

## **Política financiera de la empresa**

XAVIER PUIG  
Universitat Pompeu Fabra

GEMMA CID  
Universitat Pompeu Fabra

Fecha de recepción: 8/11/10

Fecha de aceptación: 1/03/11

### **Resumen**

El director o responsable financiero debe diseñar una correcta estructura de financiación para la empresa. Esto es sin duda una obviedad. Lo que ya no es tan obvio es lo que esto significa, es decir, las decisiones básicas que debe tomar y los criterios que debe tener en cuenta para tomarlas.

En primer lugar, deberá decidir la mejor estructura de capital para la empresa (proporción entre fondos propios y deuda en el pasivo del balance), para lo que es imprescindible conocer el coste de capital de la empresa, las consecuencias del apalancamiento (o endeudamiento), el efecto fiscal de la deuda, etc.

En segundo lugar, deberá decidir sobre la política de reinversión de beneficios o bien de distribución de dividendos. Para ello, de nuevo, precisará conocer las consecuencias de una u otra decisión, para tratar de hallar la política mejor para la empresa.

Por último, deberá decidir la proporción de deuda que es aconsejable mantener a corto y largo plazo, con el objetivo de garantizar la solvencia de la empresa.

El día a día conlleva una infinidad de decisiones operativas, sobre productos, proveedores, condiciones y acuerdos varios, que puede hacernos perder la visión a largo plazo. Por ello es imprescindible conocer las variables clave que sustentan la estructura financiera básica de la empresa.

Sin las decisiones básicas bien tomadas, luego los errores, como lamentablemente vemos en estos tiempos de crisis, pueden ser fatales.

### **Palabras clave**

Coste del capital, fondos propios, accionistas, acreedores, deuda, prima de riesgo.

### **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. Introducción

Un primer acto de humildad para los financieros es aceptar que lo verdaderamente importante en una empresa son sus decisiones de inversión, las de financiación también, pero subordinadas a las primeras. La inversión es el motor de una empresa, es lo que va a generar rendimiento futuro. La financiación va detrás. Una excelente inversión puede camuflar una financiación errónea, pero una excelente financiación difícilmente podrá compensar una mala inversión. Generalmente las decisiones de inversión son muy estratégicas y por ello corresponden al Consejo de Administración y a la Dirección General. La labor de la dirección financiera tiene que ir en ambos sentidos: validar la bondad de las inversiones propuestas y diseñar la mejor forma de financiarlas. De hecho, si quisiéramos definir de una forma sencilla la función de un(a) director(a) financiero(a) diríamos que es: *diseñar el balance ideal de la empresa en cada momento, tanto activos (inversiones) como pasivos (financiación)*. Este artículo tratará de exponer las ideas clave a la hora de tomar decisiones de financiación empresarial, mediante la explicación de las teorías principales que nos han de guiar para diseñar una buena estructura del capital, política de dividendos, etc.

## 2. ¿Cómo se financian las empresas? Un poco de teoría

### 2.1. *El objetivo principal es generar valor para la empresa*

En el día a día de las empresas, el director o responsable financiero debe tomar un sinnúmero de decisiones encaminadas al cumplimiento de un no menos importante número de objetivos. De todas formas, como en cualquier otra actividad humana de elevada complejidad, siempre es conveniente (aunque mejor diríamos que es imprescindible) intentar abstraerse y realizar una reflexión sobre lo que de verdad es importante, lo básico. Y en cuestión de objetivos, diríamos que todas las decisiones que toma el responsable financiero deben ir encaminadas a generar valor para la empresa. De forma genérica, pues, aquellas decisiones que den valor a la empresa serán decisiones correctas y aquellas que resten valor a la empresa serán incorrectas, tanto las referentes a inversión como a financiación.

Aunque nuestro objetivo va a ser analizar todos aquellos elementos que se deben tener en cuenta a la hora de tomar decisiones de financiación, paradójicamente vamos a empezar realizando una breve reflexión de lo que significa crear valor con decisiones de inversión, pues precisamos de cier-

tos conceptos técnicos antes de adentrarnos en las decisiones de financiación.

En las decisiones de inversión, el responsable financiero debe seleccionar aquellos proyectos que generen valor para la empresa. Y, ¿cómo podemos saber qué proyectos generan valor y cuáles no? Generalmente aceptamos que las dos herramientas básicas para el análisis de inversiones son: el cálculo del Valor Actual Neto (VAN) y la Tasa Interna de Rentabilidad (TIR). Entender estos dos conceptos y su interpretación no sólo es imprescindible para tomar decisiones de inversión (que lo es) sino también para entender, posteriormente, las diferentes decisiones posibles sobre su financiación. Abrimos, pues, un pequeño paréntesis para recordar de forma muy sencilla en qué se basan ambas herramientas y qué información nos proporcionan.<sup>1</sup>

Generalmente, calculamos el VAN para decidir si la empresa debe invertir en un proyecto o no. Si el resultado del cálculo del VAN es positivo (mayor que cero) entonces a la empresa le conviene realizar el proyecto, y al contrario, si es negativo no le conviene. La TIR, que se halla a partir del cálculo del VAN, nos dará la rentabilidad en término de interés compuesto, del proyecto analizado. De forma muy esquemática, el concepto del VAN se puede resumir en:

$$\text{VAN} = -\text{Valor de la inversión hoy} + \frac{\text{Valor actual de los flujos futuros esperados}}{\text{esperados}}$$

Si para la empresa, el valor actual de los flujos futuros es superior al valor de la inversión (por tanto, VAN positivo), significará que el proyecto le conviene. Y al contrario, si el valor actual de lo que recibirá es inferior a lo que debe invertir, entonces el proyecto no le es conveniente.

