

Política financera de l'empresa

XAVIER PUIG
Universitat Pompeu Fabra

GEMMA CID
Universitat Pompeu Fabra

Data de recepció: 8/11/10
Data d'acceptació: 1/03/11

Resum

El director o responsable financer ha de dissenyar una correcta estructura de finançament per a l'empresa. Això és sens dubte una obvietat. El que ja no és tan obvi és el que això significa, és a dir, les decisions bàsiques que ha de prendre i els criteris que ha de tenir en compte per a prendre-les.

En primer lloc, haurà de decidir la millor estructura de capital per a l'empresa (proporció entre fons propis i deute en el passiu del balanç), de manera que és imprescindible conèixer el cost de capital de l'empresa, les conseqüències del palanquejament (o endeutament), l'efecte fiscal del deute, etc.

En segon lloc, haurà de decidir sobre la política de reinversió de beneficis o bé de distribució de dividendes. Per a això, de nou, precisarà conèixer les conseqüències d'una o altra decisió, per a procurar trobar la política millor per a l'empresa.

Finalment, haurà de decidir la proporció de deute que és aconsellable mantenir a curt i llarg termini, amb l'objectiu de garantir la solvència de l'empresa.

El dia a dia comporta una infinitat de decisions operatives sobre productes, proveïdors, condicions i acords diversos, que pot fer-nos

perdre la visió a llarg termini. Per això és imprescindible conèixer les variables clau que sustenten l'estructura financera bàsica de l'empresa.

Sense les decisions bàsiques ben preses, després, els errors, com lamentablement veiem en aquests temps de crisi, poden ser fatals.

Paraules clau

Cost del capital, fons propis, accionistes, creditors, deute, prima de risc.

Abstract

The director or CFO must design a proper funding structure for the company. This is obvious. What is not so obvious is what this means: the basic decisions and the criteria that he needs to take into account in order to choose the right one. First of all, he should decide which capital structure suits best for the company (the ratio between equity and debt liabilities in the balance), for this it is essential to know the cost of capital of the company, the impact of leverage (or debt), the tax effect of debt, risk, etc.

In second place, he should decide on the policy of reinvesting profits or dividend distribution. To do this, again, he needs to know the consequences of either decision, to try to find the best policy for the company.

Finally, he must decide how much debt it is advisable to keep the short and long term, in order to ensure the solvency of the company.

Then, there will be a host of operational decisions, such as: a day by day about products, suppliers, conditions and agreements, but is necessary a well-formed «structure» that supports everything else.

If basic decisions are not well taken, subsequent errors, as unfortunately we see nowadays, can be fatal.

Keywords

Cost of capital, Shareholders, creditors, debt, risk premium.

1. Introducció

Un primer acte d'humilitat per als financers és acceptar que el veritablement important en una empresa són les seves decisions d'inversió. Les de finançament també, però subordinades a les primeres. La inversió és el motor d'una empresa, és el que generarà rendiment futur. El finançament va darrere. Una excel·lent inversió pot camuflar un finançament erroni, però un excel·lent finançament difícilment podrà compensar una mala inversió. Generalment les decisions d'inversió són molt estratègiques i per això corresponen al Consell d'Administració i a la Direcció General. La tasca de la direcció financera ha d'anar en ambdós sentits: validar la bondat de les inversions proposades i dissenyar la millor forma de finançar-les. De fet, si volguéssim definir d'una forma senzilla la funció d'un(a) director(a) financer(a) diríem que és: *dissenyar el balanç ideal de l'empresa a cada moment, tant actius (inversions) com passius (finançament)*. Aquest article tractarà d'exposar les idees clau a l'hora de prendre decisions de finançament empresarial, mitjançant l'explicació de les teories principals que ens han de guiar per a dissenyar una bona estructura del capital, política de dividends, etc.

2. Com es financen les empreses? Una mica de teoria

2.1. L'objectiu principal és generar valor per a l'empresa

En el dia a dia de les empreses, el director o responsable financer ha de prendre una infinitat de decisions encaminades al compliment d'un no menys important nombre d'objectius. De totes maneres, com en qualsevol altra activitat humana d'elevada complexitat, sempre és convenient (encara que millor diríem que és imprescindible) intentar abstreure's i realitzar una reflexió sobre el que de debò és important, bàsic. I en qüestió d'objectius, diríem que totes les decisions que pren el responsable financer han d'anar encaminades a generar valor per a l'empresa. De manera genèrica, doncs, les decisions que donin valor a l'empresa seran decisions correctes i les que restin valor a l'empresa seran incorrectes, tant les referents a inversió com a finançament.

Encara que el nostre objectiu serà analitzar tots els elements que s'han de tenir en compte a l'hora de prendre decisions de finançament, paradoxalment començarem realitzant una breu reflexió del que significa crear

valor amb decisions d'inversió, ja que necessitem certs conceptes tècnics abans d'endinsar-nos en les decisions de finançament.

En les decisions d'inversió, el responsable financer ha de seleccionar aquells projectes que generin valor per a l'empresa. I, com podem saber quins projectes generen valor i quins no? Generalment acceptem que les dues eines bàsiques per a l'anàlisi d'inversions són: el càlcul del Valor Actual Net (VAN) i la Taxa Interna de Rendibilitat (TIR). Entendre aquests dos conceptes i la seva interpretació no només és imprescindible per a prendre decisions d'inversió (que ho és) sinó també per a entendre, posteriorment, les diferents decisions possibles sobre el seu finançament. Obrim, doncs, un petit parèntesi per a recordar de forma molt senzilla en què es basen ambdues eines i quina informació ens proporcionen.¹

Generalment, calculem el VAN per a decidir si l'empresa ha d'invertir en un projecte o no. Si el resultat del càlcul del VAN és positiu (major que zero) llavors a l'empresa li convé realitzar el projecte i, al contrari, si és negatiu no li convé. La TIR, que es troba a partir del càlcul del VAN, ens donarà la rendibilitat en termes d'interès compost del projecte analitzat. De manera molt esquemàtica, el concepte del VAN es pot resumir en:

$$\text{VAN} = -\text{Valor de la inversió avui} + \text{Valor actual dels fluxos futurs esperats}$$

Si per a l'empresa, el valor actual dels fluxos futurs és superior al valor de la inversió (per tant, VAN positiu), significarà que el projecte li convé. I al contrari, si el valor actual del que rebrà és inferior al que ha d'invertir, llavors el projecte no li és convenient.

