1.200	1.200
6.	Otros gastos	600	900	1.200
7.	Coste de explotación = 2 + 3 + 4 + 5 + 6	2.720	3.234	3.646
8.	Variación de existencias de producto terminado	-605	-200	-125
9.	Coste de las ventas = 7 + 8	2.115	3.034	3.521
<b>10.</b>	<b>Cash-flow de explotación = 1 - 9</b>	<b>1.385</b>	<b>1.266</b>	<b>1.279</b>
11.	Cash-flow atípico (ingresos financieros)	10	10	10
12.	Cash-flow extraordinario	-100	0	0
13.	Aplicación subvención	50	50	0
<b>14.</b>	<b>Cash-flow total = 10 + 11 + 12 + 13</b>	<b>1.345</b>	<b>1.326</b>	<b>1.289</b>
15.	Amortización inmovilizado	370	370	370
16.	Gastos formalización préstamo	4	—	—
17.	Gastos financieros nuevo crédito	20	15	10
18.	Gastos financieros crédito antiguo	42	30	18
19.	Gastos financieros acreedores	123	92	62
<b>20.</b>	<b>Resultado bruto</b>	<b>786</b>	<b>819</b>	<b>829</b>
21.	Compensación de pérdidas	450	—	—
22.	Impuestos	118	287	290
<b>23.</b>	<b>Resultado neto</b>	<b>218</b>	<b>532</b>	<b>539</b>
24.	Dividendos	12	225	225
25.	Reservas	206	307	314
<b>26.</b>	<b>Autofinanciación</b>	<b>1.026</b>	<b>677</b>	<b>684</b>

TABLA 3.58

*Cuadro de necesidades netas de capital corriente*

<b>Cuentas</b>	<b>Inicial</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>
Existencias de materias primas	100	150	180	195
1. $\Delta \nabla$ Existencias		50	30	15
Existencias producto terminado	270	875	1.075	1.200
2. $\Delta \nabla$ Existencias producto terminado		605	200	125
Clientes	150	875	1.075	1.200
3. $\Delta \nabla$ Clientes		725	200	125
Tesorería objetivo	330	50	50	50
4. $\Delta \nabla$ Tesorería objetivo		-280	0	0
<b>5. <math>\Delta \nabla</math> Activos corrientes</b>		<b>1.100</b>	<b>430</b>	<b>265</b>
Proveedores	550	125	150	163
6. $\Delta \nabla$ Proveedores		-425	25	13
Remuneraciones pendientes de pago	0	100	100	100
7. $\Delta \nabla$ Remuneraciones pendientes de pago		100	0	0
Acreedores	0	100	150	200
8. $\Delta \nabla$ Acreedores		100	50	50
Dividendos a pagar	0	12	225	225
9. $\Delta \nabla$ Dividendos a pagar		12	213	0
Impuestos a pagar	0	118	287	290
10. $\Delta \nabla$ Impuestos a pagar		118	169	3
<b>11. <math>\Delta \nabla</math> Pasivos corrientes</b>		<b>-95</b>	<b>457</b>	<b>66</b>
<b>Necesidades netas de capital corriente = 5 - 11</b>		<b>1.195</b>	<b>-27</b>	<b>199</b>

- En primer lugar, una subvención de explotación que minorará el coste de explotación, interviniendo, por tanto, en el cálculo de este coste y, por supuesto, en la tesorería. Obviamente, este tipo de subvenciones no se aplica.
- En segundo lugar, se genera un dividendo mínimo en el primer ejercicio debido a las acciones sin derecho a voto.

Al elaborar el cuadro de variaciones a corto plazo o NNCC hay que considerar tanto los activos y recursos corrientes que estén ya funcionando en la empresa (pues normalmente lo seguirán haciendo) como los que puedan surgir en el horizonte de planificación, y en este caso la existencia de pasivos espontáneos derivados del funcionamiento normal de la empresa: proveedores por compras de materias primas, acreedores por otros gastos y remuneraciones pendientes de pago al personal.

TABLA 3.59  
*Presupuesto de capital*

<b>Presupuesto de inversiones</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>
1. Gastos de inversión	2.450	250	200
1.1. Saldos de programas anteriores	250	250	200
1.2. Inversiones de renovación	1.200	—	—
1.3. Inversiones de expansión	1.000	—	—
2. Necesidades netas de capital circulante	1.195	-27	199
3. Amortización financiera a largo plazo	540	540	540
3.1. Amortización financiera acreedores	440	440	440
3.2. Amortización financiera crédito nuevo	100	100	100
4. Otros empleos	500	—	—
4.1. Accionistas pendientes de desembolso	400	—	—
4.2. Deudores por desinversión	100	—	—
<b>Total empleos = 1 + 2 + 3 + 4</b>	<b>4.685</b>	<b>763</b>	<b>939</b>
<b>Presupuesto de financiación</b>			
5. Autofinanciación	1.026	677	684
6. Financiación externa	2.760	—	—
6.1. Ampliaciones de capital	600	—	—
6.2. Crédito nuevo	400	—	0
6.3. Acreedores	1.760	—	0
7. Desinversiones	600	—	400
7.1. Venta de activos	600	—	400
8. Deudores venta inmovilizado	—	100	—
9. Cobros accionistas pendientes desembolso	—	200	200
<b>Total recursos = 5 + 6 + 7</b>	<b>4.386</b>	<b>977</b>	<b>1.284</b>
<b>Superávits/déficits del período</b>	<b>-299</b>	<b>214</b>	<b>345</b>
<b>Superávits/déficits acumulados</b>	<b>-299</b>	<b>-85</b>	<b>260</b>

Acometemos a continuación la elaboración del Presupuesto de Capital, en el que destacamos los siguientes datos:

- a) Saldos de programas anteriores: recoge tanto la devolución del crédito a largo plazo del balance inicial como la aplicación de la subvención de capital presente de ese balance.
- b) En inversiones financieras, como cuentas a cobrar, incluimos la parte de la ampliación de capital pendiente de desembolso y las 100 u.m. correspondientes al precio aplazado por la venta de activos obsoletos.
- c) En desinversiones se recoge tanto el valor contable neto de los activos obsoletos como la realización de los activos financieros que tienen su vencimiento en el tercer ejercicio de planificación.

La diferencia acumulada positiva entre recursos y empleos del tercer ejercicio del horizonte de planificación determina la viabilidad del plan financiero.

No obstante, una vez obtenido un presupuesto viable para considerarlo definitivo, debe buscarse un perfil presupuestario próximo a cero. En este caso puede observarse que los saldos de los dos primeros ejercicios son negativos, lo que implica problemas de tesorería. En este caso, el déficit se produce sólo en el primer ejercicio, siendo el déficit acumulado negativo del segundo consecuencia del déficit del primero. Por tanto, para alisar este presupuesto es necesario buscar más recursos financieros en el primer ejercicio.

En el enunciado se propone descontar efectos a cobrar de clientes durante el primer ejercicio. La cantidad a descontar debe incluir no sólo el déficit del presupuesto de capital, sino también los gastos financieros que conlleva dicho descuento. Ello obliga a rehacer de nuevo los tres primeros cuadros de la síntesis presupuestaria, labor bastante sencilla si se ha tenido la precaución de elaborarlos en hoja de cálculo.

Así, si suponemos un coste de descuento del 8 por 100, los efectos a descontar deberían tener un nominal  $N$  igual a:  $N - 0,08 N = 299$ ; por tanto,  $N = 325$  u.m.

Si modificamos los cuadros obtenemos un superávit cero en el primer ejercicio, pero debido a que el descuento produce un incremento de activo corriente es necesario descontar papel también en el segundo ejercicio por una cuantía igual a  $N - 0,08 N = 102$ ; por tanto, redondeando,  $N = 111$  u.m.

## Casos resueltos de planificación

TABLA  
*Cuadro de cash-flow con línea de descuento*

Concepto		1	2	3
1.	Ventas	3.500	4.300	4.800
2.	Compras materia prima	1.000	1.200	1.300
3.	Subvención materia prima	-30	-36	-39
4.	Variación existencias materia prima	-50	-30	-15
5.	Gastos de personal	1.200	1.200	1.200
6.	Otros gastos	600	900	1.200
7.	Coste de explotación	2.720	3.234	3.646
8.	Variación de existencias de producto terminado	-605	-200	-125
9.	Coste de las ventas	2.115	3.034	3.521
<b>10.</b>	<b>Cash-flow de explotación</b>	<b>1.385</b>	<b>1.266</b>	<b>1.279</b>
11.	Cash-flow atípico (ingresos financieros)	10	10	10
12.	Cash-flow extraordinario	-100	0	0
13.	Aplicación subvención	50	50	0
<b>14.</b>	<b>Cash-flow total</b>	<b>1.345</b>	<b>1.326</b>	<b>1.289</b>
15.	Amortización inmovilizado	370	370	370
16.	Gastos formalización préstamo	4	0	0
17.	Gastos financieros nuevo crédito	20	15	10
18.	Gastos financieros crédito antiguo	42	30	18
19.	Gastos financieros acreedores	123	92	62
20.	Gastos financieros descuento	26	9	0
<b>21.</b>	<b>Resultado bruto</b>	<b>760</b>	<b>810</b>	<b>829</b>
22.	Compensación de pérdidas	450	0	0
23.	Impuestos	109	284	290
<b>24.</b>	<b>Resultado neto</b>	<b>202</b>	<b>527</b>	<b>539</b>
25.	Dividendos	12	225	225
26.	Reservas	190	302	314
<b>27.</b>	<b>Autofinanciación</b>	<b>1.010</b>	<b>672</b>	<b>684</b>

TABLA 3.61

*Cuadro de necesidades netas de capital corriente con línea de descuento*

Cuentas	Inicial	1	2	3
Existencias de materias primas	100	150	180	195
1. $\Delta \nabla$ Existencias		50	30	15
Existencias producto terminado	270	875	1.075	1.200
2. $\Delta \nabla$ Existencias producto terminado		605	200	125
Clientes	150	550	964	1.200
3. $\Delta \nabla$ Clientes		400	414	236
Tesorería objetivo	330	50	50	50
4. $\Delta \nabla$ Tesorería objetivo		-280	0	0
<b>5. <math>\Delta \nabla</math> Activos corrientes</b>		<b>775</b>	<b>644</b>	<b>376</b>
Proveedores	550	125	150	163
6. $\Delta \nabla$ Proveedores		-425	25	13
Remuneraciones pendientes de pago	—	100	100	100
7. $\Delta \nabla$ Remuneraciones pendientes de pago		100	0	0
Acreedores a c/p	—	100	150	200
8. $\Delta \nabla$ Acreedores a c/p		100	50	50
Dividendos a pagar	—	12	225	225
9. $\Delta \nabla$ Dividendos a pagar		12	213	0
Impuestos a pagar	—	109	284	290
10. $\Delta \nabla$ Impuestos a pagar		109	175	6
<b>11. <math>\Delta \nabla</math> Pasivos corrientes</b>		<b>-105</b>	<b>463</b>	<b>69</b>
<b>Necesidades netas de capital corriente</b>		<b>880</b>	<b>181</b>	<b>307</b>