No se le escapa al lector que éste es un método que intenta cuantificar las previsiones futuras de «flujos financieros» que ofrecerá la inversión, una inversión que debemos decidir «hoy» si se lleva a cabo o no. Y esto no es sencillo. Cuando los socios primigenios de AIRTEL decidieron realizar la inversión de puesta en marcha de dicha empresa: ¿Conocían los flujos futuros que obtendrían?, obviamente no. La inversión fue un éxito rotundo y ni el más optimista podía imaginar los rendimientos finales de dicha inversión. Las empresas concesionarias que ejecutaron las radiales de Madrid, ¿Conocían los flujos futuros que obtendrían?, obviamente tampoco,

1. Para mayor comprensión práctica de los conceptos de VAN y TIR ver el capítulo 4 de «Matemática financiera y estadística básica». Brun, Elvira y Puig. Editorial Profit, 2008.

de haberlos conocido no hubieran emprendido la aventura. En definitiva, una decisión de este tipo requiere una visión estratégica que escapa muchas veces a las competencias generalmente otorgadas a una dirección financiera, pero es ella quien debe parametrizar todos los escenarios previstos, aportando un punto de vista crítico y prudente al proyecto.

¿Y qué tasa utilizará la empresa para actualizar los flujos futuros estimados?

La empresa deberá utilizar aquella tasa a la que puede financiarse, que, en definitiva, marcará el listón de la rentabilidad mínima que debe ofrecer el proyecto para ser aceptado.

Por tanto, una primera labor imprescindible para el director financiero es conocer cuál es el coste de financiación de sus recursos. El **coste de capital** –traducción literal del término inglés «*cost of capital*», lo que lleva a equívocos en castellano– es justamente eso: el coste medio ponderado de las dos grandes fuentes de financiación de una empresa: la deuda y los capitales propios. Debemos, entonces, conocer el coste del endeudamiento y el coste de los capitales propios de una empresa (por cierto, estos últimos no sólo no son gratis, como algunos de nuestros estudiantes de economía piensan, sino que son más caros que la deuda).

En el siguiente apartado repasaremos cómo calculan las empresas su coste de capital actual y, lo qué es aun más difícil: su coste de capital futuro, como demuestran los más recientes acontecimientos. ¿Conocía la banca, estadounidense, británica, irlandesa o española el coste de refinanciación de su deuda, la cual había aplicado a su aventura inmobiliaria?, ¿Sabía el aumento de la prima de riesgo que le afectaría a sus futuras emisiones de acciones? ¿Qué empresa puede predecir el coste de financiación a largo plazo, tanto vía ampliación de capital como de deuda?

Conocer y/o predecir ese coste de capital de un proyecto de inversión no es algo sencillo, sobre todo en épocas de grandes turbulencias en los mercados financieros que marcan justamente eso: las primas de riesgo en cada momento, en cada país, en cada sector, en cada empresa.

Pasemos pues a las decisiones de financiación. Hemos comentado al principio que, para cumplir el objetivo básico, deberemos tomar aquellas decisiones de financiación que generen valor para la empresa. Pues comencemos a aclarar de qué hablamos cuando hablamos de «decisiones de financiación».

## 2.2. La primera decisión: La estructura de capital

### 2.2.1. Partidas que componen la estructura de capital: fondos propios y deuda

Las diferentes fuentes de financiación de la empresa las hallamos en el pasivo de su balance.

	FONDOS PROPIOS
ACTIVO	DEUDA

Aunque puedan componerse de una importante multitud de productos diversos de financiación (el sector financiero es hábil para ir «innovando» cada vez con nuevas fórmulas de inversión con nombres sofisticados, habitualmente en inglés), en realidad sólo existen dos formas de financiar proyectos de inversión nuevos:

- 1.- FONDOS PROPIOS (Capital y Reservas)
- 2.- DEUDA

¿Qué diferencia a ambos tipos de financiación?

En primer lugar, al hablar de deuda, nos referimos tanto a los múltiples títulos de deuda que las empresas pueden emitir en mercados financieros (bonos con infinidad de características diferentes en: plazos, periodicidad de pago, forma de cálculo del cupón, garantías, etc.) como también a la deuda contraída con las entidades financieras directamente, ya que un préstamo bancario no es más que un bono con un solo suscriptor: el banco. Es decir, cuando hablamos de «bonos» nos referimos a cualquier forma de financiación ajena de una empresa.

Cuando la empresa emite deuda, y uno o diversos inversores la suscriben, se establece mediante un contrato todo lo relativo a la amortización y retribución del préstamo: el tipo de interés que se abonará (o índice al que

se referenciará), vencimiento, fechas de pagos intermedios, garantías, etc. Todo está pactado, el único riesgo es el de impago. Riesgo de crédito, por tanto.

Por otro lado, cuando nos referimos a capital, nos referimos a las aportaciones que han hecho los socios o accionistas, directamente (capital) o a través de beneficios no distribuidos de ejercicios anteriores (reservas), y que en caso de precisar nuevos fondos se instrumenta con ampliaciones de capital, en las cuales los actuales socios tienen derecho preferente de suscripción.

En el caso de las acciones, la empresa no se compromete a una retribución prefijada, como sucedía con la deuda. En este caso los inversores son socios de la empresa, y por tanto, participan de la marcha de ésta, quedándose con la «renta residual» que obtiene la empresa después de haber hecho frente al resto de sus compromisos, incluidos los pagos a los acreedores en concepto de intereses de la deuda. En el caso de los accionistas, reciben su retribución por dos vías: por pago de dividendos, y por ganancias de capital (incremento en el valor de la acción).

Cuando hablamos de la gran decisión sobre qué estructura de capital debe tener una empresa, nos estamos refiriendo a qué proporción consideramos adecuada de fondos propios y qué proporción de deuda. ¿Dónde situamos, en nuestro balance, la línea que separa ambas fuentes? Ha habido importantes teorías para tratar de responder a esta cuestión ¿hay una estructura de capital óptima? ¿Alguna maximiza el valor de la empresa? (recordemos que éste es el objetivo principal).

Para verlas, deberemos ir conociendo otros conceptos importantes, como el cálculo del coste de capital y el efecto apalancamiento.

