



Finances corporatives per a pimes

ACCIO
Competitivitat per l'empresa

 Generalitat
de Catalunya



Apropem Europa a la teva empresa

Finances corporatives per a pimes

Gener 2012

Avis legal:



Aquesta obra està subjecta a la llicència Reconeixement-No Comercial-Compartir-Igual 3.0 de Creative Commons. Se'n permet la reproducció, distribució i comunicació pública sempre que se'n citi l'autor i no se'n faci un ús comercial. La creació d'obres derivades també està permesa sempre que es difonguin amb la mateixa llicència. La llicència completa es pot consultar a <http://creativecommons.org/licenses/by-nc-sa/3.0/es/deed.ca>

© Generalitat de Catalunya
Departament d'Empresa i Ocupació
Agència de Suport a l'Empresa Catalana, ACC10

ACC10
Passeig de Gràcia, 129
08008 Barcelona
Tel. 93 476 72 00
www.acc10.cat

Autors: Sebastián Barajas, Patricio Hunt i Gloria Ribas
Coordinació i edició: Laia Pes (Servei d'estratègia empresarial ACC10)
Maquetació: El Tinter, SAL (empresa certificada EMAS)

1a edició: gener del 2012
Dipòsit Legal: B. 4010-2012
ISBN:



ÍNDEX

0	Introducció	
	Què pretén aquesta guia i com utilitzar-la? Per què són importants les finances?	
	Què pot aportar la gestió financera a la millora de la meva empresa?	
	Com conèixer millor la meva empresa des de l'òptica de les finances?	5
1	Tenim un bon negoci? Estem retribuïnt adequadament els accionistes? Com pot l'anàlisi econòmica ajudar-nos a millorar l'eficiència i els resultats de l'empresa?	19
2	Tenim una empresa solvent? Quina és la percepció de risc de la nostra empresa? Com podem millorar la solvència i gestionar el risc del nostre negoci?	33
3	Quanta caixa generarà la meva empresa en els propers 5 anys? Què és la planificació financera? Què aporta la planificació financera al meu negoci?	43
4	Quant val la meva empresa? Com puc crear valor per als meus accionistes?	55
5	Puc comprar el meu principal competidor? La compra, la venda o una fusió, són opcions raonables per a la meva empresa?	71
6	Per on comencem? Quines mesures i accions podem posar en marxa per millorar la gestió financera del negoci i tenir una empresa millor i més solvent?	85
7	Annexos	91
	Annex 1: L'anàlisi financera: el Balanç de Situació	92
	Annex 2: Avaluació del risc de l'empresa	101
	Annex 3: El Descompte de Fluxos de Caixa (<i>Discounted Cash Flow</i>)	108
	Annex 4: Càlcul del Cost Mitjà de Capital o WACC (<i>Weighted average cost of capital</i>)	115
	Annex 5: Comparativa dels mètodes de valoració	117
8	Bibliografia recomanada	121

0

Introducció

1. Tenim un bon negoci? Estem retribuïnt suficientment els accionistes?
2. Quina és l'estructura òptima entre capital i deute del meu negoci?
3. Quanta caixa generarem?
4. Quant val la meva empresa avui i quant valdrà d'aquí a cinc anys?
5. Podria comprar algun dels meus principals competidors, proveïdors o clients?



Què pretén aquesta guia i com utilitzar-la? Per què són importants les finances? Què pot aportar la gestió financera a la millora de la meva empresa? Com conèixer millor la meva empresa des de l'òptica de les finances?

A través d'aquesta guia, ACCIÓ pretén oferir una eina senzilla, pràctica i de fàcil ús que faciliti la presa de decisions del propietari, director general o gerent de l'empresa tenint en consideració els aspectes financers. Per tal d'utilitzar la guia de manera eficient es recomana:

- Utilitzar-la de manera integral o per capítols. Els capítols principals (1-6) es poden llegir de forma autònoma i separada o bé correlativament, segons interressi.
- Aprofitar la fàcil aplicabilitat dels conceptes en l'empresa i tenir en consideració els missatges principals que es troben enquadrats.
- Practicar i aprofundir o aclarir conceptes en l'últim apartat dels annexos.

Per què són importants les finances? Què pot aportar la gestió financera a la millora de la meva empresa? Com conèixer millor la meva empresa des de l'òptica de les finances?

Els negocis no es creen per les finances. Un negoci es compon d'un producte i/o un servei que compleix una finalitat per al consumidor. Un bon producte amb una bona xarxa de vendes i distribució és la base d'un bon negoci. No obstant això, encara que les finances no fan a un negoci, no és menys cert que els negocis no es poden fer sense atendre les finances.

A què ens referim amb aquesta afirmació? Doncs bàsicament, les finances són el millor instrument que tenim en la vida empresarial per avaluar i posar racionalitat a qualsevol negoci, de manera que les bones idees es converteixin en negocis sostenibles a llarg termini, que generin un dividend adequat als accionistes, si són empreses amb ànim de lucre o que permetin seguir invertint i creixent en cas que siguin organitzacions amb vocació social; però si no es compleixen aquests dos requisits, els negocis simplement es moren.