*Presupuesto de capital alisado*

<b>Presupuesto de inversiones</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>
1. Gastos de inversión	2.450	250	200
1.1. Saldos de programas anteriores	250	250	200
1.2. Inversiones de renovación	1.200	—	—
1.3. Inversiones de expansión	1.000	—	—
2. Necesidades netas de capital circulante	880	181	307
3. Amortización financiera a largo plazo	540	540	540
3.1. Amortización financiera acreedores	440	440	440
3.2. Amortización financiera crédito nuevo	100	100	100
4. Otros empleos	500	—	—
4.1. Accionistas pendientes de desembolso	400	—	—
4.2. Deudores por desinversión	100	—	—
<b>Total empleos = 1 + 2 + 3 + 4</b>	<b>4.370</b>	<b>971</b>	<b>1.047</b>
<b>Presupuesto de financiación</b>			
5. Autofinanciación	1.010	672	684
6. Financiación externa	2.760	—	—
6.1. Ampliaciones de capital	600	—	—
6.2. Crédito nuevo	400	—	—
6.3. Acreedores	1.760	—	—
7. Desinversiones	600	300	400
7.1. Venta de activos	600	—	400
8. Otros recursos		300	200
8.1. Deudores venta inmovilizado	—	100	0
8.2. Accionistas pendientes desembolso	—	200	200
<b>Total recursos = 5 + 6 + 7 + 8</b>	<b>4.370</b>	<b>972</b>	<b>1.284</b>
<b>Superávits/déficits del período</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>237</b>
<b>Superávits/déficits acumulados</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>238</b>

Una vez alisado el presupuesto de capital, se procede a elaborar los balances previsionales. Para ello es necesario determinar la tesorería en balance, como se muestra en la siguiente tabla.

TABLA 3.63  
*Tesorería en balance*

<b>Conceptos</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>
Superávit/déficit acumulado	0	1	238
Objetivo tesorería	50	50	50
<b>Tesorería acumulada</b>	<b>50</b>	<b>51</b>	<b>288</b>

Por último, para finalizar la síntesis presupuestaria, se presentan los balances previsionales, en los que puede observarse que el objetivo de mejorar la situación patrimonial de la empresa se consigue sobradamente en el horizonte de planificación. Asimismo, presentamos la tesorería de la empresa.

TABLA3.64  
*Balances previsionales*

Conceptos	Inicial	1	2	3
Inmovilizado material bruto	2.400	3.800	3.800	3.800
– Amortización acumulada	(600)	(770)	(1.140)	(1.510)
Inmovilizado material neto	1.800	3.030	2.660	2.290
Inmovilizado financiero	400	400	400	—
Deudas a cobrar a largo plazo	—	500	200	—
Existencias	100	150	180	195
Existencias productos terminados	270	875	1.075	1.200
Clientes	150	550	964	1.200
Tesorería	330	50	51	288
<b>Total activo</b>	<b>3.050</b>	<b>5.555</b>	<b>5.530</b>	<b>5.173</b>
Capital social	1.650	2.250	2.250	2.250
Reservas	500	690	991	1.305
Pérdidas del ejercicio anterior	-450	—	—	—
Subvención antigua	100	50	—	—
Préstamo a largo plazo	700	800	500	200
Acreedores a largo plazo	—	1.320	880	440
Proveedores	550	125	150	163
Remuneraciones pendientes de pago	—	100	100	100
Acreedores a c/p	—	100	150	200
Dividendos a pagar	—	12	225	225
Impuestos a pagar	—	109	284	290
<b>Total recursos</b>	<b>3.050</b>	<b>5.555</b>	<b>5.530</b>	<b>5.173</b>

## Casos resueltos de planificación

TABLA 3.65  
*Presupuesto de tesorería*

Conceptos		1	2	3
1.	Cobros por ventas	3.100	3.886	4.564
2.	Pagos por explotación	-2.995	-3.189	-3.599
<b>3.</b>	<b>Tesorería de explotación</b>	<b>105</b>	<b>697</b>	<b>966</b>
4.	Cobros por ampliaciones de capital	200	200	200
5.	Cobros por concesión de nuevo crédito	400	—	—
6.	Cobros por desinversión de activos	400	100	400
7.	Pagos por amortizaciones financieras de deudas a largo plazo	-300	-300	-300
8.	Pagos por gastos de inversión productiva	-880	-440	-440
<b>9.</b>	<b>Tesorería por operaciones de capital</b>	<b>-180</b>	<b>-440</b>	<b>-140</b>
10.	Cobro por intereses de cartera	10	10	10
<b>11.</b>	<b>Tesorería atípica</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>10</b>
12.	Pagos de dividendos	—	-12	-225
13.	Pagos por intereses de deuda a largo plazo	-189	-137	-90
<b>14.</b>	<b>Pagos por retribuciones a los recursos fijos</b>	<b>-189</b>	<b>-149</b>	<b>-315</b>
15.	Pago por intereses del descuento	-26	-9	—
16.	Pago de impuestos	—	-109	-284
<b>17.</b>	<b>Tesorería por operaciones de circulante</b>	<b>-26</b>	<b>-118</b>	<b>-284</b>
<b>18.</b>	<b>Tesorería neta</b>	<b>-280</b>	<b>1</b>	<b>237</b>
19.	Saldo inicial	330	50	51
<b>20.</b>	<b>Tesorería acumulada</b>	<b>50</b>	<b>51</b>	<b>288</b>



## CASO 1. LA EMPRESA URBANO, S. A. TRASLADO DE FACTORÍA

La empresa URBANO, S. A. presentará los siguientes datos en millones de euros:

### Cuenta de pérdidas y ganancias a 31/12/X0

Ventas .....	500
– Coste de las ventas .....	350
+ Aplicación subvención .....	20
+ Ingresos financieros .....	10
= <i>Cash-flow</i> renta.....	180
– Amortizaciones contables .....	50
– Intereses .....	12
= Beneficio bruto .....	118
– Impuestos .....	41,3
= Beneficio neto.....	76,7
– Dividendos .....	20
= Reservas.....	56,7

<sup>1</sup> Estos casos provienen de diferentes exámenes sobre planificación financiera realizados en los últimos años en la asignatura *Dirección Financiera* de la licenciatura en Administración y Dirección de Empresas de la facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad de Sevilla.

**Balance de situación a 31/12/X0 (millones de u.m.)**

ACTIVO		RECURSOS	
Inmovilizado material bruto	600	Capital	100
Amortización acumulada	(400)	Reservas	260
Inmovilizado material neto	200	Subvención	40
Accionistas pendientes desem bolso	50	Crédito a largo plazo	200
Inversiones financieras	250	Dividendos a pagar	20
Clientes	100	Impuestos a pagar	41,3
Tesorería	61,3		
<b>Total</b>	<b>661,3</b>	<b>Total</b>	<b>661,3</b>

Datos complementarios a los anteriores son:

- Las inversiones financieras están proporcionando una rentabilidad bruta del 4 por 100.
- Los accionistas están pendientes de desembolsar 50 millones de u.m., lo cual está previsto realizar en dos pagos iguales a principios del X1 y X2.
- La subvención del pasivo (de capital y a fondo perdido) se está aplicando a 20 millones/año, y así seguirá en el futuro.
- El crédito a largo plazo se amortiza financieramente a 40 millones/año, estando contratado a un interés bruto del 5 por 100 anual sobre saldos dispuestos.

En el momento actual (junio del X0) se está realizando un plan financiero a poner en marcha a principios del X1, al objeto de trasladar la factoría que está relativamente obsoleta. Para ello se cuenta con la siguiente información:

## 1. Estrategia de capital

### a) Política de inversiones

- Se comprarán, con pago al contado, nuevos activos por valor de 800 millones de euros a principios del X1, y 100 millones a principios del X2.
- La empresa se plantea, a principio del X1, vender las inversiones financieras y espera obtener 300 millones de euros.
- La empresa se plantea vender, a principio del X1, todo el inmovilizado bruto antiguo por 50 millones de euros, aplicándoles sus amortizaciones acumuladas.

### **b) Política de financiación**

- Los socios suscribirán una ampliación de capital, a principio del X1, por 250 millones de euros, 200 con cargo a reservas y 50 de nueva aportación monetaria a desembolsar a principios del X1.
- Se pedirá, a principio del X1, un crédito a BANKINTER por 200 millones de euros, con amortización lineal en 5 años, a un interés anual bruto del 4 por 100 a pagar sobre saldos dispuestos.

## **2. Estrategia financiera**

- Los accionistas desean cobrar en el futuro un 5 por 100 en concepto de dividendos sobre el capital social suscrito.
- Los nuevos activos se amortizarán linealmente en 10 años.
- Compense cuanto antes las posibles pérdidas que obtenga.

## **3. Escenario de producto**

- Las ventas para el X1 se incrementarán en un 10 por 100 sobre las que venía obteniendo la empresa, y el coste de las ventas lo hará en un 8 por 100. Estas ventas y costes se mantendrán constantes para los siguientes años.

## **4. Estrategia a corto plazo**

- Clientes: se cobrará un 40 por 100 al contado y el resto a 120 días. BANKINTER le abre a la empresa una línea de descuento de papel por 100 millones de euros, con un coste del 6 por 100.
- Tesorería: se pretende un objetivo de 10 millones de euros.
- Proveedores: la empresa pagará a los proveedores de materia prima a 60 días, siendo el consumo de materia prima el 50 por 100 del coste de las ventas. El resto de cargas de explotación son al contado.
- Stocks: la empresa no tiene stocks, ni de materia prima ni de productos terminados.

Sabiendo que el impuesto sobre sociedades es del 25 por 100:

1. Determine *para los próximos tres años el presupuesto de capital y la tesorería en balance*, sin realizar el presupuesto de tesorería.
2. Determine el *presupuesto de tesorería* para el horizonte de planificación considerado.

