

Si queremos recalcular el CCMP a continuación exponemos la forma más simple de hacerlo, hay tres pasos:

Paso 1 *Calcular el coste de oportunidad del capital.* En otras palabras, calcular el CCMP y el coste de los recursos propios cuando no existe deuda. Este paso se conoce como *desapalancar* el CCMP. La fórmula de desapalancamiento más simple es:

$$\text{Coste de oportunidad del capital} = r = r_D \frac{D}{V} + r_E \frac{E}{V}$$

Esta fórmula procede directamente de la proposición 1 de Modigliani y Millar, donde *si se omiten los impuestos, el coste de capital medio ponderado es igual al coste de oportunidad del capital e independiente del apalancamiento.*

Paso 2 Estimar el *coste de la deuda, r_D utilizando el nuevo ratio de deuda,* y calcular el nuevo coste de los recursos propios,

$$r_E = r + (r - r_D) \frac{D}{E}$$

Esta fórmula es la Proposición II de Modigliani y Miller. Pide D/E, el ratio de deuda a *recursos propios*, no deuda a valor.

Paso 3 Recalcula el coste de capital medio ponderado con las nuevas ponderaciones de financiación.

Algunos directivos y analistas financieros argumentan que *los costes de la deuda y de los recursos propios se incrementan rápidamente con ratios de deuda elevados como consecuencia de los costes de insolvencia financiera. Esto provocaría que la curva del CCMP de se allanase, y finalmente incrementase, cuando el ratio de deuda ascendiese.* A efectos prácticos, este puede ser un resultado final lógico. Sin embargo, modelizar formalmente las interacciones entre los costes de insolvencia financiera y las tasas de rentabilidad esperada de los títulos de la empresa no es fácil.

DESAPALANCAR y REAPALANCAR BETAS*

El procedimiento en varios pasos: 1) desapalancar y luego 2) reapalancar el coste

de los recursos propios.

Algunos directivos financieros encuentran oportuno: 1) desapalancar y luego 2) reapalancar la beta de los recursos propios.

Dada la beta de los recursos propios para el nuevo ratio de deuda, *el coste de los recursos propios se determina por el modelo de equilibrio de activos financieros*. Entonces el CCMP se recalcula.

La fórmula para desapalancar la beta se muestra en:

$$\beta_{\text{activos}} = \beta_{\text{deuda}} (D/V) + \beta_{\text{recursos propios}} (E/V)$$

Esta ecuación dice que *la beta de los activos de una empresa es la beta de una cartera de todos sus títulos de deuda y de recursos propios en circulación*. Un inversor que comprase tal cartera poseería los activos libres y limpios y absorbería sólo los riesgos económicos.

La fórmula para reapalancar la beta se parece mucho a la de la Proposición II de MM, excepto que las tasas de rentabilidad son sustituidas por betas:

$$\beta_{\text{recursos propios}} = \beta_{\text{activos}} + (\beta_{\text{activos}} - \beta_{\text{deuda}}) (D/E)$$

LA IMPORTANCIA DEL REEQUILIBRIO

Las fórmulas para el CCMP y para desapalancar y reapalancar las rentabilidades esperadas son simples, pero debemos tener cuidado de acordarnos de los supuestos subyacentes, el punto más importante es *el reequilibrio*.

Calcular el CCMP para una empresa con su estructura del capital existente requiere que la estructura de capital no cambie; en otras palabras, *la empresa debe reequilibrar su estructura de capital para mantener el mismo ratio deuda a mercado en el plazo futuro relevante*.

Naturalmente las empresas reales no reequilibran la estructura de capital de un modo tan compulsivo y mecánica efectos prácticos, es suficiente asumir ajustes graduales continuos hacia un objetivo a largo plazo. Pero si planea cambios significativos en la estructura de capital, ejemplo, prevé devolver su deuda, la fórmula del CCMP no funcionará.

Nuestro procedimiento en tres pasos para recalculer CCMP asume un supuesto similar de reequilibrio. Cualquiera que sea el punto de partida del ratio de deuda,

asumimos que la empresa reequilibra para mantener ese ratio futuro. El desapalancar y reapalancar en los pasos 1 y 2 también ignora cualquier impacto de los impuestos personales de los inversores sobre los costes de la deuda y propios.

Lo obtenido del endeudamiento adicional sería pagado a los accionistas o usado, junto con la inversión de recursos propios adicionales, para financiar el crecimiento (ver ej. de Sangría).

Similar, pero no idéntico. *La fórmula básica del CCMP asume que el reequilibrio ocurre al final de cada período.* Las fórmulas de desapalancamiento y reapalancamiento utilizadas en los pasos 1 y 2 de nuestro procedimiento son exactas sólo si el reequilibrio es continuo, por tanto el ratio de deuda permanece constante día a día y semana a semana. Sin embargo, los errores introducidos por el reequilibrio anual son muy pequeños y pueden ignorarse a efectos prácticos.

La respuesta del coste de los recursos propios a cambios en el apalancamiento financiero puede verse afectada por los impuestos personales. Esto no se trata aquí y rara vez se ajusta en la práctica.

EL VALOR ACTUAL AJUSTADO

Ahora vamos a enfocar las cosas de otra manera, es decir, ajustaremos explícitamente flujos de caja y valores actuales de los costes o beneficios de la financiación. Esta aproximación se llama valor actual ajustado o VAA.

El criterio del valor actual ajustado es más fácil de comprender en el contexto de sencillos ejemplos numéricos. Comenzamos analizando un proyecto con los supuestos del caso base y luego consideramos los posibles efectos derivados de la financiación si se acepta el proyecto.

EL CASO BASE

El método del VAA comienza evaluando el proyecto como si fuera una miniempresa financiada únicamente por capital propio. Consideremos un proyecto para la fabricación de calentadores solares de agua. Exige una inversión de 10 millones de dólares y ofrece un flujo de caja, después de impuestos, de 1,8 millones de dólares al año durante diez años. El coste de oportunidad del capital es el 12 por ciento, que refleja el riesgo económico del proyecto. Los inversores pedirían un 12 por ciento de rentabilidad esperada para invertir en acciones de la miniempresa.

Así que el VAN del caso base de esta miniempresa es:

$$\text{VAN} = 10 + \sum (1,8 / 1,12)^t = 0,17 \text{ millones de dólares o } 170.000 \$$$

Periodo $t= 1$ a 10

Considerando el tamaño del proyecto, este resultado no es significativamente mayor que cero. En el mundo ideal de MM, donde no importan las decisiones de financiación, el directivo financiero se inclinaría por realizar el proyecto, pero no lo sentiría mucho si el proyecto se descartara.

COSTES DE EMISIÓN

Supongamos que la empresa tiene que financiar la inversión de 10 millones de dólares emitiendo acciones (no tendría que emitir las acciones si rechaza el proyecto) y que los costes de emisión se llevan un 5 por ciento del valor bruto de la emisión. Esto significa que la empresa tiene que omitir 10.526.000 \$ para obtener 10.000.000 \$. La diferencia, 526.000 \$, va a los aseguradores, abogados y otros relacionados con el proceso de emisión.

El VAA del proyecto se calcula restando los costes de emisión al VAN del caso base:

$$\text{VAA} = \text{VAN del caso base} - \text{costes de emisión} = + 170.000 - 526.000 = - 356.000 \$$$

La empresa *rechazaría* el proyecto porque el *VAA es negativo*.

AUMENTO DE LA CAPACIDAD DE ENDEUDAMIENTO DE LA EMPRESA

Considere un escenario de financiación diferente, por lo que suponga que la empresa tiene un ratio de deuda objetivo del 50 por ciento. Su política es limitar la deuda al 50 por ciento de sus activos. Así, si invierte más, pide prestado más; en este sentido, la inversión añade capacidad de endeudamiento a la empresa.

¿Vale algo su capacidad de endeudamiento? La respuesta más ampliamente aceptada es que *sí, debido a los ahorros fiscales derivados de los pagos de intereses del endeudamiento empresarial*. Por ejemplo, la teoría de MM establece que el valor de la empresa es independiente de su estructura de capital *salvo* por el valor actual de los ahorros fiscales de los intereses:

$$\text{Valor de la empresa} = \text{Valor de la empresa financiada totalmente con recursos propios} + \text{VA de los ahorros fiscales}$$

Esta teoría nos dice que calculemos el valor de la empresa en dos pasos:

- primero calculamos el **valor** del caso base bajo el supuesto de que *está totalmente financiada con recursos propios y*
- después *añadimos el valor actual de los impuestos ahorrados* debido a que nos alejamos de la financiación total con recursos propios.

Este procedimiento es como un cálculo del VAA para la empresa en su conjunto.

Capacidad de endeudamiento es un término potencialmente engañoso porque *parece implicar un límite absoluto a la cantidad que la empresa es capaz de pedir prestada*. Esto no es lo que queremos decir. La empresa elimina su endeudamiento al 50 por ciento de sus activos como criterio práctico para su estructura óptima de capital. Podría pedir prestado más si quisiese correr con riesgos adicionales de costes de insolvencia financiera.

En las situaciones prácticas, hay que observar las diferencias entre este cálculo del VAA Y el VAN calculado usando el CCMP como tasa de descuento. *El cálculo del VAA asume una deuda igual al 50 por ciento del valor contable, amortizada con un esquema fijo. El VAN usando el CCMP asume que la deuda es una fracción constante del valor de mercado en cada año de vida del proyecto.*

Dado que el valor del proyecto resultará inevitablemente más alto o más bajo de lo esperado, *usar el CCMP también asume que los futuros niveles de deuda se incrementarán o se reducirán cuando sea necesario para mantener constante el ratio futuro de deuda.*

El VAA puede ser usado cuando la deuda soportada por un proyecto está ligada al valor contable del proyecto o tiene que devolverse de acuerdo con un programa fijo. Kaplan y Ruback utilizaron el VAA para analizar los precios pagados en una muestra de compras apalancadas (LBO). *Las compras apalancadas son adquisiciones, normalmente de empresas maduras, financiadas casi completamente con deuda.* Sin embargo, no se tiene la intención de que la deuda nueva sea permanente. Los planes de negocios de las LBO esperan generar liquidez extra vendiendo activos, ahorrando costes y mejorando los márgenes de beneficio. El dinero extra se utiliza para devolver la deuda de la LBO, por tanto, no puede usarse el CCMP como una tasa de descuento para evaluar una LBO porque su ratio de deuda no se mantendrá constante.

El VAA funciona bien para las LBO, ya que primero se valora la empresa como si estuviese financiada totalmente con recursos propios. Esto significa que los flujos de caja se proyectan después de impuestos, pero sin considerar ningún

ahorro fiscal derivado de los intereses generados por la deuda de la compra apalancada. Los ahorros fiscales se valoran después de forma separada. El valor actual de los ahorros fiscales derivados de los intereses se calcula y se añade al valor que tendría financiada completamente con recursos propios.

Cualquier otro efecto de la financiación también se sumaría, por lo que el resultado es una valoración del VAA para la empresa.

Kaplan y Ruback encontraron que el VAA hizo un trabajo bastante bueno explicando los precios pagados en estas adquisiciones, peleadas con pasión, considerando que no toda la información disponible para los postores se había filtrado al dominio público. Kaplan y Ruback se limitaron a los datos disponibles públicamente.

EL VALOR DE LOS AHORROS FISCALES POR INTERESES

La empresa puede aprovechar completamente los ahorros fiscales por intereses, por lo que tratamos los ahorros fiscales por intereses como ingresos de caja seguros y los descontamos a una tasa baja del 8 por ciento.

Aspectos a tener en cuenta sobre el ahorro fiscal:

- De habitual, *no puede aprovecharse del ahorro fiscal si no paga impuestos, y no puede pagar impuestos a menos que gane dinero*. Pocas empresas pueden estar *seguras* de que su rentabilidad futura sea suficiente para aprovecharse de los ahorros fiscales por intereses.
- El gobierno toma dos bocados del beneficio de la empresa: el *impuesto sobre sociedades y el impuesto sobre la renta de las personas físicas de obligacionistas y accionistas*. El impuesto sobre sociedades favorece el endeudamiento; el impuesto personal favorece el capital propio.

La capacidad de endeudamiento de un proyecto depende de lo bien que funciona, ya que cuando los beneficios exceden a las expectativas la empresa puede solicitar más préstamos; si el proyecto falla, no soportará ninguna deuda. Si el importe futuro de deuda está unido al valor futuro del proyecto, entonces los ahorros fiscales por intereses son cantidades estimadas y no fijas.

Kaplan y Ruback utilizaron un VAA «comprimido», donde todos los flujos de caja, incluyendo los ahorros fiscales por intereses, se descontaron al coste de oportunidad del capital.

$$\text{VAA} = \text{VAN del caso base} + \text{VA del ahorro fiscal}$$

El VA del ahorro fiscal cae incluso más si tratamos el ahorro fiscal como una previsión y se descuenta a un tipo superior. Suponga que *la empresa vincula el montante de la deuda a los flujos de caja reales futuros del proyecto, entonces,*

el ahorro fiscal por intereses se ha vuelto tan arriesgado como el proyecto, y debería descontarse al coste de oportunidad del capital.

REPASO DEL ENFOQUE DEL VALOR ACTUAL AJUSTADO

Si la decisión de invertir en un proyecto de capital tiene importantes efectos derivados sobre otras decisiones financieras tomadas por la empresa, estos efectos derivados deberían tenerse en cuenta cuando se evalúa el proyecto. Incluyen *ahorros fiscales* por intereses de la deuda respaldada por el proyecto (una suma), cualquier *coste de emisión* para conseguir financiación para el proyecto (una resta), o puede que otros efectos añadidos tales como el *valor de un préstamo subvencionado* por el gobierno y vinculado al proyecto.

La idea que subyace en el VAA es divide y vencerás, por lo que el criterio no intenta incluir todos los efectos derivados en un único cálculo. En vez de eso, se realiza una serie de cálculos de valor actual. El primero establece el valor del caso base del proyecto, y se valora éste por separado, como una miniempresa financiada enteramente con capital propio.

Luego se investiga cada efecto derivado y se calcula el valor actual de su coste o beneficio para la empresa. Por último, se suman conjuntamente todos los valores actuales para estimar la contribución total del proyecto al valor de la empresa. Así, en general

$$\text{VAA del proyecto} = \text{VAN del caso base} + \text{suma del valor actual de los efectos derivados de la aceptación del proyecto}$$

El director financiero quiere conocer no sólo el valor actual ajustado, sino también de dónde procede ese valor.

VAA A PARA PROYECTOS INTERNACIONALES

El VAA es lo más útil cuando los efectos secundarios derivados de la financiación son numerosos e importantes. Este es el caso habitual de *grandes proyectos internacionales*, que pueden tener una *financiación del proyecto* hecha a medida y contratos especiales con proveedores, clientes y gobiernos .

A continuación citamos algunos ejemplos de los efectos financieros derivados que se pueden encontrar en el ámbito internacional:

Explicamos el project finance (financiación de proyectos). Suele implicar *ratios de deuda altos al comienzo, con la mayoría o todos los primeros flujos de caja del proyecto comprometidos en la devolución de la deuda.* Los inversores en recursos propios tienen que esperar. *Dado que el ratio de deuda no será constante, tenemos que recurrir al VAA.*

La financiación de proyectos puede incluir deuda a tipos de interés favorables. La mayoría de los gobiernos subvencionan las exportaciones mediante paquetes de financiación especiales, y los productores de equipamiento industrial pueden estar dispuestos a prestar dinero para cerrar una venta.

Suponga, que su proyecto requiere la construcción *in situ* de una planta de generación de electricidad. Solicita ofertas de los proveedores en varios países. No se sorprenda si los proveedores que compiten endulzan sus pujas con ofertas de préstamos al proyecto con un bajo tipo de interés, o si le ofrecen arrendar la planta en unos términos favorables. Por tanto, debería calcular los VAN de estos préstamos o arrendamientos e incluidos en el análisis de su proyecto.

En ocasiones los gobiernos locales imponen costes o restricciones a las inversiones o desinversiones. Por ejemplo, Chile, en un intento de frenar una avalancha de entradas de capital a corto plazo en los años noventa, exigió a los inversores «aparcar» una parte de sus entradas de dinero en cuentas sin interés durante un período de dos años. Un inversor en Chile durante este período calcularía el coste de este requisito y se lo restaría al VAA.

VAA PARA EL PROYECTO DE PRENSA PERPETUA

Descontar al CCMP y calcular el VAA pueden parecer métodos de valoración totalmente desconectados. Pero podemos mostrar que, con supuestos coherentes, dan aproximadamente soluciones idénticas.

Justificación práctica. En los siguientes cálculos *ignoraremos cualquier coste de emisión y nos concentraremos en el valor de los ahorros fiscales de los intereses.* Para mantener la simplicidad, asumimos durante toda esta sección que los únicos efectos financieros derivados son los ahorros fiscales de los intereses de la deuda soportada por el proyecto de prensa perpetua, y consideraremos sólo los impuestos empresariales. (En otras palabras, $T^* = T_c$.) y asumimos que la prensa perpetua es una réplica exacta, en términos de riesgo económico y financiero, de su matriz, Corporación Sangría.

El VAN del caso base se halla descontando los flujos de caja del proyecto después de impuestos de 1,355 millones de dólares al coste de oportunidad del capital, r , del 12 por ciento y restándole posteriormente los 12,5 millones de dólares de desembolso. Los flujos de caja son perpetuos, por tanto

$$\text{VAN del caso base} = 12,5 + \frac{1,355}{0,12} = - 1,21 \text{ millones de dólares}$$

De este modo, el proyecto no tendría valor estando financiado completamente con recursos propios. Pero realmente soporta una deuda de 5 millones de dólares. A un tipo de interés del 8 por ciento ($r_D = 0,08$) y un tipo impositivo del 35 por

ciento ($T_c = 0,35$), los ahorros fiscales de los intereses anuales son $0,35 \times 0,08 \times 5 = 0,14$ o 140.000 \$.

¿Cuánto valen esos ahorros fiscales? Depende de la regla de financiación que siga la empresa. Hay dos reglas comunes:

- Regla de financiación 1: **Deuda fija.** Tomar prestado una fracción del valor inicial del proyecto y hacer cualquier devolución de acuerdo con un programa determinado. (se sigue esta regla en la Tabla 19.1.)
- Regla de financiación 2: **Deuda reequilibrada.** Ajustar la deuda en cada período futuro para mantenerla como una fracción constante del valor futuro del proyecto.

¿Qué significan estas reglas para el proyecto de prensa perpetua? Bajo la Regla de financiación 1, la deuda se mantiene, en 5 millones de dólares, y los ahorros fiscales de los intereses permanecen en 140.000 \$ al año. Los ahorros fiscales están vinculados a pagos fijos de intereses, por tanto el 8 por ciento del coste de la deuda es una tasa de descuento razonable:

$$\begin{aligned} \text{VA (de los ahorros fiscales con la deuda fija)} &= \frac{140.000}{0,08} \\ &= 1.750.000 \text{ \$ o } 1,75 \\ &\text{millones de dólares} \end{aligned}$$

$$\text{VAA} = \text{VAN del caso base} + \text{VA (ahorro fiscal)} = -1,21 + 1,75 = + 0,54 \text{ millones de dólares}$$

Si la prensa perpetua estuviese financiada únicamente con recursos propios, el valor del proyecto sería 11,29 millones de dólares. Con una deuda fija de 5 millones de dólares, el valor se incrementa por el VA (del ahorro fiscal) a $11,29 + 1,75 = 13,04$ millones de dólares.

Bajo la Regla de financiación 2, la deuda se reequilibra hasta el 40 por ciento del valor del proyecto en cada momento. Esto significa que los futuros niveles de deuda no se conocen al inicio del proyecto. Suben o bajan dependiendo del éxito o fracaso del proyecto. Los ahorros fiscales de los intereses por tanto recogen el riesgo económico del proyecto.

Si los ahorros fiscales de los intereses son tan arriesgados como el proyecto, deberían descontarse al coste de oportunidad del capital del proyecto, en este caso el 12 por ciento.

$$\begin{aligned} \text{VA (de los ahorros fiscales con la deuda reequilibrada)} &= \\ &= \frac{140.000}{0,12} = 1.170.000 \text{ o } 1,17 \text{ millones de dólares} \end{aligned}$$

VAA (con la deuda reequilibrada) = $-1,21 + 1,17 = -0,04$ millones de dólares

Ahora tenemos valorado el proyecto de la prensa perpetua de tres formas diferentes:

1. VAA (con deuda fija) = + 0,54 millones de dólares.
2. VAA (con la deuda re equilibrada) = - 0,04 millones de dólares.
3. VAN (descontando al CCMP) = 0 millones de dólares.

El primer VAA es el más alto, ya que asume que la deuda es fija, no se reequilibra, y esos ahorros fiscales derivados de los intereses son tan seguros como los pagos de intereses que los generan.

UN ASPECTO TÉCNICO DE LA REGLA DE FINANCIACIÓN

Pero ¿por qué los cálculos del VAA 2 y 3, que siguen ambos la Regla de financiación 2, no generan el mismo resultado? La respuesta es que *nuestro cálculo del VAA* (con la deuda reequilibrada) *sigue las implicaciones de la Regla de financiación 2 sólo de una forma aproximadamente correcta.*

Incluso cuando se reequilibra la deuda, los ahorros fiscales de los intereses del año siguiente son fijos. El ahorro fiscal de los intereses del año 1 viene fijado por el importe de la deuda en el momento 0, el comienzo del proyecto. Por tanto, el ahorro fiscal de los intereses del año 1 debería ser descontado al 8, no al 12 por ciento.

El ahorro fiscal de los intereses del año 2 no se conoce cuando se inicia el proyecto, dado que la deuda se reequilibra en el momento 1, dependiendo de los resultados del primer año. Pero una vez que el nivel de deuda se fija en el momento 1, el ahorro fiscal de los intereses se conoce. Por tanto, el ahorro fiscal de los intereses previsto para el momento 2 (140.000 \$) debería descontarse durante un año al 12 por ciento y durante otro al 8 por ciento.

El razonamiento se repite, cada año, una vez que la deuda se reequilibra, se fija el ahorro fiscal de los intereses del año siguiente. Por ejemplo, el ahorro fiscal por intereses en el año 15 se fija una vez que la deuda se reequilibra en el año 14. Así el valor actual del ahorro fiscal del año 15 es la previsión del momento 0 (de nuevo 140.000 \$) descontada durante 1 año al 8 por ciento y los otros 14 años al 12 por ciento.

Por tanto, el *procedimiento para calcular el valor exacto de los ahorros fiscales* bajo la Regla de financiación 2 es el siguiente:

1. Descontar al coste de oportunidad del capital, porque los ahorros fiscales

futuros están vinculados a los flujos de caja reales.

2. Multiplicar el VA resultante por $(1 + r)/(1 + r_D)$ que los ahorros fiscales se fijan un período antes de recibirlos.

Para el proyecto de la prensa perpetua, los ahorros fiscales previstos por intereses son de 140.000 \$ o 0,14 millones de dólares. Su valor exacto es

$$\text{VA (aproximado)} = \frac{0,14}{0,12} = 1,17 \text{ millones de dólares}$$

$$\text{VA (exacto)} = 1,17 \times (1,12/1,08) = 1,21 \text{ millones de dólares } 1,08$$

El VAA del proyecto, dados estos supuestos acerca de la capacidad de endeudamiento futura, es

$$\begin{aligned} \text{VAA} &= \text{VAN del caso base} + \text{VA (ahorro fiscal)} = \\ &= -1,21 + 1,21 = 0 \text{ millones de dólares} \end{aligned}$$

Este cálculo encaja perfectamente con nuestra primera valoración del proyecto de la prensa perpetua basada en el CCMP. Descontando al CCMP implícitamente se reconoce el que el ahorro fiscal por intereses del próximo año viene fijado por el nivel de deuda de este año.

¿QUÉ REGLA DE FINANCIACIÓN UTILIZAR?

En la práctica, rara vez merece la pena preocuparse de si los ahorros fiscales de los intereses se valoran de forma aproximada (dando un VAA = - 0,04 millones de dólares) o exacta (0 millones de dólares). Su tiempo de preocupación estaría mucho mejor gastado en refinar sus previsiones de flujos de caja operativos y en pensar en diferentes escenarios

Pero ¿qué regla de financiación es mejor: deuda fija o deuda reequilibrada?. A veces la deuda ha de devolverse de acuerdo con un programa fijo. Este es el caso para la mayoría de las LBO, pero como *regla general sugerimos el supuesto del reequilibrio, esto es, la Regla de financiación 2.*

Cualquier procedimiento de presupuesto de capital que asume que los niveles de deuda son siempre fijos después de poner en marcha el proyecto está sumamente simplificado. ¿Deberíamos asumir que el proyecto de la prensa perpetua aporta 5 millones de dólares la capacidad de endeudamiento de la empresa no sólo cuando el proyecto se pone en marcha sino de ahí a la eternidad? Esto equivale a decir que el valor futuro del proyecto no cambiará, de hecho un supuesto muy duro.

En la Regla de financiación 2 es mejor: no «pedir prestados siempre 5 millones de dólares», sino «pedir siempre el **40 por ciento** del valor del proyecto de la

prensa perpetua». Por tanto, si el valor del proyecto se incrementase, la empresa se endeudaría más. Si disminuyese, la empresa se endeudaría menos. De acuerdo con esta política, ya no podemos descontar los ahorros fiscales futuros de los intereses al tipo de interés de la deuda, puesto que los ahorros fiscales ya no son ciertos. Su importe depende de la cantidad realmente prestada y, por tanto, del valor real futuro del proyecto.

VAA Y TASAS MINIMAS DE RENTABILIDAD

El VAA le dice si un proyecto realiza una contribución neta al valor de la empresa. También le puede decir el *punto de equilibrio* del flujo de caja del proyecto o la tasa interna de rentabilidad. Comprobémoslo para el proyecto de la prensa perpetua.

Primero calculamos el beneficio para el que VAA = 0, y después determinaremos la tasa interna de rentabilidad (TIR) mínima aceptable del proyecto.

$$VAA = \frac{\text{Beneficios anuales}}{r} - \text{Inversión} + VA \text{ (ahorro fiscal)} = \frac{\text{Beneficios anuales}}{0,12} - 12,5 + 1,21 = 0$$

Beneficios anuales = 1,355 millones de dólares

o el 10,84 por ciento de los 12,5 millones de dólares de desembolso. En otras palabras, la TIR mínima aceptable para el proyecto es 10,84 por ciento. A esta TIR el VAA del proyecto es cero.

Suponga que nos encontramos con otro proyecto con flujos de caja perpetuos. Su coste de oportunidad de capital es también $r = 0,12$, y también aumenta la capacidad de endeudamiento de la empresa en un 40 por ciento del valor de proyecto. Sabemos que si dicho proyecto ofrece una TIR mayor del 10,84 por ciento tendrá un VAA positivo. Por tanto, podríamos abreviar el análisis simplemente descontando las entradas de caja del proyecto al 10,84 por ciento.

Esta tasa de descuento es el coste ajustado de capital y *refleja tanto el riesgo económico del proyecto como su contribución a la capacidad de endeudamiento de la empresa.*

Al coste ajustado de capital lo hemos denominado r^* . Para calcular r^* determinamos la tasa interna de rentabilidad mínima aceptable - la TIR a la que VAA = 0-.

La regla a seguir es: aceptar los proyectos que tengan un VAN positivo al coste ajustado de capital r^* .

UNA DEFINICIÓN GENERAL DEL COSTE DE CAPITAL AJUSTADO

Recapitulamos los dos conceptos de coste de capital:

- Concepto 1: *El coste de oportunidad de capital (r)*. Es la tasa de rentabilidad esperada ofrecida en el mercado de capitales por activos de riesgo equivalente. Depende del riesgo de los flujos de caja del proyecto. El coste de oportunidad de capital es la tasa correcta de descuento para el proyecto si está totalmente financiado con capital propio.
- Concepto 2: *El coste ajustado de capital (r^*)*. Es un coste de oportunidad ajustado o una tasa mínima que refleja los efectos derivados de la financiación de un proyecto de inversión.

Cuando los efectos derivados de la financiación son importantes, debería aceptar proyectos con VAA positivos. Pero si conoce la tasa de descuento ajustada no es necesario que calcule el VAA; sólo tiene que calcular el VAN a la tasa ajustada. *El coste de capital medio ponderado es la forma más común para calcular el coste de capital ajustado.*

DESCONTANDO FLUJOS DE CAJA NOMINALES Y SEGUROS

Suponga que considera la compra de una máquina por 100.000 \$. El fabricante facilita el acuerdo ofreciéndole financiar la compra prestándole 100.000 \$ a cinco años con un tipo de interés anual del 5 por ciento. Usted tendría que haber pagado el 13 por ciento si hubiera utilizado financiación bancaria. La tasa impositiva marginal es el 35 por ciento ($T_c = 0,35$).

¿Cuál es el valor de este préstamo? Si lo acepta, los flujos de caja en miles de dólares serán *ver tabla de valores*

¿Cuál es la tasa de descuento correcta?. *Aquí se están descontando flujos de caja nominales y seguros: seguros porque su empresa debe comprometerse a pagar si toma el préstamo y nominales porque los pagos serían fijos con independencia de la inflación futura. Ahora, la tasa de descuento correcta para los flujos de caja nominales y seguros es su tasa de endeudamiento no subvencionada después de impuestos.*

El fabricante ha disminuido efectivamente el precio de compra de la máquina de 100.000 \$ a 100.000 \$ - 20.520 \$ = 79.480 \$. Puede ahora volver a recalcular el VAN de la máquina usando este precio de saldo, o puede usar el VAN del préstamo subsidiado como un elemento del valor actual ajustado de la máquina.

UNA REGLA GENERAL

Claramente, nosotros debemos una explicación de por qué $r_D (1 - T_c)$ es la **tasa de descuento correcta para flujos de caja nominales y seguros**. No es una sorpresa que la tasa dependa de r_D , la tasa de endeudamiento no subsidiada, por eso es el coste de oportunidad del capital de los inversores, la tasa que ellos demandarían de la deuda de la empresa. Pero, ¿por qué debería r_D convertirse en una cifra *después de impuestos*?

Para simplificar tomaremos un préstamo subsidiado de 100.000 \$ a *un año* al 5 por ciento. Los flujos de caja, en miles de dólares, son:

Ahora pregunte: «¿cuál es la máxima cantidad X en que podría endeudarse durante un año a través de los canales habituales si se reservasen 103.250 \$ para devolver el préstamo?». «Canales habituales» significa endeudarse al 13 por ciento antes de impuestos y al 8,45 por ciento después de impuestos. Por tanto, se necesitará el 108,45 por ciento de la cantidad en que se endeude para pagar el principal más los intereses después de impuestos. Si $1,0845 X = 103,250$, $X = 95.205$. Ahora, si se puede endeudar en 100.000 \$ con un préstamo subsidiado, pero sólo 95.205 \$ a través de los canales habituales, la diferencia (4.795 \$) es dinero en el banco. Por tanto, debe ser también el VAN de este préstamo subsidiado a 1 año. .

Cuando descuenta un flujo de caja nominal y seguro a un tipo de endeudamiento después de impuestos, implícitamente está calculando el *préstamo equivalente*, la cantidad en que podría endeudarse a través de los canales habituales, use el flujo de caja para el servicio de la deuda. Observe que:

$$\begin{aligned} \text{Préstamo equivalente} &= \text{VA (flujo de caja disponible para el servicio de la deuda)} \\ &= \\ &= \frac{103.250}{1,0845} = 95.205 \end{aligned}$$

En algunos casos puede ser más fácil pensar en tomar la posición del préstamo equivalente del prestamista en lugar de la del prestatario. Por ejemplo, podría preguntarse: «¿Cuánto tendría mi empresa que invertir hoy para cubrir la armonización de la deuda del próximo año de un préstamo subvencionado?». La respuesta es 95.205 \$: si presta esta cantidad al 13 por ciento ganará un 8,45 por ciento después de impuestos y, por tanto, tendrá $95.205 (1,0845) = 103.250$.

Mediante esta transacción, podrá en efecto cancelar o saldar la obligación futura. Si puede endeudarse en 100.000 \$, y posteriormente reservar sólo 95.205 \$ para cubrir todo el servicio requerido de la deuda, claramente tendrá 4.795 para gastar como le plazca. Esta cantidad es el VAN del préstamo subvencionado.

Por tanto, con independencia de si es más fácil pensar en endeudarse o en prestar, la tasa de descuento correcta para los flujos de caja nominales y

seguros es un tipo de interés después de impuestos.

Las tasas de endeudamiento y de préstamo no deberían diferir mucho si los flujos de caja son realmente seguros, esto es, si la posibilidad de impago es pequeña. Normalmente su decisión no dependerá de la tasa usada.

De alguna forma, esto es un resultado obvio una vez que usted piensa en ello. Las empresas son libres de endeudarse o de prestar dinero. Si *prestan*, reciben la tasa de interés, después de impuestos sobre sus inversiones. Si *toman prestado* en el mercado de capitales, pagan la tasa de interés después de impuestos.

Así, para las empresas el coste de oportunidad de invertir en flujos de caja equivalentes a deuda es la tasa de interés después de impuestos, es decir, este es el coste de capital ajustado para los flujos de caja equivalentes a deuda.

ALGUNOS EJEMPLOS MÁS

He aquí algunos ejemplos más de flujos de caja equivalentes a deuda.

Pago fijado por contrato Suponga que firma un contrato de mantenimiento con una firma de *leasing* de camiones, por el que acuerda mantener los camiones en buen estado durante los próximos 2 años a cambio de 24 pagos mensuales fijos. Estos son flujos de caja equivalentes a deuda.

Ahorros fiscales de la amortización Los proyectos de capital son valorados normalmente descontando el total de los flujos de caja después de impuestos que se espera que generen. Los ahorros fiscales por la amortización contribuyen al flujo de caja del proyecto, pero no son valorados separadamente; son agrupados, sin más, como flujos de caja del proyecto junto con docenas, o cientos, de otros flujos de entrada y salida específicos. *El coste de oportunidad del capital del proyecto refleja el riesgo medio del conjunto resultante.*

No obstante, suponga que preguntamos cuánto valen los ahorros fiscales de la amortización *por sí mismos*. *Para una empresa que está segura de pagar impuestos, los ahorros fiscales de la amortización son un flujo seguro y nominal. Por tanto, deben ser descontados a la tasa de endeudamiento de la empresa después de impuestos.*

UNA REVISIÓN DE LA COHERENCIA

Puede haberse preguntado si nuestro procedimiento para valorar los flujos de caja equivalentes a *deuda es coherente con los enfoques del CCMP y del VAA presentados*, en tal sentido responder que Sí, es coherente, como demostraremos.

Ejemplo numérico. Se le pide valorar el pago de 1 millón de dólares que será entregado por una empresa «de primera categoría», una blue chip, dentro de un

año; después de impuestos del 35 por ciento, el flujo de entrada es de 650.000 dólares. El pago está fijado por contrato. Puesto que el contrato genera un flujo de caja equivalente a deuda, el coste de oportunidad del capital es la tasa que los inversores demandarían de un pagaré a 1 año emitido por la empresa «de primera categoría», que resulta ser un 8 por ciento.

Para simplificar, supondremos que este es también el tipo de interés del endeudamiento de su empresa. Nuestra regla de valoración para flujos de caja equivalentes a deuda es, por tanto, descontar a $r^* = r_D (1 - T_c) = 0,08 (1 - 0,35) = 0,052$: $VA = (650.000 / 1,052) = 617.900$ dólares

¿Cuál es la *capacidad de endeudamiento* de este pago de 650.000 \$? Exactamente 617.900 \$. Su empresa podría pedir prestado esta cantidad y devolvería el préstamo completamente -principal e intereses después de impuestos- con el flujo de entrada de 650.000 \$. La capacidad de endeudamiento es el 100 por cien del valor actual del flujo de caja equivalente a deuda. Si usted piensa sobre ello de este modo, nuestra tasa de descuento $r_D (1 - T_c)$ sólo es un caso particular del CCMP con un ratio de endeudamiento del 100 por cien ($D/V = 1$)

$$CCMP = r_D (1 - T_c) D/V + r_E E/V = r_D (1 - T_c) D/V \text{ si } D/V = 1 \text{ y } E/V = 0$$

Ahora vamos a calcular el VAA. Este es un cálculo en dos etapas. Primero, los 650.000 \$ de flujo de entrada se descuentan al coste de oportunidad del capital del 8 por ciento. Segundo, sumamos el valor actual de los ahorros fiscales de los intereses de la deuda soportada por el proyecto. Puesto que la empresa puede endeudarse al 100 por cien del valor del flujo de caja, el ahorro fiscal es $r_D T_c$ VAA, y el VAA es:

$$VAA = \frac{650.000}{1,08} + \frac{0,08 (0,35) VAA}{1,08}$$

Resolviendo para el VAA, llegamos a 617.900 \$, la misma respuesta que obteníamos descontando al tipo de interés de la deuda después de impuestos. Así, nuestra regla de valoración para los flujos de caja equivalentes a deuda es un caso especial del VAA.

ASPECTOS RELEVANTES DE LA GESTION FINANCIERA ESPAÑOLA

EL DINERO

Concepto, evolución histórica y función

El dinero es un medio de pago generalmente aceptable, fue ideado para superar la rigidez del sistema de trueque siendo necesario en toda economía especializada de

intercambio. Sólo las comunidades agrarias muy atrasadas y autosuficientes pueden funcionar en un principio sin necesidad de tener que utilizar dinero. Como dinero se han empleado a lo largo de la historia los más variados productos. Hay ciertos metales que por sus propiedades han sido muy utilizados como moneda, como es el caso del oro, la plata y el cobre.

Las unidades monetarias fueron originariamente unidades de peso sin acuñar de los metales nobles, para evitar tener que probar la ley y pesar el material en cada transacción, los poseedores de metales comenzaron a solicitar el puño de rey o señor para que certificara estos extremos, surgiendo así la moneda.

El paso del dinero mercantil al dinero papel fue fruto de la propia dinámica económica, los metales preciosos se depositaban en las casas de los orfebres y en los bancos, los cuales entregaban a sus propietarios un resguardo acreditativo de mucho más fácil manejo en el comercio que el oro que certificaba, apareciendo así los *certificados de depósitos*. Estos banqueros comenzaron a emitir certificados por mayor importe que el valor del oro que tenían en sus arcas, unido esto a la crisis financiera cuando estos granjeros no podían convertir en oro todos los certificados que le mandaban dio lugar a la aparición del *dinero fiduciario*. Fue entonces cuando empezaron a aparecer los Bancos Centrales con el monopolio exclusivo de la emisión de billetes. Posteriormente, el papel moneda deja de ser convertible y se transforma en *dinero legal*, es decir, aquel que se acepta como medio de pago por imperativo legal.

Una última fase en la evolución del concepto dinero la constituye el *dinero bancario* que está formado por las cuentas corrientes a la vista, todas aquellas otras cuentas cuyo saldo se puede hacer efectivo en cualquier momento y el dinero disponible en cuentas procedentes de créditos concedidos por el banco a sus clientes.

Por motivo de seguridad y rentabilidad, el público deposita su dinero en los bancos que luego movilizan cuando lo necesite mediante los denominados instrumentos de movilización, entre los que se encuentran el cheque, la tarjeta de crédito o débito y el retiro de fondos por ventanillas.

El dinero de curso legal de un país se haya integrado por la moneda fraccionaria o moneda metálica cuyo valor real (valor del metal) es inferior a su valor nominal o facial y por los billetes emitidos por el banco central. Al dinero legal hay que añadirle el dinero bancario para obtener el total dinerario. Existen además otros activos de gran liquidez aunque no completamente líquidos como los depósitos de ahorro y a plazo y los bonos de estado que reciben el nombre de *cuasidinero*.

Dentro del concepto actual de dinero se distingue distintas categorías que forman los *agregados monetarios*.

- M₁ Oferta monetaria en sentido estricto, está formado por el efectivo en manos del público (moneda y billetes que constituyen el dinero legal del país conferido por el Estado y con validez plena) más los depósitos a la vista (depósitos movilizables sin previo aviso mediante unas órdenes de pagos dirigidos por el banco denominados cheques y mantiene el público en el banco).
- M₂ Constituido por el M₁ más los depósitos de ahorro que son depósitos y pasivos bancarios que permiten la realización de transferencia y la domiciliación de pagos en moneda nacional.
- M₃ Denominada también disponibilidades líquidas formadas por el M₂ más una serie de familias y empresas no financieras entre los que se encuentran:
 - a) Los depósitos a plazo.
 - b) La cesiones temporales de activo.
 - c) Participaciones de activo.

- d) Depósito en moneda extranjera.
- e) Valores a c/p de entidades de crédito y de ciertos establecimientos financieros de crédito.
- f) Valores a l/p de algunas entidades de crédito, en concreto, bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito.

M₄ o ALP (Activo Líquido en manos del Público) formado por el M₃ más valores a l/p de otras entidades de crédito y de establecimientos financieros de crédito más transferencia de activo privado más letra del tesoro en manos del público más valores a c/p de otras administraciones públicas.

M₅ o ALP₂ (Activo Líquido en manos del Público Ampliados) formado por el M₄ más pagaré de empresa en manos del público.

Las funciones del dinero son:

- a) Unidad de cuenta. Como tal el dinero es el patrón o unidad de medida del valor de los bienes, derechos y obligaciones. En la economía de mercado y en los análisis económicos de empresa y gobiernos, el valor de todos los bienes está expresado en dinero, éste se convierte en la unidad de cuenta que permite referir el valor de todos los restantes bienes en términos de múltiplos o submúltiplos de esa unidad homogénea; así todos los bienes están valorados en Euro, Dólar,...
- b) Medio de pago. El dinero sirve para comprar mercancías o cancelar deudas, es decir, es el medio de cambio generalmente aceptados por la sociedad en la compra y venta de mercancías y servicios.
- c) Depósito de valor. El dinero le permite mantener a los agentes económicos una parte de su riqueza en activo seguro de disponibilidad, inmediata, siendo la forma más usual de mantener la riqueza hasta que se necesita efectuar la compra.

SISTEMA FINANCIERO

Concepto y características del sistema financiero

En toda economía existe unidades con superables, es decir, unidades en las que los ingresos en un determinado periodo superan a los gastos de ese mismo periodo, y unidades con déficit que son aquellas en las que los gastos de un periodo son superiores a los ingresos de ese mismo periodo, de forma tal, que en momentos determinados hay unidades económicas que exponen de más recursos de los que requieren para su normal

actividad mientras que otras necesitan puntualmente recursos para hacer frente a sus necesidades de los que disponen en ese instante.

Las unidades económicas con recursos excedentes son las denominadas unidades ahorradoras y pueden ser personas o economía doméstica, empresas privadas o pertenecientes al sector público. Las unidades que demandan esos recursos porque carecen de ellas, son los inversores y productores y también pueden ser entidades particulares, empresas u organismos públicos.

Los ahorradores e inversores han de ponerse en contacto con el fin de hacer posible el traspaso de recursos de unos a otros. Los ahorradores pretenderán obtener de sus recursos el mayor beneficio posible, es decir, colocarlos de tal forma que el riesgo que se asuma sea el menor con la mayor rentabilidad y sin problemas de liquidez a la hora de recuperar la inversión, mientras que los demandantes de recursos (productores) lo que persiguen es la obtención de los fondos necesarios para poder desarrollar su actividad al mejor coste y en las mejores condiciones.

El lograr un acuerdo entre ahorradores e inversores hace necesaria la existencia de una estructura de orden superior constituida por las *instituciones*, los *medios* y los *mecanismos* que permitan la canalización de los fondos excedentes de los ahorradores hacia las unidades económicas que demandan estos fondos (los inversores). A esta estructura de orden superior es a la que llamamos *sistema financiero*.

El sistema financiero de un país es el conjunto de instituciones, medios y mercados que existen en el mismo.

El sistema financiero tiene como objetivo la mediación entre unidades económicas excedentarias que generan más recursos de los que invierten y unidades económicas deficitarias que precisa más recurso de los que son capaces de producir por si mismo en ese momento.

El sistema financiero se encarga de captar los fondos que generan los ahorradores y colocarlos a disposición de los inversores.

La relación entre ahorradores e inversores puede ser de dos tipos, directa e intermediada.

Directa Las unidades inversoras emiten los llamados pasivos financieros, que canjean por el dinero de las unidades con superhábit. Estos pasivos financieros se convierten para las unidades con superhábit en un activo financiero denominado activo financiero primario.

Intermediada Entre unas y otras aparecen las sustituciones financieras puras de carácter mediador. Esta misión de captar el excedente de los ahorradores y canalizarlos hacia los inversores del sistema financiero es imprescindible porque:

- a) Ahorradores e inversores no suelen ser la misma persona, por lo cual es necesario que existe un mecanismo que permite que confluyan.
- b) Por su propia naturaleza, ya que los deseos de ahorradores e inversores a lo referente al grado de riesgo, liquidez y rentabilidad suelen ser contrapuesto.

Estructura del sistema financiero

El sistema financiero ha de garantizar una asignación eficaz de los recursos financieros, y ha de proporcionar al sistema económico los recursos financieros que éste necesita, dotando a las instituciones los mercados y los activos que lo componen de la suficiente flexibilidad como para poder adaptarse con facilidad a los cambios que sean necesarios para la consecución de sus fines.

Un sistema financiero será eficiente cuando:

- a) Sea capaz de captar el ahorro.