Entendre un negoci des del punt de vista de les finances és un requisit imprescindible per a un gerent d'empresa.



No fa gaires anys, la diferència entre una gran empresa multinacional, com podia ser General Motors o IBM i una pime catalana, era enorme. Alguns dels motius que marcaven aquesta gran diferència podrien ser:

- La capacitat d'IBM o GM per incorporar persones amb gran capacitat i talent a la seva empresa.
- La posada en pràctica de tècniques molt avançades de gestió de negocis.
- La capacitat tecnològica i informàtica a l'abast de les grans empreses.
- La potència financera per captar els recursos necessaris per portar endavant noves inversions i continuar creixent.

Avui dia aquestes diferències s'han reduït notablement. Principalment amb els dos aspectes que, potser, eren els més significatius: la capacitat d'incorporar persones amb talent i la capacitat tecnològica. El que fa uns anys era una possibilitat a l'abast d'uns pocs privilegiats com assistir a una escola de negocis, s'ha estès notablement i avui a Catalunya tenim escoles de negocis que poden competir amb les millors del món, per tant, tenim persones qualificades per posar en marxa les tècniques més avançades de gestió.

Respecte a la capacitat tecnològica, és un fet ben establert que avui qualsevol empresa de la mida que sigui té al seu abast tanta capacitat d'emmagatzematge, procés i transmissió de dades com en necessitin, i amb els desenvolupaments d'Internet, encara més i millor.

Per això, gestionar els negocis de manera professional i tecnificada i poder competir en un mercat global, és només un assumpte de voler-ho fer. Aquesta guia vol ser un ajut a la reflexió dels propietaris i gestors de les empreses sobre fins a quin punt aquesta gestió professionalitzada i tecnificada està funcionant a la seva empresa, en l'àmbit concret de les finances.

Les tècniques, eines i models de gestió financera estan força desenvolupats i en ús, des de fa molts anys en les grans empreses, però pràcticament totes aquestes eines i tècniques, amb una mica d'adaptació funcionen i són necessàries a les pimes.

El perfil d'un director general, gerent o propietari (en endavant director general) d'una pime acostuma a ser el d'una persona amb una vessant comercial, esperit emprenedor i capacitat de lideratge, o si parlem d'un emprenedor d'una nova empresa de base tecnològica o científica, podem substituir l'habilitat comercial per una capacitat tècnica o científica, juntament amb un esperit creatiu i innovador. Però aquestes característiques, per tal de poder construir una empresa creixent i sostenible, s'han de completar amb uns coneixements necessaris i imprescindibles de gestió financera.

La gestió financera té dues components, una tàctica, del dia a dia, i una altra estratègica, que acompanya a totes les decisions del negoci, i que podríem dir que és «l'habilitat de raonar i veure el negoci financerament».

La **part tàctica** de la gestió és molt important ja que és la base per conduir el negoci en el dia a dia i sobre la qual es fonamenta la part més estratègica de la direcció general. Es compon de la gestió comptable i de la tresoreria:

La gestió comptable es pot resumir en:

- Una estructura comptable ben establerta, amb un pla comptable ben adaptat a les necessitats pròpies del negoci i un desglossament dels costos i els ingressos en una comptabilitat interna que permeti les anàlisis adients de marges i resultats, per client, per producte, per zona geogràfica, per departament, etc.
- Uns procediments pressupostaris ben integrats en el funcionament de l'empresa. A un any vista, amb el detall corresponent i a 5 anys vista acompanyant els plans d'inversió i creixement.
- Uns sistemes d'informació que permetin la captura, emmagatzematge i procés de les dades del negoci per tal de poder oferir a la gerència la informació de manera acurada i puntual.

I la gestió de la caixa consisteix en:

- Un pressupost de tresoreria anual, que permeti establir les necessitats de finançament a curt termini i negociar amb els bancs la cobertura de la caixa amb les línies més apropiades.
- Unes relacions de confiança amb les institucions bancàries per tal de poder obtenir els serveis financers que requereix l'empresa i el deute que necessita de forma puntual i a preus adequats.
- Una gestió de tresoreria, és a dir, de cobraments i pagaments, ben ordenada, de manera que paguem el dia que ens hem compromès, cobrem també amb puntualitat i puguem cobrir els possibles desajustos de caixa amb finançament flexible del circulat.
- Uns sistemes de gestió de la caixa (tresoreria) que facilitin i simplifiquin aquestes tasques (sistema de comptes a cobrar, comptes a pagar i gestió de tresoreria).

Totes aquestes activitats són responsabilitat del departament financer i del director de finances de l'empresa. I podem dir que avui, al nostre país, tenim un alt nivell de professionals formats en aquestes disciplines; per tant, cobrir correctament aquests aspectes de la gestió és a l'abast de qualsevol empresa.