### 2.2.2. *Costes de cada fuente de financiación y coste del capital*

Por lo que hemos podido ver, entre fondos propios y deuda hay importantes diferencias en cuanto al riesgo asumido por parte de aquellos inversores que deciden ser acreedores de la empresa (deuda) y los que deciden ser socios (capital). Y siempre, en finanzas, asumir más riesgo también comporta una exigencia de obtener mayor rentabilidad.

Fijémonos en algo muy obvio: si tanto accionistas como acreedores esperan de la empresa una retribución por su inversión, esa retribución es exactamente el «coste» que la empresa debe satisfacer por dicha expectativa. Lo que para los inversores es «rentabilidad» para la empresa es «coste».

La rentabilidad esperada por los accionistas es el coste para la empresa de sus fondos propios, y la rentabilidad esperada por los acreedores es el coste para la empresa de su deuda. ¿Y el coste total para la empresa? Es el coste agregado de todas las fuentes de financiación o «coste de capital», ya mencionado anteriormente.

Veamos primero cómo calculamos el coste de los fondos propios y el coste de la deuda, para finalmente calcular el coste de capital de una empresa.

Para invertir en la empresa, obviamente los aportantes de capital, los accionistas, exigirán más rentabilidad que los bonistas, pues también su riesgo es mayor. Es decir, el coste de financiarse vía fondos propios es mayor que el coste de endeudarse. ¿Cuánto mayor? Y ¿Cuál es el coste de los fondos propios? Y ¿Cómo se calcula? El coste del endeudamiento es fácil, es conocido, está en el contrato, pero el coste de capital de una ampliación de capital ¿dónde está? Difícil pregunta, contestada académicamente por la formulación de Gordon y Shapiro o por el modelo CAPM («*Capital Asset Pricing Model*»), donde la clave es el concepto de «prima de riesgo».

Si una empresa emite al mismo tiempo acciones y bonos para financiar un proyecto de inversión, el coste del endeudamiento (bonos) es conocido de antemano: la tasa de interés al que la empresa retribuye dichos bonos; supongamos, por ejemplo, que es el 4,5 % anual. ¿Y cuál es el coste de capital de los recursos captados mediante la ampliación de capital? ¿Por qué un inversionista aportaría sus ahorros comprando acciones de esa empresa y no bonos?

En principio comprará acciones porque tiene la expectativa de que obtendrá una «prima» sobre ese 4,5%; si no obtiene algo más que ese 4,5%, entonces ¿para qué comprar acciones? comprará bonos que, además, en caso de quiebra de la empresa emisora tendrá prelación en el derecho de cobro de su valor liquidativo respecto a los accionistas, que son los últimos que tienen derecho a cobrar.

Ahora la pregunta es. ¿Qué prima de riesgo, que «plus» de rentabilidad se le ofrece a un inversionista para convencerle que compre acciones y no bonos?, pues dependerá básicamente de las perspectivas futuras de obtener beneficios de la empresa. Analistas inversores, periodistas y la misma empresa intentarán convencer a los inversionistas de sus estimaciones sobre beneficios futuros, porque ésta es la clave. Desgraciadamente el futuro, como decía Paul Valery, ya no es lo que era. Cada vez las turbulencias son más frecuentes y más volátiles.

Pero pongamos un ejemplo que nos puede ilustrar el tema:



Telefónica cotizaba el día 2 de noviembre de 2010 a 19,50 € y el día 30 del mismo mes lo hacía a 16,50 €. En términos de prima de riesgo significa que, obviamente, los inversores percibieron un aumento de riesgo de Telefónica y su valor cayó<sup>2</sup>. Hagamos un pequeño y sencillo cálculo para obtener una aproximación de esa «prima de riesgo».

El beneficio por acción (BPA) esperado de Telefónica para el 2011 era de 1,86 € por acción<sup>3</sup>, por lo tanto si alguien compró una acción a 19,50 € el 2 de noviembre de 2010 y suponiendo que esa expectativa de beneficio se cumpliera, significa que ese inversor esperaba, simplificando, una rentabilidad de:

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

Podemos convenir que, ese día, había inversores dispuestos a considerar que el 9,54% era una buena rentabilidad para su inversión en acciones de Telefónica. El precio de 19,50 € con la expectativa de un beneficio de 1,86 € al año era aceptable para ellos.

Es decir, Telefónica puede estimar, a partir de los precios a que los inversores están comprando sus acciones en el mercado, una aproximación de su «coste de fondos propios». Insistimos en que se trata de una aproximación, pero las conclusiones utilizando fórmulas más complejas serán muy similares al cálculo sencillo aquí desarrollado.

Pero sigamos con el ejemplo. ¿Anunció Telefónica que sus beneficios esperados disminuirían? Ello explicaría de forma clara que sus acciones bajaran de valor ya que si la empresa vale lo que es capaz de generar en beneficios, pues es obvio que si esos beneficios disminuyen el valor de la compañía también disminuye. Pero no, al contrario, su presidente anunció que las previsiones de beneficios crecientes se mantenían.

---

2. Hay que tener en cuenta que el 8 de noviembre Telefónica repartió un dividendo bruto por acción de 0,65 €. Es decir que de esos 3 € que descendió la cotización entre el 2 de noviembre y el 30 de noviembre, 0,65 € de la bajada se explican por este pago de dividendo.

3. Estimaciones según consenso de analistas publicada en «Invertia.com» cuya fuente es: Reuters y Factset. Esta estimación del BPA de Telefónica no varió en las fechas analizadas del 2/11/2010 al 30/11/2010.

4. Esto es una simplificación. Esta rentabilidad sería cierta si Telefónica obtuviera el mismo beneficio de 1,86 € por acción todos los años, pero considerar los beneficios constantes de una empresa es una hipótesis irreal. Una hipótesis más cercana a la realidad sería suponer que, en general, los beneficios de una empresa, en periodos largos, no necesariamente año a año, sean crecientes, sobre todo si observamos las series de BPA de las grandes empresas cotizadas en las principales bolsas de valores del mundo. Si eso fuera así para Telefónica, significaría que la rentabilidad de ese inversor también sería creciente, superaría el 9,54% a lo largo de los años.