- b) Satisfaga la demanda de recurso de los inversores.
- c) Lo haga en las condiciones de seguridad, liquidez y rentabilidad apropiada para los ahorradores e inversores.
- d) Contribuya al logro de la estabilidad monetaria y financiera.
- e) Sea capaz de asegurar la ausencia de crisis importante en las instituciones que lo integran.
- f) Logre una evolución estable de las principales macromagnitudes económicas y financieras.
- g) Sea flexible para que las instituciones financieras, los medios y los mercados se adapten a la realidad cambiante de la economía.

La estructura del sistema financiero está compuesta por los tres elementos esenciales que lo integran y responde al quién (intermediario), al cómo (activos financieros) y al dónde (mercado). Se realiza los intercambios de recursos entre ahorradores e inversores.

Intermediarios financieros

Son el conjunto de entidades y organismos especializados en la mediación entre ahorradores e inversores. Son los encargados de transformar los fondos captados a los ahorradores convirtiéndolos en productos financieros adecuadas a las necesidades de los inversores y tratan de atraer al ahorro mediante el ofrecimiento de productos con una adecuada rentabilidad y seguridad.

Las funciones de los inversores son:

- 1) La mediación entre las partes. Captan los recursos de las unidades económicas ahorradoras, las transforma en productos diferentes con características financieras específicas más adecuadas a las necesidades de la economía inversora a las que luego se las ofrecen.
- 2) Potenciación de la economía. Su actuación mejora la actividad económica ya que por una parte fomenta el ahorro y por otra favorece a la inversión.
- 3) De reducción de riesgo. La diversificación de los productos mejora la seguridad y disminuye los riesgos.
- 4) De optimización de los rendimientos. Gracias a su buen conocimiento del mercado, a la posibilidad que tienen de mover grandes cantidades de recursos y a la consiguiente reducción de costes pueden obtener mayores rentabilidades.
- 5) De simplificación de la gestión. Se agiliza cobros y pagos facilitando la transferencia entre unos agentes económicos y otros.

Los intermediarios financieros se clasifican en bancario y no bancarios.

Bancarios Son aquellos que además de su función de mediación, ofrecen depósitos de cuyos fondos se puede disponer mediante cheques, son de general aceptación y se admiten como medio de pago, es decir, además de su función de mediación tienen capacidad de crear dinero (dinero bancario). Estos intermediarios reciben activos financieros primarios de las unidades con déficit a cambio de recursos, los transforman en cuanto a plazo, riesgos, etc., y cambio de los recursos de las unidades con superhábit, entregan activos financieros pero secundario. Entre los intermediarios bancarios se encuentran los bancos, cajas de ahorros, cooperativas de crédito,...

No bancario Su función es puramente mediadora no estándole permitido realizar captaciones de fondo, no son creadores de dinero consistiendo su actividad en proporcionar activos financieros primarios a las unidades económicas con superhábit,

recibiendo a cambio recursos procedentes de éstos que entregan a las unidades económicas con déficit; son activos financieros primarios porque no hay transformación. Pertenecen a este grupo los comisionistas y los agentes mediadores.

Comisionistas o Brokers, son intermediarios por cuenta ajena, su actividad la lleva a cabo poniendo en contacto a oferentes y demandantes percibiendo a cambio una remuneración que es la comisión. No adquiere la propiedad de los activos financieros.

Mediadores o Dealers, son intermediarios por cuenta propia adquieren los activos de los oferentes y se lo ceden a los demandantes, de forma que los activos los integran en su cartera y su remuneración la obtiene a través de la rentabilidad que produce dicha cartera.

Según su actividad en los intermediarios financieros no bancarios se distinguen los intermediarios financieros bursátiles o de inversión, intermediarios financieros de seguros e intermediarios financieros con actividad de financiación (sociedades de leasing y factoring).

Activo financiero

Son los diferentes instrumentos a través de los cuales se realizan las transferencias de fondos entre ahorradores e inversores. Un activo financiero es un título emitido por los agentes económicos con necesidad de financiación con la finalidad de obtener recursos suficientes para poder realizar inversiones o cubrir gastos.

Los activos financieros representan unos derechos de cobro para quien los adquiere y a la vez representa unos pasivos financieros ya que supone una obligación de pago para quienes lo admiten.

La inversión en activo financiero supone el traslado de recursos del momento actual a otro momento futuro, sin saber lo que pueda ocurrir en el tiempo que transcurre desde su adquisición hasta su enajenación. Este aumento en la incertidumbre supone un riesgo que requiere su correspondiente remuneración.

Los activos financieros se caracterizan por su liquidez, seguridad y rentabilidad.

Liquidez Se define como la mayor o menor facilidad que tiene un activo financiero para convertirlo en dinero, hace referencia a la recuperación de la cantidad invertida en el menor plazo posible y con la certeza de que se produzca sin pérdidas con relación al precio de compra.

Seguridad Es la mayor o menor probabilidad que un activo financiero tiene de ser reembolsado en el momento de su vencimiento o de obtener por él mismo una determinada remuneración. La seguridad o el riesgo dependerá de la capacidad económica y de la solvencia del emisor, del plazo de reembolso y de las garantías legales que tienen incorporada el título.

Rentabilidad Es la relación entre el rendimiento económico que proporciona un activo y lo que se ha invertido en su adquisición. Es la contrapartida con la que se compensa la cesión que se realiza y el riesgo que se asume.

Entre los activos financieros más habituales se encuentran el dinero metálico, los depósitos a la vista o a plazo, los pagarés y las letras del tesoro, los efectos comerciales, las obligaciones de los empréstitos, las acciones, las pólizas de seguro,...

siendo la característica más común entre todos ellos el que trata de favorecer la movilidad de los recursos.

Los activos financiero pueden clasificares según distintos criterios, entre ellos:

a) Según el emisor. Se clasifica en públicos o privados.

Públicos son aquellos activos emitidos por el Estado, las Comunidades Autónomas, ayuntamientos o cualquier organismo público.

Privados son aquellos emitidos por una empresa o sociedad de carácter privado.

b) Según la emisión. Se distinguen entre activo primario y activos secundario.

Activos primarios son los activos emitidos directamente por los agentes económicos demandantes de fondos.

Activos secundarios son los activos creados por los intermediarios financieros con el fin de captar los fondos que mejor se ofrecen a los que los solicitan.

c) Según el vencimiento. Pueden ser a la vista, a c/p, a l/p y perpétua.

A la vista son aquellos activos financieros que se amortizan a la presentación de los mismos.

A c/p son aquellos activos financieros que tienen un plazo de amortización inferior al año.

A l/p son aquellos activos financieros que tienen un plazo de amortización superior al año.

Perpétua son aquellos activos financieros que no se amortizan.

d) Según la cotización pueden ser con cotización o sin cotización.

Con cotización son aquellos activos financieros que se negocian en el mercado, ya sea bursátil o de cualquier otro tipo.

Sin cotización son aquellos activos financieros que no se someten a los mercados.

Mercados financieros

Son los lugares (espacio físico) y los mecanismos de negociación (contactos telefónicos, subastas,...) de los activos financieros y la fijación de sus precios.

Las funciones de los mercados financieros son:

a) Establecer los mecanismos a través de los cuales se ponen en contacto los participantes en la negociación.

b) Fijar los precios de los activos financieros que se intercambian en función de su oferta y su demanda.

c) Proporcionar liquidez a los activos lo que permite transferirlos antes de que se cumpla el plazo de su vencimiento.

d) Reducir los costes de intermediación lo que permitirá una mayor circulación de los activos.

e) Unificar los procedimientos de intercambios de activos financieros.

Para que los mercados pudiesen desarrollar de forma eficaz sus funciones deberían negociar multitud de activos, no debería de existir barreras de entrada al mercado y los intervinientes deberían tener toda la información sobre el mismo de forma casi inmediata y a bajo coste. Sin embargo, esto no suele ser así debido fundamentalmente a que es un mercado muy fraccionado, es decir, no se negocia los

intercambios de activos financieros en un solo mercado, lo que implica la existencia también de diversidad de precios. Además de ellos, son mercados fuertemente intervenidos en el sentido de que buena parte de los precios de los activos financieros son “precios políticos” pues su control forma parte de los instrumentos de política monetaria.

Por todo ello, el mercado de activos financieros es uno de los mercados considerados imperfectos.

Para que exista un mercado financiero debe haber un mecanismo de precios que relacione ambas partes, así como un mecanismo de garantía que obligue al cumplimiento de los intereses pactados.

Los mercados financieros se pueden clasificar según el criterio seguido:

a) Según la forma de funcionamiento, en directos y en intermediados.

Directo un mercado financiero se considera directo cuando los oferentes entregan fondos a los que los demanda sin intervención de agentes mediadores, en él los ahorradores que compran activo asumen directamente el riesgo, encargándose por sí mismo los agentes de buscar la correspondiente partida.

Intermediados son aquellos mercados financieros en los que al menos uno de los participantes en cada operación de compra o venta de activo es un intermediario financiero. La intermediación puede ser a través de brokers o a través de mediadores, sociedades de valores, agencia de valores,...

b) Según las operaciones contratadas, en mercado monetario y mercado de capitales.

Mercado monetario en él se negocia con dinero o con activos financieros con vencimiento a c/p, elevada liquidez y tiene poco riesgo, constituyen una parte fundamental de los mercados financieros, siendo su objetivo principal en que los fondos líquidos o semilíquidos de la economía estén distribuidos y empleados de forma óptima, entre los mercados monetarios se encuentra el mercado de letras de cambio, el de pagarés, el de letras públicas y el de certificado de depósitos.

Mercado de capital son mercados en los que se negocian activos financieros con vencimiento a medios y l/p, en ellos el nivel de riesgo es mayor, la liquidez menor que en el mercado monetario, siendo un mercado fundamental para la realización de proyectos de inversión que exigen recursos a l/p. Las transacciones se efectúan tanto en forma de deuda (obligaciones) como de participaciones de capital (acciones). El mercado de capitales está integrado por el mercado de crédito a l/p y por el mercado de valores.

c) Según los activos que se contratan, en mercados primarios y mercados secundarios.

Mercados primarios en ellos se negocian activos financieros de nueva creación, constituyen por tanto un incremento en los flujos financieros que se dirigen hacia las unidades económicas con déficit, se crean activos financieros, los compradores de los títulos los adquieren directamente de los emisores de los mismos.

Mercados secundarios en ellos se negocia activos financieros ya existentes. No se crean nuevos activos, sino que solo se produce un cambio en la propiedad e los títulos, por tanto no constituye un aumento en los fondos que financian la economía.

Dentro de los mercados secundarios se pueden distinguir el mercado de contado, de crédito y a plazo.

Mercado de contado: en él hay intercambio simultáneo de activos por dinero para ello se requiere que de forma simultánea unos individuos estén en posesión de los activos y otros del dinero.

Mercado de crédito: en él se realizan operaciones a crédito lo que permite la realización de las compras del título sin estar en posesión del dinero.

Mercado a plazo: en estos mercados las operaciones consisten en la compra-venta de un activo financiero pactando la cantidad y el precio en el momento presente aunque la operación se haga efectivo pasado un tiempo, lo que permite la realización de la compra sin estar en posesión del dinero y la realización de la venta sin estar en posesión del título. Dentro de ellos se encuentra los mercados de opciones y futuros.

d) Según su organización en organizados y no organizado.

Organizado son aquellos que tienen una estructura institucional fijada de antemano que establece la regla de funcionamiento, indicando los tipos de activos, operaciones,...

No organizado no quedan predeterminado ningún tipo de condición para realizar los intercambios de forma tal que cada operación puede ser distinta a la anterior porque las condiciones se establece en el mismo momento de realizar los intercambios.

e) Atendiendo al creador y al supervisor, se clasifican en mercado público y privado.

Público son aquellos creados por autoridades públicas fijando los estatutos que han de regir en mercado. En España todos los mercados son públicos excepto el mercado de renta fija privada.

Privado son aquellos en los que los propios agentes que operan crean los mercados y los estatutos de funcionamiento.

SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL

El Sistema Europeo de bancos centrales y el Banco Central Europeo. Órganos de gobiernos y funciones

El Tratado de la UE atribuye al Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) las funciones de diseño y ejecución de la política monetaria de los países conforme al área del euro. A partir de la fecha de comienzo de la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria (Enero 1999) la soberanía monetaria de los estados miembros de la UE que accedieron a ella pasó al SEBC, que está constituido por el Banco Central Europeo y

por todos los bancos centrales, nacionales de los países de la UE, incluidos con ciertas particularidades los de los estados miembros que no forman parte inicialmente de la Unión Económica y Monetaria. El SEBC abarca por tanto a todas las instituciones responsables de la política monetaria dentro de la UE.

La institución central y de gobierno del SEBC es el Banco Central Europeo y los Bancos Centrales Nacionales de la UE, tienen unas funciones y una participación en los órganos de gobierno del Banco Central Europeo. La mayor o menor participación de cada Banco Central en las tareas del sistema dependerá de su status de plena pertenencia o no a la Unión Económica y Monetaria.

Los Bancos Centrales de los países que han adoptado al euro como moneda única y el Banco Central Europeo forman lo que se denomina Eurosistema.

Los órganos de gobierno del SEBC se encuentran definidos en el Tratado de la UE y en particular en sus estatutos y en los estatutos del Banco Central Europeo.

El SEBC está regido por los órganos rectores del Banco Central Europeo, son:

- Comité ejecutivo es el encargado de la gestión cotidiana del Banco Central Europeo y en particular de la ejecución de la política monetaria para lo cual atiende a las pautas que establezca el consejo de gobierno. Está formado por un presidente, un vicepresidente y cuatro vocales.
- Consejo de Gobierno es el órgano superior de gobierno del Banco Central Europeo y sus decisiones marcarán las pautas que deberá seguir el comité ejecutivo. Al consejo de gobierno le corresponde la adopción de las decisiones necesarias para que el SEBC lleve a cabo sus funciones, diseña y formula la política monetaria y establece las orientaciones necesarias para su ejecución. El consejo de gobierno está compuesto por los miembros del comité ejecutivo cuyo presidente y vicepresidente serán comunes a algún órgano y por los gobernadores de los Bancos Centrales de los países perteneciente a la Unión Económica y Monetaria.
- Consejo General tiene naturaleza transitoria y es el único órgano del que forman parte los países inicialmente excluidos de la Unión Económica y Monetaria, es decir, Reino Unido, Suecia y Dinamarca. Sus funciones son de naturaleza transitoria ya que se ocupa de todo lo relacionado con el hecho de que existan países temporalmente excluido de la Unión Económica Monetaria, encargándose de todo el trabajo necesario para que dichos países en su momento puedan ingresar en la misma. En particular, se ocupa de la fijación irrevocable, de las paridades de las monedas de estos países frente al euro. El consejo general está constituido por el presidente y el vicepresidente del Banco Central Europeo y por los gobernadores de los bancos centrales de todos los países de la UE.

Cada miembro de los distintos órganos de gobierno cuenta con un voto para la toma de decisiones que en la mayoría de los casos se adoptan por mayoría simple con excepción de las decisiones relativas al patrimonio, capital, reservas u otros que requieren mayoría cualificada en las cuales se ponderan los votos de los representantes de los bancos centrales nacionales con las correspondientes del SEBC y el Banco Central Europeo.

Las funciones que desarrollan el SEBC son:

- 1) Definir y ejecutar la política monetaria única.
- 2) Realizar operaciones en divisas coherente con la política cambiaria establecida.

- 3) Poseer y gestionar las reservas oficiales de divisas de los estados miembros.
- 4) Promover el buen funcionamiento de los sistemas de pagos en la zona euro.
- 5) Contribuir a la buena gestión de las políticas de supervisión prudencial de las entidades de crédito y a la estabilidad del sistema financiero.
- 6) Autorizar la emisión de billetes de banco en el área del euro.

Además, el Banco Central Europeo deberá ser consultado sobre las propuestas

comunitarias o iniciativas nacionales que entren en el ámbito de su competencia y en particular deberá ser consultado por el consejo europeo (que es el órgano ejecutivo de la UE de carácter intergubernamental) en todo lo relativo a la política cambiaria exterior de la comunidad.

Respecto a las funciones del SEBC hay que tener en cuenta:

- 1) Que respecto a la política cambiaria la soberanía última continua en manos de los gobiernos correspondiéndole al consejo europeo la definición de las líneas de política cambiaria y la posible formulación de acuerdos específicos a este respecto, aunque con objeto de que la política cambiaria sea compatible con el objetivo primordial de la estabilidad de precios. El Banco Central Europeo deberá ser consultado en estas cuestiones.
- 2) Respecto a la supervisión de entidades de crédito, la responsabilidad de dicha supervisión permanece en manos de las autoridades nacionales si bien el Tratado de la UE establece que el consejo europeo previa consulta al Banco Central Europeo podrá encomendar a este último, tareas específicas en este terreno, por lo que la atribución de funciones al Banco Central Europeo en este ámbito es en principio bastante limitada y un tanto ambigua.

Estructura del Sistema Financiero Español

A partir de 1994, con la entrada en vigor de la Ley de Autonomía del Banco de España (LBE) el sector financiero español ha sufrido una serie de transformaciones fundamentales tanto en su estructura como en las competencias y el funcionamiento. Todas estas transformaciones fundamentales han sido debida a la necesidad de integrarse en el SEBC, para lo que ha sido preciso adaptarse a las condiciones recogidas al efecto en el Tratado de la UE.

Según la LBE, el Banco de España deja de depender del gobierno pasando a optar de plena autonomía respecto al ministerio de economía del que hasta ese momento dependía.

Los órganos políticos que controlan el sistema financiero son el gobierno y las comunidades autónomas. El gobierno, a través del ministerio de economía, es el encargado de controlar todo lo que afecta al funcionamiento de las instituciones financieras.

Las comunidades autónomas cada vez van teniendo mayor importancia dentro del sistema ya que de forma progresiva han ido optando determinadas funciones dentro del ámbito territorial.

Estos órganos políticos ejercen sus funciones a través de cinco órganos:

- Banco de España la ley de autonomía del Banco de España, define al Banco de España como una entidad de derecho público con personalidad jurídica propia y plena capacidad pública y privada que para el cumplimiento de sus fines actuará con autonomía respecto a la Administración del estado quedando sometido al ordenamiento jurídico privado, salvo que actúe en el ejercicio de las potestades administrativas que le adjudican las leyes.
- Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) es una entidad de derecho público con personalidad jurídica propia que se encarga de la supervisión, el control y la inspección de los organismos que actúan en el mercado de valores. También tiene un papel de organismo asesor del Banco de España en esta materia.
- Dirección General de Seguros dispone de todas las atribuciones en materia de control y disciplina dentro del sector de los seguros, desarrolla su actividad y tiene plena competencia respecto a las entidades aseguradoras y a las entidades gestoras de fondos de pensiones que operan en nuestro país.
- Dirección General del Tesoro y Política Financiera en la actualidad, sólo tiene las competencias referidas al Tesoro y a la emisión de la deuda pública en nuestro país.
- Dirección General de Comercio e Inversiones es el organismo oficial que comparte con el Banco de España las funciones propias en materia de control de cambio. La Dirección General de Comercio e Inversiones se encarga del control administrativo y el Banco de España del control operativo.

Banco de España

El Banco de España fue nacionalizado en 1962 pasando a ser una entidad pública, la cual tenía el monopolio de la emisión de billetes desde el año 1876.

Es el órgano ejecutivo más importante del sistema financiero ya que es el que planifica y pone en funcionamiento la política financiera y monetaria que va a llevar a cabo el país, así mismo a él le corresponde la supervisión de las entidades de crédito.

La LBE establece las normas de funcionamiento del mismo, su autonomía se puede resumir en cuatro principios:

- 1) En todo lo relacionado con la política monetaria. El Banco de España es independiente del gobierno de la nación.
- 2) Las cuentas de Banco de España las presenta el ministerio de economía al gobierno a través del parlamento y tienen que ser aprobada por éste.
- 3) El Banco de España no puede adquirir en ningún caso valores emitidos por el Tesoro.
- 4) El Tesoro no puede obtener financiación del Banco de España, es decir, no se permiten descubiertos en sus cuentas.

El Banco de España está integrado en el SEBC junto con los bancos centrales del resto de naciones de la Unión Monetaria y el Banco Central Europeo. Para conseguir dicha integración fue necesaria modificar la LBE lo que se hizo mediante la ley, en 1998, reconociéndose entre otros extremos las potestades del Banco Central Europeo en la definición de la política monetaria del área del euro y su ejecución por el Banco de España y sus facultades en relación con la política de tipo de cambio. La ley de 1998 también reconoce que el Banco de España, como parte integrante del SEBC, queda sometida a las disposiciones del Tratado de la UE y a los Estatutos del SEBC.

El Banco de España participa en el desarrollo de las funciones básicas atribuidas al SEBC además de desempeñar las funciones como parte integrante del eurosistema. La ley de Autonomía otorga al Banco de España las siguientes funciones adicionales:

- 1) Poseer y gestionar las reservas de divisas y metales preciosos no transferidos al Banco Central Europeo.
- 2) Supervisar de acuerdo con las disposiciones vigentes la solvencia y el comportamiento de las instituciones de crédito.
- 3) Promover el buen funcionamiento y estabilidad del sistema financiero, y sin perjuicio de las funciones del Banco Central Europeo, de los sistemas de pagos nacionales.
- 4) Poner en circulación la moneda metálica y desempeñar por cuenta del Estado las demás funciones que se recomiende respecto a ello.
- 5) Prestar los servicios de tesorería y agentes financieros de la deuda pública.
- 6) Asesorar al Gobierno así como realizar los informes y estudios que resultan procedentes.
- 7) Elaborar y publicar las estadísticas relacionadas con sus funciones y asistir al Banco Central Europeo en la recopilación de la información estadística necesaria.
- 8) Ejercer las demás competencias que la legislación les atribuye.

Para el ejercicio de todas estas funciones y tal como causa en la LBE, los órganos rectores el Banco de España está estructurado en 4 niveles:

- a) Gobernador dirige el Banco, preside el Consejo de Gobierno y la comisión ejecutiva y lo representa legalmente ante aquellas instituciones y organismos internacionales en los que está prevista su participación. Es nombrado por el Rey a propuesta del Presidente del Gobierno.
- b) Subgobernador suple al gobernador en los casos vacantes o de ausencia y asume las competencias que el reglamento del banco fije o el gobernador le delegue. Es nombrado por el gobierno a propuesta del gobernador. El mandato de gobernador y subgobernador es simultáneo, con una duración de 6 años y sin posibilidad de renovación.
- c) Consejo de Gobierno aprueba las directrices de actuación del banco en particular las relativas a política monetaria, cuya instrumentalización supervisa, aprueba las circulares del Banco, las propuestas de sanciones que el banco debe elevar al ministro de economía e impone aquellas que son de su competencia, y adopta los acuerdos precisos para el desempeño de las funciones encomendadas al Banco de España que no sean de competencia exclusiva de la comisión ejecutiva. El consejo de gobierno está formado por el gobernador, el subgobernador, 6 consejeros y el director general del tesoro y el vicepresidente de la CNMV. Los consejeros son nombrados por el gobierno a propuesta del ministro de economía siendo el consejo de gobierno el encargado de ratificar los nombramientos de los directores generales.
- d) La Comisión Ejecutiva con sujeción a las directrices del consejo de gobierno, instrumenta la política monetaria, resuelve sobre las autorizaciones administrativas que debe conceder el banco y formula a las entidades de crédito las recomendaciones y requerimientos así como la incoación de expedientes sancionadores y otras medidas e intervención cuyo ejercicio ha sido encomendado por ley al Banco de España. La comisión ejecutiva está compuesta por el gobernador, el subgobernador y dos consejeros que son

designados por el consejo del gobierno a propuesta por el gobernador y deben ser miembros de aquél.

Del Banco de España depende los siguientes intermediarios financieros:

- 1) Las entidades del crédito se caracterizan por la posibilidad que tiene de captar fondos del público en forma de depósitos y cederlos por su cuenta y riesgos a terceros, pertenece a esta categoría el ICO (Instituto de Crédito Oficial), los Bancos Privados, la Confederación Española de Cajas de Ahorros, las Cajas de Ahorros y las Cooperativas de Crédito.
- 2) Los establecimientos financieros de crédito se caracterizan por la prohibición de captar fondos reembolsables del público, ya sean en forma de depósito, préstamos u otros análogos. Entre ellas se encuentran las sociedades de leasing (su actividad consiste en el arrendamiento de bienes con opción de compra), sociedades de factoring (su actividad se dedica fundamentalmente en el cobro de factura de otras empresas e impagados), entidades de financiación (se dedican a financiar a fabricantes y distribuidores por un lado, y a consumidores, por otro), sociedades de crédito hipotecario (su función se centra en la concesión de créditos y avales hipotecarios) y sociedades de garantía recíproca y el sistema de segundo aval (cuyo objeto es prestar garantía por aval a sus miembros en las operaciones que precise, siendo obligatorio para ser miembro de estas sociedades el ser empresario).
- 3) Los mercados financieros interbancarios, de divisas y en parte, ya que también depende de la CNMV, el de la deuda pública anotada.
- 4) La CNMV (Comisión Nacional de Mercado de Valores) es el organismo al que corresponde la supervisión de las entidades relacionadas con el propio mercado de valores, siendo el objetivo fundamental de su actividad la defensa y protección de los derechos de todos los que intervienen en el mercado de valores. Entre las funciones que realiza la CNMV está la de supervisar las actividades que realizan los participantes en el mercado, la de sancionar aquellas irregularidades que se pudieran cometer, difundir la información para que haya la necesaria transparencia, asesorar al gobierno y a las comunidades autónomas en estas materias, admitir o denegar el acceso al mercado de valores que los soliciten, supervisar las emisiones que se llevan a cabo en el mercado y garantizar la autenticidad de la publicidad que lo realice.

De la CNMV depende los siguiente intermediarios financiero:

- a) Sociedades y agencias de valores son sociedades anónimas con objeto social exclusivo y limitado a las funciones que les atribuye la ley de mercado de valores. Las sociedades pueden intervenir por cuenta propia o por cuenta ajena, mientras que las agencias sólo pueden intervenir por cuenta ajena.
- b) Instituciones de inversión colectiva realiza inversiones colectivas mediante las aportaciones de múltiples ahorradores captados gracias a la emisión de activos financieros. Estas sociedades van a formar una cartera de valores constituidas por títulos de diverso orden como son deudas públicas, obligaciones, bonos,... siempre que todas ellas sean negociables en el mercado de valores.
- c) Las sociedades de capital riesgo participa de manera temporal en el capital social de pequeñas empresas a fin de ponerlas en marcha una vez pasada el primer momento que abandonan la participación.

- d) Además de estos intermediarios financieros de la CNM, también depende los propios mercados financieros ya que ésta se encarga de su supervisión y control, y de velar por su transparencia aunque en lo referente a la deuda pública anotada lo hace en colaboración con el Banco de España.
- 5) Dirección General de Seguros es la institución que vela por el correcto funcionamiento de las instituciones y del mercado del seguro, de ella depende la concesión de las necesarias licencias administrativas para iniciar a actividad aseguradora por parte de la empresa el sector así como las licencias de los corredores de seguros, también realizan labores e inspección y tienen capacidad sancionadora en los casos en los que detecten incumplimiento o irregularidades en la gestión encargándose así mismo de informar y asesorar al ministerio de economía en las materias propias del sector. De la dirección general de seguro dependen los siguiente intermediarios financieros:
- a) las entidades aseguradoras son la empresas que se dedican ante la posible aparición de un hecho desgraciado. La compañía percibe del cliente una cantidad denominada prima y a cambio en caso de que se produzca el siniestro se compromete a indemnizarle en una cuantía determinada establecida previamente.
 - b) Las entidades gestoras de fondo de pensiones se utilizan con el fin de complementar las pensiones de la seguridad social. Son instituciones que nacen con el objeto de garantizar a sus clientes una cantidad determinada en el momento que abandone el mercado laboral por jubilación.
- 6) El sistema crediticio es un subsistema del sistema financiero y en España está formado por el Banco de España y las entidades de crédito. El sistema crediticio es un conjunto de entidades financieras no homogéneas de forma perfecta que representan la parte más importante del sistema financiero. De acuerdo con la ley de 1994 por la que se adapta la legislación española en materia de entidades de crédito a la segunda directiva de coordinación bancaria e la UE, las entidades de créditos se clasifican en sistema bancario formado por las bancas privadas, las cajas de ahorros y las cooperativas de créditos, el Instituto de Crédito Oficial y los establecimientos financieros de créditos. Las actividades propias de estas entidades de créditos son:
- a) La captación de depósitos u otros fondos reembolsables constituyendo las denominadas operaciones pasivas.
 - b) Las operaciones de préstamo y crédito con inclusión de los créditos al consumo, constituyendo las denominadas operaciones activas las cuales también abarcan a los créditos hipotecarios y a la financiación de transacciones comerciales.
 - c) Las de factoring.
 - d) Las de arrendamiento financiero (leasing).
 - e) Las operaciones e pago con inclusión de los servicios referentes a pagos y transferencias.
 - f) La emisión y gestión de medios de pago como pueden ser las tarjetas de crédito y débito, los cheques de viaje y las cartas de crédito.
 - g) La concesión de avales, garantías y suscripción de compromisos similares.
 - h) La intermediación en los mercados interbancarios.

- i) Las operaciones por cuenta propia o bien de sus clientes cuyo objeto sean valores negociables, instrumentos de los mercados de cambio o mercados monetarios, instrumentos financieros a plazo, opciones y futuros financieros y permutas financieras.
- j) La participación en las elecciones de valores y mediación por cuenta directa o indirecta del emisor en su colocación y aseguramiento de la suscripción de emisiones.
- k) El asesoramiento y prestación de servicios a empresas en lo referente a adquisiciones, fusiones, estructuras de capital,...
- l) La gestión de patrimonio y asesoramiento subtitulares.
- m) La actuación por cuenta de subtitulares como depositarios de valores representados en forma de títulos o como administradores de valores representado mediante anotaciones en cuenta.
- n) La realización de informes comerciales.
- o) Alquiler de cajas fuertes.

El ejercicio de la actividad de las entidades de crédito en los estados miembros de la UE tienen un régimen común denominado pasaporte comunitario según el cual permite la libre instalación y prestación de servicios en el ámbito de la UE a todas estas entidades en todos los países comunitarios siempre que cumplan los requisitos necesarios y que obtengan la autorización previa del Banco de España.

El Sistema Bancario

La actividad de estas entidades financieras giran en torno a 3 ejes básicos de operaciones que son:

- a) Operaciones de pasivo o de depósito consiste en captar los recursos de sus clientes a través de diferentes fórmulas como pueden ser cuentas corrientes, cuentas de ahorros,... Reciben la denominación de operaciones de pasivo porque los saldos recibidos por los bancos de sus clientes suponen una obligación para ellos, por lo que han de figurar en su pasivo.
- b) Operaciones de activo o de crédito consiste en la inversión tanto e los fondos propios como de los fondos recibidos de sus cliente mediante las operaciones de pasivo en una serie de productos de financiación como pueden ser créditos concedidos, préstamos, descuentos de efectos,... Esta actividad de prestar dinero se conoce como operaciones de activo ya que los fondos que la entidad de crédito cede a sus cliente constituyen un activo en el balance de la entidad bancaria.
- c) Operaciones de servicios en un principio este tipo de operaciones surgieron como un apoyo a la clientela en materia de cobros y pagos a consecuencia de las operaciones de pasivo que éstas entidades mantenían con sus clientes, sin embargo, han ido evolucionando de forma tal que actualmente forman una parte muy importante de la actividad desarrollada por estas entidades financieras, habiendo dado lugar a la aparición de nuevos productos y favoreciendo la conexión con sectores que no son propiamente bancarios como pueden ser seguros y mercados de capitales.

Dentro del sistema bancario se distingue:

- 1) La Banca Privada se define como aquellas personas jurídicas que con habitualidad y ánimo e lucro reciben del público en forma de depósito irregular o en otras análogas, fondos que aplican por cuenta propia a

operaciones activas de crédito y a otras inversiones prestando además su clientela una serie de servicios. Los requisitos que se exigen en España para ejercer la actividad bancaria son:

- a) Revestir el banco la forma de sociedad anónima con duración indefinida constituida por el procedimiento de fundación simultánea.
- b) Tener un capital mínimo de 18.030.363 euros que estará íntegramente suscrito y desembolsado y además representado por acciones nominativas.
- c) Limitar estatutariamente el objeto social a las actividades propias de una entidad de crédito.
- d) No reservar a los fundadores ninguna ventaja o remuneración especial.
- e) Su consejo de administración ha de estar formado al menos por 5 miembros, los cuales serán todos ellos personas de reconocida honorabilidad comercial y profesional y que la mayoría posea los conocimientos y la experiencia suficiente como para poder llevar cabo la actividad bancaria.
- f) Que los accionistas titulares de acciones significativas sean consideradas idóneas.
- g) Contar con una buena organización administrativa y contable, así como con procedimiento de control interno adecuado que garantice la gestión sana y prudente de la entidad.
- h) Tener su domicilio social y su dirección y administración efectiva en territorio nacional.

La autorización para la creación de bancos en España tanto por grupos promotores nacionales como extranjeros y para la apertura de sucursales por bancos o autorizados previamente en su estado miembro de la UE la otorga el ministerio de economía previo informe del Banco de España.

Con el fin de defender los intereses de sus miembros en 1977 se creó la Asociación Española de Bancos formada por dos clases de miembros, los de pleno derecho y los asociados.

Miembros de pleno derecho formado por aquellas empresas bancarias inscrita en el registro de bancos y banqueros.

Miembros asociados formado por otras entidades de crédito y demás intermediarios financiero que no están inscrito en el mencionado registro.

Las funciones de la Asociación Española de Banco son:

- a) Colaborar con la Administración Pública.
- b) Colaborar con otros organismos empresariales.
- c) Colaborar al desarrollo cultural.
- d) Realizar labores de información y divulgación.
- e) Participar en la negociación de los convenios colectivos entre sus socios y empleados.

Con la adhesión de España a la UE, la Asociación Española de Banco se incorporó a la Federación Bancaria Europea, cuyas funciones son:

- a) Alcanzar en el ámbito bancario los objetivos del Tratado de Roma.
- b) Facilitar los intercambios de información.
- c) Cooperar con las instituciones comunitarias y representar a sus miembros ante las autoridades competentes.
- d) Ayudar a los bancos asociados a adaptar su sistema y procedimientos a la moneda única.

Con la finalidad de garantizar a los depositantes la percepción de una cierta cuantía por los depósitos que hayan efectuados en las entidades financieras, en caso de que entre en situación de crisis, se creó, en 1977, el Fondo de Garantía de Depósito. Con posterioridad, esta institución ha ido ampliando sus objetivos y además de garantizar la recuperación de los depósitos, resuelve las situaciones patrimoniales conflictivas de los bancos que entren en crisis. Para poder lograr este último objetivo, el Fondo e Garantía de Depósito fue dotado de personalidad jurídica propia y plena capacidad para el desarrollo de sus fines en régimen de derecho privado pudiendo asumir pérdidas, prestar garantía y adquirir activos.

La pertenencia al Fondo de Garantía de Depósito es obligatoria para los bancos privados, cajas de ahorros y cooperativas de crédito, pero no es obligatorio para el Instituto de Crédito Oficial (ICO) y para los establecimientos financieros de crédito.

Las aportaciones realizadas al Fondo de Garantía de Depósito han de hacerse en el Banco de España sirviendo para cubrir el 50% de los recursos del fondo mientras que el otro 50% es aportado directamente por el Banco de España.

- 2) Las cajas de ahorros son instituciones que nacieron como entidades fundamentalmente benéficas y que se han ido consolidando como entidades sobre todo sociales actuando en la actualidad como instituciones básicamente financiera aunque conservando sus finalidades iniciales cuales eran la lucha contra la usura con un carácter social concediendo préstamos bajo interés a las clases menos favorecidas.

Las características fundamentales de las cajas de ahorros son:

- a) Son instituciones de patronato oficial o privado no dependientes de ninguna otra empresa, tienen forma jurídica de fundaciones y carecen de capital social existiendo un fondo de dotación aportado por la entidad fundadora.
- b) Carecen de ánimo de lucro, es decir, son instituciones que no persiguen la consecución de los máximos beneficios económicos, sino que una vez atendidas las exigencias impuestas por la legislación en cuanto a la constitución adecuada de reservas propias el resto de los beneficios se destinan a otras de carácter benéfico social, como actividades culturales, asistencias sociales, sanitaria, docente,...

Para la creación de nuevas cajas de ahorro es necesario formular la solicitud al ministerio de economía a través del Banco de España que irá acompañado del programa de actuación desarrollar con indicación del tipo de operaciones a realizar y de las estructuras organizativas de la entidad que deberá contar con personas con honorabilidad y experiencia adecuada, proyecto de estatutos y relación de nombres y circunstancias de los fundadores y de los miembros futuros de su consejo de administración.

Además las solicitudes deberán acreditar el cumplimiento de los objetivos de seguridad del ahorro, aumento de la productividad del sistema bancario y mayor homogeneidad de la concurrencia entre las diferentes redes bancarias.

Las cajas de ahorros deberán contar en todo momento con una buena organización administrativa y contable y con procedimiento de control interno adecuados que garanticen la gestión sana y prudente de la entidad y tener su domicilio social y su dirección y administración efectiva en territorio nacional.

La autorización la concede o no el ministerio de economía a propuesta del Banco de España sin perjuicio de las competencias muy amplias asumidas por las comunidades autónomas.

El fondo de dotación de las cajas quedará vinculado permanentemente a su capital fundacional que debe alcanzar un importe mínimo de 18.030.363 euros.

Todas las cajas de ahorro (salvo la Caja Postal que es un banco público) están agrupadas en la Confederación Española de Cajas de Ahorros (CECA) que es un órgano consultivo del ministerio de economía en materia de cajas de ahorros cuyas funciones son:

- a) Representación de las cajas de ahorros confederadas ante el poder político tanto en el plano individual como colectivo.
- b) Representación de las cajas a escala internacional y más en concreto ante el Instituto Mundial de Cajas de Ahorros.
- c) Prestar a las cajas de ahorros los servicios financieros que le sean requeridos incrementado su estructura técnica para aumentar su eficacia y lograr la organización óptima.
- d) Facilitar a las cajas sus actividades en el exterior.
- e) Colaborar con las autoridades financieras para conseguir la mejor gestión de las cajas, su mano de adecuado cumplimiento de la normativa vigente y en su caso su saneamiento.

La CECA es además el banco central liquidador y compensador de las operaciones realizadas por las cajas de ahorro de la Comunidad Europea entre estas operaciones se encuentran las transferencias, órdenes de pagos y operaciones con tarjeta. La CECA actúa además prácticamente como una institución financiera más, realizando por si misma operaciones similares a las demás cajas de ahorros lo que las distinguen de otros órganos consultivos.

- 3) Las cooperativas de crédito son instituciones cuya naturaleza tiene un doble carácter ya que por un lado son sociedades cooperativas y por tanto están sometidas a la legislación general sobre cooperativas y por otro son entidades de crédito y en este sentido deben cumplir la normativa que regula a los intermediarios financieros bancarios en general y las específicamente dirigidas a ellas, este doble carácter hace que su dependencia administrativa sea doble, por un lado del ministerio de trabajo y más concretamente de la dirección general de cooperativas, y por otro del ministerio de economía.

El objeto social de las cooperativas de crédito es servir a las necesidades financieras de sus socios y de terceros mediante el ejercicio de las actividades propias de las entidades de crédito siendo el número de socios ilimitados y alcanzando la responsabilidad de los mismos por las deudas sociales sólo el valor de sus aportaciones.

Las cooperativas de créditos pueden realizar las mismas clases de operaciones activas, pasivas y de servicios que el resto de las entidades de crédito con el límite de que deben atender preferentemente las necesidades financieras de sus socios y de que el conjunto de las operaciones activas que llevan a cabo con terceros no podrán alcanzar mas del 50% de los recursos totales de la entidad sin que en este porcentaje se computen las operaciones realizadas con los socios de las cooperativas asociadas a la cooperativa de crédito, las de colocación de los excesos de tesorería en el mercado

interbancario ni la adquisición de valores y activos financieros de renta fija efectuadas para a cobertura de los coeficientes legales existentes.

Las cooperativas de crédito se clasifican en:

- a) Cajas rurales o cooperativas de crédito agrícola tienen carácter rural pudiendo ser locales comarcales o provinciales, están promovidas por cooperativas del campo sociedades agrarias siendo su objeto el financiar a la agricultura, ganadería, sector forestal y actividades que mejoren las condiciones de vida en el ámbito rural.
- b) Cooperativa de crédito o agraria de carácter industrial y urbano que tienen su origen en asociaciones y cooperativas gremiales y profesionales.

La autorización para la creación de una cooperativa de crédito en España es concedido por el ministerio de economía con informe previo del Banco de España una vez presentado la solicitud con su correspondiente documentación.

Para obtener y conservar las autorizaciones como cooperativas de crédito han de cumplirse los siguiente requisitos:

- a) Revestir la forma de sociedad cooperativa.
- b) El número de promotores deberá ser como mínimo de 5 personas jurídicas que hayan desarrollado su actividad al menos dos años antes de la fecha de constitución si fuesen personas físicas el número ha de ser como mínimo de 150 que en el caso de constituir una caja rural, uno de los promotores al menos tiene que ser una cooperativa agraria o bien que 50 personas físicas tenga explotación agraria.
- c) El capital social o disposición de recursos propios estará en función del ámbito territorial y del total de habitantes e derecho de los municipios comprendidos en dicho ámbito de forma tal que a mayor numero de habitantes se exigirá mayor disposición de recursos propios.
- d) El importe total de las aportaciones de cada socio no podrá ser superior al 20% de los recursos propios si se trata de personas jurídicas y al 2.5% si son personas físicas.
- e) Limitar estatutariamente el objeto social a las actividades propias de una entidad de crédito.
- f) Contar con una buena organización administrativa y contable y con procedimiento de control interno adecuados.
- g) No reservar a los promotores, fundadores o socios iniciales ventajas o remuneración especial alguna.
- h) Contar con un consejo rector formado al menos por 5 miembros, dos de los cuales podrán ser no socios debiendo todos ser personas de reconocida honorabilidad comercial y profesional y poseer al menos dos de ellas conocimiento y experiencia adecuadas para ejercer sus funciones.
- i) Tener su domicilio social y su dirección y administración efectiva en territorio nacional.

Dentro del sector de cooperativas de crédito en España la más relevante son las cajas rurales y aunque en menor medida al igual que las cajas de ahorros, las comunidades autónomas han asumido competencia en cuestión de cooperativas de crédito.

- 4) El Instituto de Crédito Oficial (ICO) en la actualidad, el ICO es una entidad pública empresarial adscrita al ministerio de economía que tiene

naturaleza jurídica de entidad de crédito y con carácter de agencia financiera del estado y personalidad jurídica, tesorería y patrimonio propio para el cumplimiento de sus fines.

Su régimen jurídico y financiero establece que sus fines son el sostenimiento y la promoción de las actividades económicas que contribuyen al crecimiento y la mejora en la distribución de la riqueza nacional y en especial de aquellas que por su trascendencia social, cultural, innovadora o ecológica merezcan su fomento con absoluto respecto a los principios de equilibrios financiero en sus cuentas de resultados.

El ICO debe su actuaciones por un lado contribuir a paliar los efectos económicos producidos por situaciones de graves crisis económica, catástrofes naturales,... de acuerdo con las instituciones que reciba del consejo de ministros o de la comisión delegada del gobierno para asuntos económicos, y por otro lado actuar como instrumento de ejecución de determinadas medidas de política económica con sujeción a las normas y decisiones que al respecto adopte su consejo general.

Por tanto, el ICO actúa en una doble vertiente como agencia financiera del Estado (ya que ejecuta las operaciones financieras que el Gobierno le encomienda y para los que le otorga las garantías del Tesoro o le dota de los recursos necesarios) y como banco de desarrollo (puesto que su misión fundamental a prestar fondos a medio y largo plazo para financiar inversiones productivas).

- 5) Establecimientos financieros de créditos son entidades de crédito autorizadas a realizar determinadas actividades especializadas de igual forma que el resto de las entidades de crédito con la excepción de que les queda prohibido el captar fondos reembolsables del público aunque si le está permitido el omitir valores de plazo superior a un mes y recibir financiación de otras entidades de crédito a cualquier plazo.

La denominación del establecimiento financieros de créditos que reservada a estas entidades las cuales además está obligadas a incluirlas en su denominación.

La autorización para a creación de un establecimiento financiero de crédito corresponde al ministerio de economía previo informe del Banco de España, en la autorización se especificarán las actividades que podrá realizar el establecimiento financiero de crédito de acuerdo con el programa presentado por su grupo promotor el cual remitirá la correspondiente solicitud acompañada de la documentación necesaria a la dirección general del tesoro y política financiera.

Los requisitos necesarios para obtener y conservar la autorización de un establecimiento financiero de crédito son:

- a) Revestir la forma de sociedad anónima constituida por el procedimiento de fundación simultánea y con duración indefinida.
- b) Tener un capital social mínimo de 5.108.603 euros desembolsado íntegramente y representado por acciones nominativas.
- c) Limitar estatutariamente su objeto social a las actividades propias de un establecimiento financiero de crédito.
- d) Que los accionistas titulares de participaciones significativas sean consideradas idóneas.
- e) Contar con un consejo de administración donde al menos dos de ellos además de ser como el resto de personas de reconocida honorabilidad

comercial y profesional deben poseer conocimientos y experiencias adecuadas para ejercer sus funciones.