No s'escapa al lector que aquest és un mètode que intenta quantificar les previsions futures de «fluxos financers» que oferirà la inversió, una inversió que hem de decidir «avui» si es porta a terme o no. I això no és senzill. Quan els socis primigenis d'IRTEL van decidir realitzar la inversió de posada en marxa d'aquesta empresa, coneixien els fluxos futurs que obtindrien? Òbviament no. La inversió va ser un èxit rotund i ni el més optimista podia imaginar els rendiments finals d'aquesta inversió. Les empreses concessionàries que van executar les radials de Madrid, coneixien els fluxos futurs que obtindrien? Òbviament tampoc; si els haguessin conegut no haurien emprès l'aventura. En definitiva, una decisió d'aquest tipus

1. Per a major comprensió pràctica dels conceptes de VAN i TIR, vegeu el capítol 4 de «Matemàtica financera y estadística básica». Brun, Elvira i Puig. Editorial Profit, 2008.

requereix una visió estratègica que escapa moltes vegades a les competències generalment atorgades a una direcció financera, però és ella qui ha de parametritzar tots els escenaris previstos, aportant un punt de vista crític i prudent al projecte.

I quina taxa utilitzarà l'empresa per a actualitzar els fluxos futurs estimats?

L'empresa haurà d'utilitzar aquella taxa a la qual pot finançar-se, que, en definitiva, marcarà el llistó de la rendibilitat mínima que ha d'oferir el projecte per a ser acceptat.

Per tant, una primera labor imprescindible per al director financer és conèixer quin és el cost de finançament dels seus recursos. El *cost de capital* —traducció literal del terme anglès «*cost of capital*», que duu a equívocs en català— és justament això: el cost mitjà ponderat de les dues grans fonts de finançament d'una empresa: el deute i els capitals propis. Hem de conèixer, aleshores, el cost de l'endeutament i el cost dels capitals propis d'una empresa (per cert, aquests últims no només no són gratis, com alguns dels nostres estudiants d'economia pensen, sinó que són més cars que el deute).

En el següent apartat repassarem com calculen les empreses el seu cost de capital actual i, el què és encara més difícil com demostren els més recents esdeveniments, el seu cost de capital futur. Coneixia la banca nord-americana, britànica, irlandesa o espanyola el cost de refinançament del seu deute, el qual havia aplicat a la seva aventura immobiliària? Sabia l'augment de la prima de risc que afectaria les seves futures emissions d'accions? Quina empresa pot predir el cost de finançament a llarg termini, tant via ampliació de capital com de deute?

Conèixer i/o predir aquest cost de capital d'un projecte d'inversió no és senzill, sobretot en èpoques de grans turbulències en els mercats financers que marquen justament això: les primes de risc a cada moment, en cada país, en cada sector, en cada empresa.

Passem doncs a les decisions de finançament. Hem comentat al principi que, per a complir l'objectiu bàsic, hauríem de prendre aquelles decisions de finançament que generin valor per a l'empresa. Doncs comencem a aclarir de què parlem quan parlem de «decisions de finançament».

2.2. La primera decisió: L'estructura de capital

2.2.1. Partides que componen l'estructura de capital: fons propis i deute

Les diferents fonts de finançament de l'empresa les trobem en el passiu del seu balanç.

ACTIU	FONS PROPIS
	DEUTE

Encara que puguin compondre's d'una important multitud de productes diversos de finançament (el sector financer és hàbil per a anar «innovant» cada vegada amb noves fórmules d'inversió amb noms sofisticats, habitualment en anglès), en realitat només existeixen dues formes de finançar projectes d'inversió nous:

1. FONS PROPIS (Capital i Reserves)
2. DEUTE

Què diferencia a ambdós tipus de finançament?

En primer lloc, en parlar de deute, ens vam referir tant als múltiples títols de deute que les empreses poden emetre en mercats financers (bons amb infinitat de característiques diferents en: terminis, periodicitat de pagament, forma de càlcul del cupó, garanties, etc.) com també al deute concret amb les entitats financeres directament, ja que un préstec bancari no és més que un bo amb un sol subscriptor: el banc. És a dir, quan parlem de «bons» ens referim a qualsevol forma de finançament aliè d'una empresa.

Quan l'empresa emet deute, i un o diversos inversors el subscriuen, s'estableix mitjançant un contracte tot el fa referència a l'amortització i re-

tribució del préstec: el tipus d'interès que s'abonarà (o índex a què es referenciarà), venciment, dates de pagaments intermedis, garanties, etc. Tot està pactat, l'únic risc és el d'impagament. Risc de crèdit, per tant.

D'altra banda, quan ens referim a capital, ens referim a les aportacions que han fet els socis o accionistes, directament (capital) o a través de beneficis no distribuïts d'exercicis anteriors (reserves), i que en cas de precisar nous fons s'instrumenta amb ampliacions de capital, en les quals els actuals socis tenen dret preferent de subscripció.

En el cas de les accions, l'empresa no es compromet a una retribució prefixada, com succeïa amb el deute. En aquest cas els inversors són socis de l'empresa, i per tant, participen de la marxa d'aquesta, quedant-se amb «la renda residual» que obté l'empresa després d'haver fet front cara a la resta dels seus compromisos, inclosos els pagaments als creditors en concepte d'interessos del deute. En el cas dels accionistes, reben la seva retribució per dues vies: per pagament de dividendes, i per guanys de capital (increment en el valor de l'acció).