## CASO 2. HOTEL CON ENCANTO I

Carmen y Laura recibieron por herencia familiar hace algunos años una casa solariega en el casco antiguo de Úbeda. En estos momentos, y debido al aumento del turismo que está experimentando la ciudad, desde su declaración como ciudad patrimonio artístico de la humanidad, se les ocurre la posibilidad de convertir el caserón en un *Hotel con Encanto*. Sólo hay un problema: no tienen capital. Por ello, buscan y encuentran una socia capitalista que haga posible la rehabilitación del edificio y la puesta en marcha del negocio.

Las tres socias definen las pautas básicas que van a definir el plan financiero de este negocio para los tres próximos años:

### 1. Estrategia de capital

#### a) Política de inversiones

El edificio que aportan las dos hermanas al capital es valorado en 400 millones de u.m. (200 millones el suelo y 200 millones la casa). Además, la casa exige 400 millones para ser rehabilitada y contar con todas las instalaciones requeridas por un negocio hostelero. La puesta a punto del hotel necesita un año, y al final contará con 20 habitaciones.

#### b) Política de financiación

- La socia capitalista aportará 300 millones de u.m., aunque dejará pendiente de desembolso 50 millones, que se harán efectivos en el segundo año de presupuestación.
- En el primer período, la empresa pretende obtener un préstamo hipotecario por 100 millones de euros, a unos intereses del 4 por 100 anual. Este préstamo se amortiza de manera lineal en 10 años, empezándose a devolver ya en el primer período.
- Al ser un negocio de mujeres, ven la posibilidad de poder pedir una subvención de capital al Instituto de la Mujer por 2 millones de u.m. La concederán el segundo año de presupuestación. Esta subvención se aplicará linealmente en 5 años.

### 2. Estrategia financiera

- Las socias deciden no repartir dividendos, obteniendo su remuneración a través de los sueldos y salarios que recibirán por trabajar en el negocio. El primer año renuncian a cualquier sueldo.

- Las inversiones se amortizan linealmente como media en 25 años, inician desde este proceso a partir del año 2.
- Si hubiera pérdidas en algún ejercicio, éstas se compensarían lo antes posible.

### 3. Escenario de producto

	Año 2	Año 3
Ventas	76.650.000 u.m.	87.600.000 u.m.
Compras	13 millones de u.m.	13 millones de u.m.
Gastos de personal	18 millones de u.m.	21 millones de u.m.
Otros gastos de explotación	13 millones de u.m.	14 millones de u.m.

### 4. Estrategia a corto plazo

- Efectos a cobrar: la empresa cobrará el 50 por 100 de las ventas a 60 días, y el 50 por 100 restante al contado.
- Tesorería: la empresa se propone alcanzar un nivel mínimo de tesorería de 2 millones de u.m en el primer ejercicio, y de 4 millones los dos restantes.
- Proveedores: la empresa puede pagar a proveedores a 60 días.
- Existencias: representada por toallas, ropa de cama y demás material necesario; representan el 20 por 100 de las compras del año.

#### SE PIDE

1. Elaborar *el cuadro de cash-flow, el cuadro de necesidades netas de capital corriente y el presupuesto de capital*, sabiendo que el impuesto de sociedades es del 35 por 100.
2. ¿Según este plan, tendrá la empresa problemas de tesorería en algún período? (no elabore el presupuesto de tesorería para contestar a esta cuestión).
3. ¿Es definitivo el plan? ¿Por qué?
4. Ordene las siguientes alternativas, de mejor a peor, al objeto de solucionar los problemas del plan anterior:
  - a) Línea de descuento de 6 millones de u.m. al 5 por 100 anual.
  - b) Ampliación de capital desembolsada en el momento de la suscripción.
  - c) Aumento del préstamo hipotecario en 50 millones, con amortización lineal (en 10 años) con dos de carencia laxa.

PD: Trabaje en miles de u.m.

## CASO 3. HOTEL CON ENCANTO II

Unas socias llevan gestionando un hotel con encanto en Úbeda desde hace unos cuantos años, y ven la posibilidad de adquirir un nuevo establecimiento en Baeza, lo que les permitiría casi duplicar su capacidad actual. El balance de su negocio en estos momentos y en miles de u.m. es el siguiente:

### Balance inicial (miles de u.m.)

Activo		Recursos	
Inmovilizado material bruto	800	Capital Social	400
Amortización Acumulada	(48)	Reservas	400
Inmovilizado material neto	752	Subvención capital	1,2
Inversiones financieras	84	Crédito a l/p	35
Existencias de materias primas	2,6	Proveedores a c/p	2,2
Efectos a cobrar	7,3	Impuestos a pagar	9,5
Tesorería	2		
<b>Total</b>	<b>847,9</b>	<b>Total</b>	<b>847,9</b>

Las socias definen las pautas básicas que van a definir el plan financiero de la ampliación de su negocio para los tres próximos años:

### 1. Estrategia de capital

#### a) Política de inversiones

Al principio del primer año se va a adquirir un edificio, totalmente preparado para empezar a funcionar, con un coste de 500 millones de u.m.

La empresa se plantea liquidar las inversiones financieras que aparecen en el balance en el primer año, y espera obtener 100 millones de u.m. Estos fondos facilitarán la adquisición del nuevo hotel.

#### b) Política de financiación

Las socias, para no perder el control de la empresa, van a realizar una emisión de acciones sin derecho a voto por un total de 200 millones de u.m. en el primer año. Las características de la emisión son las siguientes: 100 millones se desembolsan en el primer año, y el resto se hace efectivo en el segundo año de presupuestación. El dividendo mínimo correspondiente a estas acciones será igual al 10 por 100 sobre el capital social de las mismas.

En el primer año se obtiene un nuevo préstamo por 250 millones de u.m., a un interés del 6 por 100 anual. Este crédito se amortiza de manera lineal en 10 años,

empezándose a devolver ya en el primer período. Los gastos de formalización del préstamo ascienden a un 1 por 100.

A la subvención de capital del balance le quedan tres años de aplicación, y se hace linealmente en dichos años.

El crédito a largo plazo del balance se amortiza a una cuota de 7 millones de u.m. al año, con un interés del 4 por 100.

## 2. Estrategia financiera

El dividendo de las acciones ordinarias será de un 4 por 100 sobre el capital social.

Las inversiones nuevas y antiguas se amortizan linealmente en 30 años.

Si hubiera pérdidas en algún ejercicio, éstas se compensarían lo antes posible.

## 3. Escenario de producto

Miles de u.m.	Año 1	Año 2	Año 3
Ventas	200.000	200.000	200.000
Compras	23.400	23.400	23.400
Gastos de personal	37.800	37.800	37.800
Otros gastos de explotación	25.200	25.200	25.200

## 4. Estrategia a corto plazo de la empresa

Efectos a cobrar: la empresa cobrará el 50 por 100 de las ventas a 30 días, y el 50 por 100 restante al contado.

Tesorería: la empresa se propone alcanzar un nivel mínimo de tesorería de 4 millones de u.m en los próximos años.

Proveedores: la empresa puede pagar a proveedores a 60 días.

Existencias: representan el 20 por 100 de las compras del año.

### SE PIDE

1. Elaborar el cuadro de *cash-flow*, el cuadro de necesidades netas de capital corriente, el presupuesto de capital y el presupuesto de tesorería sabiendo que el impuesto de sociedades es del 25 por 100 (trabaje en miles de u.m.).

2. ¿Es viable el plan? ¿Y definitivo? ¿Qué solución propone?
3. La empresa quiere saber si al final del tercer año es posible cancelar parcialmente parte del nuevo préstamo, y en qué cuantía.

## CASO 4. LA EMPRESA GUERRERO

La empresa GUERRERO, S. A., presenta los siguientes estados contables:

### Balance a 31/12/05

Inmovilizado bruto	10.000	Capital social	12.000
Activos fuera de explotación	2.000	Reservas	9.700
Amortización acumulada	(2.400)	Subvención a largo plazo	1.500
Inmovilizado neto	9.600	Provisiones	100
Stocks de materias primas	3.400	Acreedores a largo plazo	6.000
Stocks de productos terminados	4.000	Proveedores	8.300
Clientes	23.100	Crédito bancario a corto plazo	1.500
Tesorería	1.812,5	Hacienda pública acreedores	2.012,5
		Dividendos a pagar	800
<b>Total activo</b>	<b>41.912,5</b>	<b>Total recursos</b>	<b>41.912,5</b>

### Cuenta de pérdidas y ganancias del 2005

Ventas .....	90.000
Compras de materias primas .....	20.000
Variación stocks de materias primas .....	2.000
Consumo de materias primas .....	18.000
Gastos de personal.....	40.000
Otros gastos de explotación .....	25.000
Coste de explotación .....	83.000
Variación stocks de productos terminados .....	(1.000)
Coste de las ventas.....	84.000
<i>Cash-flow</i> explotación .....	6.000
<i>Cash-flow</i> fuera explotación .....	1.000
Aplicación de la subvención.....	500
<b><i>Cash-flow</i> total .....</b>	<b>7.500</b>
Amortizaciones contables .....	1.200
Provisiones.....	100
Costes financieros .....	450
<b>Beneficio bruto .....</b>	<b>5.750</b>
Impuestos .....	2.012,50
<b>Beneficio neto .....</b>	<b>3.737,50</b>
Dividendos .....	800
Reservas .....	2.937,50

Los activos del balance se están amortizando a razón de 1.000 u.m./año los de explotación y 200 u.m./año los de fuera de explotación.

Los acreedores a largo se están amortizando a 2.000 por año, y su coste es del 5 por 100 bruto anual postpagable.

El crédito bancario a corto plazo vence a principios del 2006, y su interés es del 6 por 100 anual vencido sobre saldos dispuestos.

Las provisiones antiguas son a largo plazo.

Se desea planificar los próximos tres años de vida empresarial, en los que se seguirán las siguientes estrategias y políticas.

## 1. Estrategia de capital

### a) Política de inversiones

Se plantea a principios del 2006 vender los activos fuera de explotación por 2.100 u.m., aplicándoseles 400 u.m. del actual fondo de amortización. Así mismo, se comprarán nuevos activos, para aumentar la producción/venta de los productos estándar de la empresa, por valor de 5.000 u.m. en 2006 y 2.000 u.m. en 2007.

### b) Política de financiación

Se ampliará capital en 2006 por 1.000 u.m., a desembolsar linealmente en los años 2006 y 2007.