- f) Contar con una buena organización administrativa y contable así como con procedimiento de control interno adecuado que garanticen la gestión sana y prudente de la entidad.
- g) Tener su domicilio social y su efectiva administración y dirección en territorio nacional.

Una vez obtenida la autorización y tras su constitución e inscripción en el Registro Mercantil los establecimiento financieros de créditos deberán antes de iniciar sus actividades quedar inscrita en el Registro Especial de establecimiento financieros de créditos del Banco de España, inscripción que se publicará en el BOE y se comunicará a la comisión europea.

COMPAÑÍAS DE SEGUROS Y FONDOS DE PENSIONES

Operaciones de seguros

Las empresas aseguradoras reciben de los tomadores de seguros unos flujos financieros formados por las primas abonadas, estas primas son activos para quienes las pagan y constituyen pasivo para las compañías que las integran como fondos propios o como provisiones técnicas. Los pasivos recibidos por las compañías de seguros son

invertidas por las mismas en diferentes mercados financieros transformándose así en nuevos activos, por tanto, las aseguradoras son entidades que realizan un proceso de financiación indirecto puesto que transforman el dinero de los tomadores de seguros en inversiones realizadas en los mercados financieros. En el momento en que se produce el echo asegurado, la entidad de seguro debe abonar la indemnización pastada para ello recurre a las inversiones que tienen los mercados financieros que transforman en dinero efectivo con el que paga a los asegurados.

Legislación reguladora de los seguros

La importancia del negocio asegurador y la necesaria solvencia que deben tener las compañías que se dediquen a esta actividad hace que el estado se encargue de controlar y tutelar a las entidades que operan en este sector, cosa que hace a través de los siguientes organismos:

- 1) La Dirección General de Seguros es uno de los órganos ejecutivos del sistema financiero español siendo el encargado de controlar y supervisar la actividad aseguradora así como facilitar información, resolver consultas y reclamaciones en materia de seguros y realizar actividades encaminadas a fomentar la actividad aseguradora en España.
- 2) El Consorcio de Compensación de Seguros es un organismo dependiente de la Dirección General de Seguros, y se encarga de asegurar los riesgos extraordinarios que puedan suceder sobre personas o bienes de los cuales no se ocupan las aseguradoras privadas o bien quedan excluidos de las pólizas ordinarias. El Consorcio no cubre aquellos siniestros considerados como catástrofe nacional, los conflictos armados, los débitos o vicios o defectos de las casa, las ocasionadas por erupciones volcánicas, terremotos o huracanes, así como tampoco las que se deben a inclemencia meteorológica normales. El Consorcio de Compensación de Seguros obtienen su fondo de los porcentajes que cobran las aseguradoras por este concepto en sus pólizas y de las subvenciones estatales que recibe.
- 3) Comisión Liquidadora de las Entidades Aseguradoras es un organismo dependiente del ministerio de economía cuyo objeto es asumir la condición de liquidador en los supuestos de liquidación de entidades de seguros intervenidos por el estado, administra las entidades aseguradoras que tienen problema de viabilidad o se encuentran en situaciones de quiebra o suspensión de pagos o bien resultan insolventes, es la encargada de distribuir los resultados de las rentas de bienes entre los acreedores y de ejercer como comisario depositario y síndico en quiebra y suspensiones. La quiebra y suspensión de una aseguradora puede ser decisión propia de la entidad puede deberse a una imposibilidad de cumplir el fin social o unas pérdidas no absorbibles a una fusión o absorción con otra entidad a incapacidad para constituir reservas legales a quiebra legal o a decisión administrativa justificada.
- 4) Junta Consultiva de Seguros es un organismo cuya labor fundamental se centra en el asesoramiento al ministerio de economía en materia de seguros. Además de esta función básica, asesora y colabora con la dirección general de seguros en todo cuanto asunto solicite y lleva a cabo dictámenes técnicos en esta materia con carácter no vinculante. Su presidente es a la vez el director general de seguros.

- 5) Inspección de Seguros es un organismo que tiene asignado la labor de controlar e inspeccionar la buena marcha de todo lo relacionado con la actividad aseguradora. Este organismo tiene capacidad para sancionar en los casos de detectar infracciones de cualquier índole en temas relacionados con la situación legal, técnica o económica-financiera de las empresas aseguradoras, pudiendo las sanciones oscilar según la gravedad de la infracción conocida entre una multa y la revocación de la autorización para continuar ejerciendo como empresa aseguradora, en este último caso será necesario que la sanción de revocación sea refrendada por el consejo de ministros.

El seguro privado en España está regulado fundamentalmente por la ley de ordenación de los seguros privados y por la ley de mediación de los seguros privados.

La ley de ordenación de los seguros privados a través de ella se establece la ordenación del mercado de seguros en general y el control de las empresas aseguradoras en concreto.

Respecto a la ordenación del mercado de seguro se persigue los siguiente objetivos:

- a) Normalizar el mercado dando a todas las entidades aseguradoras la posibilidad de participar en el mismo régimen de absoluta concurrencia y sin tratamientos legales discriminatorios.
- b) Fomentar la concentración de empresas.
- c) Potenciar el mercado nacional de reaseguros.
- d) Lograr una mayor especialización en las entidades aseguradoras sobre todo en el ramo de vida de acuerdo con las tendencias internacionales.

En relación al aspecto concreto del control de las empresas aseguradoras los objetivos son:

- a) Regular las condiciones de acceso y ejercicio de la actividad aseguradora potenciando las garantías financieras previas de las entidades y consagrando el principio de solvencia que debe ser acentuado y especialmente proyectado a sus aspectos técnicos y financieros.
- b) Sanear el sector y adoptar las medidas correctoras y en su caso rehabilitadoras que produzcan el mínimo perjuicio para los asegurados y empleados.
- c) Protección al máximo de los intereses de las aseguradoras y beneficiarios amparados por el seguro.

La ley de mediación de seguros privados establece la normativa sobre distribución de seguros estableciendo los siguiente principios:

- a) Regulación del control de la mediación en los contratos de seguros con especial protección a los tomadores de seguros y asegurados.
- b) Separación de los mediadores de seguros en dos categorías, una los agentes de seguros que actúan en la suscripción de los contratos de seguros como prolongación de una entidad aseguradora y ofrecen los seguros de dicha aseguradora, es decir, depende de una o varias aseguradoras mediante un vínculo contractual y actúan en su nombre, y otro los corredores de seguros que ejercen su actividad libre de vínculos que supongan acepción respecto a una o varias aseguradoras y deben ofrecer un asesoramiento profesional, es decir, no dependen de las compañías aseguradoras siendo profesionales, encargados de aconsejar al tomador del seguro sobre el producto o servicio que más le conviene entre los existentes en el mercado.

La ley de mediación de seguros privados fija dos centros distintos de imputación de responsabilidad administrativa para estos mediadores de seguros, para los agentes de seguros las entidades aseguradoras y para los corredores de seguros la dirección general de seguros.

- c) Liberalización de la red de agencias de entidades aseguradoras.
- d) Sometimiento de los corredores de seguros a requisitos financieros y de profesionalidad tanto para acceder a la actividad como para su ejercicio.
- e) Liberalización y flexibilidad en las actividades de distribución de seguros privados.

Empresas que integran el sector asegurador

Dejando a un lado a la seguridad social porque tiene características muy especiales, en España el sector asegurador está formado por tres grandes bloques de empresas:

- 1) Las Entidades Aseguradoras Privadas pueden revestir la forma de sociedad anónima, mutuas, cooperativas o delegación en España de sociedades aseguradoras extranjeras.
- 2) Mutualidades de previsión social son entidades que operan exclusivamente en una serie de riesgos que la ley considera de interés social y son complementarias de la seguridad social.
- 3) El Consorcio de Compensación de Seguros que es una entidad de derecho público con personalidad jurídica propia adscrito la dirección general de seguros que tiene por objeto cubrir los riesgos extraordinarios sobre las personas y sobre los bienes y otros riesgos especiales.

La autorización administrativa para las entidades españolas que pretendan realizar operaciones de seguros es concedidas por el ministerio de economía siendo válida para todo el espacio económico europeo. Para la obtención de la autorización tienen que cumplir los siguientes requisitos:

- 1) Adoptar una determinada forma jurídica.
- 2) El objeto social debe ser único y por tanto la entidad solo puede realizar operaciones de seguros y las directamente relacionadas con estas.
- 3) Presentar un programa de actividades en el cual se recojan los principales aspectos de la actividad que se pretenda realizar así como la naturaleza de los riesgos a cubrir. Los principios rectores y ámbito geográfico de su actuación, la estructura de su organización,...
- 4) Poseer el mínimo capital social o fondo mutuo que ha de estar totalmente suscrito y desembolsado al menos en su 50%. La cuantía de dicho fondo variará según la clave de entidad.
- 5) Los socios y directivos de la entidad deben ser personas de reconocida honorabilidad debiendo estar los directivos cualificados o tener la experiencia profesional suficiente para desarrollar dicha función.

Los fondos de pensiones

El fondo de pensión se define como “un patrimonio sin personalidad jurídica afecta a un plan de pensiones que ha sido autorizado, promocionado, tutelado y contratado por el estado cuya misión es recoger una serie de prestaciones de los empleados y de la propia empresa con el fin de garantizar la entrega de prestaciones económicas para hacer frente a la contingencia que afectan a la vida humana”. Siendo,

por tanto, instituciones genuinas de canalización del ahorro privado hacia la cobertura de las necesidades económicas de la población retirada. La finalidad social prioritaria a la que sirve los fondos de pensiones consiste en facilitar el bienestar futuro de la población retirada, aunque también presenta su implantación un efecto estimulante del ahorro a largo plazo. Un fondo de pensiones es un medio de instrumentación de un plan de pensiones previo, los planes de pensiones se configuran como instituciones de previsión voluntaria y libre cuyas prestaciones de carácter privado pueden o no ser complemento del preceptivo sistema de la seguridad social obligatoria, al que en ningún caso sustituye. Los fondos de pensiones son patrimonios creados con el objeto de dar cumplimiento a planes de pensiones, por lo que sus recursos estarán afectos a las finalidades predeterminadas en los planes de pensiones adscritos. Los fondos de pensiones se constituirán previa autorización del ministerio e economía en escritura pública y se inscribirán en el registro mercantil y en el registro administrativo de fondos de pensiones, haciendo constar en este último el plan o planes de pensiones que a cada fondo de pensiones estén afectos.

En cuanto a las inversiones de los fondos de pensiones, es decir, el activo de los fondos de pensiones se harán siguiendo los principios de seguridad, rentabilidad, diversificación y congruencia de plazos adecuados a sus finalidades, estando regulado la clase de activos en la que se ha de invertir.

Los fondos de pensiones han de ser administrados por una entidad gestora con el concurso e un depositario (que ha de ser una entidad de depósito domiciliado en España) y bajo la supervisión de una comisión de control.

Las entidades gestoras y las depositarias actuarán en interés de los fondos que administren o custodien siendo responsables frente a las entidades promotoras, a las que participe y a los beneficiarios de todos los perjuicios que se les causasen por el incumplimiento de sus respectivas obligaciones.

Respecto a la comisión de control sus funciones entre otras son:

- 1) Supervisión del cumplimiento de los planes adscritos.
- 2) Control de la observancia de las normas de funcionamiento del propio fondo y de los planes.
- 3) Nombramiento de los expertos cuya actuación esté exigida por ley.

Para el ejercicio de sus funciones la comisión de control podrá recabar de las entidades gestoras y depositarias de la información que resulta pertinente. Los gastos de funcionamiento de la misma serán cubiertos por el fondo.

La ordenación y supervisión administrativa de la ley de planes y fondos de pensiones corresponden al ministerio de economía, siendo de aplicación en las inspecciones de las entidades gestoras de los planes y los fondos de pensiones lo dispuesto sobre la inspección de las entidades aseguradoras, para ello las entidades gestoras deberán facilitar periódicamente a la dirección general de seguros información sobre su situación, la de los fondos de pensiones que gestione y la de los planes de pensiones integrados en el mismo.

VALORES MOBILIARIOS

1. Concepto

Se denomina valores mobiliarios o valores negociables a los títulos representativos de una deuda o de una parte alícuota del capital de una sociedad. Los

valores mobiliarios representan obligaciones contraídas por quienes los emiten a favor de las personas que las poseen.

Los valores mobiliarios representativos de una deuda pueden ser emitidos por entidades públicas, constituyendo los fondos públicos, o por entidades privadas. Todo valor mobiliario, cualquiera que sea su clase como documento representativo de una deuda o de una aportación de capital, devenga como contrapartida un interés que puede ser fijo o variable. Los valores mobiliarios surgen por la necesidad de financiación que tienen las entidades tanto públicas como privadas.

Las entidades privadas acuden al mercado para obtener los medios financieros necesarios con que poder desarrollar sus actividades, al inversor se le ofrecen dos posibilidades de participación en la financiación:

- 1) Ser propietario obteniendo a cambio de su aportación unos títulos representativos que se denomina acciones siendo cada una de ellas una parte alícuota del capital de la sociedad, es decir, una parte en la que se encuentra dividido el capital de la sociedad.
- 2) Ser acreedor obteniendo a cambio de su aportación unos títulos representativos de una parte de un préstamo.

Las entidades públicas recurren al mercado mediante la emisión de diferentes títulos constituyendo la Deuda Pública con el fin de financiar los gastos públicos o bien por motivo de política económica, ya que mediante la emisión de Deuda Pública se quita liquidez del sistema económico y mediante la amortización de la Deuda Pública se introduce liquidez al sistema. Los valores mobiliarios tienen unas características propias que les diferencian de otros títulos valores como son:

- a) Su emisión en masa.
- b) Ser idénticos y proporcionar los mismos derechos al menos los de la misma clase.
- c) Ser fácilmente transmisibles.

2. Clasificación de los valores mobiliarios

Según el criterio utilizado para la clasificación, los valores mobiliarios se pueden clasificar en:

- a) Por lo que representa frente al emisor se clasifican en:
 - Aquellos que representan propiedad de la empresa para quien las compras, participaciones sociales y acciones.
 - Aquellos que representan deudas contraídas por el emisor: letras del tesoro, pagarés, obligaciones, bonos, ...
- b) Por los derechos económicos que confieren a sus propietarios, se clasifican en:
 - Títulos de renta fija. La cuantía de los derechos están determinados en el momento de su emisión ya que son aquellos títulos que producen un interés fijo pactado en el momento de la emisión.
 - Títulos de renta variable. La cuantía de los derechos e inciertos puestos que en la mayoría de los casos la remuneración de los mismos dependen de los resultados económicos que tenga la sociedad emisora.
- c) Por el mercado en el que se negocian, se clasifican en:
 - Valores con cotización oficial. Se negocia en mercados organizados denominándose cotización al valor que toman los títulos en dicho mercado.
 - Valores sin cotización oficial. Se negocia en mercados no organizados.
- d) Por la naturaleza del emisor, se clasifican en:

- Valores o fondos públicos. Son los emitidos por el Estado u otras entidades de naturaleza pública.
- Valores o fondos privados. Son los emitidos por sociedades privadas.
- e) Por la función que cumplen, se clasifican en:
 - Valores de inversión. El comprador o inversor busca básicamente obtener una rentabilidad.
 - Valores de cobertura. El propietario busca fundamentalmente cubrirse de determinados riesgos, entre ellos destaca los denominados opciones y futuros.
- f) Por su duración, se clasifican en:
 - A corto plazo. Son valores de duración normal, inferior a un año.
 - A medio plazo. Son valores con una duración hasta 5 años.
 - A largo plazo. Son valores con una duración superior a 5 años.
- g) Según el titular, se clasifican en:
 - Nominativas. El titular aparece explícitamente en el título.
 - Al portador. El propietario no aparece explícitamente en el título siendo el poseedor del título el propietario del mismo.

3. Deudas Públicas del Estado

Los fondos públicos son el conjunto de valores de renta fija emitidos por el Estado y otras entes o instituciones públicas que se representan por títulos o por anotaciones en cuenta y que significan un endeudamiento y una obligación de las entidades emisoras frente a los propietarios de esos valores al conjunto de los efectos públicos en circulación emitidos por el Estado y por el resto de las instituciones públicas se le denomina Deuda Pública del Estado.

Los fondos públicos se caracterizan por:

- a) Se crean en serie todos los valores de la misma serie llevan implícitos los mismos derechos y son fácilmente transmisibles.
- b) Cuenta con la garantía del Estado o de la Entidad Pública que los haya emitido por lo que supone un gran atractivo para el inversor ya que gozan de la máxima seguridad.
- c) Suelen proporcionar importantes ventajas fiscales lo que es un factor a tener muy en cuenta ya que en definitiva supone un incremento real de la rentabilidad aunque actualmente dichas ventajas fiscales tienden a desaparecer.
- d) El tipo de interés que proporciona suele ser algo inferior al de los títulos de renta fija emitidos por entidades privadas, aunque este inconveniente se ve compensado por su mayor seguridad y su rentabilidad financiera fiscal.

La Deuda Pública se puede clasificar en:

- 1) Amortizable, cuando el emisor se obliga a la amortización en un plazo fijado de antemano.
- 2) Perpetua, el emisor no se obliga al reembolso del principal.
- 3) Interior, la emitida en España.
- 4) Exterior, emitida fuera de España.
- 5) Consolidada o deuda del Estado, la amortización se realiza a medio o a largo plazo.

El encargado de emitir la deuda pública fijando sus características, contenido, cuantía, así como la frecuencia de su salida al mercado es el Tesoro a través de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, mientras que el Banco de España actuando como agente del tesoro es el que se encarga de todas las operaciones que

conlleva la apuesta en funcionamiento de la Deuda Pública como es emisión, pagos, amortizaciones, ...

Actualmente los tipos de emisiones de Deuda Pública del Estado se concreta en las modalidades constituidas por:

- a) Letras del Tesoro como instrumento financiero a corto plazo.
- b) Bonos del Estado con vencimiento a medio plazo.
- c) Obligaciones del Estado con vencimiento a largo plazo.
- d) Pagarés del Tesoro que aunque actualmente no se emiten aun quedan algunas en circulación.

La emisión de Deuda Pública para un determinado año queda establecida en los Presupuestos Generales del Estado.

4. Letras del Tesoro

Son títulos de Deuda Pública a corto plazo. Aunque su vencimiento puede llegar hasta los 18 meses. En la actualidad constituye el tipo de activo público más importante por el volumen en circulación, tienen la doble finalidad de servir como reguladora del mercado monetario y a la vez captan recursos para paliar el déficit público.

Las Letras del Tesoro se caracterizan por:

- a) La adjudicación se hace por subasta, es decir, entre las solicitudes de compra recibidas se consideran las que pujen a mayor precio.
- b) Se emiten al descuento sobre su valor nominal, es decir, los intereses se descuentan por adelantado por lo que el suscriptor pagará en el momento de la compra el nominal menos los intereses y al vencimiento se recibe el nominal, la ganancia se obtiene por la diferencia entre el precio que pagó y el valor nominal que recibirá en la amortización.
- c) El nominal de cada letra es de 1000 euros.
- d) Se representa como anotaciones en cuenta.
- e) Se pueden adquirir directamente a través de subasta (en el caso de valores que emitan en ese momento) o bien en mercados secundarios a través de intermediarios financieros (cuando se trate de valores emitidos con anterioridad).
- f) Están exentos de retenciones a cuenta de los impuestos, pero están sujetos a declaraciones de IRPF y el Impuesto de Sociedades.
- g) El beneficio que se obtiene al invertir en Letras del Tesoro se calcula mediante las leyes normales de la capitalización, para lo de vencimiento inferior al año capitalización simple y para las de vencimiento superior al año la de capitalización compuesta.

**Ejemplo*

Una persona adquiere una Letra del Tesoro con vencimiento a 6 meses, si paga por ella 968'52 euros, calcular la rentabilidad que produce.

$N=1000$

$T=6\text{meses}$

$N=E(1+it)$

$$1000 = 968'52 (1 + r^{1/2})$$

$$E=968'52$$

$$r = 6'50064\%$$

Una persona adquiere una Letra del Tesoro a 18 meses pagando 968'52 euros. Calcular la rentabilidad.

$$N = E (1+i)^t \quad 1000 = 968'52 (1 + r)^{18/12}$$

$$R = 2'1553\%$$

5. Bonos y obligaciones del Estado

La diferencia fundamental entre los bonos y las obligaciones del Estado estriba en su plazo de amortización, mientras que los bonos son Deudas Públicas con vencimiento a medio plazo, soliendo oscilar de 2 a 5 años, las obligaciones se reservan para aquellos casos en los que la amortización es superior a 5 años.

Ambos pueden estar representado por títulos o por anotaciones en cuenta que es un sistema de registro que utiliza el Banco de España por medio del cual se controlan los datos referentes a la emisión, sin necesidad de que exista físicamente un soporte en forma de título representativo de la deuda. Los pagos de intereses se realizan por semestres o anualidades vencidas y están sujetas a retención del IRPF o del Impuesto de Sociedades. La emisión se establece a través de subastas públicas competitivas en las que pueden participar todas las personas físicas y jurídicas que lo deseen, después de la subasta se abre un periodo de suscripción pública al precio fijado en la subasta.

6. Valores mobiliarios privados

Son títulos emitidos por personas naturales o jurídicas privadas siendo documento representativo de la participación en el capital de una sociedad o de las cantidades prestadas a una empresa.

Los títulos privados pueden ser de renta fija y renta variable.

6.1. Renta fija

Una de las formas que tiene la empresa de obtener los fondos que precisa para acometer sus actuaciones, es decir, para financiarse por medio de recursos ajenos es mediante la emisión de obligaciones o de bonos. La normativa obliga a las empresas a que estas emisiones de títulos de renta fija no pueden sobrepasar la suma total del capital social más reservas. Las obligaciones son títulos representativos de deudas, forman parte de un préstamo y al conjunto de obligaciones emitidas se les denomina también empréstitos. Un empréstito en obligaciones es una operación de crédito en la que existe un único deudor que es la sociedad emisora y una pluralidad de prestamistas que son los obligacionistas o inversores que han adquirido las obligaciones. Las obligaciones concede a sus titulares una serie de derechos que son:

- 1) Derecho al cobro de los intereses según las condiciones de la emisión. Es la contraprestación de la sociedad con sus obligacionistas por haberle facilitado una determinada cantidad de dinero durante un cierto tiempo, siendo la rentabilidad que obtienen los obligacionistas por el préstamo concedido su percepción o cobro que debe realizarse obligatoriamente dentro de los plazos prestados, los cuales han de mencionarse de forma expresa en el título estando este cobro garantizado por la ley.
- 2) Derecho al reembolso del importe de las obligaciones. La sociedad se obliga frente a sus obligacionistas a devolver el importe de sus títulos con las

primas y demás ventajas mencionadas en la emisión en el momento de su vencimiento.

En algunas ocasiones puede haber un reembolso anticipado de las obligaciones siempre y cuando:

- a) Así se haya echo constar en la escritura de emisión.
 - b) Por convenio expreso entre la sociedad y los obligacionistas.
 - c) Por conversión de las obligaciones en acciones cuando así se hubiese previsto en la escritura de emisión.
- 3) Derecho a la libre transmisión del título.
 - 4) Derecho al uso del título como garantía de un préstamo.
 - 5) Derecho a la conversión de acciones siempre que exista la posibilidad.
 - 6) Preferencia sobre el accionista en caso de liquidación de la entidad emisora.
 - 7) Derecho a formar parte del sindicato de obligacionistas.

6.1.1. Clasificación de las obligaciones

Las obligaciones se pueden clasificar atendiendo a distintos criterios, así tenemos:

- a) Según la garantía. Es decir, según la garantía que aporte el emisor, las obligaciones se clasifican en simple u ordinarios que son aquellas que cuentan con la garantía general del patrimonio de la sociedad que las emite y garantizada u ordinaria tienen una seguridad adicional como puede ser una garantía hipotecaria, una garantía con aval, la garantía de una entidad bancaria, ...
- b) Según la convertibilidad. Según su posible convertibilidad, las obligaciones se clasifican en no convertibles, convertibles y canjeables.

No convertibles (obligaciones clásicas). Son aquellos títulos de renta fija que no tienen posibilidad de conversión en acciones.

Convertible. Son aquellas obligaciones que incorporan el derecho de ser convertidas en una fecha determinada en acciones nuevas mediante un proceso de ampliación del capital social. Cuando se produce una conversión el dueño de las obligaciones deja de ser prestamista para convertirse en socio y lo que hasta ese momento era un fondo de capital ajeno para la sociedad se convierte en un fondo propio.

Canjeables. Son obligaciones que incorporan el derecho de ser canjeables, es decir, cambiadas por acciones. La diferencia con las obligaciones convertibles es que en las obligaciones canjeables las acciones que se reciben no son de nueva emisión sino que ya existía en la sociedad por lo que el canje no implica ampliación de capital sino solo disminución de deuda de la sociedad emisora.
- c) según la rentabilidad las obligaciones pueden ser a interés fijo y a interés variable.

Interés fijo. Los títulos producen un interés fijo durante el periodo que dura el empréstito habiéndose estipulado el tipo de interés en el momento de la emisión del empréstito. El interés se puede liquidar de forma periódica o se puede percibir íntegra al vencimiento junto con el nominal. En éste ultimo caso son las denominadas obligaciones cupón cero.

Interés variable. En ellas el tipo de interés que percibe los obligacionistas puede variar de forma periódica en función de alguna variable establecida en las condiciones de emisión, cuando el tipo de interés está relacionado con un determinado índice se denomina obligaciones indicadas.

Sin las obligaciones además de fijar una retribución de carácter fijo permite que los obligacionistas, cumpliendo determinadas condiciones, participen en los resultados de la sociedad emisora de dichos títulos reciben el nombre de obligaciones participativas.

d) Según las posibles bonificaciones se distinguen entre:

- Obligaciones puras o sin primas. Son aquellas obligaciones que se emiten y se amortizan por el nominal, es decir, tanto la emisión como la amortización es a la par.
- Obligaciones con prima. Son aquellas obligaciones en las que su valor nominal no coincide con su valor efectivo, la diferencia entre ambos valores se denomina prima. La prima puede ser en el momento de adquirir el título, en el momento de amortizar el título o en ambos momentos.

Obligaciones con prima de emisión. En ellas los títulos se emiten bajo la par, es decir, su valor nominal es mayor que su valor efectivo puesto que su valor de suscripción es inferior al valor nominal del título.

Obligaciones con prima de amortización. Los títulos se reembolsan por un valor superior al nominal, es decir, se amortizan sobre la par.

Obligaciones con prima de emisión y de amortización. En ellas se emiten bajo la par y se amortizan sobre la par.

- Obligaciones con lote. Son aquellas obligaciones que en el momento de la amortización tienen la posibilidad de verse favorecida con alguna cantidad adicional, determinándose mediante sorteo los títulos que van a ser favorecidos no afectando a todos los valores que se amortiza ni es igual para todos.
- Obligaciones con Warrants. Son aquellas obligaciones que confiere a su tenedor el derecho a comprar un cierto número de acciones u obligaciones de la compañía emisora a un precio y en unos plazos establecidos previamente.

6.2. Renta variable

son aquellos valores en los que la rentabilidad que puedan proporcionar a sus propietarios es invariable ya que en la mayoría de los casos la rentabilidad va a depender de los beneficios que en cada ejercicio puede obtener la sociedad emisora. Los valores de renta variable entrañan una incertidumbre y un riesgo superior que los de renta fija pero como contrapartida suelen proporcionar mayores rendimientos. Los títulos de renta variable son aquellos en los que la entidad emisora no estipula previamente una rentabilidad concreta para los mismos sino que se compromete a remunerar a los titulares de los valores con una parte de los beneficios obtenidos en el transcurso del ejercicio económico en una cuantía y en unos plazos que se establecen en los estatutos sociales.

Los valores de renta variable más utilizados son las acciones ya que suponen más del 90% del mercado de renta variable.

6.2.1. La Acción

Una acción es un título valor que representa la parte alícuota del capital social de una sociedad anónima quien suscribe acciones, aporta o se obliga a aportar a la sociedad dinero u otros bienes cuyo valor en conjunto ha de ser como mínimo igual al nominal de las acciones que recibe adquiriendo la condición de accionista. Ser accionista, a diferencia de obligacionista que es acreedor, significa ser socio o copropietario de una

sociedad anónima implicando este hecho que el poseedor de acciones tiene los derechos fundamentales de un socio; derechos que podemos clasificar en:

- 1) Derecho de tipo económico.
 - a) Derecho al dividendo activo, es decir, a participar en el reparto de los beneficios en las forma en que la ley, los estatutos y la junta general de accionistas lo establezcan.
Puede ocurrir que la sociedad decida repartir a cuenta de los beneficios que se esperan obtener antes de fin de ejercicio y de aprobación de las cuentas anuales una cierta cuantía denominándose dividendos a cuenta la cuantía que se reparta finalizado el ejercicio y aprobados las cuentas, la Junta General de Accionistas aprobará el reparto de los beneficios denominándose dividendos complementarios a la cuantía que se entrega para completar el total de los beneficios repartidos de forma tal que la suma de los dividendos a cuenta más los dividendos complementarios constituyen los dividendos activos. Todo pago de dividendos ha de tener la correspondiente retención del IRPF denominándose dividendos netos a los dividendos activos una vez retenidos el IRPF.
 - b) Derecho a la cuota de liquidación al final de la vida de la sociedad. Ello significa que disuelta y en periodo de liquidación una sociedad, cada uno de sus accionistas tendrá derecho a recuperar la parte del patrimonio social de forma proporcional a su participación en el capital social, que queda libre después de haber liquidado a todos los acreedores de la sociedad.
 - c) Derecho preferente de suscripción. Preferencia a la hora de la suscripción, es decir, cuando una sociedad amplía su capital con la emisión de nuevas acciones, los accionistas tienen preferencias a la hora de adquirirlas, dicho derecho preferente le posibilitará adquirir nuevas acciones de forma proporcional al capital social que posean.
- 2) Derecho de tipo político.
 - a) Derecho de asistencia y voto en las juntas generales cuando se posea el número de acciones que los estatutos de la sociedad exijan para su ejercicio, mediante el derecho al voto los accionistas intervienen en la formación de los acuerdos de la sociedad , eligen a los que lo dirigen y representan y controlan o pueden controlar a la sociedad de la que son accionistas.
 - b) Derecho de información, antes de asistir a las juntas generales, el accionista tiene derecho a tener la información necesaria para poder emitir un voto consecuente.
 - c) Derecho a impugnar los acuerdos sociales si son contrarios a la ley se oponen a los estatutos de la compañía o lesionan en beneficio de uno o varios accionistas o de terceros los intereses de la empresa.

El accionista tiene la obligación del pago en el momento de la suscripción de la aportación a la que se comprometió y al pago según se haya establecido en los estatutos de los dividendos pasivos en caso de existir y tiene la responsabilidad en la medida del capital aportado ante las deudas contraídas y las pérdidas que pueda haber en la sociedad.

6.2.1.1. Clases de acciones

Aunque las acciones presentan una serie de características en común no todas las acciones de una misma sociedad y las existentes en el mercado son iguales entre sí,

aunque todas las acciones de una misma serie han de ser iguales entre sí. Entre los diferentes tipos de acciones y atendiendo al criterio de clasificación se distinguen:

- a) Según la titularidad de las acciones pueden ser nominativas y al portador.

Al portador. En ellas no consta el nombre de su titular entendiéndose que el propietario es el que la posee bien mediante la tenencia física del título o bien mediante la tenencia física de la anotación en cuenta.

Nominativas. Son aquellas en las que se menciona nombre y apellidos de su titular, en caso de acciones nominativas la sociedad está obligada a llevar un libro registro de acciones nominativas en el que se anotaran la titularidad de las acciones en cada momento.

Las acciones al portador facilitan su libre circulación mientras que las acciones nominativas permiten un mejor control del socio, en principio las sociedades pueden elegir si sus acciones van a ser nominativas o al portador, no obstante la ley exige que obligatoriamente han de ser nominativas en los siguientes supuestos:

- Cuando lleguen aparejadas prestaciones accesorias.
- Cuando así lo exijan disposiciones especiales.
- Cuando su transmisibilidad esté sujeta a restricciones.
- Cuando no estén totalmente desembolsadas.

- b) Según el desembolso efectuado pueden ser totalmente desembolsada o parcialmente desembolsada.

Totalmente desembolsadas. Son aquellas acciones cuyo valor nominal ha sido totalmente desembolsado por el suscriptor. Estas acciones se denominan acciones deliberadas aunque esta denominación también se utiliza para designar a aquellas acciones que se entregan a los accionistas sin exigirse su desembolso por haberse efectuado una ampliación de capital con cargos a reservas.

Parcialmente desembolsadas. Son aquellas acciones cuyo propietario no ha aportado a la sociedad íntegramente su valor nominal denominándose dividiendo pasivo a la cuantía aun no desembolsada, es decir, a la parte del capital suscrito pendiente de desembolsar.

El accionista deberá aportar a la sociedad la porción de capital no desembolsado en la forma y dentro del plazo previsto por los estatutos o en su defecto por acuerdo y decisión de los administradores. Para constituirse la sociedad la ley exige que el capital ha de estar totalmente suscrito y desembolsado al menos la cuarta parte del valor nominal de cada una de las acciones.

- c) Según el derecho que confiere a sus titulares pueden ser:

Ordinaria. Son aquellas acciones que confieren a sus titular los derechos generales respecto al régimen normal de derechos que suponen la condición de socio.

Preferente o privilegiadas. Son aquellas que conceden ciertos privilegios o ventaja frente a las ordinarias, normalmente sus dividendos son superiores o tienen derecho a una mayor cuota si se produce una liquidación de la sociedad, no es válida la creación de acciones con derecho a percibir un interés cualquiera que sea la forma de su determinación ni las de aquellas que de forma directa o indirecta alteren la proporcionalidad entre el valor nominal de la acción y el derecho de voto o el derecho preferente de suscripción.

Acciones sin derecho a voto. Las sociedades anónimas podrán emitir acciones sin derecho de voto por un importe nominal no superior a la mitad del capital social desembolsado. Los titulares de acciones sin voto tendrán derecho a percibir el dividendo anual mínimo fijo o variable que establezca los estatutos de la sociedad que se sumaran al que de forma general se concede a todas las acciones. El pago del dividendo mínimo se garantiza siempre que exista beneficio distribuable. En caso contrario, la parte no pagada se abonará dentro de los cinco ejercicios siguientes, mientras o se satisfaga dividendo mínimo, las acciones sin voto tendrán derecho en igualdad de condiciones que las acciones ordinarias y conservando sus ventajas económicas como la prioridad en el reembolso de sus acciones en caso de liquidación de la sociedad y en caso de reducción de capital por pérdida solo se verán aceptadas cuando la reducción supere el valor nominal de las restantes acciones.

- d) Acciones rescatables. Son aquellas acciones que se emiten con la posibilidad de ser amortizadas a petición de la empresa del socio o de ambos. El socio recupera su inversión conforme a lo establecido en el acuerdo de la Junta General que las creó. La devolución del importe de los títulos rescatados se hace con cargo a los beneficios de la sociedad a reservas de libre disposición o con el efectivo obtenido de una nueva emisión de acciones. La suma de valores nominales de todas las acciones rescatables que han de estar desembolsadas en su totalidad en el momento de su creación no puede superar el 25% del capital social.

Si el derecho del rescate se atribuye exclusivamente a la sociedad no podrá ejercitarse antes de que transcurra 3 años a contar desde el momento de su emisión.

6.2.1.2. Valor de las acciones

La acción es un título representativo de la participación en el capital de la sociedad y a la vez es un título que posee un valor fluctuante que depende directamente de la situación económica de la sociedad e indirectamente de circunstancias de diversa naturaleza como puede ser el grado de competencia, la rentabilidad,... por ello en las acciones podemos distinguir distintos valores, entre ellos:

- a) Valor nominal o facial. Es el valor que viene reflejado en el mismo título y que representa una parte alícuota del capital de la empresa por lo que no pueden existir acciones sin valor nominal, dicho valor constará en los estatutos sociales cuando dentro de una clase (acciones que otorgan los mismos derechos) se constituyan varias series de acciones, todas las que integren en una serie deberán tener igual valor nominal, podrá haber diversas series de distinto valor nominal que sean de la misma clase.
- b) Valor de emisión. Es el valor que toma el título en el momento de su creación o en momentos posteriores cuando se proceda a elevar la cifra de su capital social. Por ley esta prohibido que las acciones y demás títulos de renta variable salgan al mercado con precio inferior al valor nominal pero si puede hacerlo por encima del mismo, es decir, no se pueden emitir bajo la par pero si se pueden emitir sobre la par.
- c) Valor efectivo o valor bursátil. Es el valor que alcanza el título en un momento determinado en función de su cotización. Esta valoración efectiva está condicionada por una serie de variables entre las que se encuentra la cuenta de resultados de la entidad y las expectativas de crecimiento así como

otra serie de factores económicos de carácter general e incluso de carácter político.

El valor efectivo está constituido por el precio que alcanzan las acciones en los mercados secundarios organizados formándose el precio de la misma según las fluctuaciones de la oferta y demanda. La cotización que alcanzan los valores de la renta variable se puede expresar en forma de porcentaje sobre su valor nominal (el cambio) o bien en enteros siendo un entero el 1% del valor nominal.

$$E = N \times \text{Cambio}$$

- d) Valor contable. Es el valor que toma la acción según el balance de situación de la empresa. Dicho valor se calcula dividiendo el valor del patrimonio neto de la empresa entre el número de acciones. Este valor contable, según balance, no tiene en cuenta las expectativas de beneficio de la empresa.

$$VC = \frac{CS + \text{Reservas} \pm \text{Beneficio}}{N^{\circ} \text{ Acciones}}$$

- e) Valor intrínseco. Es el valor que toma una acción teniendo en cuenta los dividendos que se esperan obtener. El valor intrínseco de una acción viene dado por el valor actualizado de los dividendos que se esperan que sean generados por ese título a lo largo de los diferentes ejercicios incluyendo en los dividendos los posibles derechos de suscripción que puedan corresponder a la acción.

**Ejemplo (si la acción se piensa vender habrá que añadir el valor actualizado de la venta)*

**Ejemplo. Una persona compra acciones para mantenerlas en su poder durante 4 años, suponiendo que los dividendos que se perciben pro acciones sean 2 euros el 1º año, 3'5 euros el 2º año, 18 euros el 3º año y 16 euros el 4º año, calcular cual será el valor intrínseco de cada título si pudiese venderlo a los 4 años por 189 euros y considerando un tipo de actualización del 7%.*

$$2 (1'07)^{-1} + 3'5 (1'07)^{-2} + 18 (1'07)^{-3} + 16 (1'07)^{-4} + 189 (1'07)^{-4} = 176'02$$

6.2.1.3. Ampliación de capital

Una sociedad puede decidir aumentar su capital por diversas circunstancias como pueden ser:

- 1) La conveniencia de acrecentar los recursos financieros de la sociedad para hacer frente a una etapa de mayor competitividad en el mercado.
- 2) La necesidad de obtener bienes de equipo con el fin de aumentar o renovar la maquinaria.
- 3) La construcción de nuevas fábricas.
- 4) Ampliar redes de venta, etc.

Ante estas circunstancias la sociedad puede recurrir a :

- 1) La financiación interna. Es el conjunto de medios financieros obtenidos por la propia empresa mediante el desarrollo de su actividad.

- 2) La financiación externa. Es decir, el concurso de capitales ajenos a la empresa.
- 3) La utilización conjunta de financiación interna y externa en aquellos casos en que la financiación interna sea insuficiente para cubrir nuevas necesidades de la empresa, ésta recurre al exterior y se utilizan capitales ajenos.

Una de las fuentes de financiación externa de la empresa es la ampliación de su capital social mediante la emisión de nuevas acciones.

Para proceder a la ampliación del capital social se han de cumplir una serie de requisitos como son:

- 1) El aumento de capital se ha de acordar en junta general de accionistas.
- 2) En la sociedad no pueden existir dividendos pasivos, es decir, las acciones existentes antes de la ampliación han de estar totalmente desembolsadas.
- 3) Los accionistas de la sociedad tienen derecho preferente a suscribir las nuevas acciones en proporción a las acciones que poseían. Este derecho debe acreditarse mediante un cupón de las acciones antiguas y es a lo que se denomina derecho preferente de suscripción (Pd).

La consecuencia inmediata de una ampliación de capital suele ser un descenso en la cotización bursátil, puesto que los resultados que había obtenido la sociedad con anterioridad habrá que repartirlos entre una mayor cantidad de acciones. Los accionistas antiguos tienen derecho por ley a mantener su proporción en el capital social por ello tienen derecho preferente de suscribir las nuevas acciones que se emitan.

La cuantificación de estos derechos vendrá dada por la diferencia entre el valor de las acciones antes de proceder a la ampliación (Pv) y el valor de las mismas en el momento inmediatamente posterior (Pm).

$$Pd = Pv - Pm$$

Con los derechos de suscripción se compensa al accionista de la pérdida de valor que sufren en la Bolsa las acciones antiguas.

El accionista puede optar por acudir a la ampliación suscribiendo nuevas acciones que en este caso se le facilitan a un periodo inferior (Pe) de los accionistas nuevos o bien no acudir a la ampliación en cuyo caso puede proceder a vender los citados derechos de suscripción con lo que se compensa por la pérdida que supone la ampliación en sí mismo o bien pueda optar por cualquier punto intermedio suscribiendo un número menos de acciones al que le corresponde y vendiendo los derechos de suscripción restantes.

En teoría la cotización que alcanza las acciones después de proceder a la ampliación de capital es la media aritmética ponderada de sus precios teniendo en cuenta la proporción entre acciones antiguas ($n^{\circ}v$) y acciones nuevas ($n^{\circ}n$). Esta cotización es teórica porque en realidad la cotización que alcancen las acciones en el mercado estará en función de la ley de la oferta y la demanda que a su vez es susceptible de variación en función de diferentes parámetros de carácter económico, político,...

**Ejemplo*

Supongamos una SA con capital social de 120000 euros dividido en 10000 acciones que cotizan al 115%, va a proceder a la ampliación de capital en

72000 euros emitiéndose las acciones a la par, calcular el valor teórico de las acciones después de la ampliación.

$$CS = 120000$$

(antiguo)

$$n^{\circ}v = 10000$$

$$Cv = 115\%$$

$$C. \text{ ampliación} = 72000$$

A la par = 100% Cambio de emisión

$$Pm = \frac{N \cdot Cv \cdot n^{\circ}v + N \cdot Ce \cdot n^{\circ}n}{n^{\circ}v + n^{\circ}n}$$

<i>Simplificar</i>	120000	120	2	72000	72	2
		60	2		36	2
		30	2		18	2
		15	3		9	3
		5	$n^{\circ}v$		3	$n^{\circ}n$

3a5

$$n = \frac{CS}{n^{\circ} \text{ acciones}}$$

$$12 = \frac{120000}{10000}$$

$$Pm = \frac{12 \cdot 5 \cdot 1'15 + 12 \cdot 1 \cdot 3}{5+3};$$

medio
una vez
valor

$$Pm = 13'125 \quad \text{Precio}$$

Valor de las acciones
echo la ampliación o
teórico

$$E = Nx C$$

suscripción

Valor teórico del derecho de

$$Pm = N \cdot Cm$$

$$Pd = Pv - Pm$$

$$13'125 = 12 \cdot Cm$$

$$Pd = 12 \cdot 1'15 - 13'125$$

$$Cm = 1'09375 = 109'375\%$$

$$Pd = 0'675$$

6.2.2. Instrumentos derivados

Existen una serie de productos financieros con características peculiares, son contratos financieros que dan el derecho o la obligación de comprar, de vender o de intercambiar a modo de apuesta valores negociables, préstamos, depósitos de dinero,

divisas, índices bursátiles o mercancías. Estos contratos al estar siempre referidos a un valor en concreto reciben el nombre de instrumentos derivados.

Los productos derivados se utilizan esencialmente para especular y para la cobertura de riesgos puesto que su elevado potencial de ganancias y pérdidas convierte a estos productos en instrumentos muy aptos para la especulación, a su vez, la posibilidad de obtener beneficios mediante opciones cuando un valor baja más de lo previsto o la de asegurar mediante futuros el precio de una operación que se realizará más adelante hace que los derivados sean fundamentales en la cobertura de riesgos.

Entre los instrumentos derivados se encuentran:

- a) Opciones. Es un contrato que da derecho a vender o a comprar un activo subyacente a un precio determinado (precio de ejercicio) en una fecha previamente establecida (vencimiento) o en cualquier momento anterior a dicha fecha. A cambio del derecho de la opción su comprador paga una cantidad o prima en el momento de su adquisición.

El comprador de una opción adquirirá o venderá el activo subyacente solo si se beneficia ya que tiene derecho a ejercer la opción pero no está obligado a hacerlo aunque si no la ejerce pierde la prima que entregó, por el contrario el vendedor de la opción a cambio de recibir dicha prima menos los gastos de intermediario está obligado a realizar lo que decida el comprador.

- b) Futuros. Sus compradores adquieren hoy la obligación de pagar en el futuro una determinada cuantía pactada hoy a su vendedor a cambio de que éste le entregue el activo sobre el que se pactó el contrato en ese mismo momento futuro.

Quienes adquieren futuros financieros contraen la obligación de comprar o vender un activo subyacente a un precio determinado en una fecha ya fijada. El beneficio del comprador de un futuro se produce si el precio del mercado del activo al vencimiento es superior al precio que pactó y el beneficio del vendedor de un futuro se produce en el caso contrario, es decir, cuando el precio del mercado del activo al vencimiento es inferior al concertado para el futuro, en este caso el futuro sirve para cubrir riesgos ante una eventual pérdida de valor.