Quan parlem de la gran decisió sobre quina estructura de capital ha de tenir una empresa, ens estem referint a quina proporció considerem adequada de fons propis i quina proporció de deute. On situem, en el nostre balanç, la línia que separa ambdues fonts? Hi ha hagut importants teories per a intentar respondre a aquesta qüestió: hi ha una estructura de capital òptima? Alguna maximitza el valor de l'empresa? (recordem que aquest és l'objectiu principal).

Per a veure-les, hauríem d'anar coneixent altres conceptes importants, com el càlcul del cost de capital i l'efecte palanquejament.

2.2.2. Costos de cada font de finançament i cost del capital

Pel que hem pogut veure, entre fons propis i deute hi ha importants diferències quant al risc assumit per part d'aquells inversors que decideixen ser creditors de l'empresa (deute) i els que decideixen ser-ne socis (capital). I sempre, en finances, assumir més risc també comporta una exigència d'obtenir major rendibilitat.

Fixem-nos en una cosa molt òbvia: si tant accionistes com creditors esperen de l'empresa una retribució per la seva inversió, aquesta retribució és exactament el «cost» que l'empresa ha de satisfer per aquesta expectativa. El que per als inversors és «rendibilitat» per a l'empresa és «cost». La rendibilitat esperada pels accionistes és el cost per a l'empresa dels seus fons propis, i la rendibilitat esperada pels creditors és el cost per a l'empresa

del seu deute. I el cost total per a l'empresa? És el cost agregat de totes les fonts de finançament o «cost de capital», ja esmentat anteriorment.

Vegem primer com calculem el cost dels fons propis i el cost del deute, per a finalment calcular el cost de capital d'una empresa.

Per a invertir en l'empresa, òbviament els aportants de capital, els accionistes, exigiran més rendibilitat que els compradors de bons, ja que també el seu risc és major. És a dir, el cost de finançar-se via fons propis és major que el cost d'endeutar-se. Quant major? I quin és el cost dels fons propis? I com es calcula? El cost de l'endeutament és fàcil, és conegut, és al contracte, però el cost de capital d'una ampliació de capital, on és? Difícil pregunta, contestada acadèmicament per la formulació de Gordon i Shapiro o pel model CAPM («*Capital Asset Pricing Model*»), on la clau és el concepte de «prima de risc».

Si una empresa emet al mateix temps accions i bons per a finançar un projecte d'inversió, el cost de l'endeutament (bons) és conegut per endavant: la taxa d'interès al que l'empresa retribueix aquests bons; suposem, per exemple, que és el 4,5 % anual. I quin és el cost de capital dels recursos captats mitjançant l'ampliació de capital? Per què un inversionista aportaria els seus estalvis comprant accions d'aquesta empresa i no bons?

En principi comprarà accions perquè té l'expectativa que obtindrà una «prima» sobre aquest 4,5%; si no obté una mica més que aquest 4,5 %, aleshores per què comprar accions? Comprarà bons que, a més, en cas de fallida de l'empresa emissora tindrà prelació en el dret de cobrament del seu valor liquidatiu respecte als accionistes, que són els últims que tenen dret a cobrar.

Ara la pregunta és: quina prima de risc, quin «plus» de rendibilitat se li ofereix a un inversionista per a convèncer-lo que compri accions i no bons? Doncs dependrà bàsicament de les perspectives futures d'obtenir beneficis de l'empresa. Analistes, inversors, periodistes i la mateixa empresa intentaran convèncer els inversionistes de les seves estimacions sobre beneficis futurs, perquè aquesta és la clau. Desgraciadament el futur, com deia Paul Valéry, ja no és el que era. Cada vegada les turbulències són més freqüents i més volàtils.

Però posem un exemple que ens pot il·lustrar el tema:

Telefònica cotitzava el dia 2 de novembre de 2010 a 19,50 € el dia 30 del mateix mes ho feia a 16,50 € En termes de prima de risc significa que, òbviament, els inversors van percebre un augment de risc de Telefònica i el seu valor va caure².

2. Cal tenir en compte que el 8 de novembre Telefònica va repartir un dividend brut per acció

Fem un petit i senzill càlcul per a obtenir una aproximació d'aquesta «prima de risc». El benefici per acció (BPA) esperat de Telefònica per al 2011 era de 1,86 € per acció³, per tant si algú va comprar una acció a 19,50 € el 2 de novembre de 2010 i suposant que aquesta expectativa de benefici es complís, significa que aquest inversor esperava, simplificant, una rendibilitat de:

$$(1,86 / 19,50) * 100 = 9,54 \% ^4$$

Podem convenir que, aquest dia, hi havia inversors disposats a considerar que el 9,54% era una bona rendibilitat per a la seva inversió en accions de Telefònica. El preu de 19,50 € amb l'expectativa d'un benefici de 1,86 € l'any era acceptable per a ells.

És a dir, Telefònica pot estimar, a partir dels preus que els inversors estan comprant les seves accions en el mercat, una aproximació del «seu cost de fons propis». Insistim que es tracta d'una aproximació, però les conclusions utilitzant fórmules més complexes seran molt similars al càlcul senzill que aquí desenvolupem.

Però seguim amb l'exemple. Va anunciar Telefònica que els seus beneficis esperats disminuirien? Això explicaria de forma clara que les seves accions baixessin de valor ja que si l'empresa val el que és capaç de generar en beneficis, doncs és obvi que si aquests beneficis disminueixen el valor de la companyia també disminueix. Però no, al contrari, el seu president va anunciar que les previsions de beneficis creixents es mantenen.

I així, què va passar durant els següents dies de novembre? Doncs que les incerteses sobre la solvència d'Espanya, també van contagiar a les seves empreses. Les persones en major o menor mesura som adverses al risc i quan observem algun indicatiu de problemes, si podem, els defugim. Els inversors van percebre més risc en les seves inversions a Espanya, en altres

de 0,65 € és a dir que d'aquests 3 € que va baixar la cotització entre el 2 de novembre i el 30 de novembre, 0,65 € de la baixada s'expliquen per aquest pagament de dividend.