La segona part, **l'habilitat de raonar i veure el negoci des de l'òptica financera**, és el tema d'aquesta guia, i aquesta habilitat sí que marca la diferència. La incorporació d'aquesta visió a la gestió d'una pime l'apropa a una gran empresa. Un director general d'una gran empresa cotitzada en borsa té, sense cap dubte, aquesta visió. La gestió del valor de l'acció l'obliga a tenir-la. I tot el que ve al darrere està impregnat d'aquesta visió. Doncs bé, per aconseguir els creixements potencials i l'eficiència operativa en una pime es requereix tenir aquesta visió.



La visió financera d'un negoci es concreta en tres temes: la caixa, el risc i el valor. Caixa, risc i valor. No sembla gaire difícil. Si volem gestionar l'empresa amb visió financera hem de pensar en termes de caixa, risc i valor. Veiem una primera aproximació en aquests conceptes:

- La **caixa** és el principal component del «raonament financer». Habitualment les vendes són el que més preocupa als directors generals. És correcte, és el primer que els ha de preocupar, però les vendes són només el principi. El segon tema de preocupació han de ser els marges, i això ja no és tan habitual. Les vendes han de produir beneficis i per aconseguir el màxim benefici s'han de gestionar les operacions amb molta eficiència. Només una quasi obsessió pels marges ens garanteix que l'empresa assoleixi la major eficiència i els millor resultats. I els resultats són el principal component de la caixa. Resultats més amortitzacions equivalen al flux de caixa comptable (*Cash Flow* comptable). La caixa és el que queda disponible per poder adquirir més recursos i seguir creixent, però si la caixa que genera l'explotació es queda aturada en els inventaris, els comptes a cobrar o s'utilitza per tornar els préstecs que tenim concedits, aleshores no queda disponible per a noves inversions. Per tant, tenim una primera relació força interessant que ens diu:

Vendes \Rightarrow Marges \Rightarrow Caixa (resultat net + amortitzacions)

Caixa – (necessitats d'inversió en circulat) – (Inversions d'equipament pel funcionament del negoci) – (pagaments de deute) = *Cash Flow* disponible.

Gestionar tots aquests elements de la caixa és el primer objectiu de la gestió financera. Qualsevol decisió empresarial que la direcció hagi de prendre s'ha de mesurar en relació a la caixa que produirà.

És una primera conseqüència de pensar financerament.

- El **risc** és el segon component de la gestió financera. Podem definir risc com «la incertesa que es produeixi el resultat esperat». Per tant, si apliquem aquest concepte al de generació de caixa, considerant que la caixa és el resultat final de totes les operacions que fem en el negoci, podem dir que el risc de l'empresa està relacionat amb la major o menor incertesa que generi la caixa planejada. Per a una empresa consolidada, en un mercat estable, la probabilitat que no es generi la caixa prevista és més baixa que per a una nova *start-up* de base tecnològica que està desenvolupant un nou producte que encara no té prous clients. Per tant, la segona empresa té major risc que la primera.

El risc és un concepte cabdal en la gestió financera perquè hi ha una relació que es compleix sempre en el món de les finances i que determina moltes, si no totes, les decisions empresarials que es prenen. És el binomi rendibilitat – risc: a més risc més rendibilitat exigiran els inversors. Així doncs, tant per a la captació de nou capital com per a la de deute, el risc percebut pel mercat sobre l'empresa determinarà la seva possibilitat de captar el recursos que requereix per al seu

creixement. Gestionar aquest risc és, doncs, una altra de les missions del director general.

- El tercer element és el **valor**. Quant val un negoci? El valor d'un negoci es compon de la intersecció entre els futurs *Cash Flow* i l'estimació del risc. Un negoci tindrà un valor més elevat en la mesura en què les previsions de caixa futura siguin més o menys elevades i el risc percebut en la seva consecució sigui també més o menys elevat. Previsions de caixa fortes i segures fan que un negoci tingui un valor elevat.

En les pàgines que venen a continuació, presentarem, de manera breu i concisa, els conceptes principals que es necessiten dominar per realitzar una correcta gestió financera des de la perspectiva de la direcció general d'una empresa.

Per organitzar el contingut d'aquesta guia i fer la lectura més fàcil, l'hem estructurat al voltant de les sis preguntes que creiem que resumeixen el que hem anomenat «visió financera del negoci» i que un director general s'hauria de plantejar al menys un cop l'any .

Les sis preguntes a les quals respon aquesta guia i que es corresponen amb cada capítol, són:

1. Estic gestionant un bon negoci? O dit d'altra manera, estem retribuïnt suficientment als accionistes?
2. Tinc una empresa solvent? O dit d'altra manera, quina és l'estructura òptima entre capital i deute de la meva empresa?
3. Quanta caixa generarà la meva empresa en els propers cinc anys i quina capacitat d'expansió del negoci tenim?
4. Quant val la meva empresa?
5. Podria comprar algun dels meus principals competidors, proveïdors o clients?
6. Per on hem de començar per millorar la gestió financera del negoci?