Pero, ¿qué pasó entonces durante los siguientes días de noviembre? Pues que las incertidumbres sobre la solvencia de España, también contagiaron a sus empresas. Las personas en mayor o menor medida somos aver-sas al riesgo y cuando observamos algún indicio de problemas, si podemos, los rehuimos. Los inversores percibieron más riesgo en sus inversiones en España, en otras palabras, estaban dispuestos a comprar acciones de Telefónica sólo si obtenían una «prima de riesgo» mayor que antes, es decir sólo si el precio de sus acciones bajaba. Y así sucedió. El precio bajó a 16,50 € el 30 de noviembre y la nueva rentabilidad que ahora exigían los accionistas para comprar acciones de Telefónica era:

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

Se incrementó la prima de riesgo en 1,73 puntos porcentuales (173 puntos básicos).

Si Telefónica tiene un coste de endeudamiento el día 30 de noviembre (fácil de conocer sabiendo la cotización de sus bonos) del 3,76 % (en bonos a 5 años) y la alternativa de la inversión en acciones ofrece una rentabilidad de un 11,27 %, entonces resulta que la prima de riesgo adicional es de:  $11,27 - 3,76 = 7,51\%$ .<sup>5</sup>

Pero, llegados a este punto, si una empresa no cotiza: ¿cómo puede conocer el coste de capital de sus fondos propios? Entramos en un terreno donde se deberá aplicar el sentido común. Si la prima de riesgo de España sube y el de las grandes empresas cotizadas también (el mercado nos lo indica cada día, cada hora, minuto a minuto) es obvio suponer que, en cascada y de forma creciente, el de las medianas y pequeñas empresas también, aunque no estén en el escaparate de la bolsa. A esas empresas habrá que sumarles una prima de riesgo por no cotizar (prima de iliquidez) y por su mayor vulnerabilidad por menor tamaño (prima por mayor probabilidad de insolvencia) que a su vez dependerá de su sector de actividad. Por ejemplo: si una empresa consigue endeudamiento a un coste del 6 % anual, el coste de conseguir que alguien aporte capital será mayor; le tendremos que añadir a ese 6% una prima de riesgo.

Una vez visto cómo podemos calcular/estimar los costes de la deuda y los fondos propios, finalmente el coste de capital se calcula haciendo una

---

5. En ese caso la prima de riesgo de su deuda también aumentó respecto a la del 2 de noviembre. Los inversionistas también exigirán más remuneración por prestar dinero a Telefónica respecto a principios de noviembre. Las primas de riesgo van en cascada: por país, por emisor, por producto, por plazo, etc.

media ponderada de costes. Por ejemplo, si la deuda representa tres cuartas partes del pasivo y tiene un coste del 3,76% y los fondos propios representan una cuarta parte del pasivo y tienen un coste del 11,27%, entonces el Coste de Capital es del 5,64%.

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

Esta sería una sencilla aproximación al cálculo del coste de capital de la empresa (obviamos añadir otras consideraciones necesarias para un cálculo más exacto, pues la intención es que se comprenda aquí el concepto, nada más)<sup>6</sup>. Este sería el tipo al que se financia globalmente la empresa, por tanto, los proyectos que emprenda deberán, como mínimo ofrecer esta rentabilidad (lo que resultará VAN igual a cero) o superior (VAN superior a cero) para ser aceptados.

Suele ocurrir que en este punto el lector se plantea: si la financiación a través de deuda es más barata, ¿por qué razón no financiar directamente los proyectos con deuda? Así, la empresa se financiaría con una fuente más barata, y además conseguiría reducir su coste de capital (al incrementar la proporción de una fuente de financiación con un menor coste).

Para contestar la pregunta debemos conocer otro concepto imprescindible en las decisiones de financiación: el apalancamiento.

### *2.2.3. El apalancamiento financiero: los efectos colaterales de la deuda*

Cuando hablamos de apalancamiento financiero nos referimos simplemente al hecho de financiarse con deuda. Por desgracia, en la coyuntura actual es un término que escuchamos a diario: las empresas están en exceso apalancadas, así como las familias, las entidades financieras y los estados.

¿Por qué las empresas se endeudan? Porque esperan que el coste de su endeudamiento sea inferior al rendimiento aportado por las inversiones así financiadas. Técnicamente, porque esperan que el ROI (el retorno sobre sus inversiones) sea superior al coste de su deuda.

Pero, ¿qué efecto tiene para una empresa aumentar su grado de endeudamiento? Todo responsable financiero debe saber que si aumenta la pro-

---

6. Para más información sobre el Coste del Capital ver Mascareñas, J., «El Coste del Capital» (2008)

porción de deuda en su estructura de capital (recordemos que este tipo de financiación tiene un coste menor), entonces los accionistas van a percibir que la empresa pierde solvencia y por tanto perciben también un mayor riesgo, y cuando un inversor percibe un aumento de riesgo, automáticamente va a exigir más rentabilidad a su inversión.

Entonces, cosa curiosa, el aumentar el peso del endeudamiento, la «financiación barata», hace que el coste de fondos propios, la «financiación cara», aumente, con lo que el coste de capital de la empresa se mantiene igual.

¿Quiere esto decir que no importa cómo se financie la empresa? ¿Qué cualquier estructura de capital es óptima?

#### 2.2.4. *La primera tesis sobre la estructura óptima de capital*

Pues sí, en efecto, en 1958 los economistas Modigliani y Miller afirmaron que el valor de la empresa es independiente a la estructura de capital, por tanto, el que decidamos tener mayor proporción de deuda o de fondos propios no va a aportar valor a la empresa, que en cualquier caso valdrá lo mismo.

De hecho, si nos paramos a pensar, no resulta en realidad tan descabellado. Veamos.