3. Estimacions segons consens d'analistes publicada a «Invertia.com» la font de les quals és: Reuters i Factset. Aquesta estimació del BPA de Telefònica no va variar en les dates analitzades del 2/11/2010 al 30/11/2010.

4. Això és una simplificació. Aquesta rendibilitat seria certa si Telefònica obtingués el mateix benefici de 1,86 € per acció tots els anys, però considerar els beneficis constants d'una empresa és una hipòtesi irreal. Una hipòtesi més propera a la realitat seria suposar que, en general, els beneficis d'una empresa, en períodes llargs, no necessàriament any a any, siguin creixents, sobretot si observem les sèries de BPA de les grans empreses cotitzades en les principals borses de valors del món. Si això fora així per a Telefònica, significaria que la rendibilitat d'aquest inversor també seria creixent, superaria el 9,54% al llarg dels anys.

paraules, estaven disposats a comprar accions de Telefònica només si obtenien una «prima de risc» major que abans, és a dir només si el preu de les seves accions baixava. I així va succeir. El preu va baixar a 16,50 € el 30 de novembre i la nova rendibilitat que ara exigirien els accionistes per a comprar accions de Telefònica era:

$$(1,86 / 16,50) * 100 = 11,27 \%$$

Es va incrementar la prima de risc en 1,73 punts percentuals (173 punts bàsics).

Si Telefònica té un cost d'endeutament el dia 30 de novembre (fàcil de conèixer sabent la cotització dels seus bons) del 3,76 % (en bons a 5 anys) i l'alternativa de la inversió en accions ofereix una rendibilitat d'un 11,27 %, aleshores resulta que la prima de risc addicional és de: $11,27 - 3,76 = 7,51\%$.⁵

Però, arribats a aquest punt, si una empresa no cotitza: com pot conèixer el cost de capital dels seus fons propis? Entrem en un terreny on s'haurà d'aplicar el sentit comú. Si la prima de risc d'Espanya puja i el de les grans empreses cotitzades també (el mercat ens ho indica cada dia, cada hora, minut a minut) és obvi suposar que, en cascada i de forma creixent, el de les mitjanes i petites empreses també, encara que no estiguin en l'aparador de la borsa. A aquestes empreses caldrà sumar-los una prima de risc per no cotitzar (prima d'il·liquiditat) i per la seva major vulnerabilitat per menor grandària (prima per major probabilitat d'insolvència) que al mateix moment dependrà del seu sector d'activitat. Per exemple: si una empresa aconsegueix endeutament a un cost del 6 % anual, el cost d'aconseguir que algú aportí capital serà major; li hauríem d'afegir a aquest 6% una prima de risc.

Una vegada vist com podem calcular/estimar els costos del deute i els fons propis, finalment el cost de capital es calcula fent una mitjana ponderada de costos. Per exemple, si el deute representa tres quartes parts del passiu i té un cost del 3,76% i els fons propis representen una quarta part del passiu i tenen un cost del 11,27%, aleshores el Cost de Capital és del 5,64%

5. En aquest cas la prima de risc del seu deute també va augmentar respecte a la del 2 de novembre. Els inversionistes també exigiran més remuneració per prestar diners a Telefònica respecte a principis de novembre. Les primes de risc van en cascada: per país, per emissor, per producte, per termini, etc.

$$\text{Cost de capital} = \frac{3}{4} \times 3,76\% + \frac{1}{4} \times 11,27\% = 5,64\%$$

Aquesta seria una senzilla aproximació al càlcul del cost de capital de l'empresa (obviem afegir altres consideracions necessàries per a un càlcul més exacte, ja que la intenció és que es compregui aquí el concepte, res més)⁶. Aquest seria el tipus a què es finança globalment l'empresa. Per tant, els projectes que emprengui haurien d'oferir, com a mínim, aquesta rendibilitat (que farà el VAN igual a zero) o superior (VAN superior a zero) per a ser acceptats.

Sol succeir que en aquest punt el lector es planteja: si el finançament a través de deute és més barat, per quina raó no financem directament els projectes amb deute? Així, l'empresa es financaria amb una font més barata, i a més aconseguiria reduir el seu cost de capital (en incrementar la proporció d'una font de finançament amb un menor cost).

Per a contestar la pregunta hem de conèixer altre concepte imprescindible en les decisions de finançament: el palanquejament.

2.2.3. El palanquejament financer: els efectes col·laterals del deute

Quan vam parlar de palanquejament financer ens vam referir simplement al fet de finançar-se amb deute. Per desgràcia, en la conjuntura actual és un terme que escoltem diàriament: les empreses estan massa palanquejades, així com les famílies, les entitats financeres i els Estats.

Per què les empreses s'endeuten? Perquè esperen que el cost del seu endeutament sigui inferior al rendiment aportat per les inversions així finançades. Tècnicament, perquè esperen que el ROI (el retorn de les seves inversions) sigui superior al cost del seu deute.

Però, quin efecte té per a una empresa augmentar el seu grau d'endeutament? Tot responsable financer ha de saber que si augmenta la proporció de deute en la seva estructura de capital (recordem que aquest tipus de finançament té un cost menor), aleshores els accionistes perceben que l'empresa perd solvència i per tant perceben també un major risc, i quan un inversor percep un augment de risc, automàticament exigirà més rendibilitat a la seva inversió.

6. Per a més informació sobre el Cost de Capital, vegeu Mascareñas, J., «El Coste del Capital» (2008).

Aleshores, fet curiós, l'augmentar el pes de l'endeutament, el «finançament barat», fa que el cost de fons propis, el «finançament car», augmenti, de manera que el cost de capital de l'empresa es manté igual.

Vol dir això que no importa com es financi l'empresa? Qualsevol estructura de capital és òptima?