7. Fondos de inversión

Las instituciones de inversión colectiva son organizaciones que captan a una pluralidad de inversores que mediante aportaciones limitadas reúnen una importante cantidad de dinero. Estos fondos se invierten y gestionan de forma profesional alcanzando niveles de rentabilidad y seguridad difíciles de conseguir por los pequeños y medianos ahorradores.

Dentro de las instituciones de inversión colectiva, los fondos de inversión que colocan el dinero en activo financiero son los que más se han desarrollado en España.

Los fondos de inversión son patrimonios invertidos en activos financieros, propiedad de un conjunto de inversores denominados partícipes. El fondo carece de personalidad jurídica, y de su administración, gestión y representación se ocupa una sociedad gestora que percibe una comisión por sus servicios. Los activos que integran el fondo están en una entidad depositaria, generalmente un banco o una caja y en su defecto una sociedad o una agencia de valores, esta depositaria también percibe una comisión por su servicio, la ley prohíbe que una misma empresa sea a la vez gestora y depositaria.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) es la encargada de supervisar tanto a la gestora como a la depositaria.

Se puede definir un fondo de inversión como un patrimonio colectivo compuesto a base de aportaciones pertenecientes a una serie de partícipes que se unen para realizar inversiones de manera conjunta que administra una sociedad gestora y custodia una entidad depositaria. Los partícipes son copropietarios del fondo en proporción directa a la cuantía que hubiesen aportado.

La sociedad gestora que es la encargada de administrar el fondo tienen facultades de dominio pero no de propiedad que corresponde a los partícipes. El derecho de propiedad se representa por medio de un certificado de participación que emite la sociedad gestora y la entidad depositaria.

La entidad depositaria es la que asume entre otras funciones el depósito y la custodia de los valores que constituyen la cartera de fondos. Los partícipes tienen derecho a la parte de los rendimientos producidos por el patrimonio común en proporción a su número de participaciones.

En buena parte de los casos, estas inversiones están compuestas por acciones, obligaciones y fondos públicos, ya que la actividad principal de una gran mayoría de los fondos es la inversión financiera y la gestión de valores.

Para invertir en un fondo de inversión se han de adquirir participaciones a la sociedad gestora como la aportación de los partícipes son invertidas mayoritariamente en títulos, el valor de las participaciones fluctúa cada día según varíe la cotización de las mismas.

Los fondos de inversión han de cumplir toda una serie de normas para aportar la máxima garantía a los partícipes. Estas normas se refieren básicamente al tipo de inversiones que pueden hacer a la liquidez que han de mantener y a la información periódica que han de suministrar a los partícipes, además los fondos han de someterse obligatoriamente a una auditoria externa.

El inversor rentabiliza su participación en un fondo a través de dos vías:

- 1) Los beneficios se reparten periódicamente.
- 2) La recuperación de su participación al valor de liquidación en el momento en que se retire el fondo.

El valor de liquidación puede conocerse cada día ya que las sociedades gestoras de los fondos lo calculan tras cada sesión. El valor de liquidación se calcula a partir de la última cotización de cada uno de los títulos en que se ha invertido, al que se añade el efectivo que se tenga en caja y bancos y se restan los gastos obteniendo el patrimonio neto del fondo, el cual se divide entre el número de participaciones en circulación de dicho momento para saber el valor liquidativo de cada participación.

En los fondos de inversión no hay ampliación de capital, aunque los inversores en cualquier momento pueden adquirir más participaciones. Al valor de liquidación de la participación, la sociedad gestora emite y vende nuevas participaciones o reembolsa y amortiza las que tienen en circulación.

Los fondos de inversión se crean con unas finalidades como son:

- a) Aprovecharse de las economías de escala que se den actualmente en los mercados de capitales, ya que el gran inversor tiene una mayor facilidad que el pequeño ahorrador para acceder de forma barata y con más rapidez a los valores que se negocian.
- b) Captar a todos aquellos clientes que teniendo cierta capacidad de ahorro no tienen los necesarios conocimientos económicos-financieros para tomar decisiones individuales, con este método de inversión asegura una existencia técnica necesaria para operar en el mercado de valores, la diversidad de fondos permite elegir el más adecuado a cada necesidad.
- c) Diversificar las inversiones y ,por tanto, los riesgos.

Las instituciones de inversión colectiva, según el tipo de inversión que realiza se dividen en instituciones de inversión colectiva de carácter financiero y en instituciones de inversión colectiva de carácter no financiero.

Instituciones de inversión colectiva de carácter financiero. Su ámbito de actuación se centra en el mercado financiero, dentro de ellas se encuentran:

- a) Fondo de Inversión Mobiliario (FIM). Son fondos con unas determinadas características como son:
- Están centrados en el largo plazo.
 - Tienen que contar con un patrimonio mínimo de 3.005.060'50 euros que deben invertir conforme a unos requisitos.
 - El vencimiento máximo de la cartera no tiene límite.
 - El plazo máximo para el reembolso es de 3 días.
 - La información al partícipe ha de hacerse trimestralmente.
 - La cartera puede estar compuesta por todos los valores que se negocia en el mercado secundario.

El FIM permite una buena expectativa de beneficios aunque mayores riesgos que otros fondos.

Los FIM se dividen en FIM de renta fija, FIM de renta variable, FIM mixto, FIM en divisas y Fondos Garantizados.

FIM de renta fija El 100% se invierte en valores de renta fija. Son aquellos fondos cuyo patrimonio está invertido exclusivamente en activos a plazo fijo como pueden ser obligaciones, bonos, pagarés,... aproximadamente suelen tener una vida media de 3 a 5 años, su rentabilidad está fundamentalmente ligada a los tipos de interés, y aunque por regla general suelen ser bastante estable cuando los tipos están en alza pueden sufrir transitoriamente retrocesos en su valor liquidativo, son idóneos para ahorradores muy conservadores, invierten en deuda pública y privada que ofrecen una rentabilidad fija.

FIM de renta variable En ellos más del 70% se invierte en renta variable y el resto en renta fija. El nivel de riesgo asumido es mayor que en los anteriores ya que al estar compuesto en su mayoría por títulos de renta variable está expuesto a cambios incontrolables en su cotización. Suelen tener una elevada rentabilidad a largo plazo.

FIM mixto Dentro de ellos pueden ser FIM mixto de renta fija y FIM mixto de renta variable. FIM mixto de renta variable son aquellos que tienen en su cartera más del 75% y menos del 100% de sus fondos invertidos en renta fija. FIM mixto de renta variable son aquellos que poseen el 25 y el 70% de su cartera invertidos en títulos de renta variable, los beneficios que se obtienen por medio de esta combinación son por un lado la seguridad ofrecida por una inversión en activos a plazos fijos y por otro la elevada rentabilidad que puede darse gracias a los valores que cotizan en Bolsa, por lo que son idóneos para la diversificación de riesgos.

FIM en divisas esta inversión se concreta en valores tanto de renta fija como variable siempre que sus activos estén expresados en cualquier clase de divisas, por ello también se les denomina "cesta de monedas" son fondos que invierten en valores de todo el mundo siendo su gran ventaja la diversificación internacional de fondo que se produce gracias a la inversión en mercados exteriores.

Fondos Garantizados invierten en valores que cotizan en Bolsa pero garantiza el reembolso de un porcentaje del capital que puede llegar hasta el

100% más una rentabilidad variable adicional que será un porcentaje de la subida del índice bursátil de referencia, si la Bolsa no sube asegura la inversión.

- b) Fondo de Inversión en Activo del Mercado Monetario (FIAMM) denominado también fondos de dinero. Sus características son:
- Su objetivo es invertir en activo a corto plazo y de elevada liquidez.
 - Tienen que contar con un patrimonio mínimo de 9.015.181'6 euros.
 - El vencimiento máximo de la cartera es de 18 meses.
 - El plazo máximo para el reembolso es de un día.
 - La información al partícipe ha de hacerse trimestralmente.
 - La cartera está formada por valores de renta fija y elevada liquidez.

Los FIAMM tienen prohibidos por ley que determinados activos como pueden ser acciones y obligaciones convertibles formen parte de su patrimonio. Los gestores de estos fondos suelen invertir en productos de renta fija a corto plazo, básicamente en Letras del Tesoro con vencimiento a 6, 12 y 18 meses y aunque su rentabilidad suele ser baja tiene una elevada seguridad y liquidez.

- c) Fondtesoro. Son fondos de inversión que inicialmente limitaba su campo de actuación a las emisiones públicas e invertían exclusivamente en deuda pública del Estado, sin embargo, debido a que el descenso del déficit público de los últimos años ha reducido las emisiones de deuda pública, se ha flexibilizado la cartera de los fondtesoros estándole permitida que su cartera esté formada en determinada proporción por activos diferentes a las deudas del tesoro. Dentro de los fondtesoros existen distintas modalidades según la composición de su cartera.

Instituciones de inversión colectiva de carácter no financiero. Centran su actividad en la inversión de su patrimonio en mercados no financieros como pueden ser el mercado inmobiliario, el de obras de artes,... siendo el principal el sector inmobiliario.

Los Fondos de Inversión Inmobiliarios (FII) son los fondos que se dedican exclusivamente a invertir su patrimonio en bienes inmuebles tales como viviendas, locales comerciales, etc.

Estos fondos deben de disponer de un patrimonio mínimo de 9.015.181'6 euros desembolsado en el plazo de un año desde su inscripción en el registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y en él ha de participar un número obligatoriamente superior a las 99 inversiones. Cada una de ellas sólo podrá poseer como máximo y de forma directa o indirecta un 25% del patrimonio total del fondo. Este patrimonio se divide en participaciones de iguales características y confiere a los titulares en derecho de propiedad. El valor liquidativo de la participación que se calcula por medio de la correspondiente tasación de los inmuebles que realiza una sociedad de tasación se lleva acabo una vez al mes, se obtiene como resultado de dividir el patrimonio total del fondo entre el número de participaciones existentes en ese momento.

Al igual que en los fondos de carácter financiero intervienen una sociedad gestora y una entidad depositaria pero además aparece una nueva entidad denominada sociedad de tasación, encargada de valorar los bienes inmuebles en el momento de su adquisición o venta y al menos una vez al año.

En relación a las inversiones que llevan a cabo los fondos de inversión inmobiliarios han de cumplir una serie de condiciones:

- 1) Entre un 70% y un 90% del fondo debe estar invertido en bienes inmuebles y el resto debe estar invertido exclusivamente en títulos de renta fija.
- 2) Están obligados a mantener una liquidez no inferior al 5% del patrimonio total del fondo para la atención de los reembolsos. Este porcentaje lo pueden componer entre el efectivo disponible, los depósitos en cuenta corriente bancaria y los activos de renta fija con vencimiento inferior a 18 meses.

MERCADOS E INSTITUCIONES MONETARIAS Y DE CAPITALES

1. Ley de mercado de valores

El mercado de valores es el mercado que pone en conexión a los ahorradores que ofrecen su liquidez y a los inversores que son aquellas personas que necesitan los

anteriores recursos a cambio de los correspondientes títulos o anotaciones en cuenta para realizar sus inversiones productivas o de servicios.

La regulación básica del mercado de valores está recogida en la ley 24/1988 del mercado de valores, modificada por la ley 37/1998 de reforma de la ley de mercado de valores la cual adapta la legislación española a la directiva europea sobre servicios e inversiones.

La ley de mercado de valores regula los mercados primarios y secundarios de valores, en ella se establecen los principios de su organización y funcionamiento, las normas que rigen la actividad de quienes intervienen en ellos y su régimen de supervisión.

Los productos o instrumentos financieros que cotizan en dicho mercado son valores negociables emitidos en serie por empresas e instituciones privadas (tanto de deuda como de participación) oponentes públicos, incluyendo también los denominados productos derivados, siempre que recaigan sobre valores negociables, tipos de interés,... En concreto son valores negociables:

- a) Acciones de sociedades anónimas.
- b) Derecho de suscripción.
- c) Warrang y otros que pueden dar derecho a suscripción o adquisición de otros valores.
- d) Cuotas participativas de cajas de ahorros.
- e) Obligaciones, bonos y valores análogos representativos de un empréstito público o privado.
- f) Pagaré, letras, certificados de depósitos, siempre que se emitan en masa para la captación de fondos.
- g) Cédulas, bonos y participaciones hipotecarias.
- h) Contratos negociables en mercados secundarios.
- i) Otros derechos patrimoniales susceptibles de tráfico generalizado e impersonal en mercados financieros.

No son negociables:

- a) Las participaciones de sociedades de responsabilidad limitada.
- b) Las cuotas sociales en el capital de sociedades colectivas y comanditarias simples.
- c) Las aportaciones el capital de las cooperativas.
- d) Las cuotas de capital de sociedades de garantía recíproca.
- e) Las acciones de sociedades rectoras de Bolsa u otros mercaos secundarios de la sociedad de Bolsas y el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores (SCLV).

En lo relativo a la regulación de los mercados primarios, la ley de mercado de valores establece el principio de libertad de emisión, es decir, salvo algunas excepciones la creación de valores de renta fija como la emisión de valores de renta variable puede realizarse sin previa autorización de la Administración, aunque si es obligatoria su comunicación previa a la CNMV, comunicación que ha de cumplir los requisitos:

- a) Entrega del proyecto de emisión a la CNMV.
- b) Aportación a la la comisión y registro por la misma de los documentos que acrediten el acuerdo de emisión, las características de los valores emitidos y los derechos y obligaciones de sus tenedores.
- c) Auditoria de cuentas de la entidad emisora y registro de informe de auditoria.
- d) Publicaciones de un folleto informativo sobre la emisión proyectada.

Para la colocación de las emisiones en el mercado primario se puede utilizar la técnica que la empresa u organismo emisor considera más adecuada, distinguiéndose entre:

- 1) Colocación directa. Los títulos emitidos son adquiridos por el público en general directamente o bien mediante la intervención de agentes o instituciones especializadas.
- 2) Colocación indirecta. Los títulos emitidos son adquiridos por los intermediarios financieros y éstos a su vez emiten otros títulos que colocan entre el público.

La oferta directa al público por medio de un intermediario especializado son las más usuales, pudiendo representar distintas modalidades:

- a) Colocación en firme (de aseguramiento). El intermediario adquiere todos los títulos y una vez que son suyos intenta venderlos en el mercado asumiendo el riesgo de quedarse con los invendidos.
- b) Venta a comisión (de colocación). El intermediario busca personas o entidades interesadas en adquirir los títulos y devuelve a la entidad emisora los que no ha podido vender cobrando una comisión por los títulos vendidos.
- c) Acuerdo Stand by. Es una venta a comisión pero con un acuerdo de suscripción subsidiario mediante el cual el intermediario se compromete a comprar los títulos no vendidos a un precio especial.

2. La Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)

La ley del mercado de valores exige la existencia de un ente de derecho público con personalidad jurídica propia y plena capacidad para el ejercicio de las funciones que le asigna la ley y el ministerio de economía en materia de supervisión e inspección de los mercados e valores y de cuantas personas intervienen en los mismos, esta ente es la CNMV.

La CNMV está regida por un consejo de administración formado por el presidente, el vicepresidente (ambos nombrados por el gobierno a propuesta del ministro de economía, cargo cuya duración es de 4 años con una única posibilidad de renovación) director general del tesoro y política financiera, subgobernador del Banco de España y tres consejeros nombrados por el ministro de economía.

El consejo de Administración es el único órgano rector al que le corresponde el ejercicio de todas las funciones y competencias.

La CNMV tiene como objetivos velar por las transparencias de los mercados de valores, por la correcta formación de los precios y por la protección de los inversores para supervisar e inspeccionar dichos mercados y a quienes participan en ellos y conseguir los objetivos, la CNMV desempeña entre otras funciones:

- 1) Asesorar al Gobierno, Ministerio de Economía y a los órganos equivalentes de las comunidades autónomas en materias relacionadas con los mercados de valores y elevar a las mismas propuestas sobre medidas o disposiciones relacionadas con los mercados de valores.
- 2) Difundir y promover información para conseguir las transparencias de los mercados, la correcta formación de los precios y la protección de los inversores.

- 3) Ejercer el control económico-financiero sobre empresas de servicios de inversión, organismos rectores de mercados secundarios, sociedad de bolsa, servicio de compensación y liquidación,... Este control se ejerce a través de comprobaciones y procedimientos de auditoría a cargo de la intervención general del Estado.
- 4) Ejercer la potestad sancionadora.
- 5) Elaborar y publicar un informe anual sobre su actuación y sobre la situación del mercado de valores, estando obligado su presidente a comparecer ante la Comisión Económica del Congreso de los diputados cuando sea requerido y para presentar el informe anual de actividades.
- 6) Mantener una serie de registros oficiales sobre materias de su competencia entre ellas las entidades que contabilizan valores representados mediante anotaciones en cuenta, adheridos al servicio de compensación y liquidación de valores, comunicaciones de proyecto de emisión, informes sobre auditoría de esta,...

3. Empresas de servicios de inversión

La ley de mercado de valores establece que las empresas de servicios de inversión son aquellas entidades financieras cuya actividad principal consiste en prestar servicios de inversión con carácter profesional a terceros.

La misma ley determina que entidades pueden considerarse como empresas de servicios de inversión:

- 1) Sociedades de valores. Pueden operar tanto por cuenta propia adquiriendo valores para revenderlos, cuando su precio suba, como por cuenta ajena actuando como menos comisionistas, pudiendo realizar los servicios de inversión:
 - a) Recepción, transmisión y ejecución de órdenes por cuenta a terceros.
 - b) Gestión discrecional individualizada de carteras de inversión con arreglo a los mandatos concedidos por los inversores.
 - c) Mediación por cuenta directa o indirecta del emisor en la colocación de las emisiones en títulos y en las ofertas públicas de venta de los mismos.
 - d) Aseguramiento de la suscripción de las emisiones y ofertas públicas de venta de títulos.
 - e) Negociación de títulos por cuenta propia.
- 2) Agencias de valores. Actúan por cuenta ajena como unos comisionistas, pueden realizar los mismos servicios de inversión que las sociedades de valores, menos los apartados d y e mencionados anteriormente.
- 3) Las sociedades gestoras de cartera. Se encargan de gestionar cartera de valores por cuenta de una serie de sectores a quienes también asesoran, se limitan exclusivamente a la gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión con arreglo a los mandatos conferidos por los inversores y el asesoramiento a empresas sobre estructuras de capital, fusiones, adquisiciones de empresas,... y el asesoramiento sobre inversión de instrumentos financieros.

Con el fin de paliar el riesgo que sufren los inversores ante situaciones de insolvencia la ley de reforma de mercado de valores crea los fondos de garantía a los que tienen obligación de adherirse todas las empresas españolas de servicios de inversión.

Los inversores que no pueden obtener la devolución del dinero o el reintegro de los valores de la empresa de servicio de inversiones pueden solicitar a la gestora del fondo al que la empresa esté adherida que ejecute la garantía que presta dicho fondo en cualquiera de las siguientes circunstancias:

- Que la empresa haya sido declarada en quiebra.
- Que la empresa haya solicitado judicialmente la suspensión de pago.
- Que la CNMV declare que la empresa de servicios financieros no puede cumplir las obligaciones contraídas con los inversores.

Los fondos de garantía de inversión son patrimonio sin personalidad jurídica representados y administrados por una o varias sociedades gestoras en cuyo capital participan la empresa de servicio de inversión que crean el fondo.

4. Mercados de deuda pública

El estado emite la denominada deuda del estado a través del tesoro público y puesta en circulación por el Banco de España. Las deudas del estado se representan mediante anotaciones en cuenta, registrados por la Central de Anotaciones de Deuda del Estado (CADE) que gestiona el Banco de España.

Existen tres mercados de deuda uno primario (CADE) y dos secundarios.

A través del mercado primario se ponen en circulación distintas clases de títulos recién emitidos. Los títulos se emiten conforme a las instrucciones dadas por la dirección general del tesoro al amparo de la autorización anual e la ley de presupuestos generales del estado para emitir deuda pública. La emisión se realiza normalmente mediante subasta a través del Banco de España que actúa como agente del tesoro público en la creación de deudas del estado.

En los mercados secundarios se negocian títulos de deuda que ya están en circulación, pero que no han vencido.

Los dos mercados secundarios donde se negocian los títulos de la deuda pública son la central de anotaciones en la CADE y las bolsas.

La central de anotaciones es un servicio público que gestiona el Banco de España por cuenta del tesoro y se ocupa de la emisión, anotaciones en cuenta, pago de intereses, transferencias de saldos y amortización de la deuda. Las liquidaciones de las operaciones de compra-venta de título de venta se realizan mediante un asiento simultáneo entre la cuenta de valores que tienen abierta los que están autorizados en la CADE y una cuenta de efectivo en el Banco de España.

Ejemplo:

Así una compra de títulos nuevos supone un abono en la cuenta de valores y un cargo de efectivo. En el caso de una venta (amortización) supondría un cargo de la cuenta de valores y un abono de efectivo consiguiendo con ello la circulación de los títulos y la devolución del dinero. Los intereses serán abonados por la CADE en la cuenta de efectivo que los titulares de las cuentas de valores mantienen en el Banco de España.

Para poder mantener cuenta propia en la CADE hay que cumplir una serie de requisitos ya que solo pueden mantenerla determinadas entidades públicas (Banco de España, Administración General del Estado a través del tesoro público, tesorería general de la seguridad social, ICO, organismos financieros internacionales de los que España sea miembro, los bancos centrales de los países pertenecientes al fondo monetario internacional y el consorcio de compensación de seguros) y entidades privadas cuyos recursos propios sean al menos de 1.202.024'20 Euros y pertenezcan a determinadas categorías (bancos privados, cajas de ahorros y confederación de cajas de ahorros, cooperativas de créditos, sociedades mediadoras de mercado de dinero, sociedades valores, entidades de financiación, sociedades de leasing, crédito hipotecario, fondo de regulación del hipotecario, sociedades de garantía recíproca, entidades de seguros,...)

Quien no esté autorizado para ser titulares de cuentas en la CADE y deseen operar con deuda pública mediante la misma tienen que activar a través de una entidad gestora que si esté autorizada. En este caso los particulares o empresas mantienen una cuenta en la gestora y esta tiene una cuenta global en la CADE como contrapartida el conjunto de cuentas que sus clientes mantienen con ella.

Para facilitar el acceso de los particulares y de las pequeñas y medianas empresas residentes en España a la propiedad de las emisiones de deudas del Estado, la dirección general del tesoro y el Banco de España han establecido un convenio mediante el cual el Banco de España pone su condición de entidad gestora con capacidad plena al servicio de quienes deseen adquirir títulos de deuda del Estado en el mercado primario, de forma tal que si se desea comprar títulos de nueva emisión se puede hacer directamente en cualquier oficina del Banco de España, para lo que hay que abrir una cuenta directa de valores.

A su vez el Banco de España como cualquier otra entidad gestora de su categoría mantiene una cuenta global en la CADE, como contrapartida del conjunto de cuentas directas de las suscriptoras de deudas.

Estas suscriptoras no tienen cuentas de efectivo en el Banco de España, si no en su entidad habitual de modo que el Banco carga en estas cuentas el importe de los títulos suscritos, los intereses y el importe de las amortizaciones.

Las cuentas directas en el Banco de España solo se han creado para operar en el mercado primario de forma tal que si el propietario de títulos, titular de una cuenta directa, desea venderlos antes de su vencimiento ha de ordenar que se traspasen a otra entidad gestora para que los venda bien en el mercado secundario de la CADE o bien en el mercado bursátil de renta fija.

Además del estado también pueden emitir valores de deudas las comunidades autónomas, los ayuntamientos, el ICO y otras empresas públicas, siendo títulos de diferentes características y denominaciones según deudas la institución que los emita, variando los plazos de amortización, pago de intereses,...

Soliéndose utilizar la CADE para la emisión de estos valores.

5. La Bolsa de Valores

La Bolsa de Valores son los primeros mercados secundarios que se crearon y los que canalizan mayor número de operaciones, siendo el mercado secundario organizado más representativo, basando en los siguientes principios:

- 1) Seguridad jurídica; al tratarse de un mercado oficial reglamentando.
- 2) Transparencia; pues toda la información que se produce es pública y se difunde en cualquier lugar.
- 3) Liquidez; ya que el inversor puede comprar y vender sus valores en cualquier momento a los precios del mercado.

En España existen cuatro bolsas de valores:

- Madrid (10.09.1831)
- Bilbao (21.07.1990)
- Barcelona (26.03.1915)
- Valencia (05.05.1970)

Cada bolsa está organizada, dirigida y administrada por una sociedad anónima denominada sociedad rectora que ostentará la condición legal de organismo rector de la correspondiente bolsa de valores que será la encargada de dirigir y ordenar la contratación así como la supervisión de las actividades desarrolladas en la bolsa estableciéndose con claridad y haciendo pública las condiciones de admisión velando por la corrección y transparencia por los procesos de formación de precios y del cumplimiento de las normas en general informando a la CNMV de los hechos que pueden constituir una infracción. La sociedad rectora también puede interrumpir la contratación de uno o varios valores o la actuación de uno o varios miembros para evitar infracciones o para garantizar el ordenado desarrollo de la contratación pudiendo en última estancia solicitar CNMV la exclusión de la negociación de los valores que no alcance los mínimos de difusión frecuencia o volumen de contratación.

La sociedad rectora de cada bolsa será también la encargada de establecer y dar publicidad de las condiciones para admitir a negociación los valores que cotizan en ella y autorizar la negociación en la misma de títulos concretos.

Las sociedades rectoras son sociedades anónimas cuyo capital social debe estar totalmente desembolsado y formado por acciones nominativas que podrán ser suscritas por empresas de servicios de inversión, entidades de créditos y aquellas instituciones que autoricen las comunidades autónomas con competencias en la materia. Sus órganos de gobierno están formados por un consejo de administración, formado por cinco o más personas y un director general cuyas funciones estarán delimitadas en los Estatutos de la Sociedad Rectora.

Las 4 Bolsas están interconectadas por una red informática denominada Sistema de Interconexión Bursátil Español (SIBE) o Mercado Continuo. Mediante este sistema se negocian los títulos de forma simultánea en las cuatro bolsas, éstas emiten órdenes a través de sus terminales, las cuales se envían al ordenador central obteniéndose así un precio único para cada valor.

La prioridad para la ejecución de operaciones se establece por precio de forma tal que en las órdenes de venta primero se ejecutan las más caras y en las órdenes de compra se da preferencia a las más baratas, en caso de igualdad de precio se comienza por la orden que se introdujo en primer lugar.

La orden de compra-venta se ejecuta automáticamente en el momento que existe contrapartida al precio fijado. *(Ejemplo. Si deseamos vender acciones de una*

sociedad anónima a 35 euros la unidad, y hay órdenes de compra a este precio, la venta se realiza automáticamente, en caso contrario hay que esperar a que exista una contrapartida y si no es así la orden no se lleva a cabo). Según el tamaño de las órdenes de compra-venta se distinguen dos submercados, el de lotes y el de tipos, para cada clase de valor se define previamente el número de unidades que componen el lote. Las órdenes de tamaño igual un lote o a un múltiplo de éste componen un submercado de lotes, las órdenes de tamaño inferior al lote irán al submercado de picos.

En el mercado continuo hay que distinguir:

- 1) Subasta. Son periodos durante los cuales los inversores pueden introducir, modificar y cancelar órdenes pero sin que se realicen operaciones. El precio final de la subasta es aquel en que la oferta y la demanda han coincidido más veces. En la modalidad de contratación general de mercado continuo se produce una subasta de apertura y una subasta de cierre. La duración de las subastas, que suele oscilar sobre una media hora, puede modificarse cuando las circunstancias lo aconseje. En la subasta de apertura se establecen los precios de partida para la sesión abierta y en la subasta de cierre se fijan las cotizaciones finales del día para cada acción, sirviendo estos precios de referencia para la apertura de la siguiente sesión.
- 2) Sesión abierta. En ella se desarrolla la contratación de forma continuada y se admite la introducción de órdenes así como su negociación. La sesión abierta puede interrumpirse por las denominadas subastas de volatilidad que tienen una duración de 5 minutos y se producen cuando se van a superar los límites de oscilación de precios en cada momento se consideran normales para un valor. Por tanto, ante un riesgo de apreciación o depreciación excesivo la subasta de volatilidad permite introducir o cancelar órdenes y en consecuencia reducir las pérdidas que pudiera provocar una orden anterior.

La sociedad rectora de la bolsa de valores participan todas en la misma proporción en una sociedad anónima denominada Sociedad de Bolsas, mediante la suscripción de acciones nominativas que han de estar totalmente desembolsadas, siendo su órgano de gobierno un consejo de administración formado por un miembro nombrado por cada sociedad rectora y uno más elegido por mayoría de ellos que actuará como presidente. ¿Cuántos miembros tiene el consejo de administración de la sociedad rectora? Cinco.

La sociedad de bolsa es la encargada de administrar y dirigir el SIBE, correspondiéndole el dirigir y ordenar la contratación a través del SIBE y las actividades que en él se desarrolla, su supervisión, la organización de sus servicios y la titularidad de los medios precisos para su funcionamiento.

Todos los miembros de cualquiera de las bolsas de valores con excepción de aquellas cuya declaración de actividades las excluya tendrán derecho a acceder al SIBE y operar a través del mismo, estableciendo la sociedad de bolsa, las condiciones técnicas que deberán cumplir los miembros de las bolsas para el ejercicio de dicho derecho.

La integración e valores en el SIBE deberá solicitarse por la entidad emisora y acordarse por la CNMV la cual para acordar dicha integración atenderá a criterios generales de liquidez, frecuencia, volumen de contratación y en general

características de los valores. A tales efectos la CNMV recabará el informe previo de la sociedad de bolsa.

En 1992, para la compensación y liquidación de las operaciones contratadas en bolsa se creó el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores (SCLV) que es una sociedad anónima que tiene como accionistas además de las sociedades rectoras de la bolsa a otros intermediarios financieros entre los que se encuentran las sociedades y agencias de valores, el banco de España, la caja general de depósitos, las sociedades gestoras de cartera y las entidades de crédito.

El SCLV se ocupa del registro contable de los valores negociados en la bolsa y de aquellos para los que se hubiera solicitado o se pretendiera solicitar la admisión a negociación, así como de la compensación de valores y el efectivo correspondiente y de la transformación de títulos en anotaciones en cuenta. También puede llevar el registro contable de valores que no coticen en bolsa, en este caso actúa como si fuese una sociedad o una agencia de valores ya que éstas son las encargadas de contabilizar los valores no admitidos a cotización bursátil.

En el año 2000 el SCLV y la CADE (Central de Anotaciones de las Deudas del Estado) formaron una sociedad Iberclear (Promotora de la Sociedad de Gestión de los Sistemas Españoles de Liquidación, S.A.) que adopta la representación conjunta del SCLV y de la CADE y se encarga de tomar las decisiones necesarias para su completa fusión.

Dentro del mercado continuo, además de la contratación general que es donde cotizan la mayor parte de las acciones del SIBE destaca otros segmentos o grupos de títulos con características especiales como son:

- a) Nuevos mercados. En este segmento de negociación se agrupan valores y sectores tecnológicos o innovadores en el ámbito del producto o en el proceso productivo que pertenezcan a un sector con grandes posibilidades de crecimiento pero con alto riesgo. La cotización de las acciones de estas empresas pueden sufrir cambios bruscos y de elevada cuantía por ello se dice que son acciones muy volátiles, cada cierto tiempo se renuevan las empresas que cotizan en un nuevo mercado.
- b) Latibex. Se creó en la bolsa de Madrid. Su objetivo es facilitar la inversión europea en empresas latinoamericanas ya que en él pueden cotizar acciones y obligaciones de compañías latinoamericanas de primera orden con valor bursátil superior a 300 millones de euros y excelente solvencia.
- c) Mercado de bloques. A través del SIBE mediante el mercado de bloques se canalizan operaciones de elevada cuantía tanto en el sistema de contratación general como en algunos de los segmentos especializados. En este mercado de bloques solo pueden introducirse ordenes para un día que deben proceder de una sola persona física o jurídica quedando expresamente prohibido las agrupaciones de órdenes par operar en este mercado.
- d) Sistema fixing. En este sistema se incluyen empresas cuyas acciones tienen un volumen de contratación no demasiado elevado. En este segmento de negociación se establecen precios únicos para cada valor con operaciones, en dos momentos del días, estableciéndose dos periodos de subasta, durante dichos periodos se pueden introducir, modificar y cancelar órdenes, pero no se realizan operaciones. Éstas sólo se ejecutan en dos momentos, uno al final del primer periodo de subasta y otro al final de segundo periodo de subasta.

Al realizarse las operaciones siempre que hayan existido contrapartida se establecen los precios únicos para cada valor.

Al margen del mercado continuo, existen sociedades cuyas acciones cotizan en el mercado de corros que era el sistema tradicional de contratación y se caracteriza por la presencia física de los operadores en el salón de contrataciones o parket de las bolsas. La negociación en corros se produce directamente de viva voz por los agentes mediadores, cada diez minutos se forma un corro con el fin de contratar valores de un mismo sector económico donde el mediador ofrece los valores que le han encomendado vender y el intermediario que representa al comprador busca la contrapartida. Para la contrapartida se utiliza la terminología específica.

En la actualidad, la contratación en corros supone un escaso volumen y las compañías que negocian en los mismos tienen menor dimensión que los mercados continuos, y sus acciones tienen menor liquidez.

En la bolsa de Madrid se desarrolla también el mercado bursátil de renta fija, en él se produce la contratación de valores de renta fija por ordenador, en concreto, cotizan títulos de deuda pública anotados en la CADE y otros activos de renta fija emitidos por entidades públicas y privadas.

En 1986, con el fin de hacer posible la cotización en bolsa de valores emitidos por pequeñas y medianas empresas que no cumplen los requisitos para acceder a la negociación en bolsa se creó el segundo mercado, para acceder a la cotización en él, las empresas deben tener un capital desembolsado no inferior a 150.253'02 euros (mientras que para cotizar en el primer mercado en la bolsa, es necesario un capital desembolsado igual o superior a 1.202.024'21 euros) y ser admitidos por la sociedad rectora de la bolsa. En la práctica este mercado ha tenido muy poco éxito ya que son pocas las sociedades que se han incorporado a él.

6. Otros mercado

Además de la Bolsa y del Mercado de Deuda Pública Anotada del Banco de España, existen otros mercados secundario, en ellos se negocian activos de distinta naturaleza excepto acciones y títulos de deudas convertibles en acciones que conforme a la ley del mercado de valores, únicamente deben cotizar en bolsa. Entre estos mercados se encuentran:

- 1) Asociación de Intermediarios de Activo Financiero de Renta Fija (AIAF). Es un mercado mayorista organizado donde intervienen intermediarios financieros en el que se negocian valores de renta fija emitidos por entidades privadas. Las compañías financieras que quieren negociar títulos en este mercado tienen que hacerlo a través de algunos brokers integrados en la asociación de intermediarios financieros promotores de AIAF, por lo que este mercado tiene carácter mayorista ya que no pueden intervenir los particulares.
- 2) Mercado de opciones y futuros financieros. En él se negocia, liquida y compensa opciones y futuros sobre títulos de deudas del estado, tipos de interés y el índice IBEX 35 así como opciones sobre acciones.
- 3) Senaf. Son. Sistema organizado de negociación electrónica de valores de renta fija e instrumentos financieros derivados. Es un sistema electrónico de negociación deuda pública española, valores admitidos a negociación en

mercados secundarios oficiales e instrumentos financieros ligados a dichos valores.

7. Índices Bursátiles

La cotización de los valores mobiliarios están sujetos a variaciones diarias motivadas por la ley de la oferta y la demanda que operan en sus respectivos mercados. Para poder expresar dichas variaciones de forma relativa, es decir, respecto a un valor fijo anterior se utilizan los números índices.

Un índice bursátil es un sistema de medición estadístico que refleja la variación en porcentaje que se ha producido a o largo del tiempo respecto a un momento concreto.

Para la elaboración de un índice bursátil se selecciona aquellas acciones cuyo movimiento conjunto de precios refleje los más fielmente posible el comportamiento de los precios del conjunto, una vez seleccionada as acciones se ponderan por su participación en la composición del índice que dependerá del valor que tenga en bolsa la totalidad de las acciones de la empresa a cuyo capital representa y del volumen de contratación.

Los índices bursátiles sirven para conocer el nivel global de precios de un mercado financiero y en consecuencia su evolución expectativas y oportunidades de inversión en el mismo.

El valor de un índice está referido a un momento determinado del tiempo denominado año base para el cual el valor del índice se iguala a un número arbitrariamente escogido (100, 300, 3000).

Para conocer la variación porcentual habida respecto a un momento determinado se aplica la siguiente formula:

En España existen cuatro tipos de índices:

- 1) Índices generales. Indican la evolución de las 4 bolsas españolas, mide la rentabilidad que se obtiene en cada bolsa tras cada una de las sesiones, siendo el más conocido el índice general de la Bolsa de Madrid que toma como base 100 la cotización al 31.12.1985.
- 2) Índices sectoriales. Son los que se refieren a un sector en concreto o a un campo de actividad determinada.
- 3) Índices totales. Son los que indican la rentabilidad total que se obtiene en la bolsa durante un periodo determinado. Como mediador de la rentabilidad total que es, tiene en cuenta tanto las variaciones en los precios como las ampliaciones de capital y los repartos de dividendos.
- 4) IBEX 35. es el índice representativo del mercado continuo, por tanto de todas las bolsas españolas. Es el índice oficial de la situación de las bolsas españolas desde 1991, recoge la evolución de las cotizaciones de las acciones de las 35 empresas del mercado continuo con mayor capitalización (número de acciones · valor efectivo de cada acción). Tanto las empresas que forman el índice como la importancia que se da a su cotización, se revisan cada semestre y si procede se modifica su composición.

Entre los índices extranjeros mas conocidos se encuentra el Down Jone de EE.UU. que engloba los principales valores de la Bolsa de Nueva York. El índice Nasdaq para los principales valores tecnológicos de EE.UU. El índice Dox (Alemania) recoge las acciones con mas capitalización de la bolsa de Frankfurt. El índice K-40 al

que pertenece los 40 valores más importantes de la bolsa de París. El índice FT-SE-100 al que pertenecen los 100 valores más importantes de la Bolsa de Londres. El índice Mibtel que resume la cotización de las acciones del mercado electrónico de la bolsa de Milán. Y el índice Nikkel que refleja el estado de 225 compañías integrada en la bolsa de Tokio.

8. Operaciones Bursátiles

Las operaciones que pueden realizarse en bolsa son la compra y venta de valores que estén admitidas a cotización oficial. Las órdenes de compraventa se dirigen al intermediario seleccionado de forma escrita o verbal, en este último caso deben confirmarse posteriormente por escrito. En la orden de compra o de venta se señala toda la información necesaria para su correcta ejecución, concretamente debe aparecer:

- 1) Clase de operación: si es una compra o una venta.
- 2) Identificación del ordenante, del intermediario y de los títulos afectados.
- 3) El número de valores objeto de la compra o de la venta.
- 4) Plazo de validez de la orden que como máximo será el último día del mes en que se hace la orden.
- 5) Modalidad de ejecución, es decir, indicando el precio de compraventa el cual se puede establecer de distintas formas como son:
 - a) Cambios fijos. Dando un precio concreto.
 - b) Orden limitada u orden con límite. Será aquel caso en el que se marca un precio mínimo para la venta por debajo del cual no se puede operar y un precio máximo para la compra por encima del cual la orden no se debe ejecutar.
 - c) Alrededor. Es una orden limitada con un margen de oscilación. Se establece un cambio de referencia y un margen de variación.
 - d) Por lo mejor u orden abierta. Se adquieren los títulos al precio más bajo posible y se venden al más alto en la primera sesión que cotice.
 - e) Cambio convenido. El comprador y vendedor se han puesto de acuerdo previamente sobre el precio de la transacción. Este tipo de órdenes sólo suelen utilizarse para operaciones de gran envergadura.
 - f) Órdenes ligadas. En ellas se condicionan la compra de un valor a la venta de otro y viceversa.

Ejemplo se condiciona la compra de 1000 acciones de la sociedad A si previamente se han vendido 500 acciones de la sociedad B

La liquidación de las operaciones de compra-venta pueden ser:

- 1) Al contado. El mismo día en que se procesa la orden o en los inmediatos posteriores (no pudiendo superar los 5 días) se efectúa el abono en la cuenta de valores y el cargo de efectivo o viceversa. Para ello es necesario poseer los valores que se quieren vender o el efectivo para pagar los títulos que se desean comprar.
- 2) A crédito. En ellas el comprador o vendedor obtiene a crédito el dinero a los activos financieros que no poseen respectivamente para poder concertar la operación, es decir, el comprador pide un crédito a su intermediario para adquirir los valores del vendedor (que vende al contado) o bien es éste quien

recibe de su intermediario los valores prestados para ser vendidos a un comprador (que paga al contado). Este tipo de operaciones han de ser autorizadas expresamente por la CNMV.

- 3) Con pacto de recompra o “repost”. Son aquellas que comprenden dos contratos de compraventa sucesivos cuyas características se establecen desde el inicio y en las cuales participan las mismas personas. Mediante esta operación, una persona vende a otra unos determinados valores con la condición de que en un tiempo posterior tendrá derecho a comprarle a la persona que se los vendió los mismo títulos, este tipo de operaciones tiene por finalidad el permitir liquidez o bien la posesión de títulos de forma transitoria.

Para comprar o vender acciones en el mercado de valores, es preciso dar la orden al intermediario encargado de ejecutarlo. Estos intermediarios que ha de ser sociedades de valores, agencias de valores o entidades de crédito que pueden pertenecer o no a la bolsa. En este último caso tendrá que dirigir la orden recibida a una entidad que sea miembro de la bolsa donde se vaya a realizar la transacción, lo que supone un incremento en las comisiones.

Las comisiones por compraventa de valores están exentas en IVA.

El valor de la compra de valores mobiliarios, es decir, el efectivo de compra, nos vendrá dado por:

9. Renta y rentabilidad de los valores mobiliarios

Al invertir en valores mobiliarios se hace con la intención de percibir en un futuro un interés en unos casos (títulos de renta fija) o un beneficio en otros (títulos de renta variable). Se denomina renta de valores mobiliarios a la utilidad que un cierto nominal de títulos rinde a su propietario durante un determinado periodo de tiempo.

La renta, generalmente, se expresa en un porcentaje sobre el valor nominal de los títulos. Según se haya deducido o no el impuesto que grava la renta de los valores mobiliarios, la renta se denomina líquida o neta y renta nominal bruta, respectivamente.

Rentabilidad es el beneficio anual obtenido por cada 100 unidades monetarias efectivamente invertidas. La rentabilidad se expresa en porcentaje y hay que tener en cuenta los costes de la inversión.

En el caso de títulos de renta fija los beneficios nos vendrán dando por los intereses netos y las plusvalías (diferencia entre precio de venta y el precio de adquisición de los títulos). En los casos de títulos de renta variable, los beneficios nos vendrá dado por los dividendos netos, las plusvalías y los derechos de suscripción.

El cobro de intereses o de dividendos suele hacerse a través de entidades de créditos en las que normalmente el propietario los tiene depositados, dicha entidad suele cobrar una comisión sobre el importe de la renta neta que suele ser un porcentaje estando gravada por el IVA correspondiente (16%).

La entidad depositaria de los títulos también suele cobrar una determinada cuantía en concepto de derechos de custodia, que es un porcentaje sobre el nomina. Y que también están sujeto al IVA correspondiente, luego al abonarnos los dividendos correspondientes, nos quedaría:

PRODUCTOS BANCARIOS DE PASIVO

El Pasivo Bancario

El pasivo de los bancos y cajas al igual que en otras empresas se clasifica en dos grandes masas patrimoniales: pasivo no exigible y pasivo exigible.

Pasivo no exigible o fondos propios formado por los fondos propios de la entidad entre los que se encuentra el capital, el fondo de dotación fundacional para las cajas, los resultados de ejercicios anteriores, las reservas,...

Pasivo exigible en el que se integran fondos ajenos que con el transcurso del tiempo a corto, medio y largo plazo la entidad deberá devolver. El pasivo exigible en las entidades bancarias y cajas de ahorros se compone, esencialmente, de:

1. Débitos con otras entidades financieras entre las que se encuentra el Banco de España.
2. Obligaciones de entidades de depósitos bancarios, siendo una obligación de un título de crédito a largo plazo que representa la parte alícuota de un empréstito emitido por la entidad bancaria.
3. Bonos de cajas, son obligaciones a medio plazo emitidas por las entidades bancarias.
4. Títulos hipotecarios, son títulos de crédito emitidos por una entidad bancaria y que están garantizados con los préstamos hipotecarios realizados por éstas a sus clientes.

Existen tres tipos de títulos hipotecarios, las participaciones hipotecarias, los bonos hipotecarios y los cédulas hipotecarias, siendo estas últimas las más importantes.

5. Los recursos dinerarios recibidos de clientes: bajo este epígrafe se agrupan los denominadas “Deudas a clientes” en ellas se recogen los importes de los depósitos que los clientes mantienen en la entidad bajo diversas modalidades de cuentas; suponen la partida más importante del pasivo de los Bancos; recogiendo los fondos básicos que los bancos utilizan en su actividad financiera recibiendo la denominación de operaciones de depósitos u operaciones pasivas.