La primera aportación importante que hicieron fue su visión del concepto de «valor» de una empresa. Para estos dos economistas, el valor de la empresa no lo vamos a conocer mirando el valor de los activos en el balance, ni el valor de éstos en el mercado. El valor de la empresa va a provenir de su capacidad de obtener rendimientos futuros a partir de esos activos. La empresa vale lo que va a poder generar de beneficios futuros.<sup>7</sup>

Imaginemos que una empresa adquiere un automóvil, realmente, ¿podríamos argumentar que el rendimiento de ese automóvil va a ser diferente si lo compramos con fondos propios o si nos endeudamos para adquirirlo? ¿Una máquina funciona mejor si la compramos al contado que si lo hacemos mediante un préstamo a cinco años? Y si el rendimiento va a ser el mismo en ambos casos, ¿cómo podríamos justificar que su valor sea diferente dependiendo de la forma de financiación?

La segunda aportación importante se refiere a la afirmación que antes

---

7. Para mejor comprensión de la valoración de empresas mediante descuentos de flujos y otros métodos, ver Alcover, S (2009) «Metodología del descuento de flujos de caja (DCF)»

hemos hecho: si aumenta el apalancamiento, la proporción de deuda sobre el total del pasivo, aunque ésta sea más barata, tiene un coste adicional, pues provoca un aumento del coste de los fondos propios, por el mayor riesgo a que se ven expuestos los accionistas. Y el coste de capital (coste medio ponderado de fondos propios y deuda) permanece invariable, así como el valor de la empresa.

El modelo fue ampliamente criticado, tanto desde el mundo académico como el empresarial, pues las hipótesis en que se basa son muy restrictivas. En especial, no contemplaba la existencia de impuestos sobre el beneficio empresarial, tema que trataremos a continuación.

Esto no quita el interés (mejor dicho, la necesidad) para el director financiero de conocer el efecto del apalancamiento financiero sobre la rentabilidad del accionista, o la valoración de la empresa a partir de su capacidad generadora de rendimiento futuro. Temas imprescindibles para él.

### *2.2.5. El efecto de los impuestos*

Hasta ahora no hemos hablado sobre la fiscalidad. Hemos considerado que los resultados que obtiene la empresa se reparten únicamente entre sus fuentes de financiación: accionistas y acreedores. En la realidad, el reparto se hace también (de forma estrictamente obligatoria) con un socio que no conocían, un tercer agente: el Estado, a través del Impuesto de Sociedades.

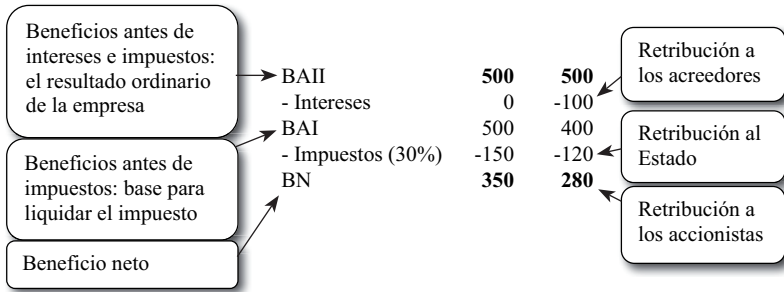
Y en el supuesto de existencia de impuestos (supuesto muy real, por cierto) el pago de intereses de la deuda es un gasto fiscalmente deducible, pues su pago hace disminuir la base sobre la que se calcula el impuesto. No ocurre igual con los dividendos, que se pagan una vez satisfecho el impuesto. Esta diferencia supondrá una ventaja a la financiación mediante deuda que hasta ahora no habíamos contemplado.

Veamos una sencilla cuenta de resultados en la que sí hay impuestos, veremos dos versiones, una sin deuda en la estructura de capital de la empresa, y una segunda con deuda, lo que supone gastos financieros.

En el caso de que la financiación se componga únicamente de fondos propios, el Estado recaudaría un total de 150 unidades monetarias (u.m.), y los accionistas se distribuyen un total de 350 u.m.

En el caso de que exista deuda en la estructura de financiación, al pagar unos intereses de 100 u.m., la base sobre la que se calcula el impuesto es menor, como también lo es el pago del propio impuesto. En este caso, el Estado recauda 120 u.m. y los inversores que han financiado a la empresa se reparten 380 u.m. (100 para los acreedores y 280 para los accionistas).

Por tanto, la existencia de impuestos comporta un incentivo a la financiación vía deuda.



De hecho, comúnmente se acepta que esta desgravación en realidad supone que el coste del endeudamiento resulta ser menor. En el ejemplo anterior, podemos considerar que el coste del endeudamiento, en vez de ser de 100 u.m. es en realidad 70 u.m., ya que gracias al pago de intereses hemos podido ahorrar 30 u.m. de impuestos.

### 2.2.6. La segunda tesis sobre la estructura óptima de capital

Analizados los efectos que hemos visto que comporta la existencia de impuesto sobre beneficios empresariales, los mismos economistas, Modigliani y Miller, reformularon su modelo para incorporarlos. En este segundo modelo, llamado de la *Dependencia* (pues ahora el valor de la empresa sí depende de la estructura de capital elegida), la recomendación a las empresas era endeudarse al máximo, para maximizar la desgravación fiscal, minimizar los fondos que salen de la empresa, y por tanto maximizar el valor de la misma.

Ni que decir tiene que esta segunda tesis cosechó tantas críticas como la primera, ¿cómo era posible que el modelo, tan bien resuelto matemáticamente, propusieran endeudarse hasta el 99,99%? No tenía lógica en el mundo empresarial «real».

De nuevo, la explicación son las hipótesis de partida del modelo, que con un simple «no existen costes de insolvencia en el modelo», evitaba los riesgos reales que tiene una empresa que se sobreendeuda.