La subvención del balance se seguirá aplicando al igual que en el pasado.

Para los nuevos activos se acepta un pago al contado del 80 por 100 del valor de los mismos, en el año de compra, atrasando el resto para el año siguiente, sin intereses. Considere esta fuente financiera a largo plazo.

## 2. Estrategia financiera

La política de dividendos seguirá aplicando el mismo porcentaje sobre capital suscrito, *a no ser que se tenga déficit de financiación.*

La política de amortizaciones seguirá siendo la misma para los activos antiguos, y los nuevos se amortizarán a 10 años.

A partir del 2006 las provisiones a largo plazo se estimarán como el 1 por 100 de las ventas/año, aplicándose la mitad del total de la provisión (antigua y nueva) a final del año 2008.

### 3. Escenario de producto

El cuadro adjunto lo resume:

	2006	2007	2008
Ventas	110.000	120.000	130.000
Compras de materias primas	25.000	27.000	30.000
Gastos de personal	45.000	47.000	50.000
Otros gastos de explotación	23.000	25.000	27.000

### 4. Estrategia a corto plazo de la empresa

Los stocks de productos terminados serán del 5 por 100 de las ventas de cada año, y los de materia prima del 10 por 100 de las compras de cada año. La tesorería objetivo será de 5.000 u.m.

Los clientes pagarán a 90 días.

A los proveedores de materia prima se les pagará a 90 días. El resto de gastos de explotación son al contado.

**SE PIDE**

1. La viabilidad del plan financiero propuesto, sabiendo que el impuesto de sociedades es del 25 por 100.
2. Comente su posible alisamiento.
3. Balance del primer ejercicio.
4. El presupuesto de tesorería.

## CASO 5. LA EMPRESA POLONIO

La empresa POLONIO, S.A. dispone de la siguiente información referida al momento 00:

### Balance de situación (millones de euros)

ACTIVO		RECURSOS	
Inmovilizado material neto	19.000	Capital social	2.700
Efectos a cobrar	2.000	Reservas	6.300
Tesorería	400	Subvención de capital	100
		Provisión a largo plazo	250
		Pasivo ajeno a largo plazo	11.000
		Proveedores	600
		Impuestos a pagar	250
		Dividendos a pagar	200
<b>Total</b>	<b>21.400</b>	<b>Total</b>	<b>21.400</b>

Las pautas básicas que definen el plan financiero de esta empresa para los tres próximos años presentan como objetivo básico racionalizar las inversiones y reducir la deuda.

### 1. Estrategia de capital

#### a) Política de inversiones

- La empresa tiene previsto desarrollar un plan de inversiones ambicioso, consistente en invertir 3.000 millones de euros en el año 1, 1.500 millones de euros en el 2 y 1.000 millones en el 3.
- En el año 1 se plantea vender activos no estratégicos, y espera obtener 2.000 millones de euros con unas plusvalías de 500 millones de euros. Se cobran 1.500 millones en el ejercicio 1 y el resto en el segundo ejercicio.

#### b) Política de financiación

- Las nuevas inversiones se van a financiar, aparte de con los recursos derivados por las ventas de activos no necesarios, con los recursos autogenerados por la empresa. No obstante, también se va a utilizar deuda. En concreto, se va a realizar una emisión de obligaciones a 10 años por 2.000 millones de euros, con una amortización lineal en dicho plazo y a un interés del 4,5 por 100.

- Con relación al pasivo ajeno a largo plazo del balance se sabe que tiene un interés anual medio del 7 por 100 y que se amortiza a razón de 1.500 millones de euros anuales.
- La subvención de capital del balance se aplica linealmente en 10 años.

## 2. Estrategia financiera

- La política de dividendos se pretende mantener estable y definida por un incremento mínimo del 5 por 100 anual con respecto a la cuantía de dividendos del año anterior.
- Las inversiones, tanto las nuevas como las antiguas, se amortizan linealmente como media en 30 años.
- La empresa suele dotar provisiones para riesgos y gastos para hacer frente a las responsabilidades probables o ciertas y cuantificables, nacidas por litigios en curso e indemnizaciones. La empresa estima que tiene que hacer una dotación de 200 millones de euros anuales por este concepto.

## 3. Escenario de producto

	Año 1	Año 2	Año 3
Ventas	9.500 millones €	12.000 millones €	13.500 millones €
Costes explotación	7.150 millones €	7.800 millones €	8.600 millones €

## 4. Estrategia a corto plazo

- Efectos a cobrar: la empresa cobrará las ventas como media a 90 días.
- Tesorería: el nivel mínimo de tesorería para los tres próximos años es de 20 millones de euros.
- Proveedores: la empresa puede pagar a proveedores a 60 días. El resto de las cargas se pagarán al contado. Las compras representan un 70 por 100 de los costes de explotación.

**SE PIDE**

¿Es viable el plan financiero?

PD: trabaje en millones de euros, y no utilice decimales (redondee los valores).

Suponga que el impuesto de sociedades es del 25 por 100.

## CASO 6. EMPRESA DISTRIBUIDORA Y COMERCIALIZADORA

Una sociedad de nueva creación que se dedicará a la distribución y comercialización de productos está realizando una planificación financiera a tres años. La directora financiera ha realizado el siguiente presupuesto de capital (miles de euros):

TABLA 4.1  
*Presupuesto de capital*

Conceptos	1	2	3
<b>Presupuesto de inversiones</b>			
1. Gastos de inversión	150		
2. Necesidades netas de capital corriente			
3. Amortización financiera a largo plazo	18	108	33
3.1. Amortizaciones de capital a largo plazo		15	15
3.2. Amortización acreedores a largo plazo		75	
3.2. Amortizaciones ficticias: disminución reservas	18	18	18
4. Accionistas pensantes de desembolso	40		
<b>Total empleos = 1 + 2 + 3 + 4</b>			
<b>Presupuesto de financiación</b>			
5. Autofinanciación			
6. Financiación externa	225		
6.1. Ampliaciones de capital	60		
6.2. Préstamos a largo plazo nuevo	90		
6.3. Acreedores a largo plazo nuevos	75		
7. Desembolso accionistas pendientes		20	20
8. Recursos extraordinarios	90		
<b>Total recursos = 5 + 6 + 7 + 8</b>			
<b>Superávits/déficits del período</b>			
<b>Superávits/déficits acumulados</b>			

Además de este cuadro, proporciona la siguiente información:

- Los distintos elementos del inmovilizado, que conforman los gastos de inversión, se amortizarán linealmente en diez años.
- El préstamo se firmaría a principios del año 1, con un vencimiento de seis años y uno de carencia, con un coste del 6 por 100 anual, pospagable sobre saldos dispuestos (ya se paga a finales del año uno).

- Los acreedores financian el 50 por 100 del inmovilizado necesario, aceptando el pago también a finales del segundo año, con intereses sobre saldos dispuestos del 7 por 100 anual, incluido el primer año.
- Las inversiones financieras y las desinversiones se refieren a accionistas que están pendientes de desembolsar parte del capital. Además, los accionistas renuncian a dividendos en los próximos tres años.

Los datos de mercado para los próximos años son los siguientes:

- Las ventas se estiman en 600.000 euros anuales, con un aumento del 10 por 100 acumulativo anual.
- Las compras serán el 50 por 100 de las ventas, y se pagará a los proveedores a treinta días.
- Los gastos de personal se estiman el primer año en 90.000 euros anuales, con un incremento anual acumulativo del 5 por 100.
- Los gastos de comercialización se estiman en un 15 por 100 de las ventas, y los gastos generales en un 5 por 100 de las mismas.

En cuanto a la estrategia a corto plazo de la empresa, no se mantendrán existencias por trabajar sobre pedido. Además, se cobrará a los clientes a 90 días, y la línea de descuento de efectos asciende a 100.000 euros, con un interés del 7 por 100 anual simple. Se pretende un objetivo de tesorería de 10.000 euros.

Los impuestos ascienden a un 25 por 100 del beneficio, y se pagan el día veinte de julio del año siguiente.

#### SE PIDE

Realizar los cuadros de *cash-flow* y de necesidades netas de capital corriente para los próximos tres años. Calcule la tesorería acumulada: ¿es viable el plan financiero? Razone su respuesta.

## CASO 7. LA EMPRESA PURI GARCÍA

La empresa textil Puri García S. A., cuyo balance de situación de partida aparece a continuación, pretende completar en los próximos tres años un ambicioso proceso de expansión que le permita situarse en una posición puntera en su sector.

### Balance de situación a 31/12 (unidades monetarias)

ACTIVO		RECURSOS	
Activos fijos netos	2.000	Capital social	300
Inversiones financieras largo plazo	500	Reservas	2.000
Existencias materias primas	80	Préstamo a largo plazo	600
Existencias de productos terminados	120	Proveedores	100
Clientes	100	Créditos bancarios a corto plazo	300
Tesorería	500		
<b>Total</b>	<b>3.300</b>	<b>Total</b>	<b>3.300</b>

Según el plan financiero diseñado por esta empresa, la evolución que experimentará la misma en los tres próximos años queda reflejada en tres de los documentos de la síntesis presupuestaria: cuadro de *cash-flow*, cuadro de necesidades netas de capital corriente y presupuesto de capital, ya disponibles por usted.

Además, también se dispone de ciertos datos relativos a operaciones ya incluidas en los cuadros anteriores:

- La empresa espera realizar una operación de venta de sus inversiones financieras a largo plazo en el primer año de presupuestación.
- Condiciones de explotación:

	1	2	3
Compras de materias primas	5.000	6.000	7.000
Gastos de personal	1.400	1.700	2.000
Otros gastos de explotación	1.300	1.700	2.000

- La empresa cobrará el 40 por 100 de las ventas al contado.

- d) Todos los suministradores del ciclo de explotación se pagan al contado, salvo los proveedores de materia prima.