Operaciones pasivas

Las operaciones pasivas son aquellas que permiten a los bancos captar recursos ajenos, son fondos puestos por los clientes a disposición de los bancos formalizados mediante un contrato de depósito que se denomina cuenta bancaria cuya apertura tiene lugar por parte del cliente mediante una primera imposición o ingreso.

Las características de estos contratos de depósitos son:

1. Capacidad de apertura: la capacidad para la apertura, seguimiento y disposición de cuenta en las entidades de crédito es la general para celebrar contratos y asumir válidamente obligaciones. Por parte de la entidad, la apertura de la cuenta será autorizada por el director de la oficina o por el apoderado de la misma.
2. Identificación de los titulares y representados: en los contratos de cuentas bancarias se incluirá todos los datos identificativos de la persona o personas, sean físicas o jurídicas, que lo suscribe, siendo obligatoria la firma del contrato por los titulares y entre ellas aceptan las condiciones generales establecidas por la entidad financiera.

3. Clasificación en función de la titularidad: según la individualidad o colectividad de sus titulares, elemento fundamental en las cuentas bancarias, se clasifican en individuales, mancomunadas y solidarias.
4. Cancelación de cuentas. Las entidades bancarias en los contratos suelen incluir algunas causas por las que puede decidir su cancelación, entre ellas:
 - Prestar reiteradamente disconformidad a los saldos.
 - Modificación de la personalidad jurídica en las personas así como sus capacidades.
 - Reiterado el extravío de cheque sin avisar.
5. Fiscalidad: retención del 18% de los intereses en concepto de impuesto sobre el rendimiento del capital con excepción de algunas operaciones que están exentas.

Dentro de las operaciones pasivas vamos a analizar:

- a) Cuenta corriente.
- b) Cuenta de ahorro a la vista.
- c) Imposiciones a plazo fijo y certificados de depósitos.
- d) Cuenta de ahorro-vivienda.
- e) Cesión temporal de activos financieros y cuentas financieras.

Cuenta Corriente

Las cuentas corrientes bancarias se puede definir como un contrato de depósito irregular (es aquél en el que el depositario adquiere la propiedad de la cosa depositada y se compromete a devolver al depositante al vencimiento del contrato otra cosa de la misma naturaleza y valor; la diferencia entre el depósito irregular y el depósito regular es que en éste último el depositario devolverá al final del contrato la misma cosa que recibió) de dinero con un pacto adicional de servicio de caja prestado por la entidad depositaria.

Mediante el contrato de cuenta corriente la entidad recibe fondos a nombre del titular de la cuenta, los custodia y se compromete a efectuar pagar conforme a sus instrucciones por una cantidad equivalente al saldo disponible.

La custodia de fondos y la devolución de un importe equivalente es el contenido típico del contrato de depósito irregular, con la particularidad de que es el depositante quien cobra intereses (por la utilización que el banco hace de su dinero) en lugar de pagarlos como sucede en el depósito irregular ordinario.

Mediante el servicio de caja, la entidad de crédito se compromete a pagar y cobrar por cuenta de sus clientes. Los pagos propios de este servicio pueden efectuarse, bien mediante la atención de cheques extendidos por el titular de las cuentas o bien mediante adeudos en las mismas de acuerdo con sus instrucciones. Los pagos se realizan a la vista, es decir, de forma inmediata en el acto de disposición y sin preaviso de que se va a producir el cobro. Los bancos suelen cargar determinadas comisiones periódicas por el mantenimiento de las cuentas corrientes como compensación de los costes que origina el servicio de caja propio de este producto bancario. Aunque el cobro de estas comisiones no es obligatoria.

La solicitud de apertura de una cuenta corriente que es donde se suele formalizar el contrato de cuenta corriente ha de contener:

1. Identificación del titular o titulares.
2. Tipos de interés aplicables, condiciones de cálculo y abono de los mismos y criterios para su modificación.
3. Comisiones y gastos por mantenimiento de cuenta.

4. Facultad de utilización de cheques y responsabilidad del cliente en su custodia.
5. Forma de disposición de las cuentas, es decir, si es indistinta o solidaria o conjunta o mancomunada.
6. Pacto de compensación de saldos entre distintas cuentas que mantengan los titulares en la entidad, de modo que el banco pueda compensar los saldos deudores que se produzcan en algunas de ellas con los saldos acreedores de otras.
7. Acuerdo sobre la información del saldo y movimientos de las cuentas que la entidad enviará al cliente en forma de extracto así como su periodicidad.
8. Otras condiciones o servicios ligados a la condición cuentacorrentista como pueden ser confección de tarjetas, seguros a su favor,...

Los movimientos de las cuentas corrientes se efectúa anotando en el haber los abonos a favor del cliente, titular de la cuenta, como pueden ser los ingresos en la cuenta bien por el propio titular o bien por terceros, los intereses acreedores, las transferencias a su favor,... y anotando en el debe los cargos contra el titular de la cuenta como pueden ser la retirada de fondos directamente o mediante cheque, los pagarés librados por el cliente, los recibidos domiciliados por el cliente, las comisiones a su cargo y los intereses a su cargo.

Desde el punto de vista financiero, el problema fundamental que plantea una cuenta corriente es el de obtener el saldo o situación que tiene la cuenta en la fecha de cierre, es decir, en la fecha en la que se va a efectuar la liquidación de intereses, para calcular este saldo es necesario conocer los movimientos de las cuentas desde su apertura o desde su anterior liquidación por orden cronológico hasta el cierre y los intereses parciales y totales de la cuenta.

Existen distintos métodos de liquidación o cálculo del saldo de una cuenta corriente, siendo utilizado en la práctica el método hamburgués o método escalar o de los saldos, porque se van calculando los saldos parciales de capitales en cada vencimiento haciendo tantas escalas como vencimientos de capitales existen.

Las cuentas corrientes suelen tener saldo a favor del cliente pero excepcionalmente pueden presentar saldos a favor del Banco (el denominado descubierto en cuenta corriente) en este caso se aplica un tipo de interés distinto al de los saldos a favor del cliente, es decir, los intereses producidos por la cuenta son los denominados intereses no recíprocos.

Cada operación tiene una fecha de vencimiento que se denomina fecha valor, normalmente se establece como fecha valor para los abonos el día siguiente hábil al que se realizaron, y para los cargos el mismo día que se realizan.

El formato de presentación de las cuentas deben comprender las columnas necesarias para recoger: los detalles de los apuntes si son cargos o abonos, los cálculos de saldo si son deudores o acreedores, la fecha valor, el día de saldo y los números comerciales truncados.

Los intereses se suelen liquidar trimestral o semestralmente tomando como fecha de liquidación de intereses el último día natural del trimestres o del semestre, se sigue el año civil, es decir, 365 días y se trabaja con el tanto nominal, es decir, J_k .

Las cuentas bancarias pueden abrirse a nombre de personas físicas mayores de edad y con plena capacidad para realizar actos jurídicamente válidos, es decir, con capacidad de obrar; para ello deben firmar los documentos contractuales que las entidades tienen a tal efecto y deben identificarse de forma plena. Las entidades de crédito recogerá el nombre, apellidos, NIF de la persona o personas que figuren como titular o titulares de la cuenta que se abre.

Las cuentas banciarias también pueden abrirse a nombre de menores de edad, si son emancipados, son ellos los que abren la cuenta y disponen del saldo, si no lo están la apertura y manejo de la cuenta corresponde al padre y a la madre y en su defecto al tutor.

Si el mayor de edad está incapacitado existirá una sentencia judicial que lo incapacita y en ella se nombra a las personas que lo protegen, es decir, los tutores que lo sustituyen en la administración de sus bienes o bien curadores que completan su capacidad. Para abrir una cuenta corriente a una persona incapacitada se debe presentar en la entidad los documentos de incapacitaciones y se deberá hacer constar también la identidad del representante o representantes y del representado.

Las cuentas bancarias también pueden abrirse a nombre de personas jurídicas y de otras entidades o agrupaciones que no tienen carácter de persona jurídica, en estos casos las entidades exigirán para la apertura de cuenta que los responsables de dichas entidades presenten su escritura de constitución, sus estatutos, las preceptivas inscripciones en el registro y los poderes otorgados, toda esta documentación será bastanteada (analizada) por la asesoría jurídica de la entidad la cual comprobará su autenticidad y una vez realizada dicha comprobación cumplimentarán y suscribirán el oportuno contrato de apertura de cuenta.

Del igual forma se procederá en el caso de comunidades de bienes donde sólo se ha de bastantear los documentos que otorguen representación a la persona o personas que vayan a abrir la cuenta y en las cuentas de organismos públicos, donde se comprobarán las facultades de las personas que pueden actuar en nombre de los mismos.

Respecto a la cancelación de una cuenta corriente, los contratos suelen aparecer una cláusula por la cual tanto el cliente como la entidad pueden cancelar la cuenta de forma unilateral previa comunicación a la otra parte de dicha decisión. En la práctica las entidades de crédito suelen aceptar la cancelación sin previo aviso a instancia de los clientes comprometiéndose ellos a preavisar con determinado plazo su decisión de resolver el contrato.

Cuando el cliente solicita la cancelación de la cuenta debe firmar un cheque por la totalidad del saldo disponible que se le reintegra, además el titular o titulares de la cuenta se compromete a devolver los talonarios de cheque y de pagarés que obren (tengan) en su poder, así como las tarjetas de créditos.

Cuenta de ahorro a la vista

Las cuentas de ahorro a la vista al igual que las cuentas corrientes son contratos de depósito irregular de dinero reintegrable en cualquier momento que llevan asociado un pacto de caja mediante el cual la entidad depositaria realiza pagos y cobros conforme a las instrucciones de sus clientes.

El origen de las libretas de ahorro fue el fomentar el ahorro popular, su finalidad era el depósito de los excedentes de dinero de los particulares y de las familias y mediante ellas se perseguía unos objetivos básicos como podían ser el guardar con seguridad el dinero, obtener una cierta rentabilidad por su colocación y llevar una administración ordenada mediante los apuntes de las operaciones que se registraban en las libretas.

Las cuentas de ahorro por su función mantenían una serie de diferencias con las cuentas corrientes entre ellas:

- Con las cuentas de ahorro se entregaban al titular una libreta para anotar cobros y pagos; en las cuentas corrientes se entrega un talonario de cheque para los pagos.

- Las cuentas de ahorros estaban destinadas a tener menos movimientos que las cuentas corrientes y en las cuentas de ahorro los intereses se valoraban de forma quincenal y en las cuentas corrientes la valoración es diaria.
- Las cuentas de ahorro producían un tipo de interés superior al de las cuentas corrientes, ya que en aquellas entre sus objetivos estaba el fomentar el ahorro.

En la actualidad, ambas se han aproximado mucho, ya que las cuentas de ahorro hoy día mantienen un servicio de caja idéntico al de las cuentas corrientes, las valoraciones de intereses son diarios, aunque los tipos de interés siguen siendo superiores en las cuentas de ahorro y respecto al movimiento de las transacciones en ambos casos suelen llevar asociadas el talonario de cheques.

La diferencia fundamental entre las cuentas de ahorro y las cuentas corrientes estriba en que las cuentas corrientes pueden presentar situación de descubierto y en las cuentas de ahorro el descubierto es inadmisibles.

Al igual que en las cuentas corrientes pueden existir cuentas de ahorro individuales, mancomunadas o conjuntas y solidarias o indistintas.

En la apertura de una cuenta de ahorro, el titular o titulares deben firmar el contrato de apertura y la ficha de reconocimiento de firma de igual forma que se hace en las cuentas corrientes. En ese momento se le entrega una cartilla en la que se recogerá el movimiento de la cuenta, es decir, los adeudos y los abonos y el saldo final de cada operación. La cartilla de ahorro constituye el título de propiedad de la cuenta, tiene carácter personal e intransferible y el titular o titulares de la misma se compromete a custodiarla de forma dirigente y poner en conocimiento de la entidad de crédito su extravío en caso de producirse.

Para disponer de fondos se debe presentar la libreta donde se procederá a anotar la operación, en casos excepcionales se admite la disposición de fondos sin la presentación de la libreta previa la comprobación de la persona que efectúa la disposición.

Para la imposición de fondos no se exige la cartilla. Estas disposiciones e ingresos, sin cartilla, así como el servicio de caja hacen que el saldo que figura en la libreta (denominado saldo aparente) no coincida con el verdadero saldo de la cuenta (denominado saldo real) por lo que cada cierto tiempo el titular deberá presentar la libreta para actualizarla o ponerla al día.

Respecto a la cancelación de la cartilla de ahorro las condiciones son las mismas que para las cuentas corrientes.

Imposiciones a plazo fijo y certificados de depósitos

Las imposiciones a plazo fijo son depósitos de dinero que permanecen inmovilizados en una entidad de crédito durante el plazo que se haya pactado entre ésta y el cliente o clientes que efectúan la entrega del dinero. Durante el plazo de imposición, el depositante se compromete a no disponer de los fondos y a cambio de esta menor disponibilidad la entidad depositaria le abona a aquel un tipo de interés superior que el que le pagaría una cuenta corriente o en una cuenta de ahorro.

Si por razones de necesidad quien contrata una imposición a plazo fijo necesita el dinero depositado antes de su vencimiento las entidades de créditos suelen permitir su disposición con una penalización de intereses que nunca podrá ser superior a los intereses devengados.

Estas cuentas se materializan en una libreta de ahorro donde figura la identificación del titular o titulares, las imposiciones que se realizan y sus fechas de constitución y vencimiento, así como los reintegros, también pueden materializarse en

un documento denominado “lámina” que contiene todas las características y condiciones de la operación.

La libreta a plazo fijo o la lámina suele ir asociada a una cuenta de ahorro ordinario o a una cuenta corriente en la que se abonan los intereses de forma mensual, trimestral, semestral o anual según se hubiese estipulado.

Respecto a la titularidad de las imposiciones a plazo, a la capacidad de las imposiciones y a las condiciones de apertura y cancelación, es igual que para las cuentas corrientes y las cuentas de ahorro a la vista.

La entidad depositaria comunicará a los clientes la proximidad de la fecha de vencimiento de cada imposición y en el caso de que estos no manifiesten ni intención de cancelarlo en dicha fecha, la imposición se considerará prorrogada por otro plazo igual a aquel con el que se había constituido.

Las imposiciones a plazo pueden ser objeto de pignoración (entrega de bienes muebles o valores mobiliarios en garantía de un préstamo) para obtener préstamos con su garantía.

Los certificados de depósitos son depósitos en efectivo, a plazo fijo, que se instrumentan en resguardos de depósitos en efectivo (no en una libreta), pudiendo extenderse nominativos, intransferibles o nominativos transferibles por endoso, teóricamente también pueden emitirse al portador.

Es una imposición a plazo con la ventaja de su fácil transmisibilidad, que hacen que el depositante pueda mitigar su inversión vendiendo el certificado a otro inversor sin tener que intervenir el banco, suele extenderse por un plazo mínimo de 6 meses, y su valor nominal suele ser de 1.000.000 pesetas o múltiplo de esta cantidad; el banco abona los intereses por períodos vencidos, siendo lo frecuente el pago trimestral reembolsando al vencimiento el principal al tenedor del título en ese momento.

Cuenta de ahorro-vivienda

Son cuentas de ahorro cuyos saldos tienen como finalidad de forma obligatoria la adquisición, construcción, ampliación o rehabilitación de la vivienda habitual. En incentivo de los depósitos de ahorro-vivienda radica en la degravación fiscal que ofrecen derecho que desaparece si el dinero acumulado se destina a fines distintos de los indicados anteriormente o no se invierten en el plazo establecido por la ley.

Cesión temporal de activos financieros y cuentas financieras

Mediante la cesión temporal de activos, la entidad de crédito cede a sus clientes a cambio de efectivos con pacto de recompra (records) activos que figuran en su cartera.

El pacto de recompra puede ser a fecha determinada con lo que, llegada dicha fecha, el cliente se compromete a revender a la entidad de crédito los activos que le había comprado o a la vista, en cuyo caso la reventa se puede efectuar cuando el cliente quiera y la entidad de crédito está obligada a devolver su importe.

Los intereses que produzca el activo cedido se irán ingresando en una cuenta auxiliar cuyo titular es el cliente y al vencimiento del plazo acordado, el precio pagado por el valor se le ingresará al cliente en esa misma cuenta.

PRODUCTOS BANCARIOS DE ACTIVO**El activo bancario**

El pasivo constituye el origen de los fondos que se van a invertir en los distintos elementos que forman el activo. En las entidades bancarias y cajas de ahorro, la masa patrimonial de activo “crédito sobre clientes” constituye la mayor partida de todo el activo y en ellas se incluyen las diferentes formas de financiación crediticia que forma el negocio tradicional de los Bancos y Cajas.

Operaciones de activo

Las operaciones activas de los bancos consisten en la inversión de los fondos propios y del dinero recibido de los clientes a través de las operaciones de pasivo. La base esencial del negocio de estas entidades consiste en tomar dinero de sus clientes bajo distintas formas y en prestar dichos fondos a otros clientes mediante diferentes operaciones de activo, entre los que se encuentran el descuento comercial, préstamos, créditos, fianzas, avales y operaciones de leasing.

En este proceso de intermediación financiera la entidad de crédito sufre el riesgo de que los clientes prestatarios no devuelvan el dinero recibido y los intereses pactados o que lo devuelvan una vez transcurrido el plazo acordado en la correspondiente operación. Con el fin de reducir dichos riesgos y garantizar la suficiente rentabilidad a sus inversores, las entidades de crédito han de tener en cuenta una serie de factores en el estudio de las operaciones de activo que van a condicionar e influir en la concesión de una operación de activo.

Los factores a tener en cuenta son: seguridad de la operación, plazo de la operación y compensación otorgados por los clientes.

1. Seguridad en las operaciones: a las entidades de crédito sólo les interesan las concesiones de aquellas operaciones financieras que previsiblemente van a suponer una devolución de los fondos entregados conforme a lo pactado sin que sufran retrasos en las amortizaciones, ni sea preciso ejercer presión sobre los prestatarios; no obstante, ante la eventualidad de que pudieran surgir problemas, se les solicita una serie de garantías materiales y personales a los mismos prestatarios o a terceros personas con el fin de poder recuperar el dinero.
2. Plazo de la operación: las entidades de crédito, dentro de su política de concesión de operaciones de activo, han de tener en cuenta de que exista una correlación entre los plazos de recuperación del dinero que ellos prestan y los plazos de devolución que han de hacer a los clientes, si se produjere un desfase entre ambos periodos de tiempo, la entidad se podría encontrar con dificultad para poder devolver el dinero cuando lo solicitasen sus clientes o bien hallarse ante un exceso de liquidez, lo que supondría un descenso de rentabilidad al no tener el dinero excedente invertido. Siempre que sea posible las entidades de crédito suelen preferir las operaciones activas a corto plazo ya que un periodo breve para la devolución del dinero supone para la entidad prestamista una serie de ventajas, como son:
 - a) Poder atender a mayor número de clientes al aumentar la velocidad de rotación de los fondos prestables.
 - b) Distribuir el riesgo de impagados entre mayor número de prestatarios.
 - c) Poder incrementarse la penetración en los mercados de aumentar la concesión de facilidades financieras.
 - d) Incrementar la rentabilidad por cobro de comisiones, ya que la apertura de créditos, préstamos,... supone siempre un cobro de comisione.

- e) Cuando los tipos de intereses tienden al alza les permiten aumentar la rentabilidad con intereses, puesto que al recuperar con rapidez el dinero prestado, permite inversiones posteriores más rentables. En periodos en los que los tipos de interés tienden a la baja, las entidades de crédito dedican mayor volumen de fondos a los préstamos a largo plazo con tipo de interés fijo, ya que esa forma de colocar el dinero les garantiza una rentabilidad que no obtendrán en futuras operaciones.
3. Compensaciones otorgados por los clientes: mediante sus inversiones crediticias los bancos han degenerado la suficiente rentabilidad como para poder remunerar a los fondos recibidos de sus clientes y obtener un nivel de beneficios adecuado a sus objetivos, por tanto estas entidades tratan de obtener compensaciones de los prestatarios de los fondos con objeto de incrementar su rentabilidad. Dichas compensaciones suelen consistir en la cesión de operaciones que permiten a la entidad de crédito ganar un dinero adicional al que ya obtienen por intereses y comisiones como consecuencia del crédito o préstamo concedido. Entre estas operaciones se encuentran domiciliación de nómina, mantener cuentas, haber tenido determinados saldos,...

La seguridad de toda operación crediticia en cualquiera de sus modalidades depende de que la información que posea el banco sobre el cliente peticionario sea correcta ya que una información adecuada permite determinar el límite de riesgo que la entidad puede asumir las garantías que se precisa solicitar y las compensaciones que ésta puede o debe pedir a sus clientes.

Para conseguir la máxima eficacia las entidades de crédito cuentan con departamentos de informe, en los que se centraliza la experiencia sobre todas las operaciones que el cliente haya efectuado con el banco en cualquiera de sus oficinas y donde además se recoge información por diversas vías sobre particulares, empresas instituciones relevantes aunque no sean clientes. Los departamentos de informes también gestionan y obtienen parte de la información que las oficinas necesitan para la concesión de operaciones de activo.

La información no sólo se recaba del departamento de informes sino también a través de otras fuentes entre los que destaca:

1. Los aportados por el cliente: patrimonio, ingresos o resultados, balances, cuenta de pérdida y ganancias si se trata de una empresa, si se trata de persona física declaración de bienes, justificación de la fuente de ingresos,...
2. Registro de la propiedad: el registro de la propiedad está formado por una serie de oficinas públicas que dependen del ministerio de justicia donde se anotan principalmente distintas operaciones que afecta a bienes inmuebles, como pueden ser la compraventa, hipotecas,... Al registro de la propiedad se acude con el fin de conocer quién es el propietario de una finca y la situación en que se encuentra, si está libre de cargas y en caso de tenerlas, cuál la importancia y alcance de las misma para la concesión de la financiación que se solicita.
3. Registro mercantil: formado por el conjunto de oficinas públicas dependientes del ministerio de justicia. La consulta al registro mercantil permite conocer muchos datos de las sociedades, ya que la ley exige a las sociedades mercantiles para su constitución, además de la escritura pública en la que consten sus pactos fundacionales que se inscriben en el registro mercantil, donde además, se irán anotando de forma periódica una serie de datos relativos a las mismas, como son: actas de juntas generales, aprobación de cuentas anuales y composición del órgano de administración.

4. Central de información de riesgos del Banco de España. Las entidades de crédito tienen que comunicar al Banco de España los riesgos con sus clientes cuando el valor de los créditos concedidos superen una determinada cuantía. Cualquiera que sea la operación de activo que los haya generado, creándose así en el Banco de España una base de datos de riesgos de elevada cuantía que los bancos y cajas pueden consultar y que suelen hacerlo normalmente en el caso de empresas pero no en operaciones de particulares. Para la obtención de los datos a través de esta central es necesario la autorización de las personas sobre las que se van a solicitar los citados datos ya que la información tiene carácter confidencial.
5. Registro de Aceptaciones Impagadas (RAI): es un registro gestionado por el centro de cooperación interbancario al que están adherido diferentes entidades de crédito. Ésta comunican al centro los datos de las letras de cambio y otros efectos de giro aceptados que hayan sido impagados a su vencimiento para su inclusión en el RAI. Las entidades de crédito participantes en el sistema tienen acceso a la información contenida en los archivos del registro que constituye un elemento eficaz para juzgar el grado de cumplimiento de sus obligaciones de pago por parte de sus clientes.

Descuento comercial

En el tráfico comercial es frecuente el aplazamiento en el cobro de diversas operaciones. Estos aplazamientos constituyen un derecho de crédito para quién tiene que cobrarlos y se materializan en diversos documentos como son pagarés, letras de cambio,...

La operación del descuento comercial consiste en ceder la propiedad de dichos documentos representativos de un derecho de cobro a una entidad de crédito para que ésta anticipe su importe al cliente cedente menos los intereses y las comisiones y los haga efectivo a su vencimiento presentándolos a quién esté obligado a pagarlos. Mediante esta operación la entidad de crédito financia al cliente que le cede los efectos y recupera el crédito concedido con el cobro de los mismos.

Cuando los clientes de las entidades de crédito descuentan papel comercial con cierta frecuencia suelen ser clasificados para el descuento con dichas entidades. Estas clasificaciones lo que hacen es establecer el nivel de riesgo que la entidad está dispuesta a soportar a cada cliente de modo que cuando un cliente lleva una letra o una remesa de letras u otro tipo de documento al descuento la entidad se la acepta directamente sin efectuar ningún estudio de solvencia, capacidad de pago y compensaciones siempre que el importe del nuevo papel más su riesgo en curso (efecto descontados pendientes de vencimiento) sea inferior a su límite de clasificación. Si supera dicho límite se dice que está excedido y es preciso hacer un estudio para ver si la cantidad que plantea es asumible por parte de la entidad.

El cálculo de la cuantía resultante del descuento o negociación se efectúa según la siguiente forma:

$$\text{Líquido negociación} = N - \text{dto.} - \text{Comisión} - \text{Gastos}$$

$$N \cdot d \cdot t \quad \% \cdot (N)$$

$$29716.67 = 30.000 - 0.08 \cdot (30.000) \cdot 20/360 - 0.005 \cdot (30.000)$$

La comisión puede ser o no cobrada por el banco y puede ser una cuantía fija o bien un tanto por cien sobre el nominal.

Las operaciones de negociación o descuento están exentas de IVA.

Factura de negociación

Es frecuente que se lleguen a descontar varios documentos de forma simultánea. El conjunto de efectos que se descuenta de una sola vez se denomina remesa, las letras que constituyen la remesa se suelen entregar a la entidad de crédito relacionada en una factura en la que suelen figurar los siguientes datos:

Nominal de cada letra.

Vencimiento.

Librado de la misma.

La entidad devuelve una copia sellada de dicha factura con prueba si el importe entra dentro del límite de clasificación del cliente y procede a su liquidación y abono remitiéndole al cliente un detalle de la misma.

Las entidades de crédito según la “calidad del cliente” pueden efectuar la liquidación aplicando un tipo de descuento igual para todas las letras con independencia del vencimiento o bien variable según el vencimiento de la letra, a más plazo de vencimiento mayor tipo de interés.

Gestión de cobro

Propiamente no es una operación de activo sino un servicio que prestan las entidades de crédito. En estos casos la empresa entrega los efectos comerciales a la entidad de crédito para que ésta se encargue de presentarlos a los librados para su cobro en las fechas de sus respectivos vencimientos. Mediante la gestión de cobro la empresa cedente lo único que hace es transmitir los efectos a la entidad de crédito para que ésta se encargue de su cobro a cambio de ellos la entidad de crédito cobra unos gastos por los servicios que comprenden comisiones (que no están exentas de IVA viéndose gravadas al tipo general del 16%) cuyo porcentaje sobre el nominal varía en función de la situación de cada uno de los efectos y de los clientes.

$$\text{Negociación} \quad \text{liquido abonado} = N - \text{Dto.} - \text{Comisión} - \text{Gastos} \\ \text{(Nominal)}$$

$$\text{Gestión de cobro} \quad \text{liquido abonado} = N - \text{Comisión} - \text{IVA Comisión} - \text{Gastos} \\ \text{(s/ nominal)} \quad \text{(16\%)}$$

Descuento financiero

Puede ocurrir que el origen de la letra de cambio no sea debido al aplazamiento del pago en una transacción comercial sino que el origen sea un crédito que concede la entidad de crédito a c/p a su cliente. En este caso se suele partir del importe del crédito que se necesita, es decir, el líquido de la negociación coincide con el dinero solicitado y el nominal de la letra comprenderá dicho importe más los gastos, es decir, importe del descuento, timbre del documento, comisión y otros posibles gastos existentes.

En la actualidad, las letras financieras no suelen utilizarse en el sistema crediticio ya que han sido sustituidas por las pólizas de crédito que ofrecen mayores

ventajas, pues en ellas se puede variar el tipo de interés, no hay que timbrarlas y se puede amortizar en varios plazos.

Préstamos y créditos: concepto y diferencias

Aunque los diferentes productos bancarios de activo se suelen acoger a la denominación genérica de crédito en la práctica los términos de préstamos y créditos recogen operaciones bancarias distintas.

El préstamo es un contrato mediante el cual la entidad financiera entrega al cliente una suma de dinero previamente pactada y éste se compromete a devolver dicha cantidad más los intereses según el plan de amortización establecido.

El crédito es un contrato mediante el cual la entidad financiera se compromete con el cliente a permitirle disponer de cantidades de dinero de acuerdo con sus necesidades hasta alcanzar el límite acordado. Por su parte el cliente devolverá las sumas de lo que ha dispuesto más los intereses devengados a favor del banco y las comisiones pactadas.

Las diferencias fundamentales entre préstamo y crédito son:

1. En los préstamos la entidad financiera entrega el dinero, en los créditos la entidad financiera autoriza un límite de disposición.
2. En los préstamos el cliente dispone de todo el importe, en los créditos el cliente solo dispone de la cuantía que necesita.
3. En los préstamos el cliente devuelve el dinero más intereses, en los créditos el cliente devuelve el dinero dispuesto más intereses más comisiones.

Préstamos: Garantías, Formalización, Amortización y Liquidación

El riesgo que soporta las entidades de crédito en las operaciones de préstamo consiste en la posibilidad de no recuperar los fondos prestados a sus clientes y los intereses devengados por éstos si no se cumple el plan de amortización previsto.

Para limitar y controlar los riesgos en las operaciones de préstamos además de estudiar a los clientes se les solicita unas garantías y que se documente la operación de forma adecuada, siendo la garantía la forma de cobertura del riesgo que una entidad de crédito considera conveniente para una operación de préstamo ya que sirve para recuperar el dinero adeudado por los prestatarios en el caso de que éstos no devuelvan el préstamo y la documentación correcta es el medio para facilitar la recuperación por vía judicial.

Las garantías pueden ser garantías personales y garantías reales.

Garantías personales: la/s persona/s que prestan la garantía responden con la totalidad de su patrimonio, se basa en la confianza de la existencia de un patrimonio libre de cargas suficiente para responder de las operaciones de préstamos que ampara por lo que podría ocurrir que aunque en el momento de conceder el préstamo el deudor tuviese suficientes bienes y derechos como para hacer frente a su devolución cuando llegue el vencimiento del mismo su situación patrimonial se podría encontrar en una situación tal que no fuese suficiente los elementos que lo integra para garantizar el préstamo, por ello en los préstamos personales las entidades de crédito extreman la prudencia a la hora de concederlos.

Garantías reales: son los constituidos por bienes muebles o inmuebles y derechos que tratan de reducir el riesgo de forma concreta en función de su valor puesto que quedan afectados mediante hipoteca, cesión a endoso, etc

Dentro de las garantías reales, las más importantes son las garantías hipotecarias, las hipotecas pueden ser sobre bienes muebles o sobre bienes inmuebles. La hipoteca

mobiliaria es un derecho real de garantía que recae sobre una casa mueble perfectamente identificable.

En la hipoteca inmobiliaria la cosa hipotecada como garantía de la deuda es un bien inmueble que permanece en poder del deudor.

Las hipotecas han de formalizarse en escritura pública e inscribirse en el registro de la propiedad.

En la práctica los préstamos garantizados con hipotecas inmobiliarias son muy comunes, siendo muy poco utilizados los garantizados con hipotecas mobiliarias.

Los principales pasos del proceso de constitución de un préstamo hipotecario son:

1. Tasación de la finca objeto de garantía: la entidad financiera concederá el préstamo hipotecario por un valor que suele oscilar entre el 50 y 100% del valor de tasación de la finca hipotecaria.
2. Se otorga escritura de hipoteca ante notario, siendo obligatoria la escritura pública sin ella no nace la hipoteca.
3. Pago del impuesto de transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados por la primera copia de escritura que recogen documentos o actos inscribibles en el registro de la propiedad.
4. Inscripción en el registro de la propiedad, esta inscripción informa acerca de la carga que recae sobre la finca.

Una vez constituido la garantía hipotecaria, ésta recae sobre el inmueble hasta su cancelación de forma tal que si se vendiera, la garantía a favor de la entidad financiera permanece y el nuevo comprador tendría que responder con su finca de la deuda de quien constituyó la hipoteca.

Cuando el préstamo ha sido devuelto completamente es preciso cancelar el gravamen hipotecario que aparece en el registro de la propiedad, esta cancelación no hay porque hacerla inmediatamente después de devuelto el préstamo.

Para la cancelación se sigue el siguiente proceso:

1. Escritura notarial de carta de pago y cancelación de hipoteca mediante la cual el notario recoge en escritura pública la declaración de los apoderados de la entidad prestamista de que el acreditado ha satisfecho toda su deuda y también se declara la finca libre del gravamen hipotecario que tenía.
2. Pago del impuesto de actos jurídicos documentados.
3. Inscripción de la escritura notarial anterior en el registro de la propiedad quedando así cancelada la anterior inscripción hipotecaria.

En la actualidad, las entidades de crédito suelen exigir con frecuencia a sus clientes normalmente empresas que hipotequen alguna finca concreta con el fin de garantizar diversas operaciones de riesgo que mantiene con la entidad, es decir, no garantiza una sola operación sino varias es a lo que se denomina hipoteca de máximos y se suele utilizar cuando los clientes han constituido un elevado volumen de riesgo con la entidad de crédito y esta considera insuficiente la garantía personal para responder de las diferentes operaciones de activo que mantienen aquellos. También se utiliza esta modalidad hipotecaria para garantizar futuras operaciones que los clientes pudieran realizar durante la vigencia de la misma.

Formalización

Los préstamos de las entidades financieras han de formalizarse bien en pólizas (las de garantía personal) o en escritura pública (las de garantía real).

En la concesión y formalización intervienen entes y personas a las cuales hay que retribuir que unido a la comisión de apertura y comisión de estudio que cobra la

entidad financiera supone que en términos reales la operación tenga unos efectivos muy superiores a lo que representa los intereses del préstamo.

Amortización y Liquidación

La forma de cancelación del préstamo dependerá del método de amortización adoptado entre los que se encuentran:

1. Préstamo elemental o simple: la amortización se produce mediante un pago único comprensivo de capital más intereses al finalizar el periodo por el que se había concertado.
2. Préstamo amortizable por el sistema americano: el deudor se compromete a pagar periódicamente los intereses del capital préstamo y al final de la operación se devuelve la totalidad de la deuda.
3. Préstamo amortizable por el método francés: el prestamista abona de forma periódica unos términos amortizativos constantes que han de pagar los intereses de la deuda pendiente de amortizar en cada periodo y reducir el importe de ésta de forma que al final de la operación queda cancelado el préstamo concertado.
4. Préstamo amortizable por el método de cuota de amortización constante: en todos los periodos se rebaja en la misma cantidad el volumen de la deuda y se pagan los intereses de la deuda pendiente al principio del periodo, la suma de ambos importes da lugar a términos amortizativos decrecientes.
5. Préstamos amortizables mediante términos crecientes en progresión aritmética: los términos amortizativos crecen en progresión aritmética cada uno de ellos comprenderá el pago de los intereses de la deuda pendiente a principio de periodo y la cuota de amortización.
6. Préstamos amortizables mediante términos crecientes en progresión geométrica: los términos amortizativos crecen en progresión geométrica al igual que en el caso anterior cada uno de ellos comprenderá una parte correspondiente al pago de intereses y otra a la cuota de amortización.
7. Préstamos amortizables por el método alemán: según el cual las cuotas de intereses hacen efectiva de forma periódica por anticipado, de forma tal que la primera cuota sólo comprende intereses y la última solo amortiza capital comprendiendo el resto de los pagos periódicos cuotas de constantes comprensivas de amortización de capital e intereses.

Los contratos de préstamos se pueden concertar a tipo de interés fijo o a tipo de interés variable. En este último caso se establece un tipo de referencia con frecuencia el euribor.

En los contratos de préstamo debe figurar el coste que cada uno de ellos supone para el cliente, es decir, el tipo nominal del préstamo, el recargo resultante por el fraccionamiento en el pago de intereses y la incidencia de las comisiones y de más gastos que el cliente esté obligado a pagar a la entidad financiera.

Además de los gastos que han de figurar en los contratos, en los préstamos se suelen producir otros gastos que son preciso pagar a terceros como son los corretajes de intervención de las pólizas, los gastos notariales si el préstamo se documenta en escritura pública y los impuestos y los gastos de seguro.

En los recibos periódicos de liquidación de los préstamos se ha de facilitar información sobre las características y situación del préstamo en cada momento, por lo que en las comunicaciones periódicas a los clientes debe figurar:

1. El saldo deudor sobre el que se aplica la liquidación.
2. El periodo al que corresponde.

3. El tipo de interés.
4. El importe de la cuota a pagar desglosando lo que corresponde a intereses y a amortización de capital.
5. El saldo pendiente.

Cuentas de crédito

El crédito suele adoptar la forma de cuenta corriente denominándose bien cuenta corriente de crédito, cuenta de crédito o póliza de crédito. Mediante ella el banco pone a disposición del cliente un capital hasta un límite determinado y por un periodo de tiempo generalmente un año, pudiendo en este tiempo efectuar retiradas y réintegros o ingresos.

Para su instrumentalización práctica el banco abre una cuenta corriente de crédito al cliente y en ella se carga o abona las transacciones que se van efectuando así como los intereses y comisiones debiendo cancelarse en la fecha fijada en el contrato.

Respecto al saldo de una cuenta de crédito lo más habitual es que sea deudor pero dentro del límite concedido y en ese caso la entidad financiera cobrará los intereses pactados para la operación de activo conforme a las disposiciones efectuadas, si el saldo es acreedor, es decir, si el cliente tiene fondos a su favor y en consecuencia en ese momento no ha dispuesto del crédito la entidad le abonará un tipo de interés igual que el de las cuentas corrientes ordinarias salvo pacto especial.

Cuando por el contrario las disposiciones de fondos superen el límite de crédito concedido, es decir, que la cuenta esté excedida se cobrará intereses (mucho más elevados que los estipulados para la cuenta de crédito) y comisiones (denominadas comisiones de sobregiro).

Además de los intereses en la cuenta de crédito se cobran distintos tipos de comisiones siendo las más habituales:

1. Comisión de apertura: se cobra sobre el importe del límite en el momento de la apertura de la cuenta.
2. Comisión sobre cantidades no dispuestas: se cobra en cada periodo de liquidación sobre las cantidades no dispuestas del límite concedido.
3. También pueden presentarse comisiones sobre cancelación anticipada en caso de producirse.

La liquidación de intereses se suele llevar por el método hamburgués. La operación se formaliza mediante póliza y suelen exigirse garantías de tipo personal normalmente aunque también pueden pedirse garantías de tipo real.

Las fianzas y los avales bancarios

La fianza y aval son términos que se utilizan de forma indistinta conociéndose también con el nombre de crédito de firma, mediante ella las entidades de crédito garantizan ante terceros el cumplimiento de las obligaciones asumidas por sus clientes. En ellos las entidades financieras en principio no aportan dinero, únicamente garantizan las obligaciones de sus clientes y responden de su cumplimiento si éstos no lo hacen.

Los avales constituyen operaciones en las que las entidades de crédito no inmovilizan fondos siempre que los clientes respondan de sus obligaciones, pero sí soporta los riesgos derivados del eventual incumplimiento de estos, por esta razón los créditos de firma se estudia como una operación de riesgo más en los que respecta a garantías, documentación y compensaciones.

La rentabilidad de los créditos de firma para las entidades de crédito derivan de las comisiones que generalmente de forma trimestral cobran sobre la cantidad garantizada, normalmente entre el 0.5 y el 1 % trimestral dependiendo del riesgo que suponga la operación.

Los avales pueden pactarse por un plazo concreto o de forma indefinida hasta que se resuelva una situación determinada. Los que tienen duración concreta generalmente se conciertan para responder de obligaciones contractuales como compras, suministros, etc. Los avales indefinidos pueden producirse ante las administraciones públicas para responder del pago de obligaciones pecuniarias, son ejemplo de ellos las que se presentan ante Hacienda para responder mientras se tramita recursos contra las mismas.

Las obligaciones que se garantiza mediante estos avales se materializan en una carta que la entidad de crédito entrega a su cliente y en la cual figura los términos límites de la garantía que se presta, de forma simultánea se fija las relaciones entre el deudor o avalado y la entidad de crédito mediante un documento denominado contragarantía o póliza de contraaval, lo cual está intervenido por un fedatario público lo que le permite al garante ejercer las oportunas acciones ejecutivas contra su cliente y éste no responde de sus obligaciones y no reintegra las cantidades que la entidad de crédito pagó por su cuenta como consecuencia de su incumplimiento.

SERVICIOS BANCARIOS

Además de las operaciones activas y pasivas, las entidades financieras ofrecen a sus cliente una serie de operaciones denominadas de servicios, a veces mediante el cobro de comisiones y otros sin ellas. Entre las operaciones de servicios se encuentran:

- Transferencia y traspaso.
- Operaciones de caja.
- Domiciliación de pago.
- Tarjetas.
- Cheques bancarios y viajes.
- Operaciones sobre valores.
- Operaciones de cambio de divisa.
- Medios exteriores de pago.

Transferencia y traspaso

Las transferencias y traspasos son operaciones que permiten al titular de una cuenta corriente o de ahorro abierta en una entidad financiera (ordenante) ordenar a ésta que transfiera fondos con cargos a la misma a una cuenta corriente o de ahorro a nombre de un tercero (beneficiario) abierto en la misma o en otra entidad.

La entidad financiera cobrará una comisión por prestar dichos servicios, como requisito indispensable para efectuar la orden se exige que el cliente u ordenante tenga saldo a su favor en cuenta corriente de ahorro o disponga de límite de crédito a su favor en caso de ser cuenta de crédito y que el beneficiario también disponga de cuenta abierta a la vista en un banco o caja.

Operaciones de caja

Estas operaciones pueden ser:

De pago o giro. El giro es una operación mediante la cual una persona sea cliente o no de la entidad financiera ordena a ésta que entregue a un tercero una cantidad de dinero, la entidad financiera realizará la entrega en otra entidad o en el propio domicilio del tercero al que va destinada la orden de pago siempre que el ordenante hubiese echo la correspondiente provisión de fondos, bien mediante la entrega en efectivo en el momento de dar la orden o bien cargándose en su cuenta en caso de ser cliente de la entidad financiera.

Órdenes de abono. Este servicio bancario se utiliza cuando se quiere ingresar dinero en efectivo en la cuenta de un tercero, si la cuenta de un tercero se encuentra en la misma entidad financiera se podrá realizar el ingreso directamente, en el caso contrario se tendrá que cursar la orden de abono por medio de una transferencia.

Domiciliación de pagos

Son ordenes de sus clientes a su entidad financiera para que les cargue en su cuenta un pago presentado por un tercero. La entidad estará autorizada a realizar dicho pago, ya sea éste de una sola vez por tiempo indefinido o bien pagos periódicos que se cargaran hasta que se rebote la orden. Antes de proceder al adeudo en las cuentas de sus clientes, las entidades financieras tienen que verificar que éste haya sido autorizado expresamente su cargo por medio de su correspondiente impreso.

Gestión de cobro de efectos

Consiste en la presentación por parte del cliente de letras, recibos, pagarés,... para que la entidad financiera gestione su cobro a su vencimiento y posteriormente abone el importe en su cuenta cobrando la entidad financiera una comisión por la gestión.

Tarjeta

Constituyen el denominado dinero de plástico, existe una gran modalidad de tarjetas siendo las más utilizadas:

1. Tarjeta de compra o de cargo diferido. Son aquellas cuya transacciones se recogen en una cuenta de tarjeta y se liquida con periodicidad mensual. Al no tener que desembolsar inmediatamente la transacción se está utilizando un cargo diferido.
2. Tarjetas de débito. Son aquellas cuyas transacciones se cargan inmediatamente en la cuenta del cliente con disponibilidad, son tarjetas normalmente emitidas por las entidades financieras.
3. Tarjetas de crédito. Las transacciones que se realizan con esta tarjeta se adeudan a una cuenta de crédito abierta al titular de la misma, cargando un interés por los saldos adeudados. Este cargo suele realizarse al final de cada mes o por pagos fraccionados en varios meses cargando cada periodo una misma cuantía o bien un porcentaje.

Actualmente, se pueden utilizar una sola tarjeta para las tres modalidades como débito, crédito y medio de pago.

Las entidades financieras suelen cobrar a los titulares de las tarjetas una comisión por la utilización de este servicio, siendo superiores las comisiones en las tarjetas de crédito que en las de débito.

Las tarjetas de crédito tienen un límite de disponibilidad mientras que las de débito no tienen otro límite que el impuesto por el saldo disponible en cuenta y en caso de superar éste funcionaría como una tarjeta de crédito hasta el límite de descubierto que haya autorizado el banco.

Cheques bancarios y de viaje

Los cheques bancarios son un mandato de pago caracterizado porque el librador y el librado siempre es una entidad de crédito ya que se emite por ésta contra sí misma o contra otra entidad.

Los cheques de viaje son un mandato de pago que reúnen unas características especiales como son que han de ir numeradas, en ellas se han de hacer constar que son cheques de viajes, el comprador ha de firmarlos cuando los adquiere y en el momento del pago con cheque de viaje, con el fin de que la entidad que los paga pueda verificar la correlación entre ambas firmas. Son admitidos para pagos de servicios en agencias de viaje, hoteles, establecimientos,...