1. TENIM UN BON NEGOCI? ESTEM RETRIBUÏT SUFICIENTMENT ELS ACCIONISTES?

Aquesta pregunta és molt important per a les empreses cotitzades en borsa i pot semblar irrellevant per a les empreses familiars, però no ho és. És evident que una empresa cotitzada es veu en la necessitat de retribuir els seus accionistes perquè mantinguin les accions en les seves carteres d'inversió i no desitgin vendre per comprar-ne d'altres que tinguin un major rendiment, fent que el valor total de l'empresa (capitalització) caigui. És per això que les empreses cotitzades han de tenir una política de dividends estable i planificada. Per la seva banda, però, les empreses familiars també han de considerar aquesta variable.

La pregunta «estic gestionant un bon negoci?» és potser més rellevant per a l'empresa familiar, tot i que té el mateix sentit. Vivim en entorns i mercats molt competitius que es mouen amb un gran dinamisme. Fa només 20 anys podia ser cert que un negoci familiar, estable i ben considerat en el seu mercat local, no tingués gaires preocupacions de futur, però avui això no és possible: les empreses ja no competeixen en mercats locals perquè tots els mercats són globals. Per tant, parar-se a reflexionar sobre com de bo i atractiu és el meu negoci per als meus accionistes és un exercici important, tot i que només hi hagi, avui, un únic accionista, o tots els accionistes siguin membres de la mateixa família.

Un principi de gestió, fàcil d'implantar i d'analitzar, és que els fons invertits en l'empresa, siguin quins siguin, han de tenir un retorn adequat, coherent amb la lògica del mercat, ja que si aquests no estan donant una rendibilitat raonable, sempre hi haurà una alternativa d'inversió més adequada en què posar els recursos.

L'empresari familiar no inverteix amb una mentalitat especulativa ni surt del seu negoci quan troba millors oportunitats de col·locar els fons. Ara bé, el que sí que ha de tenir present és que el negoci no pot estar sistemàticament donant rendibilitats molt baixes. Això és un símptoma clar de problemes greus a l'empresa que requereixen la seva atenció i resolució. Les baixes rendibilitats obtingudes de manera sistemàtica són un clar indicatiu d'un negoci moribund.

La rendibilitat d'un negoci no es limita només a «guanyar diners», sinó a calcular si els diners guanyats guarden una proporció correcta amb la inversió realitzada.

L'indicador de la rendibilitat per als accionistes s'anomena per les seves sigles angleses ROE (*Return on Equity*) i es calcula dividint el resultat net pels fons propis.

Per tant, tenim aquí un primer indicador sobre el qual posar la nostra atenció financera i fer una primera avaluació.

Qualsevol empresari pot fer aquest càlcul i comprovar si el resultat dóna una xifra raonable en funció de les alternatives d'inversió sense risc. Per exemple, l'any

2011, en què els tipus d'interès del deute públic alemany està al voltant del 3,4% i es considera de baix o nul risc d'impagament, el rendiment d'un negoci pime en mercats altament competitiu hauria de donar un rendiment almenys 4 vegades superior, és a dir un 14%. Aquest rendiment s'hauria de convertir en un objectiu a assolir en estratègia financera i del negoci.

La rendibilitat financera del negoci té dues components; per una banda el resultat net, que s'obté, any rere any, del compte de resultats; i d'altra banda, els fons propis, que s'acumulen al balanç segons la política de dividends de l'empresa i dels resultats que s'obtenen. Ambdues magnituds mereixeran una àmplia consideració en les properes pàgines.



2. QUINA ÉS L'ESTRUCTURA ÒPTIMA ENTRE CAPITAL I DEUTE DEL MEU NEGOCI?

Una vegada ens hem preguntat sobre l'atractiu del nostre negoci per als accionistes i hem esbrinat la manera de fer-lo més atractiu de forma continuada, ens toca revisar si la nostra empresa té un patrimoni equilibrat i quina és la capacitat que tenim per afrontar possibles ensurts en el futur.

Aquesta segona pregunta es respon analitzant l'estructura de balanç que té una companyia en un moment donat i avaluant el grau d'equilibri patrimonial, que ens indica l'estabilitat financera de l'empresa.

Per afrontar el futur amb confiança, una empresa ha de ser solvent. Aquest concepte està força ben definit en l'àmbit de les finances, tot i que de vegades, en situacions especials dels mercats, quan es produeix el que s'anomena una «bolla especulativa», hi ha una certa tendència a oblidar-se'n.

Un patrimoni equilibrat és aquell que guarda unes determinades relacions entre les seves partides d'inversió i els seus recursos, i entre els recursos propis, els fons que els accionistes han confiat als gestors i el deute que els bancs i els mercats financers presten a l'empresa.

L'estructura òptima entre capital i deute s'anomena «equilibri financer» o patrimonial i fa que una empresa estigui millor o pitjor capacitada per afrontar les situacions imprevistes dels negocis. O dit d'un altra forma, fa que l'empresa suposi un menor risc per als accionistes, proveïdors, bancs i treballadors. L'equilibri patrimonial és un repte per a la gestió de l'empresa i correspon al gerent i a la propietat.