TABLA 4.2  
*Cuadro de cash-flow*

Concepto		1	2	3
1.	+ Ventas	6.000	11.000	13.000
2.	+ Coste de explotación	6.280	9.100	10.700
3.	– Variación existencias producto terminado	780	750	300
4.	– Coste de ventas	5.500	8.350	10.400
5.	<b>= Cash-flow de explotación</b>	<b>500</b>	<b>2.650</b>	<b>2.600</b>
6.	Plusvalías/minusvalías	100	—	—
7.	<b>= Cash-flow total = 5 + 6</b>	<b>600</b>	<b>2.650</b>	<b>2.600</b>
8.	– Amortizaciones técnicas	260	280	300
9.	– Gastos financieros pasivo a largo plazo	96	84	72
10.	– Gastos financieros pasivo a corto plazo	21	21	21
11.	<b>= Resultado bruto = 7 – 8 – 9 – 10</b>	<b>223</b>	<b>2.265</b>	<b>2.207</b>
12.	Compensación de pérdidas	—	—	—
13.	– Impuestos	78	793	772
14.	<b>= Resultado neto = 11 – 12 – 13</b>	<b>145</b>	<b>1.472</b>	<b>1.435</b>
15.	Dividendos	0	0	0
16.	Reservas	145	1.472	1.435
17.	<b>Autofinanciación</b>	<b>405</b>	<b>1.752</b>	<b>1.735</b>

TABLA 4.3

*Cuadro de necesidades netas de capital corriente*

Cuentas	Situación inicial	1	2	3
Existencias de materias primas	80	1.500	1.800	2.100
1. $\Delta \nabla$ Existencias de materias primas		1.420	300	300
Existencias producto terminado	120	900	1.650	1.950
2. $\Delta \nabla$ Existencias producto terminado		780	750	300
Efectos a cobrar	100	900	1.650	1.950
3. $\Delta \nabla$ Efectos a cobrar		800	750	300
Tesorería objetivo	500	150	150	150
4. $\Delta \nabla$ Tesorería objetivo		-350	0	0
<b>5. <math>\Delta \nabla</math> Activos corrientes = 1 + 2 + 3 + 4</b>		<b>2.650</b>	<b>1.800</b>	<b>900</b>
Proveedores	100	1.250	1.500	1.750
6. $\Delta \nabla$ Proveedores		1.150	250	250
Acreedores a corto plazo y créditos a corto plazo	300	300	300	300
7. $\Delta \nabla$ Acreedores a corto plazo y créditos a corto plazo		0	0	0
Dividendos a pagar	0	0	0	0
8. $\Delta \nabla$ Dividendos a pagar		0	0	0
Impuestos a pagar	0	78	793	772
9. $\Delta \nabla$ Impuestos a pagar		78	715	-20
<b>10. <math>\Delta \nabla</math> Pasivos corrientes = 6 + 7 + 8 + 9</b>		<b>1.228</b>	<b>965</b>	<b>230</b>
<b>Necesidades netas de capital corriente = 5 - 10</b>		<b>1.422</b>	<b>835</b>	<b>670</b>

TABLA 4.4  
*Presupuesto de capital*

Conceptos	1	2	3
<b>Presupuesto de inversiones</b>			
1. Gastos de inversión	700	300	300
1.1. Saldos de programas anteriores	100	100	100
1.2. Inversiones de renovación			
1.3. Inversiones de expansión	600	200	200
1.4. Inversiones complementarias			
2. Necesidades netas de capital corriente	1.422	835	670
3. Amortización financiera del capital a largo plazo	100	100	100
<b>Total empleos = 1 + 2 + 3</b>	<b>2.222</b>	<b>1.235</b>	<b>1.070</b>
<b>Presupuesto de financiación</b>			
5. Autofinanciación	405	1.752	1.735
6. Financiación externa	1.000		
6.1. Ampliaciones de capital			
6.2. Préstamos a largo plazo nuevo	1.000		
6.3. Acreedores a largo plazo nuevos			
7. Desinversiones	500		
<b>Total recursos = 5 + 6 + 7</b>	<b>1.950</b>	<b>1.752</b>	<b>1.735</b>
<b>Superávits/déficits del período</b>	<b>-317</b>	<b>517</b>	<b>664</b>
<b>Superávits/déficits acumulados</b>	<b>-317</b>	<b>200</b>	<b>864</b>

SE PIDE

1. Elaborar el presupuesto de tesorería.
2. ¿Es viable el plan financiero? ¿Es definitivo?
3. Centrándonos en el presupuesto de tesorería, ¿a qué se deben los problemas de liquidez del primer año?

## CASO 8. LA EMPRESA GULA

Unos inversores quieren entrar en el capital de la empresa Gula S. A., como socios capitalistas, siempre y cuando la compañía emprenda una serie de iniciativas estratégicas con el objetivo de recuperar las pérdidas acumuladas hasta la fecha. La situación económico-financiera al cierre del último ejercicio en miles de euros es la siguiente:

## Balance de situación a 31/12

ACTIVO		RECURSOS	
Inmovilizado material	33.300	Capital social	8.000
– Amortización acumulada	– 10.000	Reservas	12.000
Inmovilizado financiero	8.000	Resultados negativos ejercicios anteriores	– 8.000
Existencias materias primas	100	Provisiones para riesgos y gastos	1.000
Deudas con empresas del grupo	500	Crédito a largo plazo	21.000
Efectos a cobrar	1.350	Proveedores	250
Tesorería	1.000		
<b>Total</b>	<b>34.250</b>	<b>Total</b>	<b>34.250</b>

El plan financiero elaborado por la compañía para los tres próximos años abarca los siguientes apartados:

### 1. Estrategia de capital

#### a) Política de inversiones

- La empresa se plantea vender a principios del primer ejercicio la participación en el capital de una empresa tecnológica. El coste de la misma fue de 8 millones de euros y se ha negociado la venta en 6 millones de euros.
- Adquisición de activos productivos a principios del primer ejercicio. El coste del mismo asciende a 18 millones de euros. 15 millones de euros se abonan al principio del primer ejercicio y el resto al final del segundo, sin coste adicional alguno.

#### b) Política de financiación

- Las nuevas inversiones se van a financiar con la ampliación de capital de 5 millones de euros, que van a suscribir los socios capitalistas, aunque desem bolsan el 50 por 100 en el primer período y el resto en el segundo.
- El préstamo a largo plazo que aparece en el balance de partida se amortiza linealmente en 7 años, y tiene un tipo de interés del 5 por 100.
- La empresa espera conseguir una subvención de capital de 2 millones de euros en el primer ejercicio, que se aplicará linealmente en 10 años.

### 2. Escenario de producto

- La estimación realizada por la compañía es que la cifra de ventas ascenderá en el horizonte de planificación a 16 millones de euros anuales.

- La previsión de gastos de mano de obra y otros gastos de explotación asciende a 5 millones de euros anuales. Las compras de materia prima se estiman en 3 millones de euros anuales.

### 3. Estrategia financiera

- El inmovilizado material antiguo se amortiza a razón de 800.000 euros anuales. El inmovilizado material nuevo se amortiza también de forma lineal en 20 años.
- Una imposición de los socios capitalistas es que el dividendo a repartir sea de un 5 por 100 anual sobre el capital social para los tres próximos años. Si no hubiera suficientes recursos para alcanzar este objetivo, no se repartirían dividendos.
- Las pérdidas de ejercicios anteriores se amortizarán tan pronto como sea posible.
- La provisión para riesgos y gastos corresponde a las obligaciones impositivas, y se dotan anualmente 500.000 euros.

### 4. Estrategia a corto plazo

- Las ventas se cobran a 90 días. Se ha negociado una línea de descuento con el banco con un límite de 1 millón de euros anuales, siendo el interés de un 6 por 100.
- La tesorería objetivo se establece en 500.000 euros.
- Las existencias de materias primas suponen el 10 por 100 de las compras anuales.
- Las compras de materia prima se pagan a 60 días. El resto de gastos de explotación se abonan al contado.
- Las deudas con empresas del grupo generan un interés del 4 por 100 y se van renovando anualmente.

#### SE PIDE

1. Elabore el cuadro de *cash-flow*, el cuadro de necesidades netas de capital corriente y el presupuesto de capital, sabiendo que el impuesto de sociedades es del 25 por 100.
2. ¿Es viable el plan? ¿Y definitivo? ¿Qué medidas propones para mejorar el plan?
3. Estime el saldo de tesorería del balance sin elaborar el presupuesto de tesorería.
4. Elaborar el presupuesto de tesorería.

## CASO 9. LA EMPRESA DEL SR. LOSADA

La empresa del Sr. Losada ha crecido por encima de las previsiones realizadas en el último plan de viabilidad. Por este motivo, el Sr. Losada lleva unos meses pensando en realizar un plan de renovación y crecimiento en su empresa. Para ver la viabilidad de tal proyecto debe trabajar concienzudamente con su asesor y definir un plan financiero que determine la conveniencia o no del mismo. Desgraciadamente, la semana pasada su asesor tuvo un accidente, impidiéndole acabar el trabajo iniciado.

Sin embargo, no todo está perdido, ya que el Sr. Losada cuenta con la siguiente información:

- Los cuadros que a continuación se adjuntan.
- En el 2006 venderá 3.000.000 de euros de inmovilizado antiguo, debido a su nivel de obsolescencia, por 500.000 euros. A este inmovilizado se le aplicará la totalidad de la amortización acumulada hasta el 2005.
- Política de financiación:
  - La deuda con los acreedores antiguos se devolverá linealmente en los próximos cinco años, pagando un interés anual de un 8 por 100 sobre saldos dispuestos.
  - Se pide un nuevo préstamo por 2.500.000 euros a amortizar linealmente en los próximos 10 años, a un interés anual del 8 por 100.
  - Por otro lado, se ha solicitado una subvención de 1.500.000 euros.
  - Finalmente, se realizará una ampliación de capital de 1.500.000 euros, liberada totalmente con cargo a reservas.
- La empresa no tiene previsto repartir dividendos en los próximos años.
- Las pérdidas amortizables las compensará lo antes posible.
- Estrategia a corto plazo de la empresa:
  - El período medio de cobro de clientes es de 90 días, manteniendo una línea de descuento con el banco de 4.000.000 de euros a un 6 por 100.
  - El período medio de pago a proveedores asciende a 60 días.
  - La tesorería objetivo será de 300.000 euros.
- La tasa impositiva es del 25 por 100.

A pesar de esta información, el Sr. Losada tiene serias dudas sobre algunas cuestiones, por lo cual le pide a usted que le resuelva las siguientes cuestiones:

1. Completar la información que falta en los cuadros que se acompañan en los anexos.
2. Calcular la tesorería de explotación del 2006.
3. Elaborar los balances finales.

