



Artículo 1
Toda persona...

$R=N+A$



COLECCIÓN APUNTES UNIVERSITARIOS

FINANÇAMENT DE L'EMPRESA

GRADO FINANZAS Y CONTABILIDAD

6 Créditos

Pillatoner
Tot en cartutxos de tinta i toners per a impresora

Pillapuntes
Venda d'apunts universitaris i consumibles informàtics

Todos los derechos reservados. Ni la totalidad ni parte de este libro puede reproducirse o transmitirse por ningún procedimiento electrónico o mecánico, incluyendo fotocopia, grabación magnética, o cualquier almacenamiento de información y sistema de recuperación sin permiso escrito de la editorial.

Edita e imprime: PILLATONER SL

Autor: Victoria Guzmán Nebot

C/ Ramón Llull, 45 bajo – 46021 – Valencia

Teléfono: 96 304 57 13

E-mail: pillatoner@yahoo.es

Fecha edición: Marzo 2015

Prólogo

Pillatoner SL, es una empresa dedicada a la edición y venta de apuntes para universitarios. Somos una empresa joven que tiene por objetivo lograr dotar al estudiante universitario de un material de apoyo adicional a los ya existentes (manuales, asistencia a clase, material de reprografía, etc.)

Es por ello que recopilamos los apuntes de aquellos alumnos que asisten regularmente a clase, que completan sus apuntes con manuales, así como con conocimientos previos. Ofrecemos al estudiante, un resumen de lo más imprescindible de cada asignatura, con el fin de que sirva de material adicional (adicional porque sin conocimientos previos, difícilmente valdrá de algo esta compilación de apuntes), a los métodos ya existentes.

Esperemos que con esta colección, la vida universitaria se haga al estudiante más corta y fructífera. Suerte y a estudiar, que es el único método conocido (exceptuando las chuletas), de aprobar la carrera.

Temari

Tema 1.El finançament intern o autofinançament

- Concepte i tipus d'autofinançament
- L'autofinançament de manteniment
- L'autofinançament d'enriquiment
- Avantatges i inconvenients de l'autofinançament

Tema 2. El sistema financer espanyol

- Concepte, característiques i funcions d'un sistema financer
- Actius financers
- Institucions financeres
- Mercats financers

Tema 3. Finançament extern: emissió de valors negociables

- Mercat primari o d'emissió
- Procediments d'emissió d'actius financers negociables
- Accions: característiques i tipologia
- Obligacions: característiques i tipologia

Tema 4. Finançament extern: mercat de crèdit

- Mercat de crèdit
- Finançament aliè operatiu a curt termini
- Finançament aliè negociat a curt termini
- Finançament aliè a mitjà i llarg termini

Tema 5. Instruments de suport financer a les PIMES

- Les societats de garantia recíproca
- El capital risc
- Els préstecs participatius
- La línia de finançament ICOPIME

Tema 6. Estructura financera de l'empresa

- Decisions de finançament i mercats eficients
- Les proporcions de Modigliani i Miller en mercats financers perfectes
- Estructura financera i impostos
- Estructura de capital òptima: Teoria de l'equilibri (Trade-off)
- Conseqüències addicionals del palanquejament: costos d'agència i informació

Tema 7. Política de dividendes

- Política de dividendes en un mercat de capitals perfecte
- Política de dividendes en un mercat de capitals imperfecte
- Com remuneren les empreses els seus propietaris

Tema 8. Interrelació entre les decisions d'inversió i de finançament

- Efecte de les decisions de finançament sobre els fluxos nets de caixa esperats i sobre la taxa d'actualització
- El mètode del valor actual ajustat
- El mètode del cost mitjà ponderat del capital
- El mètode del flux de caixa dels accionistes

TEMA 1. EL FINANÇAMENT INTERN O AUTOFINANÇAMENT

Objectiu de la gestió financera: maximitzar el valor de mercat de l'empresa des del punt de vista dels propietaris del capital.

- Decisions d'inversió suposen l'aplicació dels recursos financers en l'adquisició dels elements necessaris per a dur a terme l'activitat productiva de l'empresa.
- Decisions de finançament: l'origen i naturalesa dels recursos financers necessaris per a dur a terme les inversions seleccionades i la configuració d'una estructura financera òptima.