2.2.4. La primera tesi sobre l'estructura òptima de capital

Doncs sí, en efecte, el 1958 els economistes Modigliani i Miller van afirmar que el valor de l'empresa és independent de l'estructura de capital. Per tant, decidir major proporció de deute o de fons propis no aportarà valor a l'empresa, que en qualsevol cas valdrà el mateix.

De fet, si ens aturem a pensar, no resulta en realitat tan forassenyat. Vegem-ho.

La primera aportació important que van fer va ser la seva visió del concepte de «valor» d'una empresa. Per a aquests dos economistes, el valor de l'empresa no el sabrem mirant el valor dels actius en el balanç, ni el valor d'aquests en el mercat. El valor de l'empresa prové de la seva capacitat d'obtenir rendiments futurs a partir d'aquests actius. L'empresa val el que pot generar de beneficis futurs.⁷

Imaginem que una empresa adquireix un automòbil. Realment, podríem argumentar que el rendiment d'aquest automòbil serà diferent si el comprem amb fons propis o si ens endeutem per a adquirir-lo? Una màquina funciona millor si la comprem al comptat que si ho fem mitjançant un préstec a cinc anys? I si el rendiment serà el mateix en ambdós casos, com podríem justificar que el seu valor sigui diferent depenent de la forma de finançament?

La segona aportació important es refereix a l'afirmació que abans hem fet: si augmenta el palanquejament, la proporció de deute sobre el total del passiu, encara que aquest sigui més barat, té un cost addicional, ja que provoca un augment del cost dels fons propis pel major risc a què es veuen exposats els accionistes. I el cost de capital (cost mitjà ponderat de fons propis i deute) roman invariable, així com el valor de l'empresa.

El model va ser àmpliament criticat, tant des del món acadèmic com l'empresarial, ja que les hipòtesis en què es basa són molt restrictives. Es-

7. Per a millor comprensió de la valoració d'empreses mitjançant descomptes de fluxes i altres mètodes, vegeu Alcover, S. (2009) «Metodología del descuento de flujos de caja (DCF)».

pecialment, no contemplava l'existència d'impostos sobre el benefici empresarial, tema que tractarem a continuació.

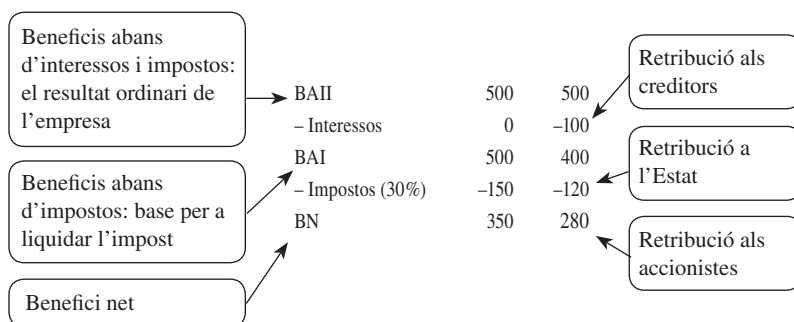
Això no treu l'interès (millor dit, la necessitat) per al director financer de conèixer l'efecte del palanquejament financer sobre la rendibilitat de l'accionista, o la valoració de l'empresa a partir de la seva capacitat generadora de rendiment futur. Temes imprescindibles per a ell.

2.2.5. L'efecte dels impostos

Fins ara no hem parlat de la fiscalitat. Hem considerat que els resultats que obté l'empresa es reparteixen únicament entre les seves fonts de finançament: accionistes i creditors. En realitat, el repartiment es fa també (de forma estrictament obligatòria) amb un soci que no coneixíem, un tercer agent: l'Estat, a través de l'Impost de Societats.

I en el supòsit d'existència d'impostos (supòsit molt real, per cert) el pagament d'interessos del deute és una despesa fiscalment deduïble, ja que el seu pagament fa disminuir la base sobre la qual es calcula l'impost. No passa el mateix amb els dividendes, que es paguen una vegada satisfet l'impost. Aquesta diferència suposarà un avantatge al finançament mitjançant deute que fins ara no havíem contemplat.

Vegem un senzill compte de resultats en el qual sí que hi ha impostos. En veurem dues versions: una sense deute en l'estructura de capital de l'empresa, i una segona amb deute, que suposa despeses financeres.



En el cas que el finançament es compongui únicament de fons propis, l'Estat recaptaria un total de 150 unitats monetàries (u.m.), i els accionistes es distribueixen un total de 350 u.m.

En el cas que existeixi deute en l'estructura de finançament, en pagar

uns interessos de 100 u.m., la base sobre la qual es calcula l'impost és menor, com també ho és el pagament del propi impost. En aquest cas, l'Estat recapta 120 u.m. i els inversors que han finançat a l'empresa es reparteixen 380 u.m. (100 per als creditors i 280 per als accionistes). Per tant, l'existència d'impostos comporta un incentiu al finançament via deute.

De fet, comunament s'accepta que aquesta desgravació en realitat suposa que el cost de l'endeutament resulta ser menor. En l'exemple anterior, podem considerar que el cost de l'endeutament, en comptes d'ésser de 100 u.m., és en realitat 70 u.m., ja que gràcies al pagament d'interessos hem pogut estalviar 30 u.m. d'impostos.

2.2.6. La segona tesi sobre l'estructura òptima de capital

Analitzats els efectes que hem vist que comporta l'existència d'impost sobre beneficis empresarials, els mateixos economistes, Modigliani i Miller, van reformular el seu model per a incorporar-lo. En aquest segon model, anomenat de la Dependència (doncs ara el valor de l'empresa sí que depèn de l'estructura de capital triada), la recomanació a les empreses era endeutar-se al màxim, per a maximitzar la desgravació fiscal, minimitzar els fons que surten de l'empresa, i per tant, maximitzar-ne el valor.

No cal dir que aquesta segona tesi va collir tantes crítiques com la primera. Com era possible que el model, tan ben resolt matemàticament, proposés endeutar-se fins al 99,99%? No tenia lògica en el món empresarial «real».