De nuevo, esto no resta valor a los dos modelos de Modigliani y Miller, que nos han permitido, gracias a las hipótesis restringidas, analizar algu-

nos de los conceptos más importantes que conocer en la financiación empresarial. Posteriormente, muchos otros economistas, basándose en estos modelos, han ido intentando eliminar hipótesis para dotar de más realidad a las conclusiones obtenidas.

### 2.2.7. *El efecto del riesgo y la tercera tesis sobre la estructura óptima de capital*

Ya hemos comentado el tema del riesgo al hablar del apalancamiento financiero. En efecto, al incrementar el peso del endeudamiento en la estructura de capital, el riesgo de los accionistas se incrementa, pues lo hace también la variabilidad estimada de sus resultados. Si todo va bien, los efectos del apalancamiento les permiten aumentar su rentabilidad, pero si va mal puede peligrar su retribución.

Si la proporción de deuda empieza a crecer a niveles importantes, no sólo los accionistas van a estar preocupados por la posibilidad de que sus resultados sean menores a los esperados, ya que llega un cierto nivel en que también los acreedores empiezan a temer por si unos malos resultados finalmente llevan a la empresa no sólo a no poder retribuir a accionistas sino también a no poder pagar los intereses de la deuda.

Cabe decir que en los años previos a la crisis, por norma general todos los «actores económicos» quisieron ver sólo una parte de los efectos del apalancamiento, la positiva: el apalancamiento permite aumentar de forma importante la rentabilidad de la inversión, ya que «poniendo menos nos toca más a cada uno». Es cierto que las cosas fueron bien al principio. Pero olvidaron la otra parte, la del riesgo, aquella que dice que ha aumentado la variabilidad en los resultados... tanto al alza, como a la baja, y si las cosas se tuercen (las inversiones no salen, los pisos bajan, los intereses suben, cuesta refinanciar la deuda con más deuda...), los acreedores van a querer cobrar lo pactado. Igualmente los acreedores también sufrieron esta especie de «miopía financiera», que hoy les ha llevado a no poder cobrar una parte importante de lo invertido.

Esta es la parte negativa del apalancamiento (o del apalancamiento excesivo).

La parte positiva, como también hemos visto, es la desgravación fiscal, que permite que se queden más recursos en la empresa (no en el Estado), lo que aumenta el valor de la misma.

La tercera teoría, llamada del *Trade-Off*, formulada inicialmente por Kraus y Litzenberger, busca precisamente un balance entre ambas conse-

cuencias, la positiva y la negativa, del endeudamiento. Y su conclusión es que mientras el endeudamiento es pequeño, tiene más efecto la desgravación fiscal, y por tanto a la empresa le compensa pequeños aumentos en el apalancamiento para aprovecharla. Pero cuando éste crece, va llegando a un momento en que comienzan a aparecer (aun incipiente) los posibles riesgos de insolvencia. Si la proporción de deuda empieza a ser excesiva, entonces los llamados «costes de insolvencia» pasan a tener más peso que las ventajas fiscales. La empresa deberá buscar ese nivel que equilibre los beneficios y costes de la deuda para maximizar su valor.

### **2.3. *La segunda decisión: Autofinanciación y política de dividendos***

Hasta ahora hemos analizado las dos formas básicas de financiación empresarial: capital y deuda, viendo las repercusiones que cada una de ellas tiene sobre la empresa, y tratando de determinar una estructura de capital (combinación de ambas fuentes) que fuese óptima para la misma.

Centrémonos en este apartado en la financiación con fondos propios, pues en ella hay una serie de conceptos sobre los que es interesante reflexionar, como son la autofinanciación empresarial y la política de dividendos.

Veamos. Cuando al final del ejercicio una empresa obtiene beneficios, debe decidir si los reparte como dividendos, o bien si los mantiene dentro de la empresa (como reservas), para financiar futuras inversiones.

Comencemos por la autofinanciación. Ésta se compone en realidad de dos partidas: los beneficios retenidos (no repartidos como dividendos) y las amortizaciones. Como sabemos, las amortizaciones son una partida de gasto en la cuenta de resultados pero que no ha supuesto en la realidad salida alguna de efectivo. Comúnmente se acepta que las cantidades destinadas a amortización son las que van a servir como «autofinanciación de renovación o mantenimiento», es decir, para ir renovando aquellos activos afectos a dichas amortizaciones, para evitar su obsolescencia. En cambio, los beneficios retenidos se consideran «autofinanciación de expansión o enriquecimiento», pues han de permitir nuevas inversiones, que vayan más allá de la renovación de los activos actuales. Por tanto, parece claro que es beneficioso para la empresa, de cara a la financiación de nuevas inversiones, destinar la mayor parte de beneficio posible a reinvertir, en detrimento del dividendo del accionista, ¿no?

Por otro lado, hemos visto que entre los accionistas y acreedores, los



primeros son los que más arriesgan su capital al invertir en la empresa, y que esperan una retribución acorde al riesgo asumido. Si no se sienten retribuidos seguramente dejarán de financiar a la empresa buscando mejores inversiones en otro lugar, y a la empresa le costará convencer a nuevos accionistas para que inviertan en ella. Ya no parece la mejor decisión el no repartir dividendos, ¿verdad?

Cualquier decisión que se tome en un sentido irá en detrimento de la otra: a más dividendos, menos dinero para reinvertir, y viceversa. Aunque ya hemos visto anteriormente que a menudo en finanzas las decisiones tomadas tienen consecuencias que a primera vista no habíamos pensado.

Por ejemplo, si no se pagan dividendos, ¿el accionista no está siendo retribuido? seguramente deberemos convenir que sí, pues es propietario de una parte de la empresa, y si los beneficios se quedan dentro de la empresa está claro que el valor de su participación aumenta. Recordemos que los accionistas pueden ganar por la vía de los dividendos o de las ganancias de capital (plusvalías), por tanto, a más reinversión más capacidad de la empresa de generar beneficios en el futuro y aumento del precio de sus acciones.