TABLA  
Cuadro de cash-flow (miles de euros)

Concepto		2006	2007	2008
1.	+ Ventas	28.800	28.800	28.800
2.	Gastos de personal	10.800	10.800	10.800
3.	Otras cargas	14.400	14.400	14.400
4.	+ Coste de explotación = 2 + 3	25.200	25.200	25.200
5.	– Variación existencias producto terminado	880	0	0
6.	– Coste de ventas	24.320	25.200	25.200
7.	<b>= Cash-flow de explotación = 1 – 6</b>	<b>4.480</b>	<b>3.600</b>	<b>3.600</b>
8.	+ Aplicación subvención de capital	250	250	250
9.	Cash-flow extraordinario	(500)	0	0
10.	<b>= Cash-flow total = 7 + 8 + 9</b>	<b>4.230</b>	<b>3.850</b>	<b>3.850</b>
11.	– Amortizaciones técnicas	700	700	700
12.	– Gastos financieros pasivo a largo plazo	520	436	352
13.	– Gastos financieros pasivo a corto plazo			
14.	<b>= Resultado bruto = 10 – 11 – 12 – 13</b>			
15.	Compensación de pérdidas			
16.	– Impuestos			
17.	<b>= Resultado neto = 14 – 15 – 16</b>			
18.	Dividendos			
19.	Reservas			
20.	<b>Autofinanciación</b>			

TABLA 4.6

*Cuadro de necesidades netas de capital corriente (miles de euros)*

Cuentas	Situación inicial	2006	2007	2008
Existencias de materias primas	0	0	0	0
1. $\Delta \nabla$ Existencias de materias primas				
Existencias producto terminado	2.000	2.880	2.880	2.880
2. $\Delta \nabla$ Existencias producto terminado		880		
Efectos a cobrar	—	—	—	—
3. $\Delta \nabla$ Efectos a cobrar	1.500			
Tesorería objetivo	—	—	—	—
4. $\Delta \nabla$ Tesorería objetivo				
<b>5. <math>\Delta \nabla</math> Activos corrientes = 1 + 2 + 3 + 4</b>				
Proveedores	—	—	—	—
6. $\Delta \nabla$ Proveedores				
Acreedores a corto plazo y créditos a corto plazo	—	—	—	—
7. $\Delta \nabla$ Acreedores a corto plazo y créditos a corto plazo				
Dividendos a pagar	—	—	—	—
8. $\Delta \nabla$ Dividendos a pagar				
Impuestos a pagar	—	—	—	—
9. $\Delta \nabla$ Impuestos a pagar				
<b>10. <math>\Delta \nabla</math> Pasivos corrientes = 6 + 7 + 8 + 9</b>				
<b>Necesidades netas de capital corriente = 5 – 10</b>				

TABLA 4.7  
Presupuesto de capital (miles de euros)

Conceptos	1	2	3
<b>Presupuesto de inversiones</b>			
1. Gastos de inversión	5.800	800	800
1.1. Saldos de programas anteriores	800	800	800
1.2. Inversiones de renovación	5.000	0	0
1.3. Inversiones de expansión			
1.4. Inversiones complementarias			
2. Necesidades netas de capital corriente			
3. Amortización financieras a largo plazo			
3.1. Amortizaciones de pasivos ajenos a largo plazo			
3.2. Amortizaciones ficticias (subvención)			
4. Otros empleos	0	0	0
<b>Total empleos = 1 + 2 + 3 + 4</b>			
<b>Presupuesto de financiación</b>			
5. Autofinanciación			
6. Financiación externa			
6.1. Ampliaciones de capital			
6.2. Préstamos			
6.3. Acreedores a largo plazo	0	0	0
7. Desinversiones	1.000	0	0
8. Recursos extraordinarios	1.500	0	0
<b>Total recursos = 5 + 6 + 7 + 8 + 9</b>			
<b>Superávits/déficits del período</b>			
<b>Superávits/déficits acumulados</b>			

### Balance de situación (miles €)

	2005	2006	2007	2008
Inmovilizado material	5.000			
Amortización acumulada	- 2.000			
Inmovilizado financiero	8.000			
Existencias de productos terminados	2.000			
Efectos a cobrar	1.500			
Tesorería	150			
<b>Total activo</b>	<b>6.650</b>			
Capital social	1.500			
Reservas	1.500			
Resultados negativos ejercicios anteriores	- 2.000			
Subvenciones	0			
Préstamos	0			
Acreedores	4.000			
Proveedores	1.500			
Dividendos a pagar	0			
Impuestos a pagar	150			
<b>Total recursos</b>	<b>6.650</b>			

## CASO 10. LA EMPRESA RUBEN

RUBEN, S. A., presentó los siguientes datos (millones euros) a final del año pasado:

### Balance a 31/12 (millones de euros)

ACTIVO		RECURSOS	
Inmovilizado material bruto	600	Capital	300
Amortización acumulada	(400)	Reservas	360
Inversiones financieras	250	Crédito a largo plazo	80
Clientes	380	Dividendos a pagar	30
Tesorería	18,4	Impuestos a pagar	78,4
<b>Total</b>	<b>848,4</b>	<b>Total</b>	<b>848,4</b>

## Cuenta de pérdidas y ganancias a 31/12

+ Ventas.....	800
– Coste de las ventas .....	530
+ Ingresos financieros .....	10
= <i>Cash-flow</i> total.....	280
– Amortizaciones contables .....	50
– Intereses .....	6
= Beneficio bruto .....	224
– Impuestos .....	78,4
= Beneficio neto.....	145,6
– Dividendos .....	30
= Reservas.....	115,6

Datos complementarios a los anteriores son:

- Las inversiones financieras están proporcionando una rentabilidad bruta del 4 por 100.
- El crédito a largo plazo se amortiza financieramente a 40 millones/año, estan do contratado a un interés bruto del 3 por 100 anual sobre saldos dispuestos.

En el momento actual (1 de enero) se está realizando un plan financiero a poner en marcha a principios del año en curso, para renovar completamente los activos empresariales. A este objeto se cuenta con la siguiente información:

### 1. Estrategia de capital

#### a) Política de inversiones

- Se comprarán a principios de año nuevos activos por valor de 1.400 millones de euros, puestos en la puerta de la fábrica.
- La instalación de los activos a comprar la realizará la empresa RUBEN, con un coste de 100 millones de euros.
- La empresa se plantea vender a principio de año las inversiones financieras, y espera obtener 350 millones.
- Además, se plantea vender a principio de año todo el inmovilizado bruto antiguo por 150 millones de euros, y se les aplicará el total de amortizaciones acumuladas del balance.

#### b) Política de financiación

- Los socios ampliarán capital a principio de año por 250 millones de euros, 100 con cargo a reservas y 150 de nueva aportación monetaria, a desembol

sar 100 a principios de año y el resto a principios del año próximo.

- Los proveedores de activos fijos (excluida instalación) permiten, sin cargas financieras, un pago al contado del 50 por 100 en el momento del suministro del activo (principios de año), el 40 por 100 a los seis meses, y el último 10 por 100 a principios del año próximo.
- La junta subvencionará los activos fijos nuevos (excluida instalación) en un 10 por 100, que se aplicará al igual que se amortizan los activos que la generan.

## 2. Estrategia financiera

- Los accionistas desean cobrar en el futuro un 5 por 100 en concepto de dividendos sobre el capital social suscrito.
- Los nuevos activos se amortizarán linealmente en 10 años.

## 3. Escenario de producto

- Las ventas para el año en curso se incrementarán en un 10 por 100 sobre las que venía obteniendo la empresa, y el coste de las ventas lo hará en un 8 por 100, manteniéndose constantes para los siguientes años en los valores absolutos determinados. Las posibles variaciones en los componentes del coste de las ventas están reflejadas en el porcentaje de incremento dado para las mismas.

## 4. Estrategia a corto plazo

- Clientes: cobro de un 60 por 100 al contado y el resto a 90 días. BBVA le abre a la empresa una línea de descuento de papel por 100 millones de euros, con un coste anual del 6 por 100.
- Tesorería: se pretende un objetivo de 5 millones de euros.
- Proveedores: la empresa pagará a los proveedores de materia prima a 90 días, siendo las compras de materia prima el 50 por 100 del coste de las ventas. El resto de las cargas de explotación son al contado.

Determine para los próximos tres años:

1. Cuadro de *cash-flow*, el de necesidades netas de capital corriente y el presupuesto de capital, sabiendo que el impuesto de sociedades es del 25 por 100.
2. La tesorería en balance, sin realizar el presupuesto de tesorería.
3. El presupuesto de tesorería para el horizonte de planificación citado.
4. Analice la viabilidad del proyecto.
5. El balance previsional para el final del primer ejercicio.
6. Explique la influencia de la nueva política con la cuenta de clientes en la financiación de la empresa.

P.D. Trabaje en millones y con solo un decimal.

## CASO 11. LA EMPRESA LUI, S. A.

La empresa LUI, S. A. quiere reestructurar parte de sus activos, así como acometer nuevas líneas de negocios. Los datos económicos disponibles de la empresa son los siguientes:

### Balance a 31 de diciembre

ACTIVO		RECURSOS	
Inmovilizado Material bruto	2.400	Capital	1.200
Amortización acumulada	(600)	Reservas voluntarias	400
Inversiones financieras a largo plazo	200	Reservas legales	300
Accionistas pendientes desembolso	300	Subvención de capital	100
Stocks de materias primas	100	Pérdidas ejercicios anteriores	(450)
Stocks de productos terminados	400	Crédito a largo plazo	700
Clientes	150	Crédito a corto plazo	400
Tesorería	350	Proveedores	650
<b>Total</b>	<b>3.300</b>	<b>Total</b>	<b>3.300</b>

### Cuenta de pérdidas y ganancias

Ventas .....	2.200
Compras de materias primas .....	800
– Variación de stocks de materias primas .....	50
= Consumo de materias primas .....	750
+ Gastos de personal.....	350
+ Otros gastos .....	400
= Coste de explotación.....	1.500
– Variación de stocks de producto terminado .....	70
Coste de las ventas.....	1.430
Cash-flow de explotación.....	770
Cash-flow atípico .....	10
Cuotas de aplicación a la subvención.....	50
Cash-flow total.....	830
Amortizaciones contables .....	100
Gastos financieros.....	69
Beneficio bruto.....	661
Compensación de pérdidas .....	661
Impuestos .....	0
Beneficio neto .....	0
Dividendos .....	0
Reservas .....	0

## 1. Política de inversiones

1.1. A principios del período de planificación se renovarán activos obsoletos por 800 u.m., aplicándoles una tercera parte del fondo de amortización. Estos ac

tivos tienen en el mercado un precio de venta de 900 u.m., de las cuales 800 u.m. se pagarán al contado, y el resto, sin intereses, en dos anualidades iguales en el segundo y tercer período de planificación. El coste de los activos que se utilizan para renovarlos es de 1.200 u.m.