Tractarem amb més profunditat aquests temes en el corresponent capítol, però unes primeres indicacions sobre l'equilibri patrimonial i la solvència de l'empresa serien les següents:

- Una empresa és tant més solvent en la mesura en què compleix uns requisits molt fàcils d'analitzar:
 - L'actiu del seu balanç reflecteix el valor real de les inversions.
 - Els fons propis representen la meitat dels recursos que té l'empresa.
 - El negoci genera, de manera sistemàtica, uns resultats nets positius i una caixa (*Cash Flow*) també positiva.

- La solvència és un punt de partida i un requisit per construir el futur. Les empreses tenen plans de creixement que requereixen inversions, i la seva capacitat de captar nous recursos per poder finançar l'expansió està directament relacionada amb la seva solvència actual.
- La solvència s'ha de mantenir en el temps. És a dir, una empresa ha de mantenir sempre un mínim equilibri patrimonial, tot i que estigui en un fort pla de creixement aprofitant bones oportunitats de mercat. Això vol dir que el creixement en base a l'endeutament té un límit, i que el recurs a nou capital ha d'acompanyar la capacitat de captar deute per finançar el creixement.



3. QUANTA CAIXA GENERAREM?

En l'àmbit empresarial és molt més comú parlar de beneficis que de caixa. Això és perquè tenim una cultura més comptable que financera. La comptabilitat porta molts anys entre nosaltres i «els beneficis» són un concepte comptable molt arrelat. No obstant això, el concepte de benefici no és suficient. En primer lloc perquè el benefici és una «convenció comptable» és a dir, una empresa pot declarar més o menys beneficis fent alguns assentaments comptables de manera diferent. Ens referim als assentaments d'amortitzacions, provisions, activació de despeses i inversions, etc.

Dins dels principis comptables acceptats, aquests assentaments són possibles i lícits, però poden canviar substancialment el resultat (benefici) del període. Pel contrari, la caixa no es pot canviar. Un cop l'empresa ha realitzat tots els moviments d'ingressos i pagaments corresponents al període, el que queda a la caixa és allò de què l'empresa disposa per executar les decisions del negoci. La caixa no enganya, i per això és la font final i més important de creixement del negoci.

Es preguntarà el lector si el benefici és un concepte que ha quedat obsolet i s'ha de descartar. La resposta és rotundament NO. En cap cas seria aquest el missatge, ja que el principal component de la caixa continua sent el benefici i aquest es genera a partir d'una bona xifra de vendes amb bons marges. Però cal recordar que la caixa és més que el benefici i que n'hi ha altres factors que hi influeixen i que cal tenir en compte per portar una correcta gestió financera.

Una idea important és que la caixa és la variable que utilitzen els financers mentre que el benefici és una variable que utilitzen els comptables i els fiscalistes. Per a un bon financer, la caixa actual i futura que generarà l'empresa és la principal variable de gestió.

Però si la caixa que generem avui és important, molt més important és conèixer o preveure la caixa que generarem en el futur. Les empreses tenen plans de futur que suposen inversions, creixement de les vendes, millora dels marges, etc. i que requereixen nous fons de finançament, en forma de capital o deute. Aquesta combinació de capital i deute demanarà la seva retribució, per una banda en forma de dividends, el capital; i per l'altra en forma de re-pagament del principal i pagament de l'interès acordat, el deute. Per poder estimar la generació futura de caixa, definir correctament la proporció de capital i deute que necessitem i convèncer els proveïdors d'ambdós recursos que val la pena invertir en el negoci, necessitarem fer un exercici de «planificació financera», construint els comptes de resultats, els balanços i els estats de caixa previsionals futurs amb unes hipòtesis de negoci ben explícites i ben argumentades.

La planificació financera és, doncs, l'exercici que acompanya un pla de negoci i que ens permet saber:

- Quants fons i en quin moment els necessitarem per finançar el creixement.
- Quanta caixa generarem i si podem tornar o no el deute que necessitem.
- Quin equilibri patrimonial tindrem en cada circumstància i què hem de fer per mantenir-lo.
- Com és d'atractiu el negoci per als inversors.

El futur de l'empresa depèn de la caixa que es generarà i és un bon exercici tenir sempre aquesta informació actualitzada.



4. QUANT VAL LA MEVA EMPRESA AVUI I QUANT VALDRÀ D'AQUÍ A CINQ ANYS?

La quarta pregunta que s'ha de fer, almenys un cop l'any, el director general, és conèixer el valor de la seva empresa i com està evolucionant en el temps. Alguns autors de llibres de *Management* han definit, clarament, que la principal funció d'un gerent és crear valor per a l'accionista. Probablement no sigui la principal missió, però no hi ha dubte que és una funció important. El valor d'una empresa és conseqüència del seu bon funcionament i, per això, és un altre indicador de bona gestió. Un empresari que té una empresa no cotitzada (les cotitzades coneixen la seva valoració cada dia) ha de tenir un mètode i una disciplina per anar seguint l'evolució del valor de la seva empresa.