Está claro, pues, que ambas decisiones son buenas para el accionista. Pero, ¿alguna es mejor que la otra? ¿Vale igual un euro para el accionista como dividendo que reinvertido en la empresa?

Al igual que hemos visto al discutir la estructura de capital óptima, ha habido diversas teorías que apoyaban una u otra decisión... o ambas.

Modigliani y Miller, otra vez, en su Teoría de la Irrelevancia sostenían precisamente eso, que la decisión es irrelevante, pues para el accionista es lo mismo recibir un euro de dividendo a que las acciones que posee suban un euro, su riqueza no cambia. Y de hecho, los mercados financieros nos dan prueba de esta teoría a menudo; cada vez que una compañía paga dividendo, su cotización disminuye en esa sesión aproximadamente por el valor del dividendo, manteniendo por tanto la riqueza del accionista invariable.

Un segundo grupo de teorías (que podríamos denominar de «pájaro en mano»), consideran que el dividendo de hoy es algo seguro, mientras que los beneficios futuros son inciertos, por lo que consideran que un inversor pagará algo más por las acciones de una empresa que reparte dividendos que por las de otra similar que no lo hace, es decir, percibe que el valor de la que reparte dividendos es algo mayor.

En cambio, un tercer grupo de teorías considera lo contrario, ya que una empresa que no reparte dividendos significa que los reinvierte y tiene un potencial de beneficios futuros mayor que otra similar que no reinvierte

y reparte dividendos, en ese caso los inversores pagarán algo más por las acciones de la primera, pues creen que el valor de esa empresa es mayor.<sup>8</sup>

A favor de los dividendos, cabe señalar que si la empresa reparte dividendos tampoco está limitando su capacidad futura de crecimiento (al disminuir la reinversión), ya que, si tiene posibilidad de realizar nuevas inversiones, siempre puede solicitar de nuevo fondos a sus accionistas, realizando una ampliación de capital. Y aunque este comportamiento pueda parecer incongruente (repartir dividendo para solicitar fondos posteriormente), la realidad también nos muestra que es algo habitual. Si analizamos las últimas ampliaciones de capital realizadas, seguramente comprobaremos que las empresas sí pagaron dividendo en el ejercicio anterior.

Por otro lado, también hay importantes argumentos a favor de la reinversión. De cara al accionista, la fiscalidad que le sea aplicable podría hacer que le resultase más conveniente tributar por ganancias de capital que por dividendos, por ejemplo. Esto puede ocurrir si fiscalmente se quiere incentivar la reinversión para favorecer el crecimiento de las empresas. No es nuestro caso en la actualidad, en la que ambos rendimientos tributan por igual, aunque el hecho de cobrar dividendos implica que el accionista deba tributar obligatoriamente en dicho periodo, en cambio, si la empresa reinvierte los beneficios, el accionista decide cuándo vende sus acciones, y, por tanto, cuando tributa.

Otro argumento a favor de la reinversión sería el de los costes. Aunque es cierto que una empresa que ha pagado dividendo, posteriormente puede realizar una ampliación de capital, ésta le comportará una serie de gastos de emisión que la empresa se ahorra si reinvierte el beneficio obtenido y no reparte dividendo.

En general, un buen criterio que debería ayudar a decidir entre dividendo y reinversión sería analizar el rendimiento que los accionistas requieren por su inversión, y compararlo con el rendimiento que la empresa considera que va a poder obtener con los proyectos de inversión a los que aplicará dichos recursos: si puede conseguir un rendimiento superior entonces la decisión óptima será reinvertir, en cambio, si el accionista puede obtener un mayor rendimiento fuera de la empresa, entonces la decisión óptima es repartir dividendos, ya que la empresa no ha sido capaz de conseguir proyectos de inversión con rendimientos mayores.

---

8. Para una completa información sobre las diferentes teorías sobre dividendos, ver Mascafeñas (2002), «La política de dividendos»

## 2.4. La tercera decisión: Deuda a corto o largo plazo

No podemos acabar sin detenernos a analizar también brevemente las principales decisiones relativas a la financiación vía deuda, respecto al plazo.

Existe una ratio utilizada por los analistas financieros que es la de «calidad de la deuda». Esta ratio mide la proporción del endeudamiento a corto plazo de una empresa en relación con su endeudamiento a largo. Cuanta menor proporción mejor: más calidad de deuda tiene la empresa. Parece que cuanto mayor plazo tenga nuestro endeudamiento, de mejor «calidad» será. También parece que coincide con nuestro sentido común, ya que si somos sinceros, en nuestra vida cotidiana nos produce más estrés lo que tenemos que pagar la semana que viene, que lo que debemos pagar dentro de 10 años, aunque esta última cantidad sea sensiblemente mayor.

Sin embargo no debemos llevar esta primera aproximación al extremo. Una primera regla general es: financie a largo plazo sus inversiones a largo plazo y financie a corto plazo sus inversiones a corto plazo. Muchas veces la misma inversión condiciona el plazo de la financiación. Si nuestra empresa es básicamente comercial y no tiene necesidades importantes de inversión a largo plazo, sería poco recomendable basar nuestra financiación en productos de larga duración, de hecho difícilmente encontraríamos financiadores en el mercado que nos los proporcionaran. Por el contrario si estamos en una empresa industrial con grandes necesidades de inversión a largo plazo, sería un suicidio financiarlas a corto.

Dicho esto, para tener un balance equilibrado es aconsejable seguir la norma anterior, pero con una matización: «Financie a largo sus inversiones a largo..... y también algo de sus inversiones a corto». Esa parte de deuda a largo que está financiando inversiones a corto (activos corrientes) la llamamos «fondo de maniobra («*working capital*»)). En definitiva cada empresa debe calcular cuál es el fondo de maniobra necesario para no entrar en un proceso de insolvencia a corto plazo. Este fondo de maniobra necesario dependerá del «ciclo de maduración» y del «ciclo de caja» de cada empresa.