De nou, l'explicació són les hipòtesis de partida del model que, amb un simple «no existeixen costos d'insolvència en el model», evitava els riscos reals que té una empresa que es *sobreendeuta*.

De nou, això no resta valor als dos models de Modigliani i Miller, que ens han permès, gràcies a les hipòtesis restringides, analitzar alguns dels conceptes més importants que cal conèixer sobre el finançament empresarial. Posteriorment, molts altres economistes, basant-se en aquests models, han anat intentant eliminar hipòtesis per a dotar de més realitat a les conclusions obtingudes.

2.2.7. L'efecte del risc i la tercera tesi sobre l'estructura òptima de capital

Ja hem comentat el tema del risc en parlar del palanquejament financer. En efecte, en incrementar el pes de l'endeutament en l'estructura de capital, el risc dels accionistes s'incrementa, ja que ho fa també la variabilitat estimada dels seus resultats. Si tot va bé, els efectes del palanquejament els permeten augmentar la seva rendibilitat, però si va malament pot perillar la seva retribució.

Si la proporció de deute comença a créixer a nivells importants, no només els accionistes estaran preocupats per la possibilitat que els seus resultats siguin menors que els esperats, ja que arriba un cert nivell que també els creditors comencen a témer per si uns mals resultats finalment duen l'empresa no només a no poder retribuir accionistes sinó també a no poder pagar els interessos del deute.

Cal dir que en els anys previs a la crisi, per norma general tots els «actors econòmics» van voler veure només una part dels efectes del palanquejament, la positiva: el palanquejament permet augmentar de forma important la rendibilitat de la inversió, ja que «posant menys ens toca més a cadascun». És cert que les coses van anar bé al principi. Però van oblidar l'altra part, la del risc, aquella que diu que ha augmentat la variabilitat en els resultats... tant a l'alça, com a la baixa, i si les coses es torcen (les inversions no surten, els pisos baixen, els interessos pugen, costa refinançar el deute amb més deute...), els creditors voldran cobrar el que es va pactar. Igualment els creditors també van patir aquesta espècie de «miopia financera», que avui els ha dut a no poder cobrar una part important del que van invertir.

Aquesta és la part negativa del palanquejament (o del palanquejament excessiu).

La part positiva, com també hem vist, és la desgravació fiscal, que permet que es quedin més recursos en l'empresa (no en l'Estat), cosa que n'augmenta el valor.

La tercera teoria, anomenada del *Trade-Off*, formulada inicialment per Kraus i Litzenberger, busca precisament un equilibri entre ambdues conseqüències, la positiva i la negativa, de l'endeutament. I la seva conclusió és que mentre l'endeutament és petit, té més efecte la desgravació fiscal, i per tant a l'empresa li compensa fer petits augments en el palanquejament per a aprofitar-la. Però quan aquest creix, va arribant a un moment en què comencen a aparèixer (encara incipients) els possibles riscos d'insolvència. Si la proporció de deute comença a ser excessiva, aleshores els anomenats

«costos d'insolvència» passen a tenir més pes que els avantatges fiscals. L'empresa haurà de buscar aquest nivell que equilibri els beneficis i costos del deute per a maximitzar el seu valor.

2.3. La segona decisió: Autofinançament i política de dividendes

Fins ara hem analitzat les dues formes bàsiques de finançament empresarial: capital i deute, veient les repercussions que cadascuna d'elles té sobre l'empresa, i tractant de determinar una estructura de capital (combinació d'ambdues fonts) que fos òptima.

Centrem-nos en aquest apartat en el finançament amb fons propis, ja que s'hi associa una sèrie de conceptes sobre els quals és interessant reflexionar, com són l'autofinançament empresarial i la política de dividendes.

Vegem-ho. Quan al final de l'exercici una empresa obté beneficis, ha de decidir si els reparteix com a dividendes, o bé si els manté dins de l'empresa (com a reserves), per a finançar futures inversions.

Comencem per l'autofinançament. Aquest es compon en realitat de dues partides: els beneficis retinguts (no repartits com a dividendes) i les amortitzacions. Com sabem, les amortitzacions són una partida de despesa en el compte de resultats però que no ha suposat en realitat cap sortida d'efectiu. Comunament s'accepta que les quantitats destinades a amortització són les que serviran com a «autofinançament de renovació o manteniment», és a dir, per a anar renovant aquells actius afectes a aquestes amortitzacions, per a evitar-ne l'obsolescència. En canvi, els beneficis retinguts es consideren «autofinançament d'expansió o enriquiment», ja que han de permetre noves inversions que vagin més enllà de la renovació dels actius actuals. Per tant, sembla clar que és beneficiós per a l'empresa, de cara al finançament de noves inversions, destinar la major part de benefici possible a reinvertir, en detriment del dividend de l'accionista, oi?

D'altra banda, hem vist que entre els accionistes i creditors, els primers són els que més arrisquen el seu capital en invertir en l'empresa, i que esperen una retribució d'acord al risc assumit. Si no se senten retribuïts, segurament deixaran de finançar l'empresa i buscaran millors inversions en un altre lloc, i a l'empresa li costarà convèncer nous accionistes perquè hi inverteixin. Ja no sembla la millor decisió el no repartir dividendes, veritat?

Qualsevol decisió que es prengui en un sentit anirà en detriment de l'altre: a més dividendes, menys diners per a reinvertir, i a l'inrevés. Encara

que ja hem vist anteriorment que sovint en finances les decisions preses tenen conseqüències que a primera vista no havíem pensat.

Per exemple, si no es paguen dividendes, l'accionista no està sent retribuit? Segurament hauríem de convenir que sí, ja que és propietari d'una part de l'empresa, i si els beneficis es queden dins de l'empresa està clar que el valor de la seva participació augmenta. Recordem que els accionistes poden guanyar per mitjà dels dividendes o dels guanys de capital (plusvàlues). Per tant, a més reinversió més capacitat de l'empresa de generar beneficis en el futur i augment del preu de les seves accions.