Segons procedència dels fons:

- Recursos financers interns o autofinançament: Generats en l'interior de l'empresa, fruit de l'activitat diària.
- Recursos financers externs: Obtinguts del Sistema Financer. Exemples: emissió accions, obligacions, préstecs, lísing....).

Segons propietat dels fons:

- Recursos financers propis: Propietat de l'empresa, l'empresa no ha de pagar cap tipus d'interès i no té obligació de tornar-los.
- Recursos financers aliens: No són propietat de l'empresa, hi ha que tornar-los amb interessos.

Concepte i tipus d'autofinançament.

Fruit de l'activitat econòmica, l'empresa ha aconseguit dos tipus de fons, que donen nom a dos **tipus d'autofinançament:**

- **Autofinançament d'expansió** o enriquiment: Del benefici després d'interessos i impostos (BDIT), els propietaris hauran de decidir quina part es reparteix com dividend, i quina part es reté a l'empresa i es destina a augmentar les reserves (recursos propis). Aquesta font de recursos financers com que no té una destinació determinada, podrà ser utilitzada per l'empresa per a realitzar noves inversions d'expansió i modernització.

- **Autofinançament de manteniment** o de reposició: recursos financers que provenen de les quotes d'amortització dels actius fixos productius, ja que són recursos que tenen com a finalitat principal la renovació dels equips productius a la fi de la seva vida útil.

Remarques:

- Quan l'empresa ingressa la quota d'amortització **no disposa d'un valor de l'actiu superior**. El que s'ha produït és una transformació dins de l'actiu (↓Actiu no corrent ↑Actiu Corrent). Però no hi ha més elements d'actiu i els fons propis i aliens de l'empresa segueixen sent els mateixos. L'estructura financera de l'empresa no ha canviat.
- Quan els propietaris decideixen retindre beneficis **augmenta el valor de l'estructura financera** i, paral·lelament, el Valor de l'**actiu**.
- En ocasions la diferenciació entre autofinançament de enriquiment i manteniment és difícil d'establir i està lligada a elements subjectius.

L'autofinançament de manteniment

L'amortització dels elements patrimonials

Els elements d'**actiu fix** pateixen una pèrdua de valor com a conseqüència del procés productiu o, simplement, del pas del temps.

Aquesta pèrdua de valor s'anomena **depreciació**.

Causes de la depreciació:

- **Depreciació física**. Pèrdua de valor de l'actiu degut a l'envelliment físic (per el pas del temps) o per l'ús de l'element.
- **Depreciació econòmica u obsolescència**. Deguda a l'avanç tecnològic, canvis en la demanda o variació en algú/ns dels factors productius.
- **Depreciació per esgotament dels bens explotats o caducitat**. (Exemples: empreses mineres o empreses del sector d'autopistes).

Per a fer front a la depreciació de les màquines que intervenen en la fabricació cal **amortitzar-les**.

Funcions de l'**amortització**:

- **Funció comptable:** la finalitat de l'amortització és comptabilitzar els actius per el seu valor real.
- **Funció de previsió:** de la renovació dels actius o equips productius.
- **Funció financera:** l'amortització suposa diners disponibles per l'empresa. Una font de recursos financers que l'empresa pot utilitzar, l'objectiu final dels quals serà la renovació de l'actiu productiu.

Funció financera: L'amortització és una font de recursos financers que l'empresa pot utilitzar, l'objectiu final dels quals serà la renovació de l'actiu productiu.

No obstant això, fins que arribi eixe moment, els recursos financers **no** poden estar **aturats** sinó que han d'invertir-se allí on s'obtingui la **major rendibilitat**.

Si en arribar el moment de la renovació de l'equip no tenim els diners haurem de estudiar la necessitat de trobar altres fonts financeres, ja que no sempre serà la millor opció el desfer les inversions efectuades [amb els diners procedents de les quotes d'amortització].

Funció financera de l'amortització.

Els fons de l'amortització han d'invertir-se en actius que donen la major rendibilitat possible, condicionada per:

- La situació de l'empresa i el seu entorn.
- Les oportunitats d'inversió de l'empresa.
- La disponibilitat dels recursos en el moment en que es necessiten per a realitzar la renovació del immobilitzat.

(Algunes) possibilitats per assignar els fons de l'amortització:

- Èpoques d'expansió: reinversió en l'activitat de l'empresa (adquisició actiu circulant i/o fix). Quan arribi el moment de respondre l'actiu depreciat no es precis desfer l' inversió feta.
- Èpoques d'estabilitat.
- Èpoques de recessió.