Operaciones sobre valores

Es un servicio que realiza las entidades financiera por cuenta de las entidades emisoras de valores y los inversores. Entre estos servicios se encuentran:

1. Asesoramiento, colocación y emisión de valores. La entidad financiera asesorará a la entidad emisora de valores e incluso asegurará su emisión y facilitará su colocación en el mercado actuando como intermediario.
2. Depósito y administración de valores. La entidad financiera admiten depósitos de valores asumiendo la función de guarda y custodia y además

efectúa las operaciones relativas al cobro de dividendos, canje,... por cuenta de sus clientes.

3. Información a los clientes sobre todos los asuntos referentes a sus operaciones con los mercados de valores.

Operaciones de cambio de divisa

En el término divisa se incluyen todas los efectos comerciales emitidos en moneda extranjera, así como las transferencias o ingresos procedentes del exterior expresado en moneda extranjera. Los billetes extranjeros son la representación en papel moneda de una divisa.

Son aquellos servicios relacionado con las operaciones efectuadas en moneda extranjera entre las que destaca:

1. Cambio de moneda y emisión de cheque de viaje y tarjetas de crédito para su uso en el extranjero.
2. Gestión de cobros y pagos derivados de importaciones y exportaciones.
3. Cuentas bancarias en moneda extranjera.
4. Compra y venta de valores en los mercados internacionales.

Medios exteriores de pago

Los pagos y cobros al exterior están sometidos a controles y autorizaciones y deben realizarse a través de entidades registradas que son las entidades de crédito autorizadas por el Banco de España para participar directamente en el mercado de divisa.

Los requisitos generales de los cobros y pagos al exterior son:

1. La intervención de una entidad registrada.
2. La información por parte del operador a la entidad registrada por la que se canaliza el cobro, pago o transferencia al exterior de algunos datos sobre el asunto que motiva la operación.
3. Las entidades registradas han de comunicar estas operaciones al Banco de España.

CONTRATOS DE FACTORING

El factoring es un instrumento financiero que consiste en una transferencia de créditos comerciales, se puede definir como un contrato en virtud del cual una sociedad especializada se compromete ante su cliente a tomar a su cargo sus cuentas acreedoras ocupándose del cobro y financiando y garantizando el crédito.

A este tipo de servicios recurren las empresas que tienen dificultad financiera o bien aquellas otras que carecen de la infraestructura necesaria para proceder al cobro de los posibles clientes morosos.

En un contrato de factoring intervienen tres partes:

- a) El cliente que es la persona física o jurídica que firma el contrato de factoring con una empresa especializada.
- b) El factor que es la institución que compra la factura de sus clientes.
- c) El comprador que es la persona física o jurídica que adquiere los productos o servicios del cliente.

Al adquirir los créditos en firme es la sociedad de factoring o factor la que se ocupa del cobro en las condiciones normales estipulada en las operaciones de compraventa, siendo a su cargo los gastos derivados de los morosos e impagados que se puedan producir.

Los clientes de las empresas de factoring deben ceder la totalidad de sus créditos por operaciones comerciales y no pueden efectuar ventas más que a los clientes previamente aprobados por el factor y en las cantidades máximas fijadas por éste.

En general, el factoring hace posible la prestación conjunta por una sola entidad de los servicios de evaluación, clasificación del cliente, administración de la cartera comercial, gestión de cobro, garantía de cobro y financiación.

Los costes de los servicios de factoring se establece en una comisión que va sobre el nominal y que varía en función de los plazos de cobro, volumen de operaciones,... Esta comisión corresponde a los trámites administrativos viéndose afectadas por el correspondiente IVA.

Además de esta comisión, se aplica un interés si se precisa financiación, en este caso se aplica al tipo de vencimiento de los créditos y el interés cobrado dependerá del tiempo que anticipe el crédito y de la cuantía que anticipe.

CONTRATOS DE LEASING

El leasing se puede definir como un contrato de virtud del cual una persona (arrendador) concede a otra (arrendatario) el uso de un determinado bien recibiendo como prestación unos pagos periódicos. Los tipos más importantes de leasing son:

Leasing operativo: se caracteriza por:

1. Los arrendadores son los propios fabricantes y distribuidores de bienes.
2. La conservación y mantenimiento del bien suele estar a cargo del arrendador.
3. No es habitual la existencia de compra por el arrendatario al finalizar el periodo contratado, sino que al finalizar el contrato se suele devolver el bien o cambiarlo por otro.
4. El contrato puede ser revocado en cualquier momento por el arrendatario.

El leasing operativo es utilizado, generalmente, por empresas multinacionales sobre un tipo de bien cuya propensión a la obsolescencia tecnológica es muy alta como pueden ser maquinas, herramientas, equipos informáticos,...

Leasing financiero: es el más utilizado y consiste en un arrendamiento con opción de compra. La empresa que necesita un determinado bien de equipo entra en contacto con el proveedor y una vez acordado su adquisición acude a una sociedad de leasing, ésta compra el bien seleccionado por el usuario para luego arrendárselo con opción de compra, en este caso la sociedad de leasing es un intermediario financiero entre el usuario y el suministrador de bienes facilitando los medios necesarios para financiar la adquisición del material. La finalidad de la sociedad de leasing es la obtención de un beneficio como resultado de la prestación de un servicio financiero.

Las características del leasing financiero son:

1. Esta promovido por empresas financieras que hace de intermediaria entre el proveedor del bien y el usuario del mismo. La entidad de leasing financiero suelen ser filiales de bancos y cajas de ahorros.
2. El arrendador no paga los gastos de mantenimiento o reparación ni se encarga de ello.
3. Se suele ejercer normalmente la opción de compra.
4. En la mayoría de los casos el contrato es irrevocable hasta su finalización, sin embargo, si desea rescindir y la sociedad arrendadora lo permite, puede hacerlo. El arrendatario está obligado a pagar el capital invertido más los intereses durante el periodo arrendado, el valor residual es bajo y suele convertirse en una cuota más que se paga en caso de que el arrendatario la ejercite al final del periodo contratado.

Los trámites que han de seguirse en una operación de leasing financiero son:

- a) Una vez elegido el equipo a financiar, el cliente plantea la operación de leasing a una empresa.
- b) Es necesario rellenar una solicitud y presentarla acompañando presupuesto del equipo a financiar mediante la factura pro forma.
- c) Una vez aprobada la mencionada solicitud, se formaliza la operación y la sociedad de leasing pagará al proveedor el importe la misma, exigiendo un recibo por la cantidad entregada y una factura definitiva, a su vez cobrará el cliente la primera cuota de la operación así como los gastos ocasionados por su formalización.

El cálculo del pago periódico se determina mediante el cálculo de la anualizada de una renta, en la que el precio de adquisición será el valor actual de la renta. Al coincidir el pago de la primera cuota con la firma del contrato será una renta prepagable. Cada cuota en el momento de efectuar su pago se verá incrementada por el IVA correspondiente.

Teniendo en cuenta respecto al valor residual:

1. Si se establece como valor residual una cuota más el número de términos se incrementará en una unidad, luego nos quedará:

$$A' o = a \textcircled{+} a_{n+1} (1 + i)$$

2. Si el valor residual se establece en una determinada cuantía tal como Z, sería:

$$A' o = a \textcircled{+} a_n (1 + i) + Z(1 + i) ^n$$

SEGURO PRIVADO**1. El contrato de seguro: concepto y elementos que lo integran**

La ley de contrato de seguro en su artículo 1 establece que “el contrato de seguro es aquel por el que el asegurador se obliga, mediante el cobro de una prima y para el caso de que se produzca el evento cuyo riesgo es objeto de cobertura, a indemnizar dentro de los límites pactados el daño producido al asegurado o a satisfacer un capital, una renta u otras prestaciones convenidas”.

Se define el contrato de seguro como aquel por medio del cual una parte, el asegurador, a cambio del cobro de una prima, se compromete a indemnizar a la otra, asegurado, por el daño ocasionado en caso de producirse un siniestro determinado.

Hemos de distinguir:

- a) Elementos personales.
- b) Elementos formales.

A) Elementos personales son:

- Asegurador. Persona jurídica que a cambio de percibir una prima se dedica profesionalmente a la asunción de riesgos ajenos con arreglo a la normativa establecida al efecto, comprometiéndose a abonar una indemnización si se produce el siniestro objeto de la cobertura.
- Asegurado. Persona sobre la que recae los riesgos, aquella cuya integridad se asegura o la que sufre los perjuicios económicos, y por tanto la directamente afectada por la cobertura de la póliza.
- Tomador. Persona física o jurídica que establece formalmente la relación contractual con la entidad aseguradora. Es quien firma el contrato y, por tanto, quien adquiere los compromisos a los que se obliga especialmente el del pago de la prima. Si el tomador contrata el seguro para cubrir sus propios riesgos coincidirá con el asegurado.
- Beneficiario. Persona sobre la que va a recaer los beneficios que se deriven del contrato en caso de que se llegue a producir el siniestro.

B) Elementos formales son:

El contrato de seguro ha de formalizarse por escrito, así como las modificaciones que se vayan sucediendo. Este documento probatorio de la existencia de un contrato de seguro entre las parte, en el cual se recogen las condiciones que regulan la relación entre ambos, se denomina póliza.

Una póliza de seguro es un documento por medio del cual se comprueba la existencia de un contrato de seguro entre dos partes y en el que queda reflejadas las condiciones por las que se rige la relación contractual.

El proceso comienza con la solicitud de seguro que hace el tomador a la empresa aseguradora, tras la cual ésta estima los riesgos, los valora y hace una propuesta concreta al tomador, en la que se recogen las características por las que se rigen la relación entre las partes y el precio que el tomador debe pagar al asegurador por la cobertura del riesgo. Si la propuesta es del agrado del tomador, las dos partes firman en señal de aceptación de la póliza en la que se recogen las condiciones generales (conjunto de cláusulas idénticas para todos los asegurados ante un mismo riesgo en la que se recogen los derechos y obligaciones de cada una de las partes firmantes del contrato, así como la cobertura y las exclusiones), particulares (aquella cláusula que escapan del tratamiento genérico y son susceptibles de tratamiento individualizado, como identificación de las partes, descripción del objeto asegurado, la suma

asegurada, las primas, el tiempo,...) y especiales (aquellas características específicas de algunos contratos que hace que éste se convierta en diferente respecto a otros similares, ya que implican algunas modificaciones de las condiciones generales) del contrato con lo que el proceso se da por concluido.

Las pólizas pueden ser individuales (cuando se refieren a una sola persona) y colectivas (cuando afectan a un conjunto de personas con alguna característica en común que las unifica).

Por regla general se suele suscribir una póliza por cada contrato de seguro. En algunos casos, el asegurado precisa de manera regular contratar una serie de seguros, para simplificar el procedimiento se utiliza las pólizas flotantes, por medio de las cuales, las empresas aseguradoras se comprometen a la cobertura de los riesgos que son variables para cada caso pero que de forma extensa quedan recogidas en la póliza siempre que se cumplan una serie de requisitos que se señalan en la misma, de forma tal, que la empresa comunica a la aseguradora las circunstancias propias de cada situación y la aseguradora emite un certificado de seguro o declaración de abono, indicando que un determinado y concreto interés queda sometido al riesgo cubierto por el seguro en las condiciones de la póliza general.

2. Objeto del contrato de seguro

El objeto del contrato de seguro es el interés legítimo del asegurado. El interés está formado por la relación económica que mantiene el asegurado con un bien concreto de forma tal que si se produce el suceso incierto que se ha determinado previamente en el contrato, el asegurado sufre un daño valorable económicamente o una situación de necesidad.

El interés asegurado tiene una valoración cuantitativa que puede variar en los distintos momentos de la vida del contrato de seguro.

En los seguros contra daño, el valor del interés se determina mediante criterios objetivos que tienen en cuenta el valor real de la cosa en el momento anterior o la producción del siniestro.

En los seguros de personas, el valor del interés se suele establecer mediante cantidades fijas pactadas a priori antes de que se produzca el siniestro.

Tanto las indemnizaciones como las primas dependen del importe de la suma asegurada que no han de coincidir forzosamente con el valor del interés asegurado.

El tomador del seguro tienen completa libertad para fijar la cuantía de la suma asegurada, por lo que la relación entre el valor del interés y la suma aseguradora da lugar a situaciones de:

1. Seguro pleno: cuando la suma aseguradora coincide con el valor del interés.
2. Infraseguro: cuando la suma asegurada es menor que el valor del interés.
3. Sobreseguro: cuando la suma asegurada es mayor que el valor del interés.

Las situaciones de infraseguro y sobreseguro pueden producirse por una mala valoración del interés o porque el valor de los bienes protegidos varían y no se actualizan la suma asegurada.

3. Obligaciones de los intervinientes en un contrato de seguro

La obligación fundamenta de la aseguradora es el abono de la indemnización cuando sucede el evento cubierto por el seguro en la forma que se hubiese pactado en la póliza.

La compañía está obligada a satisfacer la indemnización cuando termine las investigaciones y peritaciones necesarias para establecer la existencia del siniestro y en

su caso el importe de los daños que resulten del mismo dentro de los 40 días a partir de la declaración del siniestro.

Cuando la naturaleza del seguro lo permita y el asegurado lo consienta la compañía podrá sustituir el pago de la indemnización por la reparación o la reposición del objeto siniestrado.

Para el cálculo de las indemnizaciones hay que distinguir según sea de persona o contradaño.

En los seguros de personas, al establecer el valor del interés de forma subjetiva y ante de que pudiera suceder el evento asegurado, la aseguradora se compromete a pagar la suma asegurada que es el importe en el que los contratantes han valorado el posible daño cubierto.

En los seguros contradaño si la suma asegurada es igual o superior al valor del interés, la indemnización coincide con el importe del daño causado, si la suma asegurada es inferior al valor del interés se aplica la regla proporcional (salvo que las partes hayan pactado excluirlas) consistente en que la entidad aseguradora solo está obligada a indemnizar el daño en la misma proporción en que se encuentren la suma asegurada con el valor del interés.

En los supuestos de exclusión de la regla de proporcionalidad se suelen contratar los denominados seguros a primer riesgo (en los que se garantiza una cantidad determinada hasta cuyo límite la compañía aseguradora se compromete a resarcir todos los daños con independencia del valor total del interés objeto del seguro) y las pólizas pasadas o estimadas (en las que las partes acuerdan con carácter fijo el valor del interés al que ajustan la suma asegurada, de modo que no existe infraseguro en el momento de producirse el siniestro.

La entidad aseguradora están obligadas a recaudar recargo sobre las primas que se destinan al consorcio de compensación de seguros para la indemnización de los riesgos sometidos a aseguramiento obligatorio en los supuestos previstos en la ley de ordenación y supervisión de los seguro privados.

Una de las principales obligaciones del tomador es el pago de la prima, que es la contraprestación que recibe la compañía aseguradora por el riesgo que asume.

Las primas pueden ser únicas, si se abonan de una sola vez y son válidas para toda la duración del contrato, o periódicas, si su pago se realiza en periodos regulares de tiempo.

Con objeto de evitar fraudes y de disminuir el riesgo que soporta el asegurador, la ley impone una serie de deberes al tomador o asegurado, entre ellos:

- a) Antes de suscribir el contrato, el tomador debe hacer a la compañía aseguradora una declaración sobre todas las circunstancias por él conocidas que pueda influir en la valoración del riesgo.
- b) Una vez suscrito el contrato y antes de que se produzca el siniestro, el tomador o el asegurado deben comunicar al asegurador todas las circunstancias que agraven el riesgo, además también deben comunicar, en caso de existir, los demás seguros que hayan celebrado con otras entidades sobre los mismos riesgos e intereses.
- c) Una vez sobrevenido el siniestro el tomador, el asegurado o el beneficiario deberán comunicárselo con rapidez al asegurador, y además los dos primeros están obligados a hacer todo lo posible para aminorar los daños provocados por el siniestro.

4. Medios de distribución de riesgos

Seguro múltiple: cuando un tomador concierta diversos contratos de seguros con distintas compañías para cubrir los efectos que un mismo riesgo puede producir sobre el mismo interés durante idéntico periodo de tiempo.

La ley exige al tomador o al asegurado que comunique a las demás compañías los restantes seguros estipulados. La indemnización total recibida por el asegurado no puede superar el valor del daño, recibiendo como máximo el valor del interés.

En caso de seguros múltiples, en los que la totalidad de suma asegurada sea igual o inferior al interés, cada entidad aseguradora contribuirá a la indemnización en proporción a la suma asegurada.

Coaseguro: las diferentes compañías de seguros acuerdan repartir el riesgo que conlleva una operación determinada. Para ello cada compañía asume una parte de la suma total asegurada quedando obligada al pago de la indemnización solamente en proporción a la cuota respectiva. Si por cualquier circunstancia una de las aseguradoras abonase mayor proporción de indemnización de lo que le correspondiese podrá repercutir el exceso pagado a los restantes de la compañía aseguradora.

La formalización de las operaciones de coaseguro pueden hacerse mediante la suscripción de una única póliza conjunta de todos los aseguradores o bien suscribiendo cada compañía su propio contrato en el que asume parte del riesgo total previamente conocido.

Reaseguro: es el contrato realizado entre dos aseguradoras, en virtud del cual, una de ellas, denominada cedente, cede a otra, denominada aceptante o reasegurador, una parte de los riesgos asumidos por sí misma.

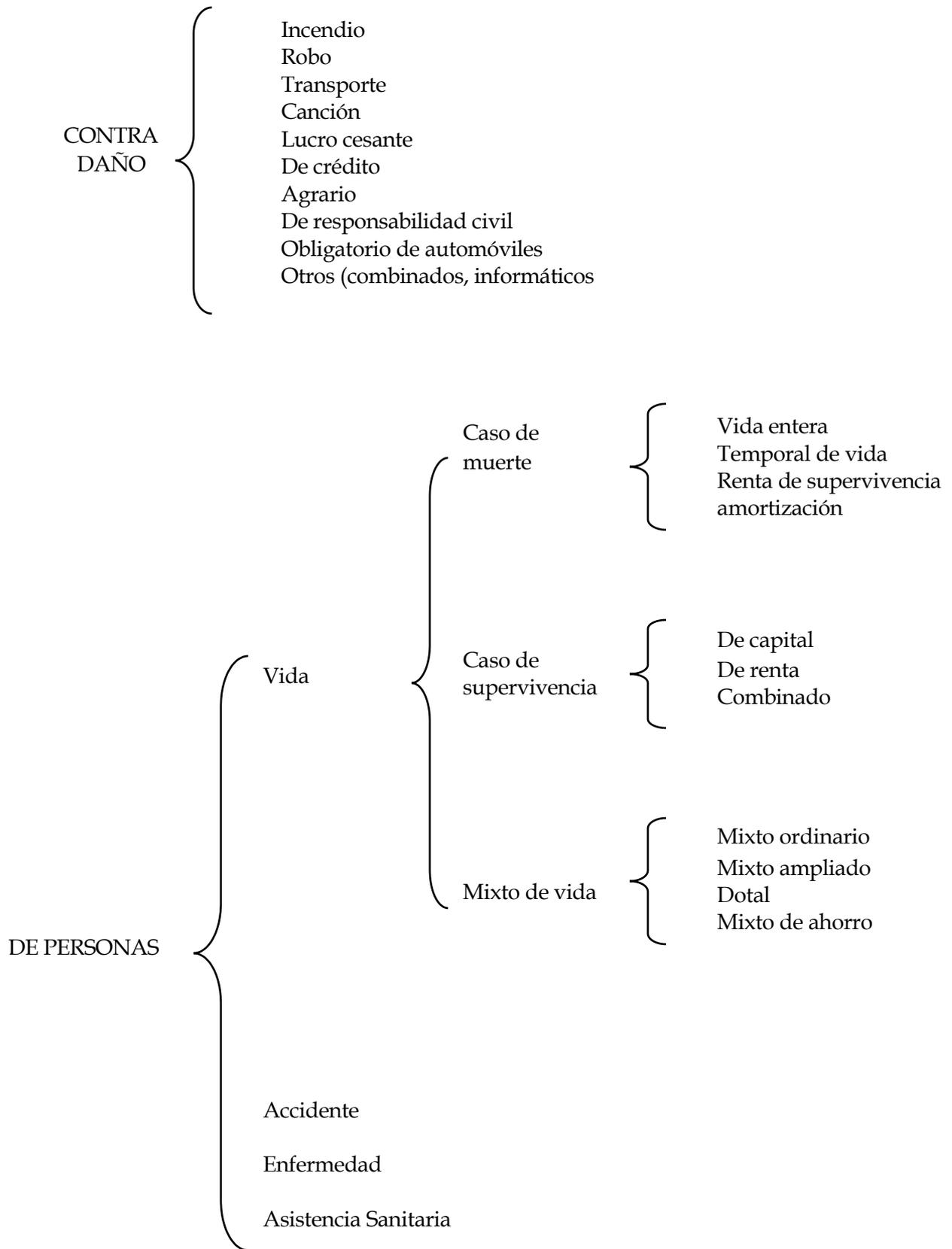
En el reaseguro el asegurador es a su vez tomador o asegurado en otra compañía. El pacto de reaseguro suscrito por una compañía aseguradora no afecta para nada a las relaciones que mantenga con sus asegurados, quienes tendrán derecho a pedirle las indemnizaciones que corresponda cuando suceda los siniestros, por su parte los asegurados no pueden solicitar las indemnizaciones a la reaseguradora, que solo responderá ante la compañía reaseguradora.

En algunas clases de productos de seguro se contempla la posibilidad de utilizar descubiertos obligatorios y franquicias.

El descubierto obligatorio es una modalidad por medio de la cual la cobertura del siniestro no abarca el 100% de los daños, no permitiéndose que ese porcentaje no cubierto pueda asegurarse en otra compañía.

La franquicia es una modalidad similar al descubierto obligatorio pero pudiendo también asegurarse la parte no cubierta pagando una sobreprima.

La franquicia puede ser simple (cuando se establece una cantidad mínima que deben superar los daños derivados del siniestro para que la aseguradora esté obligada a la indemnización) o absoluta (cuando el montante de la indemnización no va abarcar la cuantía total de los daños independientemente del volumen de éstos).



SEGURO CONTRA DAÑO

Son aquellos seguros que cubren riesgos que afectan a objetos, patrimonios o responsabilidad con terceros. En ellos el evento producido es siempre una pérdida material. Se consideran como de indemnización objetiva, es decir, el importe de la indemnización, variable en cada caso, se fija o determina una vez producido el siniestro en presencia de un daño realizado cuya existencia y cuantía se prueban y valoran objetivamente y en función del daño que se haya producido en el patrimonio del asegurado.

Dentro de los seguros contra daño se distinguen:

- a) Seguro de cosas. Se caracterizan porque en ellos el interés objeto del contrato recae sobre bienes concretos del asegurado, ofrecen la cobertura por las pérdidas materiales que se produzcan sobre los objetos, o los bienes concretos que se contemplen en el contrato.
- b) Seguro sobre el patrimonio. Compensan los daños que puedan implicar sobre el patrimonio del interesado la aparición de un siniestro. En ellos el interés objeto del contrato recae sobre el patrimonio del asegurado y no sobre los bienes concretos del mismo.
- c) Seguro sobre derechos. Indemnizan por los daños que en los derechos del asegurado se puedan ocasionar como consecuencia de un siniestro.

Entre los seguros contra daño se encuentran:

1. Seguro de incendios. Por medio de este seguro se trata de compensar los daños que un incendio fuera producir sobre los bienes que se haya asegurado en la póliza.
2. Seguro de robo. El asegurador se compromete a indemnizar por los daños que se pudieran ocasionar como consecuencia de la sustracción ilegítima pro parte de terceros de los objetos asegurados así como de los desperfectos resultantes de la comisión del delito.
3. Seguro de transporte. Los productos de seguros relacionados con el transporte son muy variables, ya que pueden tratarse de transporte de mercancías o de personas, pueden referirse a transportes terrestres, marítimos o aéreos, se pueden tratar de transportes regulares o discrecionales,... El objeto común de todos estos productos es obligar a la compañía aseguradora a indemnizar al asegurado por las pérdidas materiales y los perjuicios que experimenten los bienes e intereses que se hayan designado en la póliza como consecuencia del transporte de los mismos desde un lugar hasta otro.
4. Seguro lucro cesante. También denominado seguros de pérdidas de explotación. Este seguro trata la cobertura de las pérdidas económicas que se pudieran ocasionar a causa de un cese o una disminución de la actividad empresarial motivada por un siniestro.
5. Seguro de caución. Responde de la responsabilidad jurídica de los afectados como consecuencia de los actos realizados en el desempeño de su actividad profesional. La compañía aseguradora se obliga ,en caso de que el tomador del seguro incumpla con sus obligaciones legales o contractuales, a indemnizar al asegurado por los daños sufridos a causa del incumplimiento. Todo pago echo por el asegurador se le reembolsará por el tomador del seguro, ya que el siniestro se debe al cumplimiento de sus obligaciones. Debido a sus particularidades, algunos autores no lo consideran como un verdadero contrato de seguro sino una forma de afianzamiento.

6. Seguro de crédito. Por medio del seguro de crédito, el asegurador se compromete a indemnizar al asegurado por las pérdidas que se le ocasionen debido a la insolvencia de sus deudores. Para que sea obligatorio la indemnización es necesario que se declare judicialmente una situación de insolvencia del deudor o bien que de común acuerdo así lo establezcan el asegurado y el asegurador.
7. Seguro de responsabilidad civil. Por medio de este tipo de seguro, la compañía aseguradora se obliga a indemnizar por los daños que se le ocasionen a terceros a causa de un hecho del que fuese civilmente responsable el asegurado. Según el código civil, todos tenemos la obligación de reparar los daños y perjuicios ocasionados a los demás a consecuencia de una acción o emisión nuestra o de un tercero por lo que debemos responder y en la que haya habido algún tipo de negligencia, o de culpa, como quiera que estos daños pueden llegar a ser muy elevados, la forma de cubrir el riesgo es por medio de los contratos de seguros de responsabilidad civil.
8. Seguro agrario. Fundamentalmente lo que se pretende con los productos que incluyen seguros agrarios es el compensar al asegurado ante sucesos climatológicos adversos que perjudican gravemente su producción o sus instalaciones agrícolas y ganaderas.
9. Seguro obligatorio de automóviles. La compañía aseguradora asume hasta los límites establecidos por la ley la obligación de indemnizar en lo que incurre al conductor del vehículo asegurado cuando ocasione daños corporales o materiales a terceros. Se excluyen aquellos casos en los que el vehículo haya sido robado o se conduzcan bajo los efectos de las drogas o del alcohol así como los daños propios en todos los casos.

Productos de seguros combinados

En un principio, los seguros comenzaron a desarrollarse según los tramos que establecía la ley (incendio, robo,...) Esta forma de contratar se ha mostrado poco operativa, pues implicaba hacer una cantidad de pólizas para el mismo objeto cuando se pretendía dar cobertura a muchos riesgos y además encarecía considerablemente los costes, debido a estos inconvenientes, se ha ido evolucionando hasta formular diferentes. Actualmente, se tiende a una póliza conjunta que cubra el interés respecto a la cosa asegurada ante una variedad de riesgos que la puedan amenazar, son los seguros combinados. Los seguros combinados son productos de seguros polivalente que supone mucha cobertura en un solo contrato, de forma general se puede decir que cubren los daños propios (en la vivienda o en los bienes en los casos de los seguros multirriesgos del hogar, o en el automóvil mismo o en sus ocupantes en los seguros a todo riesgo), los daños a terceros (en el hogar, si por ejemplo inundamos el piso del vecino de abajo a causa de una pérdida de agua y en el automóvil si se provoca daños a otros vehículos) así como también la responsabilidad civil que se pueda derivar de un siniestro (para los ocupantes de la vivienda o para el conductor del automóvil).

La póliza multirriesgo del hogar, por regla general, incluye el incendio, el robo, las inundaciones, la responsabilidad civil de los ocupantes, los daños contra terceros y toda clase de accidentes domésticos.

Los contratos multirriesgos del hogar se pueden agrupar en tres categorías:

1. Daños sufridos en el continente. La vivienda, la estructura y la construcción en sí.
2. Daños producidos en el contenido. Muebles, enseres, decoración,...
3. Así como la responsabilidad civil de las personas que viven en el hogar.

Aunque los seguros multirriesgos que más se utilizan son los del hogar, comercios y oficinas, los de PYMES, los de comunidad de propietarios o los de

industrias, existen otros muchos, ya que además beneficia tanto al asegurado como al asegurador, puesto que el asegurado aprovecha la garantía complementaria no frecuente ni económicamente viable en póliza que cubren riesgos individuales y el asegurador abarata los costes y le facilita la gestión administrativa.

El seguro a todo riesgo del automóvil suele cubrir todos los daños propios en todos los casos, el robo e incendio del vehículo, la responsabilidad civil en que incurra el conductor, la defensa penal y reclamaciones que hubiere, los daños que afecten a los ocupantes del vehículo asegurado y los daños a otros vehículos o a terceras personas.

En todas las pólizas de seguros combinados existe una garantía que son básicas y por tanto de contrataciones obligatorias y otras optativas que no han de contratarse obligatoriamente.

La informática y los nuevos productos de seguro

El desarrollo de las nuevas tecnologías relacionada con el mundo de los ordenadores han dado lugar a un grupo de productos de seguros relacionados con este sector, como son seguros de criminalidad informática, seguro de software, seguro de daño en hardware, seguro de pérdidas de beneficio y seguros de instalación alternativa.

1. Seguro de criminalidad informática. Cubre los daños que en el patrimonio del asegurado pudiera ocasionarse como consecuencia de acciones delictivas o criminales de terceros.
2. Seguro de software. Incluye cualquier daño que sufra los programas instalados en los ordenadores ya sea por manipulación indebida, sustracción, robo o destrucción por fallos mecánicos o averías en el suministro.
3. Seguro de daño en hardware. Cubre todos los gastos que ocasionen la reparación de los equipos informáticos instalados cuando estos se dañan a consecuencia de un siniestro o bien el coste de adquisición de otros equipos similares.
4. Seguros por pérdidas de beneficio. Cubre aquellos casos en los que a causa de un daño material se produce una interrupción en el funcionamiento de los sistemas informáticos de la empresa y como consecuencia una disminución de los beneficios.
5. Seguro de instalación alternativa. En este seguro se incluyen los gastos que se ocasionen cuando al producirse un siniestro es necesario recurrir a una intervención paralela o alternativa de programas y equipos a fin de no paralizar o disminuir la calidad del servicio que es suministrado.

SEGUROS DE PERSONAS

La mayoría de ellos se consideran de indemnización subjetiva, debido a que la suma indemnizatoria no depende de un daño evaluable mediante criterios objetivos una vez que ha ocurrido el siniestro, sino que se fija de modo subjetivo antes de que éste pueda suceder. En ellos, al contrario de lo que ocurre en los de daños, el asegurador queda obligado, normalmente (salvo en el seguro de enfermedad), a indemnizar con una cantidad equivalente a la suma aseguradora.

El contrato de seguro sobre las personas comprende todos los riesgos que puedan afectar a la existencia, integridad corporal o salud del asegurado.

Las pólizas de los seguros sobre personas suelen ser individuales, pero también pueden suscribirse de manera conjunta para un colectivo de personas, cuando entre los integrantes del conjunto existe alguna características en común, algún vínculo profesional, laboral o de cualquier otro tipo que lo acote o lo delimite.

La póliza de estos seguros colectivos puede ser nominativa (en la que cada asegurado está debidamente identificado) o innominada (donde no está determinada la identificación de cada uno de los asegurados sino solo su número y la forma por lo que se designan y controlan éstos).

Los seguros de personas se clasifican en:

- A) Seguros de vida. Los contratos de seguro de vida comprometen al asegurador, a cambio del pago de una prima, a satisfacer la prestación convenida (el abono de una cantidad fija o periódica al asegurado o a la persona que él designe) en el caso de que se produzca la circunstancia prevista en la póliza, que tanto puede ser que el asegurado fallezca antes de una fecha determinada como que sobreviva a determinada edad. Se puede contratar cualquier seguro de vida tanto sobre la vida propia como la de una tercera persona. En la ley de contrato de seguros quedan establecidos las categorías fundamentales de los seguros de vida, que son:
1. Seguro de vida en caso de muerte. El asegurador se compromete al pago de una cantidad fija o de una renta periódica al beneficiario en el momento en que estando vigente el contrato se produzca el fallecimiento del asegurado. Los contratos pueden establecerse por una duración determinada o ser indefinidos. Entre ellos se encuentran:
 - a) Seguro de vida entera. La obligación del asegurador es la misma sea cual sea el momento en que se produzca la muerte del asegurado.
 - b) Seguro temporal de vida. La obligación del asegurador está limitada a que la muerte del asegurado tenga lugar dentro de un periodo determinado.
 - c) Con capital o renta de supervivencia. El asegurador se compromete al pago de una cantidad fija o de una renta temporal siempre y cuando el beneficiario no fallezca antes que el asegurado. En caso de que no fuese así (y el beneficiario falleciera antes que el asegurador) el asegurador no tiene que abonar ninguna cantidad al asegurado.
 - d) Seguro de amortización. El asegurador se compromete al pago de una anualidad determinada durante un plazo convenido en caso de fallecimiento del asegurado. Esta modalidad de seguro de vida se suele exigir por parte de las entidad financieras en el momento de la formalización de un préstamo a fin de garantizar la amortización del mismo.
 2. Seguro de vida en caso de supervivencia. El compromiso del asegurador es efectivo en caso de que el asegurado se mantenga vivo en un momento concreto o al llegar a una edad determinada o transcurrido cierto tiempo después de la

firma del contrato. En su gran mayoría son los seguros propios de la jubilación. Entre ellos se encuentran:

- a) Seguro de capital. En este caso el asegurador se compromete al pago de una suma concreta y puntual si se cumplen las condiciones establecidas en el contrato entre las que se incluyen la que el asegurado viva en un fecha determinada.
 - b) Seguro de renta. Es similar al anterior pero el asegurador se compromete al pago de una renta periódica y en vez de una cantidad fija si el asegurado sobrevive a una fecha concreta.
 - c) Seguro combinado. Es una combinación de los dos anteriores. El asegurador se compromete a pagar una cantidad puntual y una renta periódica siempre que el asegurado esté vivo en la fecha establecida en el contrato.
3. Seguro mixto de vida. Engloba una serie de variantes entre los dos anteriores (en caso de muerte y en caso de supervivencia) que tiene algunas de las características de los dos. En ellos el asegurador se compromete al pago de una cantidad al beneficiario en caso de que el asegurado fallezca o al pago de otra cantidad al asegurado en caso de que sobreviva al momento acordado en el contrato. Entre ellos se encuentran:
- a) Seguro mixto ordinario. El asegurador se compromete a abonar una cantidad al asegurado en caso de que éste sobreviva a una fecha determinada o al pago de una cantidad al beneficiario en caso de que se produzca el fallecimiento del asegurado antes de esa fecha.
 - b) Seguro mixto ampliado. Es una variante del anterior, en la que el compromiso del asegurador en el caso de que el asegurado sobreviva a la fecha acordada se amplía con una participación en los beneficios de las inversiones que se hubieran realizado con las primas abonadas por el asegurado.
 - c) Seguro a término fijo o dotal. El asegurador se obliga al pago de una cantidad al beneficiario en la fecha establecida en el contrato tanto si el asegurado vive en esa fecha como si ha fallecido con antelación. Si el que hubiese fallecido en el vencimiento fuese el beneficiario, la compañía aseguradora se obliga a devolver al tomador las cantidades cobradas mientras que si el asegurado es el que fallece antes de esa fecha el pago de las primas quedan en suspenso hasta la fecha establecida en el contrato. Esta modalidad de seguro es la que suelen utilizar los padres o los tutores con los herederos menores de edad.
4. Seguro mixto de ahorro. Las primas se pagan por medio de aportaciones periódicas con las que se crea un fondo que se va capitalizando si el asegurado fallece, el asegurador estará obligado a abonar al beneficiario la cantidad resultante mientras que si el asegurado sobrevive al vencimiento recuperará el montante que se hubiese generado en el fondo.
- B) Seguro de accidente. Esta modalidad de seguro se establece para cubrir las lesiones corporales que pudiera producirse el asegurado por causas fortuitas o ajenas a su voluntad. Cuyas consecuencias deriven en una invalidez temporal o permanente o incluso lleguen a producir la muerte. Las garantías que suelen cubrir las pólizas son:
1. Muerte. Si el asegurado fallece a causa de un accidente y dentro del plazo de dos años contados a partir de la fecha en que se hubiese tenido lugar, el asegurador se compromete al pago del capital garantizado a los beneficiarios designados en las pólizas. Si no se hubiese señalado beneficiarios, la indemnización

corresponderá a los herederos legales y en última instancia sin no existiese revertirían en el patrimonio del tomador. En caso de que el asegurador haya estado efectuando pagos al asegurado en concepto de invalidez permanente como consecuencia del accidente y se produjese posteriormente el fallecimiento como consecuencia del mismo. Éstas se deducirán de la indemnización final a la que diera lugar en caso de muerte.

2. Invalidez permanente. En caso de que un accidente ocasione una invalidez permanente al asegurado, ya sea total o parcial, dentro de los dos años contados a partir de la fecha en que hubiese tenido lugar, el asegurador se compromete al pago de la cantidad resultante de aplicar al capital asegurado los porcentajes que procedan en función del grado de invalidez.
3. Invalidez temporal. En caso de que un accidente ocasione al asegurado una invalidez durante un periodo determinado que le impida dedicarse total o parcialmente a sus tareas habituales, el asegurador estará obligado a abonarle, en tanto dure el tratamiento médico necesario para su recuperación y por un plazo máximo de dos años contados a partir de la fecha en que hubiese tenido lugar el accidente, la cantidad diaria que se hubiese estipulado en la póliza. Esta cantidad se irá reduciendo progresivamente a medida que el asegurado vaya recuperando su capacidad laboral y pueda dedicarse parcialmente a sus actividades habituales.
4. Asistencia sanitaria. Durante un plazo máximo de dos años contados a partir de la fecha del accidente, el asegurador se compromete a tomar a su cargo cuantos gastos médicos, farmacéuticos, rehabilitaciones, elementos auxiliares necesarios, hospitalización y de tratamiento tenga que soportar el asegurado como consecuencia del mismo.

C) Seguro de enfermedad. Se plantea como un complemento a la cobertura generalizada que nos ofrece la seguridad social. El asegurador se compromete a indemnizar económicamente al asegurado hasta una cantidad máxima que se hace figurar en la póliza en el caso de que éste contraiga una enfermedad. A estos efectos se considera enfermedad toda alteración de la salud diagnosticada expresamente por un médico. Se excluyen todas aquellos casos en que las enfermedades son debidas a patologías ya existentes en el momento de la firma del contrato o si se produce como consecuencia de accidente así como las provocadas así mismo por el asegurado. Las coberturas básicas en esta modalidad incluyen la indemnización no solamente por los gastos ocasionados sino también por las pérdidas económicas que como consecuencia de la misma se pudieron derivar. En la medida en que se recogen en las condiciones de la póliza, la disminución de los ingresos que se produjeron en el asegurado como consecuencia de su situación de enfermedad se compensará con la indemnización correspondiente. Las garantías que se ofrecen en estas modalidades comprende una indemnización diaria por los días que media entre la baja y el alta médica correspondiente (con un límite de dos años), indemnización por convalecencia, muerte, maternidad, intervención quirúrgica, hospitalización o por invalidez.

Una variante del seguro de enfermedad es el seguro de enfermedad reembolso, por medio del cual el asegurador se compromete a reintegrar al asegurado el coste o los gastos derivados de los servicios médicos y hospitalarios que se haya visto obligado a utilizar, lo habitual es que el reembolso se realice por el 100% de la factura si el asegurado es atendido en el cuadro médico que recomienda la entidad aseguradora,

estableciéndose en los demás casos un sistema de franquicias con reembolso que oscila entre el 70 y el 90% de los gastos originados.

D) Seguro de asistencia sanitaria. Esta clase de seguros proporciona al asegurado y a sus beneficiarios la asistencia médica, hospitalaria y quirúrgica que necesite. Lo normal es que la asistencia se preste a través de un cuadro médico y asistencial con el que el asegurador tiene establecido un contrato de servicios o bien la aseguradora abona al asegurador los desembolsos que hubiera realizado en tratamiento médicos, consultas o servicios con el requisito de la presentación previa de los justificantes y dentro de los límites que se haya establecido en la póliza.

BLOQUE ESPECÍFICO:

PLANIFICACIÓN FINANCIERA

LA ECONOMÍA FINANCIERA DE LA EMPRESA

En este tema se presenta el *marco histórico-científico que justifica la necesidad de una Planificación Financiera en la Empresa*. En tal sentido, la empresa es la unidad básica que integra y coordina los distintos factores productivos bajo una unidad de acción, circunstancia por la que se considera como centro de la planificación, organización y control.

La gestión financiera en el seno de la empresa ha de ser presidida por:

- *el principio de racionalidad*, que nos lleva a elevar el grado de eficiencia,
- *el de autonomía interna o de gestión*, que decide sobre la combinación de factores, fijando la cuantía y planificación de los bienes materiales y humanos, y
- *el principio de lucro o beneficio empresarial*, por el que toda actuación empresarial está motivada por la consecución de un beneficio o excedente monetario sobre el gasto necesario para su realización.

Inferimos pues que la *Economía Financiera de la Empresa estudia los procesos de planificación, adquisición y empleo de los recursos*, de forma que se haga máxima y óptima la eficacia operativa de la empresa.

Sin embargo el origen natural de la necesidad de *estimar la evolución futura* de los acontecimientos es *la posibilidad de que estos influyan de forma negativa en la empresa*, al no ser conocidos con certeza.

La *predicción* de los acontecimientos futuros es una actividad tan antigua como la humanidad, que en el ámbito financiero da lugar al concepto de *riesgo*. Por ello su consideración sistemática e integrada constituye una de las características más diferenciadas del estudio de las Finanzas.

El reconocimiento de que las operaciones de la empresa están sujetas a la *incertidumbre* y a cambios demuestra la **necesidad de su planificación para su gestión y cobertura**, sobre todo en aquellas empresas que están sujetas a una mayor cantidad de cambios no anticipados.

Hay que recordar que **las finanzas** no solo se ocupan de ciertas funciones específicas sino que alcanzan a la *toma de decisiones* por parte de la dirección general y a cualquiera de las actividades de la empresa que suponga el uso de fondos. De esta *forma la función financiera adquiere un papel preponderante en la elaboración y coordinación de los presupuestos, planes y políticas generales de la empresa*.

Por último, hacer referencia al hecho de que la Planificación Financiera es de capital importancia al objeto de alcanzar *el objetivo financiero: la maximización del valor de la empresa en el mercado para sus propietarios*. Por tanto, está justificada la necesidad de la Planificación Financiera, la cual ofrece una *estimación objetiva de los beneficios futuros a obtener, y la consideración de éstos* son un elemento clave en los objetivos empresariales, toda vez que la maximización de su suma actualizada es una estimación del valor de la empresa en el mercado.

La Planificación Financiera de la Empresa.

1. La Planificación Financiera de la Empresa.

Presentamos la propuesta del modelo de plan financiero que pretendemos, por lo que desarrollaremos, en primer lugar, el concepto de Planificación Financiera para seguir, una vez centrado dicho concepto, con el desarrollo teórico.

Este último tendrá fundamentalmente dos fases, que coincidirán con los epígrafes que siguen:

- *El Plan Estratégico de la empresa: su diseño.*
- *El Plan Estratégico de la empresa: su implantación.*

1.1. Revisión conceptual.

Estudiamos una visión panorámica de la Planificación Financiera (en adelante "PF") tal y como se concibe en la actualidad para, en un segundo término posicionarla definitivamente en seno de la empresa y en el entorno en que la misma interactúa.

La función financiera de la empresa, tiene dos pilares fundamentales, esto es:

- responsabilizarse de la *obtención de fondos* tanto en el mercado de capitales como en el monetario y,
- de su *asignación* efectiva.

En otras palabras, deberá ser responsable de la administración del presupuesto de capital y del presupuesto a corto plazo derivado de aquél. De esta forma *planificación y el control se convierten en el eje fundamental de la función financiera.*

Existe una amplia variedad de literatura financiera que trata la Planificación Financiera. Veamos algunas de las ideas más interesantes contenidas en la misma.

Desde una visión *conceptual* del papel de la administración, todas las actividades de una empresa industrial podrían dividirse en seis categorías:

1. técnicas (producción),
2. comerciales (comprar, vender, intercambiar),
3. financieras (buscar y usar capital),
4. seguridad (protección de la propiedad y las personas),
5. contabilidad (incluyendo estadísticas), y
6. actividad directiva, como el esfuerzo para asegurar los primeros cinco conceptos.

La actividad directiva abarca lo que ahora se designa función de planificación y control por la dirección, en tal sentido, la esencia de la planificación y el control descansa en algunas opiniones fundamentales o filosóficas sobre el papel real de la administración en una empresa. En armonía con algunas de estas opiniones, *la planificación y el control se apoyan en la convicción de que la administración puede planear y controlar el destino a largo plazo de la empresa llevando una corriente continua de toma de decisiones bien concebidas.* El concepto habla de la prosperidad planada, en oposición a lo que pueda ocurrir por casualidad.