En general hi ha una forta confusió a l'hora de valorar un negoci. Tots creiem que el nostre negoci té un gran valor, i quan es viuen temps de forts creixements econòmics i de mercats financers inflacionistes (el que anomenem la «bombolla»), la percepció del valor augmenta desproporcionadament. El fet és que la compravenda d'empreses és una activitat bastant habitual en el món econòmic i que les transaccions es fan un cop valorats els negocis. Per tant, podem assumir que existeixen unes tècniques ben establertes que permeten aproximar el valor d'un negoci.

Tot i això, val a dir que hi ha dues formes principals de valorar un negoci:

- **Valorant el passat de l'empresa.** És a dir, per a empreses que tenen un passat estable de benefici i no tenen plans de creixement futur, el seu valor es pot calcular sobre les dades financeres d'avui aplicant mètodes relativament senzills.
- **Valorant el potencial de creixement futur de l'empresa.** En aquest cas, quan l'empresa té uns plans de futur ben definits i prometedors, la manera de valorar és més sofisticada i requereix de la planificació financera i l'estimació de la generació futura de caixa. Temes, tots aquests, que tractarem en el capítol corresponent.

5. PODRIA COMPRAR ALGUN DELS MEUS PRINCIPALS COMPETIDORS, PROVEÏDORS O CLIENTS?

Com ja s'ha mencionat en paràgrafs anteriors, actualment els mercats són globals, el comerç internacional copa tots els punts del planeta i les mercaderies es mouen d'una punta a l'altra del globus a la recerca dels consumidors. Tots els productes competeixen de manera ferotge amb altres productes que arriben de ben lluny, produïts a països amb costos de mà d'obra molt baixos i amb qualitat suficient per ser acceptats pels consumidors.

Per defensar-se d'aquesta competència, les empreses, seguint una lògica industrial, han d'invertir per aconseguir millors productes a menors costos. Per a això, han de vendre més, han de trobar nous mercats a l'exterior, en qualsevol part del món, i tot això suposa un principi molt simple i alhora molt important.

La mida de l'empresa importa. La grandària dóna eficiència i produeix economies d'escala que ajuden a competir.

Els sectors madurs tenen una forta tendència a concentrar-se. Exemples clars els tenim en la banca, les elèctriques o en les empreses d'automòbils. Els grans conglomerats industrials són així perquè la mida genera sinergies i economies d'escala. Per tant, quan una empresa sent una forta pressió competitiva en el seu sector, que l'obliga a prendre decisions arriscades per aconseguir nous mercats i realitzar fortes inversions industrials, s'ha de plantejar seriosament guanyar grandària. D'aquí la importància dels processos de fusions i adquisicions, que si bé han funcionat durant molts anys per a les grans empreses, cada vegada més s'estan convertint en una necessitat per a les empreses de totes les mides.

Un director general ha de tenir una posició clara i meditada sobre el perquè sí o el perquè no de la bondat de fusionar la seva empresa o comprar a algun dels seus competidors per guanyar mida i competir millor.

Aquestes cinc preguntes resumeixen la reflexió financera que un empresari o director general, s'ha de fer periòdicament per tenir una visió financera del seu negoci, que complementi la visió comercial i d'operacions. En els següents capítols desenvoluparem amb més profunditat els cinc temes que hem presentat en aquesta introducció. Afegim el sisè capítol, per donar resposta a quines accions i mesures hem de posar en marxa per millorar la gestió financera del negoci, presentem un qüestionari senzill que permeti al director general avaluar l'estat de gestió financera de la seva empresa.

1

Tenim un bon negoci? Estem retribuïnt adequadament els accionistes? Com pot l'anàlisi econòmica ajudar-nos a millorar l'eficiència i els resultats de l'empresa?

- 1.1. L'anàlisi econòmica del negoci:
El compte de resultats
- 1.2. L'organització de la informació
- 1.3. L'anàlisi del compte de resultats
- 1.4. Ebitda, benefici i *Cash Flow*
- 1.5. La retribució als accionistes i la política
de dividendes



Aquesta primera pregunta pot semblar massa simple i fàcil de respondre, però no ho és. En primer lloc hauríem de poder definir què entenem per un «bon negoci». I la primera pista la tenim en la pregunta que acompanya: estem retribuït adequadament els accionistes? Per a una empresa cotitzada a la borsa de valors, aquesta pregunta és una constant, i cada dia, el president de la companyia esmorza amb la darrera cotització del valor de l'acció, coneixent l'impacte que té per a l'empresa. Però en una empresa mitjana o petita, familiar, rarament es formula aquesta pregunta amb la suficient contundència.

És evident que la resposta té un marge important de subjectivitat i que cadascú pot fer el que més li convingui amb el seu negoci. Però l'objectiu d'aquesta guia és ajudar a la reflexió i per això proposem la següent definició:

Un bon negoci és aquell que compleix els següents requisits:

- Té unes vendes creixents en el temps de manera constant.
- Obté uns bons marges sobre les vendes.
- Obté un benefici repartible que justifica el capital invertit, tot i que el benefici no es reparteixi i es mantingui com a reserves per fer créixer el propi negoci.
- Té un balanç solvent.