Tipus d'amortització.

- El **sistema** més utilitzat és el **lineal**.

Exemple: Suposant un actiu amb valor de adquisició (VA) de 13.000€, u valor residual (VR) de 1.000€ i un període d'amortització de 3 anys.

La quota de amortització anual (A) serà:

$$A = \frac{\text{Valor adquisició} - \text{Valor residual}}{n = \text{periode amortització}} = \frac{13.000 - 1.000}{3} = 4.000€$$

- **Amortització pel mètode dels nombres dígit** (o proporcional a la sèrie de nombres naturals).

Es pot calcular una amortització creixent o decreixent.

Primer, s'ha de calcular la suma (S) dels nombres naturals que componen la vida útil de l'actiu (n).

$$S = \sum_{i=1}^n i = \frac{n(n+1)}{2}$$

Segon, es calculen les quotes d'amortització.

Sistema d'amortització Creixent:	Sistema d'amortització Decreixent:
$A_1 = \left(\frac{VA - VR}{S}\right) * 1$	$A_n = \left(\frac{VA - VR}{S}\right) * n$
$A_2 = \left(\frac{VA - VR}{S}\right) * 2$	$A_{n-1} = \left(\frac{VA - VR}{S}\right) * (n-1)$
...	...
$A_n = \left(\frac{VA - VR}{S}\right) * n$	$A_2 = \left(\frac{VA - VR}{S}\right) * 2$
	$A_1 = \left(\frac{VA - VR}{S}\right) * 1$

Amb l'exemple anterior

$$S = \sum_{i=1}^n i = \frac{n(n+1)}{2} = 1 + 2 + 3 = \frac{3*(4)}{2} = 6$$

Sistema d'amortització creixent:	Sistema d'amortització Decreixent:
$A_1 = \left(\frac{VA-VR}{S}\right)*1 = \left(\frac{13.000-1.000}{6}\right)*1 = 2.000\text{€}$	$A_3 = \left(\frac{VA-VR}{S}\right)*3 = \left(\frac{13.000-1.000}{6}\right)*3 = 6.000\text{€}$
$A_2 = \left(\frac{VA-VR}{S}\right)*2 = \left(\frac{13.000-1.000}{6}\right)*2 = 4.000\text{€}$	$A_2 = \left(\frac{VA-VR}{S}\right)*2 = \left(\frac{13.000-1.000}{6}\right)*2 = 4.000\text{€}$
$A_3 = \left(\frac{VA-VR}{S}\right)*3 = \left(\frac{13.000-1.000}{6}\right)*3 = 6.000\text{€}$	$A_1 = \left(\frac{VA-VR}{S}\right)*1 = \left(\frac{13.000-1.000}{6}\right)*1 = 2.000\text{€}$

Efecte expansiu de l'amortització:

Efecte Rutchi-Lohmann

L'**efecte expansiu** de l'amortització sobre la capacitat productiva d'una empresa consisteix en utilitzar els recursos procedents de les quotes d'amortització per adquirir noves unitats productives i així **incrementar la capacitat productiva** de l'empresa.

Condicions prèvies:

- **L'empresa ha d'estar en un cicle expansiu.** (condició necessària, però no suficient).
- No ha d'haver obsolescència tecnològica.
- El cost d'adquisició dels nous equips estable (no inflació).
- La capacitat productiva de l'equip no ha de disminuir amb el pas del temps.
- El equip productiu ha de ser divisible.

Remarca: Si alguna de les quatre últimes condicions falla, l'efecte Rutchi-Lohmann continuarà puguin-se complir, encara que amb menor intensitat.

Si l'empresa esta en un cicle de recessió, no es pot aplicar l'efecte expansiu.

- **A major inflació** → menor efecte Rutchi-Lohmann
- **A menor inflació** → major efecte Rutchi-Lohmann

L'efecte expansiu de l'amortització serà major quan:

- la inflació siga més baixa (els equips nous són menys costosos i més equips podem adquirir).
- el progrés tècnic tinga escassos avanços (no es veu reduïda la vida útil dels equips, no hi ha que reemplaçar-los més prompte de l'esperat).
- quan menor siga la pèrdua de la capacitat productiva dels equips com a conseqüència de l'ús (no hi ha que reemplaçar-los més prompte de l'esperat).
- més “divisibles” siguin els elements productius.
- menor siga el valor residual de bé.