Desde otro punto de vista se entiende por *planificación* como *la programación anticipada de todos los planes de administración financiera y la integración y coordinación de estos planes con los de operación de las demás funciones de la empresa*. En este contexto, la planificación comprende diez pasos que detallan las numerosas formas en que la función financiera desempeña un papel integral en la empresa. Estos son:

1. Considerar la planificación como proceso por el cual la gente interactúa en una forma particular.
2. Definición de metas. Las metas de una empresa gozan de una mayor claridad cuando se expresan paralelamente en términos financieros.
3. Definición de la posición de la empresa dentro de la industria respecto de algunos aspectos críticos de política.
4. Fijar las metas en términos del papel que la empresa quiere desempeñar como parte de la sociedad organizada.
5. Identificar el contexto en que la firma ha decidido operar, a la hora de conocer cuáles son los elementos estratégicos del mismo.
6. Identificar lo que necesita para progresar en ese ambiente. Ello le permitirá evaluar a largo plazo con una anticipación aceptable.
7. Identificar y evaluar las distintas estrategias que existen para alcanzar las metas de la empresa.
8. Formulación de planes de operación derivados de la adopción de una determinada estrategia.
9. Establecer un sistema de información para comparar metas, objetivos y resultados. Esto es, un sistema de control.
10. Llevar a cabo las acciones correctivas, ya sea para evitar deficiencias o para mejorar las actividades de las operaciones de la explotación de la empresa.

Otros especialistas, establecen que el término Planificación y Control Integral comprende:

1. el desarrollo y aplicación de objetivos generales y de largo alcance para la empresa,
2. la especificación de las metas de la empresa,
3. un plan de largo alcance desarrollado en términos generales,
4. un plan a corto plazo detallado por responsabilidades asignadas (divisiones, productos, proyectos),
5. un sistema de informes periódicos detallados por responsabilidades asignadas,
6. procedimientos de seguimiento.

Además las decisiones de planificación son interdependientes y deben dividirse de conformidad con las subdivisiones operacionales u organizacionales de la entidad, por lo tanto, la planificación sigue las líneas de autoridad y responsabilidad en la empresa.

Estos autores establecen que los niveles que comprenden fundamentalmente la *toma de decisiones* en el proceso de planificación son:

1. El desarrollo de los *objetivos generales* de la empresa. Este nivel es el más importante

por cuanto los objetivos expresan el estado futuro, general y de deseado a largo plazo de la compañía y los resultados finales de sus actividades.

2. El establecimiento de *las metas*, las cuales representan los objetivos genera los enfocados con mayor definición, especificando: a) las dimensiones de tiempo para su logro, b) las mediciones cuantitativas y c) la subdivisión de las responsabilidades.
3. Las *estrategias*, que forman la base en la que han de apoyarse el logro de los objetivos y metas. Estas especifican el "cómo", detallan el plan de ataque a emplearse en la consecución de las mismas.
4. Por último, el nivel más detallado de la planificación tiene lugar cuando la administración *operacionaliza* los objetivos, las metas y las estrategias ya establecidos, incorporándolos al *plan de utilidades (o presupuesto)*, que es una *expresión financiera* y narrativa de los resultados esperados de las decisiones de planificación para cada segmento principal de la entidad.

De otra forma, la necesidad de un *programa de cambio* en una empresa se justifica por cuanto:

1. Comprende la puesta en marcha de los objetivos de la empresa para motivar la organización y proporcionar puntos de referencia para medir resultados,
2. las decisiones de financiación e inversión de la empresa no son independientes y se debe definir su interacción, y
3. en un mundo de incertidumbre, la empresa debe anticipar las condiciones cambiantes y las sorpresas.

Así los elementos que componen la *política básica* de la PF comprenden:

1. Las oportunidades de inversión que la empresa decide aprovechar,
2. el nivel de apalancamiento financiero que la empresa decide utilizar, y
3. el importe del efectivo que la empresa piensa que es necesario y pertinente pagar a los accionistas.

Por otra parte los planes financieros siempre implican conjuntos alternativos de supuestos, con la elaboración de las distintas propuestas sobre los diferentes escenarios que serán la base de la PF.

En tal sentido, se logrará:

1. **Interacciones.** La PF debe hacer explícitos los vínculos entre las propuestas de inversión para las diversas actividades operativas de la empresa y las alternativas de financiación disponibles para la empresa.
2. **Alternativas.** La PF permite que la empresa trabaje por medio de diversas opciones de inversión y financiación. La empresa encara preguntas sobre cuáles son los acuerdos financieros óptimos y valora alternativas de cierre de plantas o el marketing de un nuevo proyecto.
3. **Viabilidad.** Los diferentes planes deben corresponder con el objetivo general de la corporación de maximizar el capital de los accionistas.
4. **Eliminación de sorpresas.** La PF debe identificar lo que puede suceder en el futuro en caso de que acontecieran ciertos sucesos. Así uno de los propósitos de la PF es evitar sorpresas.

De la misma manera, *la Planificación Financiera significa analizar los flujos de una compañía, hacer proyecciones de las diversas decisiones de inversión, financiación y dividendos, y sopesar los efectos de las distintas alternativas*. La idea es determinar dónde ha estado la empresa, dónde se halla ahora y hacia donde va, no sólo el curso más probable de los eventos, sino las desviaciones de los resultados más probables. Si las cosas resultan desfavorables, la compañía debe tener un *plan de apoyo*, de modo que no se encuentre desprotegida sin alternativas financieras.

Estos pasos llevan a un plan o estrategia financiera que abarca las decisiones de inversión, financiación y dividendos de la compañía. Dentro de la PF debe considerarse el efecto integrado de tales decisiones, y puesto que además se trata de considerar las posibles sorpresas, necesariamente tiene que tomarse en cuenta el riesgo. Es, por tanto, indiscutible que hemos de centrarnos en el binomio *riesgo-rentabilidad* puesto que ellos *determinan el valor de la empresa en el mercado*. *La ventaja de la PF es que obliga a la administración a tomar en cuenta las posibles desviaciones de la ruta anticipada de la compañía*.

Un paso importante en el contexto de la PF se centra en una visión global, es decir, basándose en que *las decisiones de gasto deben reflejar también planes estratégicos diseñados por la alta dirección, dichos planes tratan de identificar los negocios en los que la empresa tienen una ventaja competitiva real y cuáles de ellos deberían ser ampliados*. Procuran también identificar los negocios que se deben vender o liquidar, así como aquellos en los que es necesario ir desinvirtiendo paulatinamente.

De este modo, los planificadores recomiendan frecuentemente el *acceso a un mercado* por razones "*estratégicas*", esto es, no porque la inversión inmediata tenga un valor actual neto positivo, sino porque estabiliza a la empresa en el mercado y crea "*opciones*" para posteriores inversiones positivas. Opciones que podrían cuantificar el valor estratégico de un proyecto utilizando la teoría de valoración de opciones.

Consecuentemente la PF ha de ser tratada como *la gestión de una cartera de opciones poseídas por la empresa*. Esta cartera consiste no en opciones de compra y de venta negociadas, sino en opciones reales, **opciones de compra de activos reales, o en opciones de compra de otras opciones reales**.

De otra manera podemos definir la PF como *«aquella parte de la planificación general de la empresa que presta una especial atención al aspecto financiero, relegando -aunque no olvidando- los aspectos no financieros de la misma»*. El plan financiero se inserta dentro del plan general y parte de unos objetivos más operativos y controlables compatibles con el objetivo general de la empresa.

El plan *financiero general integra los diferentes planes financieros parciales*, que se refieren a diferentes aspectos de la actividad empresarial o al mismo tiempo con distinto horizonte temporal, planes financieros a corto plazo ya largo plazo. En este contexto *la función financiera se enlaza con la función estratégica a través de un instrumento como es el presupuesto*. Los presupuestos no son en sí mismos auténticos planes, sino que constituyen la expresión cuantitativa de las actividades planificadas.

Finalmente hemos de considerar que el proceso de planificación funciona como un sistema global, considerando que todas las funciones y niveles organizativos de la empresa deben planificarse de forma simultánea e interdependiente, utilizando a metodología del razonamiento sistémico.

Enfoque Sistémico de la Empresa.

Desarrollamos un análisis del Enfoque de Sistemas, pues creemos en la necesidad de una visión global del funcionamiento de la empresa, por estar convencidos de que ésta no es la suma de una serie de compartimientos estancos contrapuestos que persiguen objetivos independientes, sino *un sistema complejo y abierto, en el que los distintos subsistemas y elementos están convenientemente relacionados, organizados, formando un todo unitario y desarrollando una serie uniones que pretenden la consecución de los objetivos globales de la firma.*

Es un enfoque que analiza a la empresa como un todo, y toma como base la Teoría de Sistemas, mediante la que persigue aclarar y mejorar el comportamiento de un sistema llamado empresa.

La empresa bajo este enfoque se concibe como un *organismo vivo y abierto que ha influido e influye sobre su medio ambiente.* Se contempla como un sistema inicial, físico y abierto al entorno, con el que intercambia información, materia y energía en un proceso de continua modificación y adaptación a los diversos cambios acaecidos en el medio.

Subsistemas Empresariales.

El Enfoque de Sistemas nos indica que no podemos establecer correctamente el método de control sobre un sistema como la empresa sin considerar las *interdependencias claves existentes* entre sus elementos, constituyendo uno de principales méritos de la citada escuela el haber favorecido la toma de conciencia acerca de los mismos. De esta forma, *las distintas disciplinas del conocimiento empresarial, finanzas, marketing, producción, etc. no se consideran separadas, sino interconectadas e integradas en el mismo sistema.*

Todos estos factores son tenidos en cuenta en una concepción sistémica de la firma y nos lleva a defender dicho enfoque para observar la realidad empresarial y atacar la resolución de su compleja problemática.

Según este enfoque, se concibe la empresa como un sistema complejo y abierto, en el que los distintos subsistemas y elementos están convenientemente relacionados, organizados, formando un todo unitario y desarrollando una sede funciones que pretenden la consecución de los objetivos globales de la firma.

Optamos, pues, por un enfoque funcional, según el cual, los distintos elementos se agrupan en subsistemas homogéneos de acuerdo con el tipo de función desarrollada. Por tanto podemos distinguir los siguientes subsistemas:

- Subsistema de Dirección y Gestión.
- Subsistema Comercial.
- Subsistema de Producción/Inventarios.
- Subsistema de Inversión/Financiación.
- Subsistema de Personal.
- Subsistema de Información.

Cara al objetivo del presente trabajo, nos centraremos solo en los subsistemas de Dirección y Gestión, y de Inversión/Financiación.

El subsistema de Dirección y Gestión.

Coordina y controla el funcionamiento conjunto de los demás subsistemas, dentro de un proceso de tipo cíclico que tiene tres fases: Planificación, Organización y Control (véase

gráfico-2.3). El proceso de dirección y gestión debe comenzar por una formulación clara de los *finés y objetivos a largo plazo de la empresa*, para cada uno de estos objetivos (rentabilidad, crecimiento, flexibilidad...) se definirá la evolución deseada, teniendo en cuenta las restricciones, tanto internas como externas a la empresa, que pueden existir en la consecución de los mismos.

Si el entorno ha sido tenido en cuenta entonces es necesario determinar las diferencias existentes entre las evoluciones deseadas -si bien previamente habría que llevar a cabo un diagnóstico de la situación actual- y los resultados que pueden esperarse para el mismo periodo, detectadas las diferencias se procedería a reducirlas lo más posible.

Teniendo en cuenta *los recursos actuales y potenciales de la empresa y sus objetivos*, se *realizará el análisis de las distintas estrategias* posibles, para cada una de ellas, se estudiarán las posibles reacciones de la competencia, los efectos que producirán sobre la organización, sobre la situación financiera de la empresa, sobre los productos actuales y la sinergia con las operaciones existentes. Por último, se elegirá aquella estrategia que se considere más adecuada, ya que nada de lo anterior serviría si no se concretarán, para el *medio y corto plazo* las soluciones elegidas.

De este modo, el proceso de dirección y gestión se inserta a nivel táctico y operativo en el resto de los subsistemas, que deberán desarrollar su actividad en base a las estrategias globales de la empresa anteriormente definidas. Por regla general, será necesario *realizar una planificación y una programación que permitan la realización de la estrategia elegida*.

Se deberán comunicar los objetivos a medio y corto plazo, a las personas afectadas, así como los procedimientos, normas de calidad, plazos, etc., para que sirva de base al control de los resultados, de forma que quede *garantizada la comprensión de las mismas*. En la *fase de control* se medirán las divergencias entre las previsiones y los resultados, estudiándose, en caso necesario, las *acciones correctoras* necesarias para eliminarlas, pudiéndose llegar incluso a la reformulación de los objetivos y de las estrategias. Esta última fase cierra el bucle que comenzó en la primera etapa.

El subsistema de Inversión/Financiación.

Es el encargado del diseño y puesta en marcha de la PF, de la que ya hemos esbozado su contenido y funciones. En el gráfico-2.4 se representa el posicionamiento e interrelaciones de la PF dentro del subsistema de Inversión y Financiación. En tal sentido, precisar que *la PF es un instrumento de apoyo a la Administración General de la empresa* y que, por tanto no pretende sustituirla.

1.2. Ventajas e inconvenientes.

Queremos expresar en este punto, de una manera esquemática, lo que a la empresa y al empresario va a suponer *el desarrollo de una Planificación Financiera*, tanto en sus aspectos negativos como positivos.

Ventajas

- Va a facilitar al empresario su gestión, en tanto en cuanto le va a proporcionar un camino a seguir para conseguir sus fines.
- Le va a marcar una pauta racional de comportamiento en el futuro, ayudándole a centrar su estrategia en el mercado.
- Le va a evitar el estar pendiente continuamente de plantearse a dónde va y por dónde. Solo deberá estarlo de que esa planificación se lleva a cabo y de tomar decisiones a c/p para corregir las posibles desviaciones.
- Le dotará de una personalidad y seriedad en su gestión.
- Permitirá conocer, en cierta medida, el riesgo en la gestión empresarial, lo que le permitirá, a su vez, enfrentarse eficazmente a las fluctuaciones del mercado.
- Facilitará cada vez más la integración y la colaboración de todos los sectores de la empresa, pues le obliga a establecer una clara asignación de responsabilidades.
- Facilitará información sobre la eficacia y eficiencia de las distintas secciones de la empresa, lo que en procesos sucesivos ayudará a la mejora de las mismas y a la toma de decisiones.

Inconvenientes

No obstante lo anterior, la planificación no es un proceso evidente, sino que al contrario requiere de una atención y rigurosidad extremas, pues están marcando el futuro de la empresa. Los modelos de *PF no están exentos de críticas*, la mayoría de ellas están *basadas en las hipótesis y abstracciones de la realidad a la hora de establecer escenarios futuros*. Por ello en el desarrollo de la PF es aconsejable en todo momento la prudencia, además hemos de tener en cuenta que:

- se basa en previsiones y/o estimaciones, lo cual lleva siempre implícito un sesgo, su elaboración puede convertirse en un trabajo tedioso, al demandar en muchas ocasiones un alto grado de detalle, y excesivamente delicado, cara a reflejar fielmente los objetivos establecidos,
- puede encorsetar a la dirección de la empresa, dejándole escasos grados de libertad, lo que puede suponer el restar creatividad a los gerentes.

1.3. Posicionamiento, planteamiento y objetivos.

Una vez recogidas las ideas básicas del concepto actual de PF, participamos en ellas adoptando una definición operativa de la misma, por lo que entendemos genéricamente como "**planificación**" al *proceso que ha de seguir la empresa para pasar de su situación actual a otra que refleje los deseos de los propietarios y responsables de la misma*.

De esta forma nuestro objetivo no es otro que el *configurar un modelo para la planificación financiera de la empresa que describa fielmente el proceso deseado*, el cual se desarrolla bajo dos premisas fundamentales: su *operatividad* y su *flexibilidad*, y cuyas partes fundamentales son:

- en primer lugar, el *plan sustantivo* que está representado por los objetivos generales,

- las estrategias, los planes específicos y los programas de la organización y,
- en segundo lugar, el *plan financiero*, que cuantifica los resultados financieros de implantar los objetivos, las estrategias planificadas, los planes y las políticas de la alta administración. El proceso de planificación suele repetirse generalmente cada periodo presupuestado.

De manera sintetizada las etapas que componen el proceso de Planificación serían consideradas en dos fases:

A) Diseño de la Estrategia

- A.1.- Formulación de objetivos y subobjetivos
- A.2.- Estudio de los escenarios internos y externos a la empresa
- A.3.- Estudio de las alternativas.
- A.4.- Evaluación de las alternativas.
- A.5.- Elección de la alternativa más idónea.

B) Implantación de la Estrategia.

- B.1.-Formulación de Planes.
- B.2.- Formulación de Presupuestos.

2. El Plan Estratégico de la empresa: su diseño.

Los procesos de expansión empresarial, de globalización económica, de situaciones de crisis han hecho que la dirección de la empresa se desarrolle en un entorno de riesgo e incertidumbre. Ello ha provocado, con cierta generalidad, el desasosiego y pérdida del rumbo empresarial por parte de la dirección.

La "*ruta a seguir*" en el campo de la gestión empresarial es lo que en términos simples se denomina "*estrategia*". En tal sentido una de las mejores definiciones de estrategia dada en los últimos años la define como: *la representación de un patrón de objetivos, propósitos o metas, así como de las políticas y los planes principales para alcanzar estas meta, así como de las políticas y los planes principales para alcanzar estas metas, presentándolos de tal manera que permiten definir la actividad a la que se dedica la empresa, o a la cual se dedicará, así como el tipo de empresa que es o será.*

La generación de una *estrategia "legítima"* viene provocada, no solo por la necesidad de fijar el rumbo empresarial, sino también por el *imperativo de hacer frente a una competencia sana e inteligente que pueda afectar de manera sustancial al resultado deseado*, independientemente de la naturaleza global de las actividades de la empresa.

En lo que sí parece existir un consenso generalizado es en que *la estrategia está en marcada en el largo plazo* y, por tanto, en las múltiples facetas que ello supone; el estudio de oportunidades, ventajas y amenazas del entorno competitivo con el fin de guiar a la empresa hacia sus objetivos básicos, *objetivos que se pueden resumir en eficiencia, crecimiento, control y supervivencia y que son comunes a todas las organizaciones.*

Los *elementos básicos de la estrategia* son:

1. *Campo de actividad*: conjunto de productos y mercados en que desarrolla la empresa su gestión actual.
2. *Vector crecimiento*: expresa las posibles combinaciones producto-mercado o unidades de negocio en que la empresa puede basar su desarrollo futuro.
3. Las *ventajas competitivas*: son las características diferenciado ras sobre la

competencia que reducen los costes de los productos a vender o posicionan favorablemente a la empresa para obtener márgenes o excedentes superiores en relación a otros competidores actuales y potenciales.

4. **Efectos sinérgicos:** representan un efecto multiplicador producido por una adecuada combinación de elementos económicos (materiales y humanos) en la estrategia.

Uno de los ingredientes críticos para el *éxito de una estrategia* es la *forma en que funcionan los vínculos entre las distintas actividades*, incluyendo especialmente aquellas relacionadas con proveedores, distribuidores y clientes, esto es, ha de haber una coherencia en la planificación de las distintas actividades que se derivan de la estrategia planteada.

Conforme a lo indicado podemos definir la **Planificación Estratégica** como *el proceso de desarrollo de la Estrategia Empresarial, que conecta la misión actual de la organización y sus condiciones ambientales, estableciendo una guía para la decisión y resultados de mañana.*

3. El Plan Estratégico de la empresa: su implantación.

Ya hemos conceptualizado global mente las cinco primeras etapas que componen el llamado "diseño de la estrategia»; las dos restantes, que conforman su implantación, pasamos a indicarlas. En este proceso entendemos por "*Plan de la Empresa*» a la *expresión cualitativa y detallada de la estrategia empresarial*, y por "*Presupuesto*" la *expresión cuantitativa del plan*. De esta forma *el presupuesto representa una traducción, a términos financieros, de los objetivos, metas y estrategias para un horizonte temporal determinado.*

No podemos olvidar la *necesidad de la coordinación de los planes particulares de los distintos subsistemas empresariales* pues, en caso contrario, la eficiencia de la planificación estaría disminuida e incluso provocaría conflictos internos, pues cada plan parcial actuaría sin tener en cuenta los demás aspectos de la empresa y por tanto contribuiría a sus objetivos particulares y parcialmente a los generales. Esto provocaría que en muchos casos tales objetivos, serían total o parcialmente opuestos a los planes de otros sectores de la empresa, teniendo como consecuencia directa que la empresa no funcionaría homogéneamente y por ende no llegaría con claridad al cumplimiento de sus objetivos generales.

La implantación con éxito de estrategias requerirá, algún tipo de cambio en el perfil de recursos de la organización amén de profundizar en cómo poner en práctica una estrategia, es decir su implantación ha de conducir a una reflexión detenida sobre la viabilidad de las distintas alternativas propuestas, al igual que el planteamiento de la asignación de recursos. Todo esto se conforma a través de la Planificación Financiera, a cuyo instrumento operativo se le denomina "*Plan Financiero*", el cual *dos niveles de actuación*, en función del tipo de ciclo temporal:

- El *ciclo largo* o de *renovación del inmovilizado*
- El *ciclo corto*, también denominado "*presupuesto de Explotación*"

Finalmente indicamos las posibilidades que ofrece el **Plan Financiero**:

- *Estrategia de Capital*, el cual contempla los planteamientos de la empresa en materia de necesidades de inversión permanentes. Su instrumento operativo es el *Presupuesto de Capital*.

- *Estrategia Financiera*, en la que se establecerían las políticas de la empresa en cuanto a amortizaciones técnicas y de dividendos. Su instrumento será el denominado *Cuadro de Cash-Flow o Presupuesto de Explotación*.
- *Política de Circulante*. Recogerá los planteamientos de la empresa en materia de activos y pasivos a corto plazo. Está compuesta por diversas políticas que conforman cada una de las partidas que componen esos activos y pasivos (p.e., política de precios, de compras, de descuentos, etc.). El instrumento operativo es el denominado Cuadro de Circulante, también llamado *Cuadro de Necesidades Netas de Fondo de Maniobra o de Rotación*.

4. La Síntesis Presupuestaria. El modelo propuesto.

4.1. Conceptualización

La empresa está inmersa en un contexto sumamente competitivo en el que las posibilidades de inversión se estrechan así como los posibles márgenes a obtener de ellas. A ello se suma la puesta en marcha del mercado único europeo que aumenta y aumentará más la competitividad y, paralelamente, la necesidad de *afinar al máximo en las técnicas empresariales de gestión, planificación y presupuestación al objeto de acceder a una posición estable en el mercado*, en tal sentido se hará necesario pues el canalizar, coordinar, utilizar de forma óptima y controlar todos y cada uno de los recursos de la empresa para alcanzar esa posición competitiva en el mismo.

Ambos planes han de ser perfectamente complementarios, definiéndose el segundo en base al primero y desembocando ambos en el denominado *Presupuesto de Tesorería*, de importancia obvia en la planificación y gestión empresarial, por tanto es claro que el buen desarrollo de una empresa obedece a un adecuado planteamiento presupuestario previo.

Una empresa nace para hacer frente a una *demanda insatisfecha*, por lo que para hacer frente a esa demanda se necesita hacer inversiones en bienes de equipo, naves industriales, activo circulante, etc., pero a su vez dichas inversiones no pueden llevarse a cabo si no se dispone de recursos financieros.

Esa demanda va a proporcionar a los responsables de la misma el dimensionamiento de la estructura económica fija y materializados en el denominado *Inmovilizado de Explotación*, así como la necesidad de otras partidas con carácter permanente entre las que destacan fundamentalmente las *Inmovilizaciones Financieras*.

Aún falta una partida básica que, si bien no pertenece a la estructura fija de la empresa sí tiene carácter de permanencia siendo la que pone en marcha y mantiene en funcionamiento al Inmovilizado de Explotación, nos estamos refiriendo al «**Fondo de Rotación Real o Contable**», también llamado *Fondo de Maniobra Real (FMR)*, y viene determinado por la composición y duración del *ciclo corto empresarial*.

Hasta ahora nos hemos referido a las inversiones necesarias para satisfacer la demanda objetivo de la empresa, falta por tanto, el buscar los fondos necesarios ara llevar a cabo tales inversiones reflejados en el *Pasivo o estructura financiera* de la entidad.

Básicamente está formada por tres fuentes:

- la *Autofinanciación* originada en la propia empresa y que no tiene carácter de exigibilidad,
- la *Financiación Externa* la cual es exigible al no ser recursos generados por la

empresa o no aportados por los propietarios y, **Recursos extraordinarios**, que por su carácter contienen partidas que no son normales en el funcionamiento diario de la entidad.

Por último, atendiendo a las circunstancias del mercado y de la posición que se ocupe en él, la empresa tendrá además una **inversión a corto plazo denominada Activo Circulante** financiada por su correspondiente Pasivo Circulante y que ambos, junto con el FRR conformarán el día a día de la gestión empresarial. (ver gráfico del FR cuadro 2.5)

Para el desarrollo del **Presupuesto de Capital**, su confección, se hace imprescindible la elaboración de otros documentos, conformando todos ellos la denominada **Síntesis Presupuestaria**. En concreto nos referimos a los siguientes:

1. *Estado de Cash-Flow previsional.*
2. *Cuadro de Circulante o de Necesidades Netas de Fondo de Maniobra.*
3. *Presupuesto de Capital.*
4. *Presupuesto de Tesorería.*
5. *Balance y Cuentas de Resultados previsionales.*

Además, en la práctica, se hacen imprescindibles una serie de **cuadros auxiliares** que ayudan a la visualización y cuantificación de los estados anteriores., los cuales, los cuadros auxiliares no entran en el concepto de Síntesis Presupuestaria, pero se antojan, en todo caso, necesarios y aconsejables.

4.2. El Presupuesto de Capital.

Al ser el Presupuesto de Capital el *núcleo* de la síntesis presupuestaria, creemos necesario anticipar un análisis previo del mismo al objeto de tener una visión global del proceso.

El **Presupuesto** es *la formulación de un plan, para un periodo futuro, dado en términos monetarios*, por tanto desde una visión general, *los presupuestos son estados de resultados anticipados en términos financieros*. Sabemos que puede hablarse de dos niveles básicos en el tratamiento de la documentación presupuestaria, dependiendo del ciclo empresarial a que hagamos referencia. Tales niveles se diferencian, en último extremo, por el **horizonte temporal** que contempla el estudio, pudiéndose distinguir entre la cuantificación del ciclo largo, o ciclo de capital, y la relativa al corto plazo, o ciclo de explotación. Todo ello nos lleva a explicitar el concepto de **Presupuesto de Capital** como "el tratamiento cuantitativo de las cifras previsionales que determinan la estructura permanente de la empresa, tanto de activo como de pasivo".

En términos esquemáticos, se trata de componer un **Estado de Origen y Aplicación de Fondos financieros a largo Plazo E.O.A.F.** y, como tal, comportará dos presupuestos parciales, a saber:

- *Un presupuesto parcial de inversiones*, que cuantifica los diferentes empleos de la empresa.
- *Un presupuesto parcial de fuentes financieras*, que cuantifica los distintos recursos futuros, los cuales a su vez, posibilitarán la realización de las inversiones anteriores.

De esta manera, los mencionados **empleos y recursos** tendrán que ser identificados en el ámbito de la estructura permanente de la empresa, habida cuenta de que hablamos de Presupuesto de Capital, concepto ligado al ciclo largo empresarial. En tal sentido es el Balance

el que determina, en cada caso la composición, donde el Activo Fijo recoge las inversiones de carácter permanente, y el Pasivo Fijo hace lo propio con los fondos que les dan cobertura.

Particularizando a los *orígenes de los recursos* necesarios para la realización de los proyectos de inversión futuros, resumidamente podemos decir que estos se pueden conseguir:

- . por aumentos de Pasivo Fijo (Δ PF)
- . por decrementos de Activo Fijo (∇ AF)

* De forma complementaria tales recursos tienen, así mismo, dos posibles *empleos*:

- . Por aumentos de Activo Fijo (Δ AF)
- . Por decrementos de Pasivo Fijo (∇ PF)

Empleos y recursos deberán tender, obviamente, al equilibrio dándose o tendiéndose a dar la siguiente equivalencia, que no igualdad:

EMPLEOS o APLICACIONES = ORIGENES o RECURSOS
 Δ AF + ∇ PF = Δ PF + ∇ AF

Aclaración: Formulación del E.O.A.F (Estado de Origen y Aplicación de Fondos)

$A_0 = P_0 + N_0$
 $A_1 = P_1 + N_1$

Activo = Pasivo + Neto

$A_1 = P_1 + N_1$
 $A_{c1} + A_{f1} = P_{c1} + P_{f1} + N_1$

{
 $A_1 = A_0 + \Delta A - A$
 $A_{c1} = A_{c0} + \Delta A_c - A_c$
 $A_{f1} = A_{f0} + \Delta A_f - A_f$

$A_{c0} + \Delta A_c - A_c + A_{f0} + \Delta A_f - A_f = P_{c1} + P_{f1} + N_1$

$A_{e0} + \Delta A_c - A_c + A_{f0} + \Delta A_f - A_f = P_{c0} + \Delta P_c - P_c + P_{f0} + \Delta P_f - P_f + N_0 + \Delta N - N$
 $A_{e0} + \Delta A_c - A_c + \Delta A_f - A_f = P_{e0} + \Delta P_c - P_c + \Delta P_f - P_f + N_0 + \Delta N - N$
 $\Delta A_c - A_c + \Delta A_f - A_f = \Delta P_c - P_c + \Delta P_f - P_f + \Delta N - N$

$\Delta A_c + \Delta A_f + \Delta P_c + \Delta P_f + N = \Delta P_c + \Delta P_f + \Delta N + \Delta A_c + P_f$ E.O.A.F →

↓
APLICACIÓN

↓
ORIGEN

Materialización del dinero en un bien o derecho.

¿De dónde sale o proviene el dinero?

Esta equivalencia tenderá a cumplirse en todo caso siempre que nos refiramos tanto a empleos como recursos permanentes

Detallemos algo más los conceptos anteriores. Así, los **Empleos o Aplicaciones** vienen básicamente por cinco conceptos:

- A) Aumentos de Activo Fijo:
 - * Gastos de Inversión.
 - * Inversiones Financieras.
- B) Necesidades Netas de Fondo de Maniobra.
 - * Necesidades Netas de Fondo de Maniobra (NNFM).
- C) Reducciones de Pasivo Fijo:
 - * Amortizaciones Financieras o devoluciones de pasivo.

Por su parte los **Orígenes o Recursos** para llevar a cabo las anteriores aplicaciones provienen fundamentalmente de cuatro fuentes:

- A) Incrementos de Pasivo Fijo:
 - * Autofinanciación.
 - * Financiación Externa: propia y/o ajena.
 - * Recursos extraordinarios.
- B) Reducciones de Activo Fijo:
 - * Desinversiones.

Este es el centro neurálgico de la *síntesis presupuestaria* y los demás documentos que conforman esta síntesis o bien son necesarios para su confección o bien derivan de él. Así pues todo el proceso de elaboración de tales documentos, tiene como objeto fundamental la *elaboración del Presupuesto de Capital*.

Las características fundamentales de un **Presupuesto de Capital**, pueden concretarse en:

1. Brinda la posibilidad de *realizar cambios* en la naturaleza y en la producción al poder reorientar la política de inversiones atendiendo a diversos sentidos: crecimiento, reducción, diversificación, reestructuración...etc
2. Relacionado con el punto anterior, ofrece la posibilidad alternativa de *incidir sobre el mercado actual de la empresa*. Esta posible incidencia puede llevarse a cabo alterando el volumen de los gastos amortizables (por ejemplo, la inversión en el capítulo de publicidad y campañas de promoción e imagen), alterando el volumen y/o composición del fondo de rotación (dando mayores facilidades de pago a los clientes, por ejemplo), etc.
3. Muestra la posibilidad de *cambiar radicalmente la política financiera* de la empresa.

Las características fundamentales de un Presupuesto de Capital determinan una serie de vías abiertas a la gerencia ya que:

- *equilibrar las necesidades financieras*, posiblemente indicadas a través del presupuesto de inversiones
- permite que el equilibrio anterior pueda alcanzarse para cuantías diferentes del *ratio de endeudamiento* ($L = \text{Fondos Ajenos} / \text{Fondos Propios}$), lo cual sirve al planificador

- para conseguir que la *Estructura Financiera empresarial* evolucione hacia la que se considere óptima, al utilizar cuantías idóneas de recursos propios y ajenos;
- en consecuencia, permite determinar el *coste de capital*, al especificar tanto las fuentes financieras, como los volúmenes de las mismas (coeficientes de ponderación); y
 - permite, por otra parte, la construcción de estados previsionales (Balances, Cuentas de Explotación y Presupuestos de Tesorería).

4.3. La Formación secuencial del modelo.

Para situarnos en el punto de partida necesitaremos el Balance Histórico final de la empresa y la Cuenta de Explotación o de Resultados Histórica final, la cual se supone contrastada y cierta. Tal información, además, habrá que complementarla con al menos tres Balances y Cuentas de Resultados de sendos años pertenecientes a un pasado reciente (o, al menos, desde cuando dichos estados contables tengan un alto porcentaje de fiabilidad) para analizar su evolución pasada.

Con toda esta información elaboraremos un diagnóstico de la salud económico-financiera actual de la empresa. Pero en general esta tiene la pretensión de proyectarse al futuro, por lo que se comenzará a recabar información referente a la posible evolución futura de aquellas magnitudes económico-financieras de interés, como pueden ser las evoluciones previsibles de precios, demanda, costes, etc., es decir, lo que conforma el denominado *Escenario de Actuación*.

Establecida la situación de partida y la posible evolución del escenario de actuación, la dirección ha de establecer cuáles van a ser sus políticas y estrategias futuras para el logro de los objetivos preestablecidos. Estas han de ser:

- A) Establecimiento de la *Política futura de Circulante*, la cual comprenderá:
 - Objetivo sobre stocks de productos terminados.
 - Objetivo sobre stocks de materia prima.
 - Subpolítica de cobro a clientes.
 - Objetivo de tesorería.
 - Subpolítica de pago a proveedores.
- B) Establecimiento de la *Estrategia de Capital*, en su doble vertiente:
 - Política de Inversiones.
 - Política de Fuentes Financieras.
- C) Establecimiento de la *Estrategia Financiera*, en su doble vertiente:
 - Política de Amortizaciones Técnicas
 - Política de Dividendos
 - Política de Reservas

Indicado lo anterior, pasamos a elaborar el *Presupuesto de Capital*, sin embargo, el orden a seguir puede tener varias opciones en función de la situación inicial en la que nos encontremos. Esto es así porque en condiciones normales la empresa se va a mover en un contexto restrictivo, lo que va a influenciar de manera decisiva el orden para componer y desarrollar sus planes y presupuestos.

Lo deseable sería *que la empresa tenga previstas una serie de alternativas posibles de inversión que les va a llevar a cumplir holgada o suficientemente sus objetivos*. Sin embargo, el problema que se va a encontrar es la dificultad de encontrar una financiación adecuada para las mismas, por lo que es muy posible que esta *restricción* decida el tipo de inversión a llevar a cabo.

Así pues, lo más probable es que el Presupuesto de Capital comience por la financiación disponible, si bien es también muy probable que sean los gastos de inversión los que, en otros muchos casos, mediatizan el comienzo y desarrollo del presupuesto. En tal sentido, son muchas las causas que pueden inducir al cambio de orden en la elaboración del presupuesto sin que por eso deje de ser un orden lógico.

No obstante nosotros vamos a exponer, en condiciones "normales", una *secuencia lógica de actuación cara a obtener el Presupuesto de Capital*, como estado fundamental de la Síntesis Presupuestaria, y los demás estados financieros que previsionales que la conforman.

- 1) Elaboración del cuadro de **Cash-Flow** (recursos generados). En el desarrollo del cuadro obtendríamos el Cash-Flow Bruto de Explotación en base a los datos contenidos en el «(Escenario de Actuación)) sobre demanda, precios y costes.
- 2) Obtenido el Cash-Flow y conocidas, por las distintas estrategias, las cuantías de amortizaciones financieras y técnicas, intereses a pagar... etc, podemos calcular el **BAIT, BAT y BN**.
- 3) La cuantía de dividendos y de reservas vendrá determinada en la *Estrategia Financiera*, terminando así el cuadro de Cash-Flow.
- 4) Basándonos en la Política de Circulante y en el análisis de los estados contables históricos calcularemos las **NNFR** en sus apartados de:
 - a. Stocks de m.p., p.c., y p.t. etc.
 - b. Clientes y Efectos a Cobrar.
 - c. Tesorería.
 - d. Proveedores.
 - e. Acreedores y créditos a c/p
- 5) Los impuestos y dividendos obtenidos en el estado de cash-flow completan el cuadro de *Necesidades Netas de Fondo de Maniobra o de Rotación* (o también llamado *Cuadro de Circulante*).
- 6) Con la ayuda de la Estrategia de Capital y de la Estrategia Financiera, así como de un posible Presupuesto de Capital anterior y del Balance histórico final, estamos en condiciones de comenzar a desarrollar el *Presupuesto de Capital en los apartados de Gastos de Inversión, Amortizaciones Financieras, Amortizaciones Técnicas, Créditos y posibles Ampliaciones de Capital*. Completamos el Presupuesto de Capital con las partidas obtenidas de Autofinanciación y NNFM.

En este nivel, y para completar el Presupuesto, nos queda por cuantificar las partidas de Inversiones Financieras, Desinversiones y Recursos Extraordinarios, tales partidas vendrán explicitadas en la Estrategia de Capital. Conforme a lo indicado, podemos ya elaborar, con los datos obtenidos hasta ahora, el **Presupuesto de Tesorería**, en el que comprobaremos como la tesorería neta habrá de coincidir con la suma de la tesorería objetivo, explicitada en el cuadro de circulante o de NNFR, y los superávits/déficit acumulados en el Presupuesto de Capital.
- 7) Así con la ayuda de las previsiones, así como de las variaciones en los saldos de clientes y proveedores (del cuadro de NNFM), determinaríamos la Tesorería de explotación.
- 8) El Presupuesto de Capital nos determina *la Tesorería por operaciones de Capital*.
- 9) Por último, el Cuadro de Cash-Flow nos determina la retribución a los recursos financieros, intereses y dividendos, así como los impuestos, por tanto puede estimarse la *Tesorería Neta Previsional de la empresa*.

Obtenidos las NNFR, Presupuesto de Capital, Cuadro de Cash-Flow y Presupuesto de Tesorería calculamos, por último, los Balances y Cuentas de Resultados previsionales.

- 10) ellos llegaríamos de la siguiente forma. En cuanto a los Balances Provisionales, el Inmovilizado previsional y su correspondiente Amortización vendría determinado por el Balance Histórico Final junto con el Presupuesto de Capital. Respecto al Pasivo previsional, el Balance Final junto con las ampliaciones de capital y dotaciones a reservas nos darían los saldos de capital y reservas previsionales. La deuda a largo plazo se obtendría análogamente con las partidas referentes a nuevos créditos y a amortizaciones financieras.

El pasivo y *el activo a corto plazo* se determinarán con el *cuadro de NNFM o de circulante*, teniendo en cuenta que la tesorería viene dada en su presupuesto correspondiente.

En cuanto a las Cuentas de Resultados Previsionales:

- 12) Los datos previsionales nos determinan el volumen de ventas.
13) El coste de las ventas se determina a través del Presupuesto de Tesorería para las cargas al contado, y con el cuadro del circulante para las correcciones por stocks.
14) El cash-flow y su descomposición viene determinado en su cuadro.

Resumen del Proceso de Elaboración Cuadros:

- 1º) Cuadro de Cash-Flow.
2º) Cuadro de Necesidades Netas de Fondo de Maniobra (NNFM) ó Cuadro de Circulante
3º) Presupuesto de Capital.
4º) Presupuesto de Tesorería.
5º) Balances y Cuentas de Resultados Previsionales.

El Estado de Cash-Flow Provisional

1. El Cash-Flow Generado Bruto de Explotación.

1.1. Conceptualización.

El estado de Cash-Flow provisional en su versión "*Recursos Generados*", adaptado al Plan General de Contabilidad (R.D 1643/1990) que, como puede observarse, no es más que un *resumen de la cuenta de Pérdidas y Ganancias*.

Definimos el *Cash-Flow Generado Bruto de Explotación* como la diferencia entre los *Ingresos de Explotación* y *Coste de obtención de los mismos*. En los primeros se contienen los subgrupos 70, 73, 74 Y 75 del Plan General de Contabilidad (en adelante PGC), mientras que en los segundos se contienen los subgrupos 60, 61,71, 62, 63, 64 Y 65 del mismo.

$$\text{Cash-Flow Generado Bruto de Explotación} = \text{Ingresos de Explotación} - \text{Coste de obtención de los ingresos de Explotación}$$

Clásicamente esta expresión ha tomado una versión más simplificada en aras de su operatividad, a saber:

$$\text{Cash-Flow Bruto} = \text{Ventas} - \text{Coste de las Ventas}$$

Adoptar esta última por idéntica razón, toda vez que las **ventas**, en términos generales, contienen la práctica totalidad de los *ingresos derivados de la actividad fundamental de la empresa*, sobre todo para el caso de la pequeña y mediana, aunque no supone obstáculo para que, cuando sea preciso, incluyamos el esto de ingresos y gastos derivados de la explotación de la empresa adoptando, de esta forma, la primera expresión. (ver cuadro 3.1)

Pero existe, además, en la literatura financiera una acepción también muy utilizada y que obedece más fielmente a su traducción al castellano (cash flow = flujo de caja). Así denominaremos "**Cash-Flow = Tesorería**" a la *diferencia entre los cobros (en lugar de ingresos) por ventas y los pagos (en lugar de gastos) derivados del coste de las ventas*. Es decir:

$$\text{Cash-Flow} = \text{Tesorería} = \text{Cobros por ventas} - \text{Pagos por Coste de Ventas}$$

Esta última versión del concepto de cash-flow ofrece sólo la tesorería generada por la explotación o actividad principal de la empresa, y no la tesorería total de la misma. Por ahora nosotros vamos a atender a la que hemos hecho referencia en primer lugar, es decir al Cash-Flow Bruto de Explotación en su versión de renta o recursos generados, pues de él se deriva el concepto de '*Autofinanciación de Explotación*' básico en la argumentación de este capítulo.

1.2. El Subsistema Comercial

Hemos presentado el enfoque sistémico al objeto de abordar el posicionamiento y estudio de la PF dentro del contexto empresarial. Recordemos que este enfoque consideraba a la *empresa como un "todo", de forma que las distintas disciplinas del conocimiento empresarial (finanzas, marketing, producción, etc.) no se consideran separadas, sino interconectadas e*

integradas en el mismo sistema.

La Planificación Financiera necesita *información provisional* para su consecución, máxime cuando se trata de la colocación de los productos o servicios que genera la empresa y que tiene como objetivo satisfacer una demanda insatisfecha y obtener un lucro legítimo.

Su actividad se desarrolla en dos vertientes:

- 1) *Detección de las necesidades de los consumidores* y, en base a ella, decidir, los bienes y servicios que deben satisfacer/a, así como realizar la previsión de ventas correspondientes. Ambos aspectos son abordados en la «Investigación Comercial», y son de trascendental importancia.
- 2) *Hacer que los bienes y servicios producidos sean vendidos* y que se genere una cifra de ventas adecuada en relación con los objetivos generales de la empresa, definidos en el subsistema de dirección y gestión. En este contexto existen una serie de variables que son controlables por la empresa y que tienen gran repercusión sobre los clientes potenciales. Estas variables se engloban en lo que se ha venido a denominar «Marketing-mix», y representa la acción que la firma ejerce sobre el mercado para provocar el acto de compra.

Así el *mercado* realiza una tarea de conversión de una corriente o flujo de bienes y servicios en un flujo monetario mediante el *precio* como mecanismo de conversión. Por otra parte dentro de los subsistemas tradicionales en que hemos descompuesto el sistema empresa (subsistemas de Dirección y Gestión, Comercial, de Operaciones o de Producción/Inventarios, de Inversión/Financiación, de Personal y de Información), el *comercial* ocupa un lugar fundamental en la medida en que *define los objetivos de mercado posibles, que son a su vez, condicionamientos básicos para la producción y para la financiación*. De esta forma, a partir de un *Plan de Marketing* dado se estructurarán los objetivos de producción y, junto con los costes de la producción prevista, la Planificación Financiera.

Profundizando algo más las actividades de coordinación y de comunicación que tiene asignada el marketing (y que nosotros adoptamos desde la perspectiva del Subsistema Comercial) implican un conjunto de funciones y responsabilidades que se desarrollan y contraen en el seno de la misma. (ver funciones en el gráfico-3.2)

El flujo de información forma un circuito cerrado y su descripción, pues, puede empezarse en cualquiera de sus puntos, por ello, *Planificación Comercial*, como resultado de las estrategias establecidas, elabora los planes, políticas, programas, directrices, etc., comerciales que marcan las pautas de trabajo de la *Gestión Comercial*, quien las traduce a acciones directas sobre el mercado por la vía física del producto, o por la vía informativa (publicidad, fuerza de ventas, promoción, etc).

El *Mercado* adopta un cierto comportamiento, unas actitudes, ante la influencia ejercida por la empresa; es la función de la *Investigación Comercial* captar esta información, prepararla y facilitarla la *Planificación Comercial*, auxiliándola de este modo en su toma de decisiones.