1.2. A principios del segundo período de planificación se comprarán instalaciones y equipos nuevos para ampliar la capacidad productiva, por un valor de 400 u.m.

1.3. Por otra parte, se le dará entrada en el capital a un nuevo socio, que aportará otras instalaciones útiles para la expansión que pretende la empresa y que fueron valoradas por un especialista externo en 700 u.m. La negociación entre socios antiguos y nuevos para la entrada en capital de este último determinan un valor para las citadas instalaciones de 500 u.m.

## 2. Política de financiación

2.1. Los actuales socios, para no perder el control de la empresa, van a realizar una emisión de acciones sin derecho a voto por un total de 400 u.m. a principios del primer año. Las características de la emisión son las siguientes: 100 u.m. se desembolsan a principios del período de planificación, y el resto se hace efectivo, a partes iguales, a principios del segundo y tercer año de planificación. El dividendo mínimo correspondiente a estas acciones será igual al 2 por 100 sobre el capital social desembolsado de las mismas.

2.2. Por otra parte, se ampliará capital con cargo a reservas por 270 u.m. a principios del período de planificación. En ese mismo momento, el resto de las reservas voluntarias del balance del enunciado se repartirán como dividendo extraordinario a los accionistas antiguos.

2.3. Se pedirá crédito bancario a largo plazo por 200 u.m. a principios del segundo período de planificación. Este crédito se amortizará linealmente en 2 años, siendo su interés del 5 por 100 anual vencido sobre saldos dispuestos. Las comisiones y los gastos de formalización del préstamo ascienden a un 2 por 100 del nominal; trátelos como gastos del ejercicio.

2.4. Los proveedores de los equipos renovados piden un pago al contado del 30 por 100, aplazando el resto a cuatro años, de forma lineal, al 7 por 100 de interés, siendo el primer pago aplazado a final del primer período de planificación. Los proveedores de instalaciones y equipos nuevos exigen un pago al contado del 50 por 100, aplazando el resto a dos años de forma lineal al 5 por 100 de interés, siendo el primer pago aplazado en el tercer período de planificación.

2.5. La Junta subvencionará los equipos renovados, así como las instalaciones y equipos nuevos, en un X por 100. Esta subvención se aplicará al mismo ritmo que se amortizan los activos subvencionados.

2.6. El crédito a largo plazo que aparece en balance se contrató al 6 por 100 de interés anual postpagable sobre saldos dispuestos, y se viene amortizando a 100 u.m./año.

- 2.7. La subvención del balance se seguirá aplicando como se venía haciendo.
- 2.8. Los accionistas pendientes de desembolso del balance lo harán en dos partes iguales desde el primer período de planificación.
- 2.9. Las inversiones financieras del balance son un depósito a plazo fijo. El 20 por 100 de las mismas se venderán a principios del primer período de planificación por un 30 por 100 por encima de su valor contable, para ayudar a financiar las inversiones descritas, manteniéndose en balance el 80 por 100.

### 3. Estrategia financiera

- 3.1. La política de amortizaciones para activos antiguos consistirá en dotar 150 u.m./año, a partir del principio del período de planificación.
- 3.2. La política de amortizaciones de los nuevos activos será lineal a 10 años para los activos que se utilizan para renovar, así como para nuevos equipos e instalaciones, y de 5 años para los medios de transporte y almacenamiento.
- 3.3. Las posibles pérdidas se amortizarán lo más rápidamente posible, y con un máximo anual del 50 por 100 de beneficio bruto.
- 3.4. La política de dividendos ordinarios será del Y por 100 sobre el capital desembolsado, siempre que existan beneficios netos suficientes. En caso de que el beneficio neto no alcance esta cifra, no se repartirán dividendos ordinarios.
- 3.5. Se dotará una provisión anual igual al 4 por 100 de la cifra de ventas, aplicándose el 50 por 100 del total de la cuenta de provisión a final del tercer período de planificación.

### 4. Escenario de producto

- 4.1. La tabla adjunta recoge las cifras previstas de ventas y gastos de explotación para los próximos tres años:

	Período 1	Período 2	Período 3
Ventas	3.500	4.300	4.800
Compras de materias primas	1.200	1.400	1.700
Gastos de personal	500	550	600
Otros gastos de explotación	600	900	1.200

- 4.2. La junta concederá un subvención de explotación por el 3 por 100 de las compras de materias primas.

## 5. Estrategia a corto plazo

5.1. El crédito a corto plazo que aparece en balance se amortizará a principios del período de planificación por estar a un alto interés. Por otra parte, se contratará, al 4 por 100 de interés anual postpagable y sobre saldos dispuestos, un nuevo crédito a un año por la misma cuantía que el anterior, el cual se renovará una sola vez a principios del segundo período de planificación.

5.2. Los stocks de materia prima serán el 15 por 100 de las compras.

5.3. Los stocks de productos terminados serán el 10 por 100 de las ventas.

5.4. A partir de principios del primer período de planificación, a los clientes se les cobrará a 90 días, aplicando un descuento de papel máximo de 500 u.m. con un coste anual del 6 por 100.

5.5. A los proveedores de materias primas se les pagará a 45 días. Los salarios se pagarán a principios de cada mes, y las otras cargas de explotación se pagarán a dos meses.

5.6. La tesorería objetivo o de seguridad se desea esté en 150 u.m.

### SE PIDE

1. Elaborar el cuadro de necesidades netas de capital corriente, el de *cash-flows* y el presupuesto de capital para los *próximos tres años*, para una tasa impositiva del 25 por 100.
2. Tesorería en balance sin construir el cuadro de tesorería.
3. Balances previsionales.
4. Presupuesto de tesorería previsional.
5. Viabilidad de la empresa en el horizonte de planificación considerado.
6. *Sea o no viable*, comente, sin realizar modificaciones en su presupuesto de capital, cómo se alisaría éste.

Para resolver el caso tenga en cuenta que:

Letra comienzo primer apellido:	Valor para X (Letra comienzo de su nombre)	Valor para Y (Letra comienzo segundo apellido)
A a C: No considere el punto 2.3	5% (N a R; D a F)	25% (G a J; K a M)
K a M: Considere todos los puntos	15% (S a Z; G a J)	30% (D a F; A a C)
S a Z: No considere el punto 1.2	10% (A a C; K a M)	35% (S a Z; N a R)
G a J: No considere el punto 2.4		
D a F: No considere el punto 2.9		
N a R: No considere el punto 2.1		

P.D. Trabaje sin decimales, aproximando a la unidad.

## CASO 12. LA EMPRESA USA. INTRODUCCIÓN DE UN NUEVO PRODUCTO EN EL MERCADO

La empresa USA, S. A., que presenta en el momento actual buenas perspectivas de rentabilidad, va a acometer la introducción de su producto en un nuevo mercado. Para ello necesita incrementar su producción y, en consecuencia, renovar parte de sus activos fijos. Los datos estimados para el ejercicio del año  $X$  son los siguientes:

### Balance a 31/12/ $X$

Inmovilizado bruto	900	Capital	500
Fondo de amortización	(300)	Reservas	700
Clientes	400	Crédito a largo plazo	200
Stocks de materias primas	200	Proveedores	150
Tesorería	430	Dividendos a pagar	50
		Hacienda Pública, acreedora	30
<b>Total activo</b>	<b>1.630</b>	<b>Total pasivo</b>	<b>1.630</b>

### Cuenta de pérdidas y ganancias año $X$

Ventas .....	2.000
Coste de las ventas .....	1.510
<b>Cash-flow renta</b> .....	<b>490</b>
Amortizaciones contables .....	75
Costes financieros a largo plazo .....	15
Beneficio bruto.....	400
Impuestos .....	140
Beneficio neto .....	260
Dividendos.....	40
Reservas .....	220

### 1. Estrategia de capital

#### a) Política de inversiones

- A principios del año  $X + 1$  se venderán activos fijos brutos por valor de 400 u.m., a los que se les aplicará el 50 por 100 del actual fondo de amortización. El precio de venta será de 200 u.m.
- A principios del año  $X + 1$  se comprarán activos fijos nuevos por valor de 800 u.m.
- A principios del año  $X + 1$  se realizará una campaña de introducción del producto en el nuevo mercado, por valor de 200 u.m. Asimismo, se realizará una campaña publicitaria de mantenimiento, con un coste anual de 100 u.m./años desde el ejercicio  $X + 1$ .

### b) Política de financiación

- Los proveedores de activos fijos nuevos y de la campaña publicitaria de introducción financiarán el 10 por 100 del valor de los mismos, a dos años y con el 8 por 100 de interés anual, con amortizaciones lineales en los dos primeros años de planificación.
- La junta de Andalucía subvencionará con un 5 por 100 el activo fijo nuevo, excluyendo la campaña publicitaria. Esta subvención se aplicará al mismo ritmo en que se amortiza contablemente el activo subvencionado.
- Se realizará una ampliación de capital por 200 u.m., a desembolsar 100 u.m. a principios del año  $X + 1$  y el resto en el  $X + 2$ .
- El crédito antiguo que aparece en balance se está amortizando a 50 u.m./año, y está al 6 por 100 de interés anual bruto sobre saldos dispuestos.

## 2. Estrategia financiera

- A partir del año  $X + 1$  todos los activos materiales e inmateriales, nuevos y antiguos, se amortizarán linealmente en 5 años. Los activos antiguos se amortizarán sobre su valor contable bruto.
- La política de dividendos mantendrá el mismo porcentaje sobre el capital social que en el año  $X$ .

## 3. Escenario de producto

En el cuadro adjunto aparecen las cifras más relevantes:

Ejercicio	$X + 1$	$X + 2$	$X + 3$
Compras de materias primas	700	600	600
Cargas de personal	400	400	400
Otras cargas (sin campaña publicitaria de mantenimiento)	400	400	400
Campaña publicitaria mantenimiento	100	100	100
Ventas	2.400	2.400	2.400

## 4. Estrategia de circulante

- A partir de principios del ejercicio  $X + 1$  se mantendrá un stock a final de año de materias primas del 10 por 100 sobre compras del año.
- El stock final de productos terminados será del 5 por 100 sobre la facturación.

- A los clientes se les cobrará a 120 días, existiendo un descuento de papel de límite 200 u.m. y al 6 por 100 de interés anual.
- La tesorería objetivo se establece en 100 u.m.
- A los proveedores de materias primas se les pagará a 90 días. El resto de los costes de explotación son al contado.