El **valor residual** a curt termini afecta a la quota d'amortització, per tant a menor quantitat d'efectiu, menor número de compres, i menor efecte Rutchi-Lohmann.

El **valor residual** a llarg termini, dona una menor quota d'amortització, per tant menor quantitat de diners, major preu de venda dels equips i per tant major quantitat de diners que es donen de baixa.

Cost (d'oportunitat) dels fons d'amortització.

L'autofinançament de manteniment suposa per l'empresa una font de recursos financers que no cal remunerar explícitament.

- Els fons procedents de les quotes d'amortització proporcionen a l'empresa uns recursos financers **sense cost explícit**.
- L'empresa hauria de assignar-los un **cost d'oportunitat** (rendibilitat que deixa de guanyar).

L'amortització no té un cost explícit, no hi ha un interès pactat.

L'autofinançament d'expansió o d'enriquiment

Dotació de reserves: (No són qualsevol tipus de reserves)

Concepte: són els beneficis després d'interessos i impostos retinguts en l'empresa.; generats de **manera periòdica** per les **operacions típiques** de l'empresa: activitats que formen part del seu objecte social.

Efecte directe en l'estructura financera de l'empresa: **increment del patrimoni net.** (una dotació de reserves incrementa el patrimoni net).

Materialització autofinançament enriquiment (**balanç**) → **reserves.**

La política d'autofinançament d'enriquiment (dotació de reserves) està estretament lligada a la **política de dividendes. (a més dividendes, menys reserves).**

Remarca: No tots els increments de reserves són autofinançament d'enriquiment.

Per exemple:

- La venda d'un actiu antifuncional correspon al finançament intern, però **no periòdic.** Al no ser periòdic, no és autofinançament d'expansió.
- En les ampliacions de capital amb prima d'emissió: la prima d'emissió que la empresa cobra als compradors de les accions incrementen les reserves, però no és finançament produït internament per l'empresa, sinó **finançament extern.**

Efecte multiplicador de l'autofinançament d'expansió o enriquiment

La dotació de reserves amb beneficis retesos o autofinançament d'enriquiment permet:

- **Directament,** augmentar les recursos propis de l'empresa.
- De forma **indirecta** i **induïda,** augmentar els **recursos financers aliens** de l'empresa.

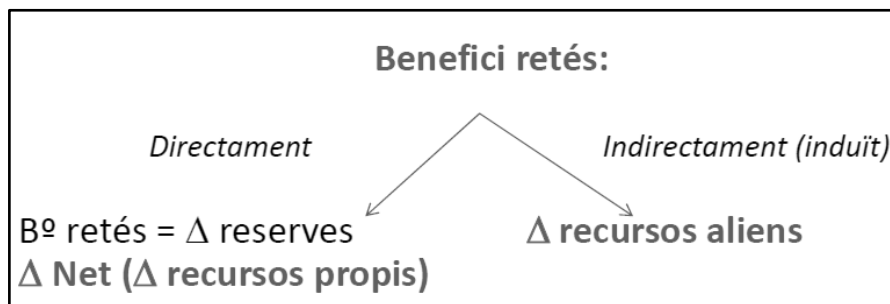
Condicions inicials: (és necessari)

- Que l'empresa tinga inicialment **deutes:** Estructura financera amb **recursos aliens.**

- Que l'empresa **fixe** inicialment una **determinada proporció** entre els recursos propis i aliens: **ràtio d'endeutament o coeficient leverage**.
- L'empresa ha de disposar d'oportunitats d'inversió rendibles.

L'efecte multiplicador permet de forma aliant augmentar els recursos financers de forma indirecta.

Si es compleix l'efecte multiplicador de l'autofinançament d'enriquiment, els recursos totals de l'empresa seran superiors al benefici retés: **efecte multiplicador**.



Conseqüències (simultànies) de l'efecte multiplicador:

- Efecte sobre els recursos aliens.
- Efecte global sobre els recursos totals de l'empresa.

Efecte multiplicador de l'autofinançament d'enriquiment

Nomenclatura

- **RT₀**: Recursos Totals inicials (suma de deutes i net).
- **D₀**: Deutes, recursos aliens (passiu), a principis d'any o de l'exercici econòmic.
- **N₀**: Net patrimonial (capital social + reserves) en començar l'any o exercici econòmic.