Està clar, doncs, que ambdues decisions són bones per a l'accionista. Però, alguna és millor que l'altra? Val igual un euro per a l'accionista com a dividend que reinvertit en l'empresa?

Igual que hem vist en discutir l'estructura de capital òptima, hi ha hagut diverses teories que donaven suport a una o altra decisió... o a ambdues.

Modigliani i Miller, una altra vegada, en la seva Teoria de la Irrellevància sostenien precisament això, que la decisió és irrellevant, ja que per a l'accionista és el mateix rebre un euro de dividend que les accions que posseeix pugin un euro, la seva riquesa no canvia. I de fet, els mercats financers ens donen prova d'aquesta teoria sovint; cada vegada que una companyia paga dividend, la seva cotització disminueix en aquesta sessió aproximadament pel valor del dividend, mantenint per tant la riquesa de l'accionista invariable.

Un segon grup de teories (que podríem denominar d'«ocell en mà»), consideren que el dividend d'avui és una cosa segura, mentre que els beneficis futurs són incerts, de manera que consideren que un inversor pagarà una mica més per les accions d'una empresa que reparteix dividendes que per les d'una altra similar que no ho fa, és a dir, percep que el valor de la que reparteix dividendes és una mica major.

En canvi, un tercer grup de teories considera el contrari, ja que una empresa que no reparteix dividendes significa que els reinverteix i té un potencial de beneficis futurs major que una altra similar que no reinverteix i reparteix dividendes. En aquest cas els inversors pagaran una mica més per les accions de la primera, ja que creuen que el valor d'aquesta empresa és major.⁸

A favor dels dividendes, cal assenyalar que si l'empresa reparteix dividend tampoc no està limitant la seva capacitat futura de creixement (en disminuir la reinversió), ja que, si té possibilitat de realitzar noves inversions,

8. Per a una completa informació sobre les diferents teories sobre dividendes, vegeu Mascareñas (2002), «La política de dividendos»

sempre pot sol·licitar de nou fons als seus accionistes, realitzant una ampliació de capital. I encara que aquest comportament pugui semblar incongruent (repartir dividend per a sol·licitar fons posteriorment), la realitat també ens mostra que és una cosa habitual. Si analitzem les últimes ampliacions de capital realitzades, segurament comprovarem que les empreses sí que van pagar dividend en l'exercici anterior.

D'altra banda, també hi ha importants arguments a favor de la reinversió. De cara a l'accionista, la fiscalitat que li sigui aplicable podria fer que li resultés més convenient tributar per guanys de capital que per dividends, per exemple. Això pot ocórrer si fiscalment es vol incentivar la reinversió per a afavorir el creixement de les empreses. No és el nostre cas en l'actualitat, en la que ambdós rendiments tributen per igual, encara que el fet de cobrar dividends implica que l'accionista hagi de tributar obligatòriament en aquest període, en canvi, si l'empresa reinverteix els beneficis, l'accionista decideix quan ven les seves accions, i, per tant, quan tributa.

Un altre argument a favor de la reinversió seria el dels costos. Encara que és cert que una empresa que ha pagat dividend, posteriorment pot realitzar una ampliació de capital, aquesta li comportarà una sèrie de despeses d'emissió que l'empresa s'estalvia si reinverteix el benefici obtingut i no reparteix dividend.

En general, un bon criteri que hauria d'ajudar a decidir entre dividend i reinversió seria analitzar el rendiment que els accionistes requereixen per la seva inversió, i comparar-lo amb el rendiment que l'empresa considera que podrà obtenir amb els projectes d'inversió als quals aplicarà aquests recursos: si pot aconseguir un rendiment superior, aleshores la decisió òptima serà reinvertir. En canvi, si l'accionista pot obtenir un major rendiment fora de l'empresa, aleshores la decisió òptima és repartir dividends, ja que l'empresa no ha estat capaç d'aconseguir projectes d'inversió amb rendiments majors.

2.4. La tercera decisió: Deute a curt o a llarg termini

No podem acabar sense detenir-nos a analitzar també breument les principals decisions relatives al finançament via deute, respecte al termini.

Existeix una ràtio utilitzada pels analistes financers que és la «de qualitat del deute». Aquesta ràtio mesura la proporció de l'endeutament a curt termini d'una empresa en relació amb el seu endeutament a llarg. Quanta menor proporció millor: més qualitat de deute té l'empresa. Sembla que com més llarg termini tingui el nostre endeutament, de millor «qualitat»

serà. També sembla que coincideix amb el nostre sentit comú, ja que si som sincers, en la nostra vida quotidiana ens produeix més estrès el que hem de pagar la setmana vinent que el que hem de pagar d'aquí a 10 anys, encara que aquesta última quantitat sigui sensiblement major.

No obstant això no hem de dur aquesta primera aproximació a l'extrem. Una primera regla general és: financi a llarg termini les seves inversions a llarg termini i financi a curt termini les seves inversions a curt termini. Moltes vegades la mateixa inversió condiona el termini del finançament. Si la nostra empresa és bàsicament comercial i no té necessitats importants d'inversió a llarg termini, seria poc recomanable basar el nostre finançament en productes de llarga durada, de fet difícilment trobaríem finançadores en el mercat que ens els proporcionessin. Per contra si estem en una empresa industrial amb grans necessitats d'inversió a llarg termini, seria un suïcidi finançar-les a curt.

Dit això, per a tenir un balanç equilibrat és aconsellable seguir la norma anterior, però amb una matisació: «Financi a llarg les seves inversions a llarg... i també una mica de les seves inversions a curt». Aquesta part de deute a llarg que està finançant inversions a curt (actius corrents) l'anomenem «fons de maniobra» («*working capital*»). En definitiva cada empresa ha de calcular quin és el fons de maniobra necessari per a no entrar en un procés d'insolvència a curt termini. Aquest fons de maniobra necessari dependrà del «cicle de maduració» i del «cicle de caixa» de cada empresa.