Un dels objectius del director general d'una empresa és clarament contribuir de manera constant i sistemàtica a que el negoci compleixi més i millor els requisits esmentats.

No són només les vendes el que importa, tot i ser imprescindibles, sinó que també són clau els marges, la rendibilitat dels fons propis i la solvència.

En aquest capítol ens preocuparem d'analitzar la part econòmica, les vendes i els marges, i en el següent tractarem la solvència i la rendibilitat.

Considerant que les vendes són un tema comercial i això és una guia financera, però donat que les vendes són la raó de ser del negoci, parlarem de vendes des d'una òptica purament financera, fent el nexa d'unió entre la part comercial i la financera del negoci.

Per gestionar les vendes, els marges i els resultats, tenim una eina que no per coneguda i habitual és sempre ben utilitzada i ben entesa: ens referim al compte de resultats.



El compte de resultats ens ha de permetre respondre les següents preguntes que són de gran importància per al futur i la bona direcció del negoci:

- Tinc els resultats adequats al nivell de vendes que hem assolit?
- Tinc uns resultats comparables amb els dels meus competidors?
- A quins mercats, amb quins clients i amb quins productes estic obtenint millors resultats?

Per poder respondre necessitem treballar la informació comptable d'una manera analítica i sistemàtica que no sempre es té a l'abast. Pensem que el Pla general de comptabilitat està encara més pensat per donar informació a tercers (bancs, administracions públiques, proveïdors, accionistes, etc.) que per a la gestió interna. Addicionalment, hem de pensar que de vegades, les corrents i modes del *management* ens condueixen a desenvolupar eines força sofisticades, com els quadres de comandament, i perdem de vista els fonaments de la informació més vàlida i rellevant per a l'empresa.

Considerem que el compte de resultats és una eina de gestió financera, que està a l'abast de tothom, i que pot contribuir, ben utilitzada, a la millora dels resultats.

1.1. L'ANÀLISI ECONÒMICA DEL NEGOCI: EL COMPTE DE RESULTATS

El compte de resultats és el primer dels estats financers que ha de mirar-se un director general per determinar la situació de l'empresa. Un compte de resultats ens indica la situació econòmica del negoci i l'eficiència amb la qual opera.

Imaginem un negoci que en els darrers dos anys ha passat de facturar 1.800.000€ a 3.000.000€ i de guanyar 120.000€ a 130.000€. Podem dir que el negoci ha millorat?

Un diagnòstic acurat, segons la informació en el quadre adjunt, seria:

- Hem augmentat un 67% vendes: Positiu
- Hem perdut un 7% de marge brut sobre vendes: Negatiu
- Hem crescut un 27% en estructura: Molt negatiu
- Hem guanyat 10.000€ més (un 8% més): Positiu
- Hem perdut 3 punts de benefici d'exploració s/vendes: Molt Negatiu

	Any 2		Any en curs		
Vendes	1.800.000,0	100%	3.000.000,0	100%	67%
Costos directes	1.350.000,0	75%	2.450.000,0	82%	81%
Marge Brut	450.000,0	25%	550.000,0	18%	
Costos estructura	330.000,0	18%	420.000,0	14%	27%
Benefici de explotació	120.000,0	7%	130.000,0	4%	8%

Aquesta breu anàlisi ens indica que les «bones notícies» no són tan bones si ens mirem el compte de resultats amb més deteniment. En els negocis, el que compta és el resultat; és evident que per fer un resultat més gran es requereixen vendes més elevades, però els marges i els costos són de gran importància en la gestió. Quan creixem sacrificant marges hem d'estar molt segurs del que fem.

No és un fet inusual que moltes pimes creixin en vendes però mantinguin uns marges baixos i decreixents, posant així en perill el futur de l'empresa, per manca d'eficiència. Deixant de banda que les vendes han de créixer i que aquesta és una responsabilitat del departament comercial, anem a analitzar com fer servir la informació econòmica per millorar l'eficiència i la productivitat. Dos fets que són de gran importància per poder competir a llarg termini.



1.2. L'ORGANITZACIÓ DE LA INFORMACIÓ

Per realitzar una bona anàlisi, s'ha d'organitzar la informació de manera que puguem abastar el que és important amb un resum d'una sola pàgina. Per això s'ha de:

- Organitzar la informació «en cascada» començant per la línia de dalt amb la xifra de vendes i organitzant cap avall els costos i els diferents marges que ens aporten informació a l'anàlisi.
- Posar una columna de percentatges per a cada any, de manera que puguem veure la informació tant en valors absoluts com percentuals en relació a la xifra de vendes. A aquesta estructura l'anomenen «anàlisi marginal».
- Tenir una bona tècnica comptable que permeti correlacionar els ingressos amb les despeses de cada període, periodificant i aprovisionant adequadament i portant una bona valoració dels inventaris.