De las cuatro funciones citadas nos interesa especialmente la *Investigación Comercial* (o de *Marketing*) por cuanto en su contenido se incluye la previsión de ventas, magnitud fundamental en nuestro trabajo, circunstancia que no oculta todo lo demás, pero su análisis sale fuera del objetivo del presente estudio. (véase de una forma sintética en el gráfico-3.3, *página siguiente*)

1.3. La Función de Previsión.

Desde una perspectiva amplia, este concepto tiene un doble carácter:

- **Retrospectivo**, por cuanto que se apoya en la experiencia pasada para deducir el *futuro*.
- **Prospectivo**, por cuanto que se libera de ese pasado para crear el *futuro*.

En consecuencia, la **previsión** trata, en cierto modo, de *delimitar el futuro* para el que planifica, cerrando el abanico de posibilidades que, en teoría, éste puede presentar. Ahora bien, *su meta no reside en la cuantificación perfecta de cada una de las variables que conforman el futuro, dado el carácter inevitablemente incierto del mismo.*

Las afirmaciones precedentes no implican que el planificador pueda dar de *lado* a la previsión. El estudio del escenario, tanto interno como externo, es una de las etapas ineludibles del proceso de planificación, es más, sin previsiones concretas (aunque no perfectas) sobre las variables básicas, la planificación es imposible o no tiene sentido.

Es hora de concretar que entendemos por *escenario*. Para nosotros, no es otra cosa que un conjunto de previsiones, a ser posible cuantificadas, acerca de las variables fundamentales del entorno. Es decir, acerca de:

1. El Producto, en referencia a:

- Demandas (tendencias, amplitud, distribución *temporal*, etc.)
- Ofertas (posibles Productos, gama, capacidad Productiva, etc.)
- Precios y costes.

2. Las inversiones, en referencia a:

- Alternativas.
- Amplitud.
- Costes.

3. Los recursos financieros, en referencia a:

- Alternativas,
- Amplitud.
- Costes.

Tal escenario, cuantificado, define un abanico de posibilidades y alternativas, entre las que habrá que elegir con ayuda del Plan Financiero.

Por lo que respecta a las *técnicas de previsión* su elección depende de una serie de *factores*, entre los que destacamos:

- El horizonte *temporal* a estudiar.
- El tipo de *información* de que pueda disponerse.
- El *coste* de la obtención y tratamiento de dicha información.

En cuanto al primero de ellos, *horizonte temporal*, son las necesidades concretas de la empresa las que fijarán la amplitud del mismo, pues bien, una vez conocidos el horizonte y el tipo de información de que puede disponerse, se habrán preseleccionado, de hecho, entre el conjunto de técnicas posibles, las más idóneas.

La *selección final* depende del último factor citado, es decir, para cada caso particular habrá que encontrar un equilibrio entre *el coste y la utilidad*. Por nuestra parte, aconsejamos la utilización de técnicas no muy sofisticadas, y completar la elección con una permanente revisión

del plan financiero.

La mencionada necesidad de prever, se hace indispensable para los casos de *demandas, precios y costes de los productos*, ya que son las *variables que más incertidumbre incorporan al plan* y, además, constituyen su punto de partida, afectando sus valores futuros, de forma muy significativa, a todo el proceso.

Ante la mencionada inevitabilidad de la incertidumbre en el escenario, nos parece conveniente poner de manifiesto el poder orientativo que tendría un adecuado análisis de sensibilidad en los presupuestos, y, especialmente, ante las variables comentadas: demanda, precios y costes.

El análisis de sensibilidad que proponemos encontrará su mejor instrumento operativo en el ordenador y en el "software" especializado al respecto.

A pesar del carácter objetivo asociado al uso de la técnica previsional habría que poner de manifiesto que el *juicio subjetivo* del experto, o responsable en su defecto, es un ingrediente estimable y necesario. Tanto es así que a veces puede resultar imprescindible, en cualquier caso, y en condiciones normales, su función no es sustitutiva, sino complementaria de la técnica previsional aplicada.

Por último, es necesario puntualizar que la bondad o fiabilidad en las estimaciones futuras influirá junto con la inseguridad del ambiente en la posible frecuencia de revisión de los presupuestos, y es más, ambas variables, *fiabilidad de las Previsiones e inseguridad en el ambiente, están interrelacionadas*.

1.3.1. La Previsión de Ventas.

La *información sobre la evolución previsible de las ventas* la más trascendental que se puede derivar de la Investigación Comercial sin que ello signifique menospreciar el resto.

La *previsión de ventas*, para una empresa y producto concreto, consiste en la *determinación del volumen de ventas que puede realizarse en ciertos períodos del futuro*. En tal sentido, la previsión de ventas se sitúa en un primer plano dentro de las actividades previsionales de la empresa, no solo por la información intrínseca que proporciona, sino también porque es una magnitud básica para realizar otras previsiones y programar el futuro de la empresa. (ver el cuadro-3.2).

El *criterio básico para el tratamiento de la previsión de ventas es el plazo u horizonte temporal de la misma*, toda vez que condiciona el objetivo de la previsión, determina el modelo a utilizar en el proceso Y condiciona la información que pueden proporcionar los modelos utilizados. De esta forma distinguimos entre previsión de ventas: *a) a largo, b) a medio, c) a corto y d) a muy corto plazo*.

Veamos sucintamente en qué consiste cada una y los modelos matemáticos que la apoyan.

- a) *Previsión de ventas a largo plazo*. Se sitúa en un horizonte temporal superior a los tres *años o cinco años*, y tiene como principal objetivo el escrutinio del futuro del producto que comercializa la empresa y trata de determinar cuáles serán las condiciones generales del mercado, qué producto o productos pueden satisfacerlas y, sobre todo, hasta qué punto el producto anual puede satisfacer las necesidades futuras, Esta previsión es básica para concebir nuevos productos, determinar la vigencia de los actuales, y estudiar las perspectivas

tecnológicas, Entre los modelos más utilizados en este tipo de previsión están los basados en la componente cíclica de las series cronológicas, así como en las curvas logísticas y métodos prospectivos (método Delphi, matrices de interdependencia, etc.).

b) **Previsión de ventas a medio plazo.** Está en un horizonte temporal de los *tres años*, y proporciona información sobre el futuro de la marca, es decir, sobre su grado de participación en el contexto de un mercado competitivo. Tiene una componente activo, por parte de la empresa, importante, a diferencia de la anterior en la que la posición de la empresa es fundamentalmente pasiva y cualitativa. Entre los modelos más utilizados en este tipo de previsión están los basados en las cadenas de Markov y en los de matriz variable.

c) **Previsión de ventas a corto plazo.** Se sitúa en un horizonte alrededor de *un año*, proporcionando información cuantitativa y desagregada, por meses o periodos inferiores al año, sobre el volumen de ventas. Esta información marca las actuaciones a seguir en la Gestión Comercial.

d) **Previsión de ventas a muy corto plazo.** Se sitúa en un horizonte temporal alrededor de *uno a seis meses*, proporcionando información sobre los inmediatos movimientos del mercado, al objeto de adaptar, e incluso corregir o modificar los programas financieros, de fabricación Y de marketing de la empresa. Los modelos más utilizados en este tipo de previsión son los derivados de la autocorrelación serial.

Pero en todo este *contexto previsional* son también posibles situaciones particulares, a este respecto puede suceder que el coste de la información y su tratamiento supere con creces las necesidades informativas de la empresa en el momento de la decisión. O bien que, dado el grado de incertidumbre contextual, no dista la información disponible que necesita la empresa.

En estas, y similares actuaciones, es posible aplicar una metodología muy simplificada y fácil de aplicar dada en el conocimiento subjetivo, basado en su *experiencia y conocimientos*, el experto o directivo responsable de esta área.

Se trata, pues, de solicitar al experto tres estimaciones sobre los valores futuros e la variable en cuestión, a saber:

- **Estimación optimista** (Vo): valor que tomará la variable, según el experto, suponiendo que todo salga bien y tal cual se planificó.
- **Estimación más probable** (Vmp): valor que tomará, según el experto, con mayor probabilidad la variable en el futuro.
- **Estimación pesimista** (Vp): valor que tomará la variable, según el experto, suponiendo que todo salga mal.

Esta información, subjetiva, es posible tratarla estadísticamente al objeto de obtener la información deseada con una carga menor de subjetividad. Así es posible asignar tres funciones de densidad distintas que asignan cada una a la variable estudiada a través de una *media (esperanza matemática)* y una *medida de su variabilidad o sesgo (varianza de la variable)*.

Estas funciones de densidad son:

- la *Función Rectangular*
- la *Función Triangular*
- la *Beta simplificada:*

1.3.2. La Previsión del Coste de Ventas. El Subsistema de Operaciones.

Dentro de *coste de las ventas*, se hace necesario el analizar el origen que determina la cuantía de los costes en los que incurre la empresa, debido a la puesta en marcha de la actividad productiva de la empresa y que viene determinada por las previsiones anteriores, aunque no podemos olvidar que dentro del coste de ventas se contienen otras partidas, derivadas del funcionamiento de los demás subsistemas empresariales.

El origen al que hacemos alusión, nos lleva a la consideración del *Subsistema de Operaciones* (o de Producción e inventarios), como continuación del enfoque de sistemas que hemos adoptado en nuestras argumentaciones. Así pues vamos a esbozar, el funcionamiento y contenido básicos del mismo, sabiendo que de él se deriva la información que buscamos.

El Subsistema de Operaciones (o de Producción/Inventarios), tiene por misión realizar la actividad básica de la unidad económica, esto es, la producción de bienes y servicios que satisfagan las necesidades detectadas por el subsistema comercial (véase gráfico-3.4).

A este subsistema hay que considerarlo como un *sistema in-put/out-put compuesto de tres factores: entradas, proceso de producción y salidas*.

La *transformación productiva*, acorde con la planificación estratégica, requiere la ejecución de una serie de **fases**:

- a) El *diseño del subsistema*, que exigirá:
 - Elección y diseño de los bienes y servicios.
 - Elección y diseño del proceso productivo.
 - Fijación de la capacidad productiva necesaria.
 - Localización espacial de la actividad.
 - Distribución en planta de los medios de producción.
- b) La *planificación de la producción*, mediante la que se determinará la cantidad de bienes y servicios a producir así como sus momentos de entrega, en función de las previsiones de ventas realizada por el subsistema comercial y de las restricciones productivas.
- c) La *programación de la producción*, que fija el calendario de ejecución de las distintas tareas que requiere la Producción, dependiendo de los objetivos establecidos y de los recursos disponibles.
- d) La *ejecución del proceso productivo* de acuerdo con la programación establecida.
- e) La *gestión de «stocks»* necesaria para:
 - disponer en cantidad y tiempo adecuados de las materias primas y productos de fabricación ajena que forman la base del proceso productivo.
 - que los productos terminados lleguen al cliente en la cantidad y fecha requeridos.
- f) *El control que garantice que los resultados obtenidos en las distintas etapas* del proceso productivo no se desvían de los objetivos establecidos.

2. El Beneficio Bruto de Explotación.

Estudiamos, en cuanto a *los recursos brutos generados por la explotación de la empresa, la "descomposición" de los mismos*, es decir, contemplado a estos recursos desde el punto de vista de su origen, y continuamos con el objetivo de detectar las aplicaciones contables de esa renta obtenida.

Una vez deducidos del volumen de venta los gastos de funcionamiento de activo (coste de ventas), y teniendo presente la dinámica empresarial, con *el cash-flow bruto habrá que asegurar*:

- El mantenimiento de la *capacidad Productiva*, a través de la amortización técnica, así como recoger, a través de las Provisiones, las correcciones valorativas que procedan.
- La *retribución de los recursos* financieros, propios y ajenos.
- La *liquidación de impuestos*, fundamentalmente el de Sociedades, ya que el IVA está considerado en los precios de venta y en el coste de ventas.

La cuantificación de los últimos, *impuestos*, resulta relativamente fácil, por cuanto que *la Administración grava una parte muy concreta de estos recursos generados*: el Beneficio Total Bruto (B.A.T).

Con respecto a la retribución del *pasivo*, Gastos Financieros, es también fácilmente cuantificable, por cuanto que la correspondiente a la deuda está prefijada mediante Contrato, y la relativa a los capitales propios responde a la política de dividendos.

Referente a la *amortización*, cabría plantearse, en primer lugar, si hacemos mención a la *técnica o a la financiera*. Es obvio que, presuponiendo un horizonte temporal indefinido para la empresa, deberá ser la técnica. Por el contrario, en un proceso de liquidación gradual de la firma, será la financiera. En cuanto a sus cuantificaciones, el posible problema se daría para la primera, habida cuenta de que es función de varias políticas: de dividendos, de crecimiento, fiscal, etc.

Así pues, y con independencia de cuáles sean los volúmenes de las magnitudes citadas, es claro que el *cash-flow recursos generados debe dar para atender a estos conceptos*. Por tanto, su descomposición quedaría tal y como muestra el gráfico-3.5.

1. La Amortización Técnica: su función financiera.

La generalidad de autores reconocen que las amortizaciones técnicas cumplen una *triple función*:

1. *Contable*. Con el proceso de Amortización Técnica, se pretende conseguir que los activos depreciables estén contabilizados por un valor realista. En consecuencia, operando de esta manera, el Balance, ofrecerá un valor más significativo de los Activos Fijos.
2. *Económica*. Desde este punto de vista, el proceso de amortización se considera como la imputación al coste del producto de la depreciación sufrida por algunos activos. Es decir, se trata simplemente de un sistema de reparto de cargas fijas.
3. *Financiera*. Desde esta óptica, y teniendo en cuenta que las dotaciones a amortización se acumulan en un fondo de pasivo que, a su vez, puede materializarse en unos activos de mayor o menor liquidez, es obvio que cumplen una función de carácter financiero, por cuanto que financian elementos de activo.

De las tres acepciones, nos interesa discutir la tercera, ya que dispone de un carácter de medio financiero y que, efectivamente, forma parte de la *autofinanciación, generada por la empresa y, por tanto, de los capitales Permanentes del Pasivo*. Ahora bien, nos parece conveniente precisar hasta qué punto el fondo de amortización acumulado será, en su momento, una disponibilidad financiera.

Nuestro interés está justificado por el hecho de que, hasta el presente, *se ha considerado a la amortización como la mejor garantía para poder financiar la renovación, en el momento en que los activos depreciables lo estén en su totalidad*, bien por motivos técnicos, bien por consideraciones económicas (obsoletos).

Hay que precisar dos detalles:

- 1) Se amortiza, normalmente, a *precios de adquisición*, por lo cual, en el momento de la renovación, difícilmente el Fondo de Amortización financiará la operación en su totalidad, habida cuenta de la tendencia habitual de los precios.
- 2) *Se amortiza tanto en situación de beneficios como de pérdidas*, debido a esto, y en el segundo caso, de ninguna manera dispondremos de fondos generados por una amortización artificial o meramente contable.

La Amortización Técnica sólo cumple su función financiera de atender a la renovación, si se dan las condiciones adicionales siguientes:

- No se han atendido las amortizaciones financieras con fondos generados con las técnicas.
- No se hayan financiado otros empleos a largo plazo con los fondos citados en el punto anterior.

La explicación de estas condiciones impuestas es relativamente fácil, basta con reservar la estructura del Presupuesto de Capital y la situación de las amortizaciones técnicas como fuente financiera no específica.

Ahora bien, entender el mecanismo que ha dado lugar a la necesidad de la primera condición es relativamente complejo. Por nuestra parte, vamos a intentar explicarlo con la ayuda de la formación y descomposición del cash-flow.

De forma resumida, y llamando "Q;" al cash-flow bruto, su composición viene dada por:

$$\mathbf{Q = P_v \cdot V - [Compras_{mp} - \Delta E_x - \Delta E_x - \Delta E_x + CF + CV]}$$

Lo indicado en la fórmula, no es otra cosa que la descripción somera de la descomposición del cash-flow generado y que podemos formular como:

$$\mathbf{Q = d + CF + I + CAT + R}$$

siendo:

- Q = Recursos generados por los activos empresariales del periodo "i".
- d. = Dotación a dividendos del periodo "i".
- CF = Costes Financieros del periodo "i".
- I = Dotación a Impuestos por Impuesto de Sociedades del periodo "i".

CAT = Cuota de Amortización Técnica del periodo "i".

R. = Dotación a Reservas del periodo "i".

En definitiva, la empresa sólo puede retener en su pasivo estable dos de estos elementos, ya que otros tres tienen un destino inmediato: el pago de dividendos, intereses, e impuestos. Los elementos retenidos deben garantizar la devolución del pasivo estable que financia las inmovilizaciones. Esto quiere decir que, *dado el grado de exigibilidad, mas inmediata, del pasivo ajeno, la empresa ha debido practicar amortizaciones financieras de este capital* (véase la estructura del Presupuesto de Capital), *con lo cual, llegado el momento de la renovación, la potencialidad financiera de Reservas y Amortizaciones Técnicas se habrá visto disminuida por la cuantía de la Amortización Financiera del Capital ajeno.*

$$\sum R_i + (CAT_i - CAF_i) \quad t: \text{ desde 1 hasta } i$$

Supongamos, por un momento, que el instante "i" es el de la renovación y que además, se han devuelto para entonces todos los capitales ajenos a largo plazo. Si en estas condiciones la citada expresión tomara valor cero, todos los activos Inmovilizados estarán depreciados (sin valor) y, por otra parte, la empresa tiene un Pasivo (*Capital Social*) al cual no puede responder. En consecuencia, *esta expresión necesita tomar, en esas condiciones, como mínimo un valor igual al del Capital Social.*

Conclusión: hemos de reconocer que *la función financiera de la amortización viene dada fundamentalmente por ser una fuente de recursos financieros, y empieza su proceso de dotación hasta que ha de hacer frente a la renovación correspondiente, suelen pasar bastantes años. Durante este período se va acumulando un fondo que sirve de fuente financiera a la empresa y se aplica de una forma natural a medida que surge su necesidad.*

En cualquier caso, *la función financiera de las amortizaciones estará condiciona por la situación en que se encuentre la empresa:* expansión, estabilidad o recesión. En el primer caso los fondos de amortización financiarán inversiones de activo) y capital de trabajo, es decir partidas que contribuyen efectivamente a la extensión de la empresa. En el caso de situaciones de estabilidad o recesión se realizarán para hacer frente, preferentemente, a la devolución de deudas (amortizaciones financieras) y capital propio, en caso necesario, al objeto de evitar tener e pagar intereses por ellas, aumentando de esta forma la autonomía de la empresa.

2.2. El tratamiento de los intereses y dividendos.

La retribución del pasivo estable, a través de intereses y dividendos, constituye, evidentemente, una necesidad financiera, su necesaria consideración en la problemática del Presupuesto de Capital se puede llevar a cabo a través de dos posibilidades:

- Incluirlos, como necesidad financiera. Esto obliga a considerar la Autofinanciación en su sentido amplio, de forma que incluya a todo el cash flow generado, ya que es este concepto el que los engloba y financia.
- Adoptar la postura de no incluirlos como necesidad financiera, colocando entonces como autofinanciación su acepción restringida, o sea la suma de Reservas, Amortizaciones Técnicas y Provisiones, tal como aparece en el cuadro de descomposición del cash-flow, previamente expuesto.

Cabría suponer una tercera vía, consistente en la inclusión de tales conceptos dentro del epígrafe de las amortizaciones financieras, introduciendo como contrapartida la autofinanciación. Tal alternativa constituye un craso error, ya que la autofinanciación se ha calculado deduciendo sucesivamente intereses y dividendos del cash-flow generado. La

aceptación de la misma implica una doble consideración de tales retribuciones como necesidades financieras.

3. El Beneficio Extraordinario Bruto, Beneficio Total antes de impuestos y Beneficio Neto.

Con respecto al *Beneficio Extraordinario Bruto* podemos considerar aquellos que *son originados por operaciones o actividades que no conforman la actividad principal de la empresa*, en concreto podemos hablar de *resultados ajenos a la explotación y resultados extraordinarios*.

La característica distintiva esta en que *los primeros suelen generarse en forma regular y ordinaria, si bien con carácter secundario a la actividad esencial de la empresa, mientras que entre los segundos surgen de forma casual*. Dicho de otra forma, en los resultados ajenos a la explotación cabe esperar una relativa periodicidad en su producción y, por tanto, una cierta relación causa-efecto; los *segundos suelen surgir de manera espontánea*, siendo ellos independientes *al* no existir correspondencia alguna que los interrelacione.

El tratamiento de ambos tipos de resultados es similar, en el aspecto formal, al resultado ordinario de la empresa. Previamente hemos de matizar que el Plan General de Contabilidad no deja definitivamente claro, a nuestro modo de ver, las distinciones anteriores, por ejemplo en lo referente a los subgrupos 65 (Otros Gastos de Gestión) y 75 (Otros Ingresos de Gestión) no existe una certeza absoluta que se haga referencia a actividades derivadas de *la explotación empresarial*.

En cualquier caso nosotros consideramos el Beneficio Extraordinario Bruto como:

$$\begin{aligned}
 &+ \text{Plusvalías/Minusvalías del Inmovilizado} \\
 &\quad + \text{Otros ingresos financieros} \\
 &\quad - \text{Otros gastos financieros} \\
 &\quad + \text{Ingresos extraordinarios} \\
 &\quad - \text{Gastos extraordinarios}
 \end{aligned}$$

= Beneficio Extraordinario Bruto

Plusvalías/Minusvalías del Inmovilizado consideramos las plusvalías netas derivadas de *las operaciones de desinversión de activos fijos*, ya sean de explotación, fuera de explotación o financieros. Incluimos exclusivamente los activos inmovilizados por *la razón de que el Presupuesto de Capital sólo afecta a operaciones estructurales*.

Para el caso de minusvalías netas las incluiremos en este apartado con signo negativo, en tal sentido, las citadas plusvalías, una vez deducidos los impuestos entrarán a formar parte de la autofinanciación extraordinaria de la empresa.

Si tomamos como referencia el PGC, observamos que, en este punto, estamos diciendo fundamentalmente a las cuentas 670/1 y 770/1, es decir a las pérdidas ganancias producidas en la enajenación del inmovilizado material/inmaterial o baja en inventario total o parcial, como consecuencia de pérdidas por depreciaciones irreversibles de dichos activos.

Como *Otros ingresos financieros* (subgrupo 76 y cuentas 772 a 774 del PGC) y os *gastos financieros* (cuentas 669 y 672/4 del PGC), consideramos, en gene, los intereses netos derivados de la Cartera de Valores. Esta cartera de valores su proceso de inversión-desinversión, generará unos ingresos brutos por intereses; y unas salidas por gastos financieros (comisiones, gastos de

intermediación, .:) e impuestos.

Por último en los apartados referentes a *Ingresos Extraordinarios y Gastos extraordinarios*, contenidos en las cuentas 778 y 678 del PGC respectivamente, consideramos aquellos ingresos atípicos y el coste de su obtención derivados de operaciones no financieras, al margen de la actividad normal del ciclo de explotación de la empresa.

Nos queda, por último, definir el *Beneficio Total antes de impuestos (B.A.T.)* y el *beneficio Neto (B.N.)*. En cuanto al primero lo definimos como la suma del Beneficio Bruto de Explotación y del Extraordinario, mientras que el segundo se define como el anterior menos los impuestos a pagar derivados del Impuesto de Sociedades. Esto es:

<p>Beneficio Total antes de impuestos (B.A.T.) Beneficio Bruto de Explotación + Beneficio Extraordinario</p>
--

<p><u>Beneficio Neto (B.N.) = B.A.T. - Impuestos</u></p>

4.- La Autofinanciación de Explotación y la Extraordinaria

El concepto de Autofinanciación hace referencia a generación de recursos financieros por la propia empresa, constituyendo una fuente básica para la misma. Su importancia es obvia, haciéndose más relevante en aquellas empresas en pleno desarrollo, ya que demandan gran cantidad de recursos para atender a su crecimiento. *Recursos que no son siempre fáciles de obtener en plazos y costes razonables en los mercados de Capitales.*

En términos generales se suele distinguir entre:

*La **Autofinanciación Bruta o Global**: está constituida por la totalidad de los medios de financiación que la empresa genera por sí misma. En esta categoría se incluirán los Beneficios NO distribuidos, los Fondos de Amortización y las Provisiones.*

***Autofinanciación de enriquecimiento**: tiene su origen en la congelación de beneficios producidos por la empresa, que como es natural, no se reparten, permaneciendo en el seno de la misma para aumentar su potencialidad.*

El concepto más típico de esta autofinanciación es el de *Reservas*, las cuales son comúnmente definidas como *beneficios NO distribuidos*, en tal sentido, *estos fondos constituyen aumentos indirectos de la cuenta de capital e incrementos de Neto Patrimonial*. En este sentido, la Autofinanciación de la empresa en un ejercicio representa el *beneficio no distribuido y ahorrado por la misma en dicho ejercicio, así como el exceso de los fondos de amortización sobre la depreciación económica y de las provisiones sobre riesgos y gastos a cubrir*.

Autofinanciación de mantenimiento: está formada por los *fondos que tienden a mantener intacto el Patrimonio Neto o Activo Neto de la empresa, tales como dotaciones a amortización, provisiones y otras cuentas correctoras* (las correcciones de valor comprenderán todas aquellas cuya finalidad es constatar la depreciación, de ésta definitiva o no, de los elementos del patrimonio conforme resulte en la fecha de cierre *del Balance*) *o de compensación*. No tendría sentido encontrar inconvenientes a la autofinanciación de mantenimiento razonablemente constituida, pues ello equivaldría a obstaculizar el mantenimiento del valor real de la empresa y, por tanto, a propiciar su descapitalización.

Es difícil determinar con precisión donde termina la autofinanciación de mantenimiento y comienza la de enriquecimiento, ya que la relatividad del beneficio, es decir, las dificultades para su cálculo hacen difícil su separación.

Un beneficio determinado por exceso y las amortizaciones, correcciones y provisiones estimadas por defecto, pueden motivar que los fondos retenidos se registren como reservas, cuando parte de los mismos son en realidad amortizaciones, correcciones y provisiones.

En cuanto a la *Autofinanciación de Explotación* comprobamos que una vez deducidos del cash-flow bruto de explotación (o cash-flow generado), los impuestos y la retribución del pasivo (dividendos y costes financieros), el resto, constituido por las Amortizaciones Técnicas, Provisiones y Reservas, representan la capacidad de autofinanciación de la empresa, para el periodo considerado, y derivada exclusivamente de su actividad de explotación.

Precisados estos conceptos fundamentales, vamos a pasar, a comentar su influencia en el Presupuesto de Capital. En principio indicar que la *Autofinanciación de Explotación generada por un programa de inversiones*, indudablemente y como su propio nombre indica, puede utilizarse como *fuentes financieras* para el citado programa. Esta autofinanciación englobará a la generada tanto por las inversiones ya en marcha, como nuevas inversiones previstas en el Presupuesto que estamos tratando.

Por lo que respecta a su cuantificación, podemos decir que resulta relativamente difícil, por dos motivos fundamentales:

- La complicada *previsión del escenario futuro*, que condiciona la formación del cash-flow.
- La *incidencia directa de los gastos financieros*, condicionados por la estructura del pasivo, sobre la acumulación de recursos generados.

En cuanto a la *fase de previsión de los futuros Cash-flows*, puede optarse por dos alternativas:

- 1) Estimarlos a través de los datos que especifican su *origen*.
- 2) Estimarlos a través de los datos (políticas y objetivos) que especifican su *descomposición*, es decir, cuantificarlos a partir de la previa estimación de cada uno de los componentes.

En tal sentido, la mayoría de las empresas tienen prefijado por el mercado su *volumen y precios de venta*, por lo que sería la primera de las alternativas citadas la más razonable para la previsión de sus futuros cash-flows de explotación. Por tanto, *solo en aquellas empresas que, actuando en régimen de monopolio, pueden fijar su precio (o volumen) de venta, sería razonable estimar el cash-flow a través de la suma de sus componentes*; y es más, en este supuesto, una vez determinadas las políticas de reservas y de amortizaciones técnicas, no habría ningún problema en la estimación de la autofinanciación.

Atendiendo al *caso más normal de previsión de los cash-flow a través de su origen*, debe pasarse a continuación a *estimar la autofinanciación*, para lo cual *debe conocerse la política de dividendos, así como las futuras cuantías a pagar en concepto de intereses*, ya que las cargas financieras derivadas de la posible y futura deuda a largo plazo influyen directamente decrementando los recursos generados.

Por tanto hay una *estrecha interrelación entre la cuantía de deuda a incluir en el presupuesto parcial de financiación y la cuantía de autofinanciación genera por el programa de inversiones, de forma que, a mayor nivel de deuda, mayores intereses globales y, en consecuencia, menos autofinanciación*. Atendiendo a lo mencionado, precisar que la relación indicada, genera un *problema de cálculo* la cual se resolverá al constituir a la vez el *cuadro de Cash-flow y el Presupuesto de Capital*, donde lo comentado tendrá influencia en el coste de

capital y en la estructura financiera de la empresa.

Resumiendo: comprobamos que *los problemas* anteriores sólo podrán resolverse de forma satisfactoria, a través de *sucesivas iteraciones entre la construcción del cuadro de Cash-flow y la del Presupuesto de Capital*, que contemplen distintas variaciones en las cuantificaciones de sus partidas.

Por último, y en cuanto a la Autofinanciación Extraordinaria, es decir, la derivada de operaciones fuera de la actividad normal de la empresa, su composición tiene similar contenido y filosofía.

Conclusión: La *Autofinanciación es aquella parte del Cash-flow (renta generada) que se puede retener como recurso en la empresa*, pues el otro componente del mismo, el coste monetario de capital, sale fuera de la misma en forma de retribuciones a los capitales propios y ajenos.

Por tanto la Autofinanciación de la empresa solo puede aumentarse bien por el aumento del Cash-flow renta, bien por la disminución del coste monetario de capital o bien por ambos a la vez. En tal sentido y suponiendo que el Cash-flow renta generada está ya neto de impuestos, recordemos que su composición viene dada por:

$$\text{Cash-Flow Renta} = [\text{Coste monetario de capital}] + [\text{Autofinanciación}]$$

$$\text{Autofinanciación} = [\text{Cash-Flow Renta}] - [\text{Coste monetario de capital}]$$

Este esquema obedece al objetivo financiero de la empresa y accionistas con capacidad de control por excelencia. Esto es, *pretenderá maximizar la rentabilidad neta de la empresa (r_n) mediante la maximización de la rentabilidad del activo (R_A) y la minimización del coste del pasivo (K_o).*

$$r_n = R_A - K_o$$

Las Necesidades de Circulante

1. Introducción.

El Cash-Flow Provisional, es el primer documento de la "Síntesis Presupuestaria" que confeccionamos siguiendo la secuenciación propuesta (apartado 4.3 del capítulo 2), y de la cual se han consumado hasta ahora los tres primeros pasos.

El siguiente *estado presupuestario* que ha de confeccionarse, dentro de ésta secuenciación, es el de **Necesidades Netas de Fondo de Maniobra o de Rotación** (en adelante **NNFM o NNFR**). Algunas de las partidas que lo componen, concretamente las referentes a las dotaciones a dividendos y reseñas, ya han sido obtenidas en el cuadro de Cash-flow que le precede, en este sentido *las NNFM es el primer componente directo que se obtiene del Presupuesto de Capital*.

El Cuadro de Circulante o de NNFM se determina en los pasos 4 y 5 de la secuenciación propuesta.

- 4) Basándonos en la *Política de Circulante y en el análisis de los estados contables históricos calcularemos las NNFR* en sus apartados de:
 - Stocks de m.p., p.c., p.t., etc.
 - Clientes y Efectos a Cobrar
 - Tesorería
 - Proveedores
 - Acreedores y créditos a cipo
- 5) Los *impuestos y dividendos obtenidos en el estado de cash-flow* completan el cuadro de Necesidades Netas de Fondo de Maniobra o de Rotación (o también llamado Cuadro de Circulante).

Así pues, la elaboración del citado documento presupuestario es el objetivo del presente capítulo, aunque *previo su elaboración creemos necesario hacer una mínima referencia al contenido y conformación de la Estrategia y Política del circulante*, amén de las características de la gestión que ello implica.

2. Políticas de Circulante

2.1. Conceptualización.

El Subsistema de Operaciones (o de Producción/Inventarios), su misión, consistía en *realizar la actividad básica de la empresa, es decir, la producción de bienes y servicios que satisfagan las necesidades detectadas por el subsistema comercial*, en definitiva, se trataba de proyectar al futuro los medios y las actividades a desarrollar para conseguirlo.

La *Política de Circulante* se centra en este contexto pero en el ámbito del *corto plazo*, esto es, recogiendo los *planteamientos de la empresa en materia de activos y pasivos derivados de su ciclo productivo*. Concretamente estaría compuesta por las diversas políticas o subpolíticas de cada una de las partidas que los conforman.

La gestión y administración del circulante no es un planteamiento aleatorio, sino ordenado y derivado de los objetivos generales de la empresa. Efectivamente, la política y Gestión del Circulante tiene fundamentalmente dos vertientes:

tratamiento individualizado de cada una de las partidas que lo componen, el análisis de las relaciones de dependencia que los vinculan con las demás partidas que conforman la estructura permanente de la empresa y que se derivan del enfoque de sistemas adoptado.

(Gráfico 4.1). En él *se separan la gestión a corto de la gestión a largo plazo pero se reflejan las posibles interrelaciones entre ambas*. Los trazos gruesos hacen referencia a flujos reales, o no monetarios, mientras que los discontinuos a los monetarios. Obsérvese cómo el elemento que une ambos tipos de gestión no es otro que la *tesorería*, elemento que se erige en *fundamental en la gestión empresarial*.

La inversión en circulante, no es una inversión aleatoria independiente del resto de las inversiones empresariales, todo lo contrario, es una inversión que depende del dimensionamiento que se le haya dado a la estructura permanente. Ello obedece que el circulante ha de ser el mecanismo que ponga n funcionamiento el proceso productivo diseñado en las inversiones fijas llevadas a cabo por la empresa.

Este *necesitará de materia prima y una serie de gastos necesarios para llevarlo a cabo y que concluirá con la obtención de los productos terminados*. La colocación de éstos en el mercado necesitará de una *política distributiva y comercial* que llevará consigo otro conjunto importante de gastos, para los cuales la empresa necesita disponer de un *montante de tesorería* suficiente.

La tesorería es precisamente el elemento origen y fin del ciclo de explotación, también llamado Dinero-Mercancías-Dinero o ciclo corto, para diferenciarlo del ciclo largo o de renovación del inmovilizado con el que mantiene una relación muy estrecha. La cuestión fundamental deriva:

De una parte de que *la cuantía dineraria en el Proceso sea suficiente para hacer frente a todos los gastos derivados del mismo más un beneficio para el empresario*.

Y, por otra, de la celeridad del ciclo, es decir de la rapidez con que se cierre el mismo.

Por tanto, *aquellas inversiones que están vinculadas al ciclo corto son inversiones en circulante, mientras que las vinculadas al ciclo largo son inversiones en activo fijo*. Ambos tipos de inversiones, como hemos apuntado, tienen una relación tan estrecha que la primera deriva de la segunda y de la duración de su ciclo de explotación al que se le denomina *Período Medio de Maduración*.

De otro lado no es menos cierto que *la inversión en circulante también va a estar mediatizada por la forma en que se financie y que se detalla en la subpolítica de financiación del circulante*, en ella se especificará *qué parte será financiada con proveedores, qué parte con créditos a corto plazo y cuál con créditos a largo plazo*.

A modo de síntesis la *Gestión del Circulante* implica un doble aspecto:

1. La planificación y el control del flujo de los recursos monetarios y valores entre las diferentes cuentas del circulante y las demás del balance con el fin de asegurar a la empresa una *liquidez adecuada*.
2. La fijación, y consiguiente vigilancia, de niveles apropiados para cada cuenta de circulante con el fin de potenciar la *rentabilidad de la empresa*.

La *primera* parte de este enfoque dual es *dinámica, implica flujos de valores y conduce a la liquidez*. La *segunda es estática*, se ocupa de valores en niveles absolutos y desemboca en la rentabilidad.

Ello implica que la dirección debe buscar necesariamente un *compromiso entre liquidez y rentabilidad que resulte óptimo* en función de los intereses de los propietarios de la empresa.

El binomio *rentabilidad-liquidez* para la gestión del circulante contrasta, en cierta forma, con el binomio *rentabilidad-riesgo* que se asocia a la gestión a largo plazo. Aclarar que cuando hablamos de *riesgo* nos referiremos fundamentalmente a *la variabilidad futura, largo plazo en la rentabilidad, provocada por las actuales decisiones de inversión y/o financiación*.

Pero *en períodos no superiores al año, que definen las decisiones a corto plazo, se suele minimizar la importancia de la incertidumbre, sustituyéndola por la liquidez*. Ello obedece a que ésta determina el *grado de cumplimiento de las obligaciones financieras contraídas* por la empresa, garantizando así su continuidad inmediata. No obstante, las circunstancias actuales en las que se mueven las empresas no aconsejan de olvidarse de la *gestión de riesgo a corto plazo* y sustituirlo por la liquidez

Es obvio que ésta, la liquidez, es un instrumento para hacerle frente, pero no el único ni el que siempre está disponible, lo que obliga a la empresa a desarrollar también a corto plazo una política de gestión de riesgos al objeto de minimizarlos.

Por tanto podríamos decir que *el objetivo del circulante tiene una triple vertiente:*

maximizar la rentabilidad,
garantizar la liquidez y
minimizar el riesgo.

Como es lógico tales objetivos han de ser coherentes con la política general de la empresa y no entra en conflicto con ellos.

A continuación detallamos las *cuestiones* más importantes a las cuáles ha de responder la *Política y Gestión del Circulante:*

- ¿Cuál es la dimensión adecuada del activo circulante de la empresa?, ¿qué parte debe financiarse con exigible a corto plazo y qué parte con recurso permanentes?
 - Dentro del exigible a corto plazo, ¿cuál es el potencial de financiación espontánea, procedente de proveedores y de cuentas por pagar?, ¿qué se debe hacer para aprovechar al máximo este potencial?
 - ¿Cuál es el mínimo de tesorería aconsejable?, ¿cómo prever mejor los déficits y superávit de tesorería?, ¿cómo financiar los déficits y cómo reinvertir los superávit de caja?
 - ¿Cuál es la política de crédito a clientes que mejor se adapta a las características y objetivos de la empresa?, ¿es adecuada la política de cobro?, ¿es conveniente introducir o modificar los descuentos por pronto pago o por cantidad?
 - ¿Es interesante el factoring para la empresa?, ¿en qué circunstancias y condiciones?
 - ¿Cuál es el nivel óptimo de stocks?, ¿cómo se interrelacionan la producción y las existencias?, ¿es aconsejable reducir los niveles de stocks?
 - ¿Puede aprovecharse mejor *el* crédito a proveedores?, ¿es mejorable la política de pagos?
 - ¿Cuál es el nivel necesario de financiación bancaria?, ¿existen alternativas?
 - ¿Qué modalidad es más conveniente?, ¿cómo debe plantearse la negociación?
 - ¿Están bien controlados los elementos circulantes?, ¿cómo puede mejorarse *el* control?
- I
- ¿Cuál es el efecto conjunto de una reducción de capital circulante sobre la rentabilidad esperada de la empresa?, ¿y sobre la liquidez?
 - ¿Qué *políticas* de caja, de crédito, de stocks, de proveedores, de financiación a corto plazo deben establecerse?, ¿qué instrumentos son los idóneos para desarrollar estas políticas?

Simplemente al finalizar este epígrafe indicamos las partidas del circulante del *PGC:*

1. Activo Circulante
2. Acreedores a corto plazo (pasivo circulante)

2.2. Política de Existencias.

Las existencias son una parte esencial de la inmensa mayoría de las empresas, por lo que de su tratamiento se deriva *una cuidadosa gestión y planificación*. Su origen proviene de la *estimación de la demanda futura, la cual se hace necesaria antes de establecer los niveles óptimos de existencias*.

Esta circunstancia junto con el hecho de que los errores en el establecimiento de los citados niveles conducen rápidamente a pérdida de ventas o a costes excesivos de mantenimiento, hacen de la *administración de los inventarios una tarea tan difícil como importante*.

Su gestión se centra en cuatro aspectos básicos:

- ¿Cuántas unidades deberían ordenarse o producirse en un momento dado?
- ¿En qué momento debería ordenarse o producirse el inventario?
- ¿Qué artículos de inventario merecen una atención especial?
- ¿Es posible cubrirse contra los cambios en los costes de los artículos?

Es obvio que *si el ciclo de explotación de la empresa adoleciera de retrasos en su consecución las existencias resultarían innecesarias*, pero ello no es así, pues *los retrasos son inevitables y llevan a la necesidad de mantener ciertos niveles de stocks de materias primas* (y también de productos en curso y terminados) para el inicio del proceso de fabricación y su posterior entrega a los clientes.

Debemos, por tanto, analizar la importancia de *los stocks como inversión necesaria, su problemática y su incidencia en los objetivos establecidos por la empresa en términos de rentabilidad*.

Como componente principal de la *Producción*, es necesaria *una adecuada planificación y control de los stocks en cualquier momento del ciclo productivo*. A pesar de su importancia, la inversión en inventarios puede provocar efectos negativos sobre la rentabilidad empresarial. Por ejemplo, una *cuantía elevada* de los mismos, si bien puede evitar una ruptura de stocks y aprovechar los descuentos por volumen, pueden hacer que *la empresa se vea ante una inversión innecesaria por una bajada drástica en la demanda del producto*. O bien por que se vea obligada a utilizar otros materiales de inferior calidad para abaratar costes, que le llevaría a soportar costes de oportunidad y, probablemente, la depreciación y obsolescencia de los mismos.

Dicho de otra forma, *el coste de mantener existencias incluye no solo el coste de almacenamiento y riesgo de deterioro u obsolescencia, sino también el coste de oportunidad del capital, dado por la tasa de rentabilidad ofrecida por otras oportunidades de inversión con riesgo equivalente*.

La misión de la gestión de stocks, en este sentido, es valorar tales beneficios y costes y alcanzar un equilibrio razonable.

Ante dicha realidad, que repercute negativamente en la rentabilidad de la empresa y en los costes de los productos, podríamos preguntarnos cuáles son *las razones que provocan el mantenimiento de stocks*, a lo que enumeramos las siguientes razones:

- . Para hacer frente a la demanda de productos finales.
- . Para evitar interrupciones en el proceso productivo.
- . Por la propia naturaleza del proceso de producción.
- . Para nivelar el flujo de producción.
- . Para obtener ventajas económicas.
- . Por falta de acoplamiento entre la producción y el consumo.
- . Para el ahorro y la especulación.

Actualmente existe una tendencia creciente a la *disminución de stocks por la merma en rentabilidad que producen*. Prueba de ello es creciente importancia alcanzada por las técnicas de *Just in Time* (J.I.T.) y *Material Requirements Planning* (M.R.P.), desarrolladas por los japoneses y americanos, uno de cuyos aspectos básicos es *la disminución al máximo de los stocks*, pudiendo llegar, teóricamente, a su inexistencia.

Sin embargo *esta tendencia aún no disminuye* la relativa importancia de la gestión de stocks, pues, por una parte, *no todas las empresas tienen acceso a la implantación de estas técnicas* por motivos muy variados y, por otra, *no todos los tipos de materiales son susceptibles de ser tratados de igual manera*.

La Gestión de Stocks clásica resulta adecuada solo cuando la demanda de los bienes es independiente, o sea, sujeta a las condiciones del mercado y no relacionados con la de otros artículos.

Sin embargo resulta *inadecuada* cuando *la demanda de los artículos es dependiente, es decir, no que está sujeta directamente a las condiciones del mercado, sino que está relacionada con otros elementos de un grado de complejidad superior* (la necesidad de "componentes" para la composición de un producto final). Es en estos casos cuando se hacen necesarios los sistemas MRP (planificación de necesidades de materiales) como una técnica informatizada de gestión de stocks de fabricación y de programación de la producción, capaz de generar el Plan de Materiales a partir de un Programa Maestro de Producción.

Debido a los subsistemas implicados en *la gestión con existencias*, estas suelen constituir una *fuerza de conflictos en el seno de la empresa* (por ejemplo los subsistemas de operaciones, comercial y financiero, cada uno con políticas específicas y puntos de vista diferentes). A tal posibilidad de conflictos solo se le puede hacer frente tomando como base un enfoque sistémico que tenga en cuenta los distintos subsistemas y sus interacciones, toda vez que de esta forma es posible *cuantificar el impacto de las diversas alternativas de gestión sobre el objetivo fundamental de la empresa*.

2.3. Política de Clientes y otros deudores a corto plazo

La cuentas de clientes y deudores por operaciones comerciales reflejan el volumen de crédito concedido por la empresa a sus compradores, fundamentalmente por la venta de productos o servicios con pago aplazado. Pero esta situación no es lo más deseado por los empresarios, pues todos ellos, sin duda preferirían materializar sus *ventas al contado*. Sin embargo en la práctica ello no es posible, por cuanto *la competencia del mercado ha obligado a establecer políticas crediticias* en las operaciones de venta al objeto de aumentar, o como poco no ver reducida, su cuota de mercado.

No obstante, el empleo cada vez más extendido de las distintas modalidades de tarjetas de crédito, emitidas por las propias empresas o por entidades de crédito ha venido a enriquecer este aspecto crediticio en el cual hay *un aplazamiento del pago pero no necesariamente del cobro*. Por otro lado no es menos cierto que en muchas pequeñas y medianas empresas, la gestión de clientes es casi inexistente por la frecuente utilización de las líneas de descuento comercial