Bàsicament s'han d'analitzar tres conceptes:

- a. Període de pagament a proveïdors ($365 \times \text{deutes de clients} / \text{vendes}$)
- b. Rotacions d'existències ($365 \times \text{existències} / \text{cost de vendes}$)
- c. Període de cobrament dels clients ($365 \times \text{deutes amb proveïdors} / \text{compres}$)

Com més favorables siguin aquests tres conceptes per a l'empresa, menor fons de maniobra necessitarà. Així, si una empresa paga a 90 dies de mitjana, té una alta rotació d'existències i cobra, de mitjana, dels seus clients a 15 dies, aleshores necessita un fons de maniobra menor que una empresa que paga aviat, cobra tard i té baixa rotació d'existències.⁹

En definitiva, si bé és lògic que els actius s'hagin de finançar amb endutaments que tinguin terminis similars, no es pot obviar que un dels

9. Per a conèixer com calcular el fons de maniobra necessari per a una empresa, recomanem el capítol 5è. del llibre «Anàlisi integral d'empreses». Amat, Oriol. Ed. Profit, 2008.

objectius de la gestió financera de l'empresa és assegurar el pagament puntual de tots els compromisos adquirits. Per tant la determinació de la proporció entre deute a curt i a llarg termini s'ha de fer amb l'objectiu de solvència, sobretot a curt termini, en el punt de mira.

3. Conclusions

Hem indicat ja en la introducció, i no deixem de fer-ho també ara, que les decisions més rellevants per a l'empresa són les d'inversió. Aquestes són les decisions clau, ja que són les que al final generaran beneficis a l'empresa.

Això no significa, per descomptat, que no hàgim de dotar l'empresa del millor finançament possible. I per a això, ja ho hem vist, no hi ha receptes senzilles. No existeix, ni aquell percentatge únic i òptim de proporció entre deute i capital, ni aquella política de dividendes inequívoca, ni el finançament via deute incontestable. Com sempre, cal aplicar molt sentit comú.

Però per a donar suport a les decisions amb sentit comú, res millor que uns coneixements previs sobre quines decisions he de prendre, la repercussió de cadascuna de les decisions que prenem i per què les prenem.

Hem vist en primer terme que hem de conèixer quin és el cost del nostre finançament, imprescindible per a poder posar un «llistó» als projectes d'inversió que l'empresa es plantegi.

Posteriorment hem analitzat diverses teories sobre l'estructura de capital òptima de l'empresa, i, el que és més important, en quins conceptes se sustenten. Això és molt important, no ens cansarem de dir-ho, per a no prendre decisions a cegues o seguint receptes que no sabem gaire bé on ens duen. Si tenim clars els avantatges i inconvenients reals del deute i els fons propis podrem prendre una decisió raonada sobre la millor estructura de capital per a la nostra empresa.

Amb posterioritat analitzem les decisions entre repartir dividendes o reinvertir en l'empresa. De nou no hem vist receptes màgiques, no existeixen. Trobarem exemples d'importantes empreses reeixides que reinverteixen el 100% dels seus beneficis i també d'altres molt ben valorades per la seva generosa política de dividendes. De nou l'important és entendre què significa cada opció, els seus pros i les seves contres.

Finalment, i no per això menys important, hem d'analitzar l'estructura de terminis del nostre deute, de cara a reforçar la solvència de l'empresa.

Referències Bibliogràfiques

- ALCOVER, S. (2009) «Metodología del descuento de flujos de caja (DCF)», *Revista de Comptabilitat i Direcció*, 8, pp. 31-58.
- AMAT, O. (2008) *Anàlisi integral d'empreses*, Editorial Profit, Barcelona.
- BRALEY, R. i MYERS, S. (1998) *Fundamentos de financiación empresarial*, Mc Graw Hill, Madrid.
- BREALEY, R.A. i MYERS, S. (1993) *Fundamentos de financiación empresarial*, McGraw-Hill, Madrid.
- BRUN, X., ELVIRA, O. i PUIG, X. (2008) *Matemática financiera y estadística básica*, Editorial Profit, Barcelona.
- COPELAND, T.E., WESTON, J.F. i SHASTRI, K. (2005) *Financial theory and corporate policy*, Pearson Addison Wesley, Boston.
- GÓMEZ-BEZARES, F. (2009) *Las decisiones financieras en la práctica*, Desclée de Brouwer, Bilbao.
- KRAUS, A., LITZENBERGER, R.H. (1973) «A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage», *Journal of finance*, Setembre, pp. 911-922.
- LASSALA, C., MEDAL, A., NAVARRO, V., SANCHIS, V. i SOLER, A. (2006) *Dirección financiera II. Medios de financiación empresarial*, Edicions Pirámide, Madrid.
- MASCAREÑAS, J. (2002) *La política de Dividendos*, monografia disponible a <http://www.ucm.es/info/jmas/monograf.htm>
- MASCAREÑAS, J. (2008) *El Coste del capital*, monografia disponible a <http://www.ucm.es/info/jmas/monograf.htm>
- MODIGLIANI, F. i MILLER, M. (1958) «The Cost of Capital, Corporation Finance and the theory of Investment», *American Economic Review*, 48(3), pp. 261-297.
- MODIGLIANI, F. i MILLER, M. (1961) «Dividend Policy, Growth and the valuation of Shares», *Journal of Business*, 34, pp. 411-433.
- MODIGLIANI, F. i MILLER, M. (1963) «Corporate income taxes and the Cost of Capital: a correction», *American Economic Review*, 53(3), pp. 433-443.
- ORTIGUEIRA, J.M. (2004) «Casos prácticos sobre análisis de inversiones y financiación de PIMES», Edicions Pirámide, Barcelona.
- RIBAS, E., MONTLLOR, J. i TARRAZON, M.A. (2003) «La empresa en el sistema financiero español», Mc Graw Hill, Madrid.
- VAN HORNE, J.C. (1986) *Financial management and policy*, Prentice-Hall International, Londres.