$L_0 = \frac{D_0}{RT_0}$ Coeficient d'endeutament o *coeficient Leverage* inicial i/u objectiu.

- **A**: Autofinançament d'enriquiment (beneficis retesos): **efecte directe** de l'autofinançament d'enriquiment.
- **ΔD** : Increment dels deutes com a conseqüència de l'efecte multiplicador.

$$\Delta D = A * \frac{D_0}{N_0} \text{ Dotació de reserves indirectes}$$

– **Efecte sobre els deutes (recursos aliens)**

Objectiu: coeficient d'endeutament estable. $\frac{D_0}{RT_0} = \frac{D_1}{RT_1}$

Per definició: $RT=N+D$

$$\Delta D = A * \frac{D_0}{N_0}$$

Conseqüències:

L'exigible (deutes, D) ha d'augmentar en $(A \frac{D_0}{N_0})$ per a mantenir (o aconseguir) la ràtio establerta per l'empresa.

L'increment dels deutes és funció (creixent) de l'autofinançament (reserves dotades) i de la ràtio d'endeutament (definida com recursos aliens entre recursos propis).

– **Efecte (global) sobre els recursos totals (estructura financera)**

Donat que: $\Delta RT = A + \Delta D$ I $\Delta D = A \frac{D_0}{N_0}$

Per tant: $\Delta RT = A + (1 \frac{D_0}{N_0})$

Paral·lelament, com: $RT_0=N_0+D_0$, tenim que: $N_0=RT_0-D_0$

I com $L_0 = \frac{D_0}{RT_0}$ tenim que: $D_0=RT_0 * L_0$, llavors: $\Delta RT = A(\frac{1}{1-L_0})$

On $(1 + \frac{D_0}{N_0}) = (\frac{1}{1-L_0})$ = multiplicador de l'autofinançament d'enriquiment.

Efecte multiplicador de l'autofinançament d'enriquiment

$$\Delta RT = A(\frac{1}{1-L_0})$$

Podem observar que:

- **A major ràtio d'endeutament → major multiplicador.**
- Sempre $RT > D \rightarrow L$ mai major a 1.
- **Multiplicador** mai serà **negatiu**.
- Empresa no endeutada ($D=0$) $\rightarrow L=0$ NO es produeix **efecte multiplicador**. (Els recursos de l'empresa només augmenten per l'autofinançament d'enriquiment). Multiplicador = 1
- Si tola l'estructura financera foren deutes (fictici): $RT = D \rightarrow L=1$: **efecte multiplicador infinit**.
- L'efecte multiplicador de l'autofinançament d'enriquiment es produeix sobre l'estructura financera (recursos totals).

Ràtio d'endeutament: $\frac{D_0}{N_0}$; $L = \frac{D_0}{RT_0}$

Cost (implícit) dels beneficis retesos.

L'autofinançament d'enriquiment suposa per l'empresa una font de recursos financers que no cal remunerar explícitament.

- Els fons procedents dels beneficis retesos proporcionen a l'empresa uns recursos financers **sense cost explícit**.
- L'empresa haurà de assignar-los un cost d'oportunitat (rendibilitat que l'accionista deixa de guanyar per no repartir dividends: rendibilitat esperada dels recursos propis)

Avantatges i inconvenients de l'autofinançament

Avantatges:

- **L'autofinançament, tant de manteniment com d'enriquiment suposen per les empreses una font de recursos financers que no cal remunerar explícitament.** No generen pagaments d'interessos, com el deute. Tanmateix, no són "gratuïts" (cost d'oportunitat).

- **Augmenta l'autonomia financera de l'empresa.** (L'obtenció de recursos externs suposa normalment més tràmits, temps, despeses, etc.)
L'autofinançament és més àgil que una demanda externa.
- Per a les **Pimes** és un mitjan fonamental per a aconseguir recursos a llarg termini.
- La autofinançament d'enriquiment millora el rati de endeutament de l'empresa. Dotació de reserves, amb la dotació l'endeutament serà menor i no apliquem l'efecte multiplicador.
- Si s'aplica una amortització accelerada, els beneficis (ingressos – despeses) estaran penalitzats i, en conseqüència, es pagaran menors impostos.

Inconvenients:

- **Per l'empresa:**
 - L'autofinançament pot conduir, en ocasions, a inversions poc rendibles.
 - Falta de coordinació entre la generació dels fons i la necessitat d'ells
- **Per l'accionista** (amb preferència per la liquiditat)