Básicamente se deben analizar tres conceptos:

- a. Periodo de pago a proveedores ( $365 \times \text{deudas de clientes} / \text{ventas}$ )
- b. Rotaciones de existencias ( $365 \times \text{existencias} / \text{coste de ventas}$ )
- c. Período de cobro de los clientes ( $365 \times \text{deudas con proveedores} / \text{compras}$ )

Cuanto más favorables sean estos tres conceptos para las empresas, menor fondo de maniobra necesitará. Así, si una empresa paga a 90 días de

media, tiene una alta rotación de existencias y cobra, de media, de sus clientes a 15 días, entonces necesita un fondo de maniobra menor que una empresa que paga pronto, cobra tarde y tiene baja rotación de existencias.<sup>9</sup>

En definitiva, si bien es lógico que los activos se deban financiar con endeudamientos que tengan plazos similares, no se puede obviar que uno de los objetivos de la gestión financiera de la empresa es asegurar el pago puntual de todos los compromisos adquiridos. Por tanto la determinación de la proporción entre deuda a corto y a largo plazo se ha de hacer con el objetivo de solvencia, sobre todo a corto plazo, en el punto de mira.

### **3. Conclusiones**

Hemos indicado ya en la introducción, y no dejamos de hacerlo también ahora, que las decisiones más relevantes para la empresa son las de inversión. Éstas son las decisiones clave, pues son las que al final van a generar beneficios a la empresa.

Ello no significa, por supuesto, que no debamos dotar a la empresa de la mejor financiación posible. Y para ello, ya lo hemos visto, no hay recetas sencillas. No existe, ni aquel porcentaje único y óptimo de proporción entre deuda y capital, ni aquella política de dividendos inequívoca, ni la financiación vía deuda incontestable. Como siempre, hay que aplicar mucho sentido común.

Pero para dar soporte a las decisiones con sentido común, nada mejor que unos conocimientos previos sobre: qué decisiones debo tomar, la repercusión de cada una de las decisiones que tomamos y porqué las tomamos.

Hemos visto en primer término que debemos conocer cuál es el coste de nuestra financiación, imprescindible para poder poner un «listón» a los proyectos de inversión que la empresa se plantee.

Posteriormente hemos analizado diversas teorías sobre la estructura de capital óptima de la empresa, y, lo que es más importante, en que conceptos se sustentan. Esto es muy importante, no nos cansaremos de decirlo, para no tomar decisiones a ciegas o siguiendo recetas que no sabemos muy bien dónde nos llevan. Si tenemos claras las ventajas e inconvenientes reales de la deuda y los fondos propios podremos tomar una decisión razonada sobre la mejor estructura de capital para nuestra empresa.

---

9. Para conocer cómo calcular el fondo de maniobra necesario para una empresa, recomendamos el capítulo 5.º del libro «Análisis integral de empresas». Amat, Oriol. Ed. Profit, 2008.

Con posterioridad analizamos las decisiones entre repartir dividendos o reinvertir en la empresa. De nuevo no hemos visto recetas mágicas, éstas no existen. Hallaremos ejemplos de importantes empresas exitosas que reinvierten el 100% de sus beneficios y también de otras muy bien valoradas por su generosa política de dividendos. De nuevo lo importante es entender qué significa cada opción, sus pros y sus contras.

Por último, y no por ello menos importante, debemos analizar la estructura de plazos de nuestra deuda, de cara a reforzar la solvencia de la empresa.

## Referencias Bibliográficas

- ALCOVER, S. (2009) «Metodología del descuento de flujos de caja (DCF)», *Revista de Contabilidad y Dirección*, 8, pp. 31-58.
- AMAT, O. (2008) *Análisis integral de empresas*, Editorial Profit, Barcelona.
- BRALEY, R. y MYERS, S. (1998) *Fundamentos de financiación empresarial*, Mc Graw Hill, Madrid.
- BREALEY, R.A. y MYERS, S. (1993) *Fundamentos de financiación empresarial*, McGraw-Hill, Madrid.
- BRUN, X., ELVIRA, O. y PUIG, X. (2008) *Matemática financiera y estadística básica*, Editorial Profit, Barcelona.
- COPELAND, T.E., WESTON, J.F. y SHASTRI, K. (2005) *Financial theory and corporate policy*, Pearson Addison Wesley, Boston.
- GÓMEZ-BEZARES, F. (2009) *Las decisiones financieras en la práctica*, Desclée de Brouwer, Bilbao.
- KRAUS, A., LITZENBERGER, R.H. (1973) «A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage», *Journal of finance*, Septiembre, pp. 911-922.
- LASSALA, C., MEDAL, A., NAVARRO, V., SANCHIS, V. y SOLER, A. (2006) *Dirección financiera II. Medios de financiación empresarial*, Ediciones Pirámide, Madrid.
- MASCAREÑAS, J. (2002) *La política de Dividendos*, monografía disponible en <http://www.ucm.es/info/jmas/monograf.htm>
- MASCAREÑAS, J. (2008) *El Coste del capital*, monografía disponible en <http://www.ucm.es/info/jmas/monograf.htm>
- MODIGLIANI, F. y MILLER, M. (1958) «The Cost of Capital, Corporation Finance and the theory of Investment», *American Economic Review*, 48(3), pp. 261-297.

- MODIGLIANI, F., MILLER, M. (1961) «Dividend Policy, Growth and the valuation of Shares», *Journal of Business*, 34, pp. 411-433.
- MODIGLIANI, F., MILLER, M. (1963) «Corporate income taxes and the Cost of Capital: a correction», *American Economic Review*, 53(3), pp. 433-443.
- ORTIGUEIRA, J.M. (2004) «Casos prácticos sobre análisis de inversiones y financiación de pymes», Ediciones Pirámide, Barcelona.
- RIBAS, E., MONTLLOR, J. y TARRAZON, M.A. (2003) «La empresa en el sistema financiero español», Mc Graw Hill, Madrid.
- VAN HORNE, J.C. (1986) *Financial management and policy*, Prentice-Hall International, Londres.