#### **D**ETERMINE

1. La viabilidad de la planificación propuesta para los tres próximos ejercicios y para una tasa impositiva del 25 por 100.
2. Comente las medidas a tomar en este supuesto para el posible alisado del presupuesto de capital. No rehaga las operaciones.
3. Significado de la cifra obtenida por usted para las necesidades netas de capital circulante para el ejercicio  $X + 2$ .
4. Sin construir el cuadro de tesorería, determine la tesorería en balance.
5. Construya el balance al final del ejercicio primero de planificación.

## **CASO 13. FINANCIACIÓN DE UN NUEVO PROYECTO EN INFRAESTRUCTURAS**

Anabel va a estudiar la posibilidad de obtener una concesión para construir y explotar la canalización de aguas de una pequeña localidad sevillana. Para ello, dispone de la siguiente información referida a la nueva sociedad que se va a hacer cargo del proyecto, APER, S.A.:

### **1. Estrategia de capital**

#### **1.a) Política de inversiones**

Las obras a realizar suponen una inversión de 910.000 euros, siendo el tiempo estimado de construcción de 10 meses, correspondientes al primer ejercicio de planificación.

Para comenzar las obras es necesario hacer frente al pago de honorarios técnicos y la licencia de obras, que se estima ascenderán a 15.000 euros. Al finalizar las obras se deberán pagar los impuestos (AJD) y los gastos de notaría por un importe de 5.000 euros. Ambos conceptos se consideran mayor coste del inmovilizado.

Adicionalmente, está previsto invertir en equipos informáticos 12.000 euros durante el segundo año.

### **1.b) Política de financiación**

La nueva sociedad se constituye con una aportación de capital social de 150.000 euros, que se desembolsan totalmente en el primer ejercicio.

El préstamo principal ascenderá al 75 por 100 de la inversión en inmovilizado prevista y se devolverá a 20 años de forma lineal con un interés del 10 por 100. Además, se va a solicitar deuda subordinada por 100.000 euros el primer año, al 12 por 100 de interés y a devolver de forma lineal en 5 años. Ambos préstamos tienen carencia de capital el primer año.

Por último, le ha sido concedida una subvención de capital del 10 por 100 sobre el importe de la construcción a realizar, que se va aplicar fiscalmente en 5 años. La concesión y el cobro de la subvención están previstos para el segundo ejercicio.

## **2. Datos de explotación**

Dado que las obras se realizan durante el primer ejercicio de planificación, no se prevén ni ventas ni gastos de explotación en dicho ejercicio.

Las ventas comienzan a producirse en el segundo ejercicio de planificación con una previsión de 600.000 euros y se espera que se incrementen un 3 por 100 en el tercer ejercicio de planificación como consecuencia de subidas de precios.

En el segundo ejercicio, los gastos de personal anuales necesarios se estiman en 100.000 euros y los gastos de explotación en 200.000 euros. Estos gastos previstos aumentarán un 5 por 100 acumulativo cada año.

Adicionalmente, la empresa deberá pagar al Ayuntamiento de la localidad un canon de explotación anual que asciende al 20 por 100 de las ventas.

## **3. Estrategia financiera**

La empresa debe dotar una provisión por riesgos medioambientales para no deteriorar el entorno. Se estima que la dotación anual ascenderá a 20.000 euros.

El inmovilizado material se amortiza en un plazo de 20 años, fecha que coincide con el plazo de la concesión. Los equipos informáticos se amortizan en 5 años.

Considere que tanto la primera dotación a la provisión como la primera amortización del inmovilizado se realizan en el segundo ejercicio.

La política de dividendos consiste en repartir un 10 por 100 del beneficio neto generado cada año a partir del inicio de la explotación del negocio.

La tasa del impuesto de sociedades es el 30 por 100. En caso de obtener pérdidas, la empresa compensará fiscalmente dichas pérdidas con beneficios lo antes posible.

#### 4. Estrategia a corto plazo

Las ventas se cobran al contado, mientras que los gastos de personal y de explotación se pagan al mes siguiente de su devengo.

La tesorería mínima que se quiere mantener es de 15.000 euros.

##### SE PIDE

1. Finalice el cuadro de cash flow adjunto y calcule la autofinanciación pre vista para cada año del horizonte de planificación.
2. Determine las NNCC. Explique cómo inciden esas necesidades en la liqui dez de la empresa.
3. Calcule la tesorería de explotación.
4. Elabore el presupuesto de capital ¿Es viable? ¿Es definitivo?
5. Proponga las medidas de alisamiento más razonables y establezca un orden cuantificando el impacto de cada medida a implantar en el presupuesto de capital.

Cuadro de Cash-flow		1	2	3
1	Ventas	0	600.000	618.000
2	Gastos de personal	0	100.000	105.000
3	Costes de explotación	0	200.000	210.000
4	Canon de explotación	0	120.000	123.600
5	<b>Cash-flow de explotación</b>	<b>0</b>	<b>180.000</b>	<b>179.400</b>
6	Aplicación de la subvención	0	18.200	18.200
7	<b>Cash-flow renta</b>	<b>0</b>	<b>198.200</b>	<b>197.600</b>
8	Amortización inmovilizado		48.900	48.900
9	Dotación a provisión		20.000	20.000
10	<b>EBIT</b>	<b>0</b>	<b>129.300</b>	<b>128.700</b>

6. Por último, realice el siguiente alisado: considere que en caso de necesitar financiación adicional se utilizarán préstamos participativos de los socios, que se remuneraran al 8 por 100 anual. Determine las cuantías a solicitar y a devolver y los cambios que se producirían en los cuadros previamente el a borados, así como el impacto en la tesorería acumulada.

NOTA: Utilice una tasa para el Impuesto de Sociedades del 25 por 100.











## TÍTULOS RELACIONADOS

- CASOS PRÁCTICOS DE DIRECCIÓN FINANCIERA, *M. Martín Fernández y P. Martínez Solano.*
- DECISIONES ÓPTIMAS DE INVERSIÓN Y FINANCIACIÓN EN LA EMPRESA, *A. S. Suárez Suárez.*
- DIRECCIÓN FINANCIERA II. Medios de financiación empresarial, *C. Lassala Navarré, A. Medal Bartual, V. Navarro Miquel, V. Sanchis Berenguer y A. Soler Movilla.*
- DIRECCIÓN FINANCIERA DE LA EMPRESA, *A. Partal Ureña, F. Moreno Bonilla, M. Cano Rodríguez y P. Gómez Fernández-Aguado.*
- DIRECCIÓN FINANCIERA DE LA EMPRESA. Teoría y práctica, *J. L. Jiménez Caballero, C. Pérez López y A. de la Torre Gallegos.*
- DIRECCIÓN FINANCIERA DEL RIESGO DE INTERÉS, *L. Ferruz Agudo (coord.), M.ª P. Portillo Tarragona y J. L. Sarto Marzal.*
- ECONOMÍA Y GESTIÓN BANCARIA, *J. López Pascual y A. de F. Sebastián González.*
- FINANCIACIÓN DEL PROCESO EMPRENDEDOR, *J. Hoyos Iruarrizaga y A. Blanco Mendialdua.*
- FINANZAS APLICADAS AL MARKETING, *D. Ruiz Palomo.*
- FINANZAS CORPORATIVAS, *S. Durbán Oliva.*
- FINANZAS INTERNACIONALES PARA LA EMPRESA, *J. J. Durán Herrera y F. Gallardo Olmedo.*
- GESTIÓN FINANCIERA EN EL SECTOR TURÍSTICO. Inversión y financiación a largo plazo, *R. García Villanueva, C. Pérez López y M.ª J. Piñas Azpitarte.*
- GESTIÓN PATRIMONIAL AVANZADA. Planificación patrimonial, *J. Andreu Corbatón (coord.), S. Cano Berlanga, X. Cardona Tomás y F. González Navarro.*
- GESTIÓN PATRIMONIAL Y BANCA PRIVADA. Manual del asesor financiero, *B. Vallejo Alonso y M. Solórzano García (Coords.).*
- GESTIÓN DE RIESGOS FINANCIEROS EN LA BANCA INTERNACIONAL, *A. Partal Ureña y P. Gómez Fernández-Aguado (coords.).*
- IMPUESTOS PARA TODOS LOS PÚBLICOS, *F. J. Delgado Rivero y R. Fernández Llera.*
- INTRODUCCIÓN A LAS FINANZAS, *M.ª del C. Valls Martínez (Coord.).*
- INTRODUCCIÓN A LAS FINANZAS EMPRESARIALES, *A. Partal Ureña, F. Moreno Bonilla, M. Cano Rodríguez y P. Gómez Fernández-Aguado.*
- INVERSIONES FINANCIERAS: SELECCIÓN DE CARTERAS. Teoría y práctica, *J. García Boza.*
- MATEMÁTICAS FINANCIERAS, *J. García Boza (coord.).*
- MATEMÁTICAS FINANCIERAS EN EL NUEVO PGC, *E. Bustos Contell.*
- OPCIONES FINANCIERAS, *M. Casanovas Ramón.*
- OPERACIONES FINANCIERAS AVANZADAS, *M.ª del C. Valls Martínez y S. Cruz Rambaud.*
- PLANES DE PREVISIÓN SOCIAL, *J. I. de la Peña Esteban.*
- PLANIFICACIÓN FINANCIERA EN LA PRÁCTICA EMPRESARIAL, *S. Durbán Oliva, A. I. Irimia Diéguez, M.ª D. Oliver Alfonso y M.ª J. Palacín Sánchez.*
- PROBLEMAS RESUELTOS DE MATEMÁTICA DE LAS OPERACIONES FINANCIERAS, *J. García Boza, A. Déniz Tadeo, L. Jordán Sale, R. M.ª Cáceres Apolinario y O. Maroto Santana.*
- SUPUESTOS PRÁCTICOS DE DIRECCIÓN FINANCIERA, *J. F. Rosario Díaz, M.ª del M. Sánchez Cañadas y J. E. Trinidad Segovia.*
- TEORÍA DE LA FINANCIACIÓN II. OPT, estructura de capital y dividendos, *A. R. Gómez Calvet, J. A. Piñol Espasa, A. Reig Pérez y A. Rodrigo González.*
- TEORÍA DE LA INVERSIÓN, *F. Blanco Ramos, M. Ferrando Bolado y M.ª F. Martínez Lobato.*
- VALORACIÓN DE EMPRESAS Y ANÁLISIS BURSÁTIL, *A. de la Torre Gallegos y F. Jiménez Naharro.*