Per fer una bona anàlisi del negoci hem de fer un bon disseny del format de la informació. Aquest format dependrà, doncs, del tipus de negoci, però en termes generals, el que ens interessa analitzar, en qualsevol negoci, és el següent:

- L'evolució de les vendes.
- El marge brut s/vendes (vendes menys costos directes).
- El cost de l'estructura.
- El marge brut d'exploració (Ebitda en termes anglosaxons i internacionals)

Aquests són els elements fonamentals de l'anàlisi econòmica d'un negoci i tot empresari els ha de tenir sempre ben presents per tal de fer un diagnòstic acurat de la seva situació, contemplant aquests elements en conjunt i mirant sempre que els marges siguin creixents o estables.

Avui en dia els anomenats ERP (Enterprise Resource Planning) proporcionen a les empreses la capacitat de poder obtenir les dades en el format en què es requereixi. Així, per definir un compte de resultats de gestió útil per a la direcció i la millora del negoci, es pot fer servir el següent exemple tret d'una bodega que produeix i ven vins:

TENIM UN BON NEGOCI? ESTEM RETRIBUÏT ADEQUADAMENT ELS ACCIONISTES?

XYZ. SA	Any -1		Any -2		Any en curs	
Vendes de vi	5.286.114	95,15%	6.263.034	97,23%	7.259.347	99,97%
Vendes de raïm	345.786	6,22%	455.678	7,07%	567.432	7,81%
Altres Ingressos	134.888	2,43%	160.867	2,50%	160.867	2,22%
Descomptes comercials	211.445	3,81%	438.412	6,81%	725.935	10,00%
Total vendes netes	5.555.344	100,00%	6.441.167	100,00%	7.261.711	100,00%
Compres de raïm	137.391	2,47%	125.945	1,96%	559.630	7,71%
Altres matèries primeres	1.624.397	29,24%	1.673.129	25,98%	1.723.323	23,73%
Costos directes de personal	638.886	11,50%	659.025	10,23%	679.699	9,36%
Total cost de producció	2.400.674	43,21%	2.458.099	38,16%	2.962.652	40,80%
Personal de vendes	553.853	9,97%	570.469	8,86%	696.706	9,59%
Comissions	264.306	4,76%	313.152	4,86%	362.967	5,00%
Transport	211.445	3,81%	438.412	6,81%	725.935	10,00%
Total cost de vendes	1.029.604	18,53%	1.322.033	20,52%	1.785.608	24,59%
Total costos directes	3.430.278	61,75%	3.780.132	58,69%	4.748.260	65,39%
Marge brut de les vendes	2.125.066	38,25%	2.661.035	41,31%	2.513.451	34,61%
Personal d'estructura	441.500	7,95%	495.493	7,69%	510.358	7,03%
Despeses generals	345.987	6,23%	435.678	6,76%	756.453	10,42%
Provisions per tràfic	168.293	3,03%	185.122	2,87%	403.263	5,55%
Total costos d'estructura	955.780	17,20%	1.116.293	17,33%	1.670.074	23,00%
Benefici brut d'explotació (Ebitda)	1.169.286	21,05%	1.544.742	23,98%	843.377	11,61%
Amortitzacions	497.650	8,96%	695.789	10,80%	586.435	8,08%
Benefici net d'explotació (EBIT)	671.636	12,09%	848.953	13,18%	256.942	3,54%
Resultats financers	301.028	5,42%	378.726	5,88%	412.544	5,68%
Resultats extraordinaris					346.353	4,77%
Benefici net abans d'impostos (BAI)	370.608	6,67%	470.226	7,30%	-501.955	-6,91%
Impost de societats	129.712,7	2,33%	164.579,3	2,56%	-175.684,3	-2,42%
Resultat net	240.895	4,3%	305.647	4,7%	-326.271	-4,5%

Un compte de resultats ben organitzat, amb una periodicitat mensual i amb un seguiment no superior a tres setmanes després de cada tancament de mes, és una eina de primer ordre per a la gestió del negoci i mereix ser revisat puntualment per tot l'equip directiu.



1.3. L'ANÀLISI DEL COMPTE DE RESULTATS

Un cop organitzada la informació, i puntualment disponible, no més enllà de la tercera setmana del mes següent, podem procedir a l'anàlisi d'una manera ordenada i sistemàtica.

Els tres temes que més importen del compte de resultats i que són els primers que s'han de revisar són: les vendes, el marge brut sobre vendes i el cost de l'estructura. Una bona anàlisi sobre aquests tres paràmetres ens donarà molta informació sobre el funcionament del negoci.

- **Les vendes.** El compliment o no compliment de l'objectiu de vendes és el primer indicador a revisar. Pel simple fet que la resta de l'empresa està organitzada per produir i vendre una determinada xifra i si no s'assoleix, tindrem problemes. Les vendes es materialitzen en unitats de productes venudes a un preu concret a uns determinats clients. No perdem de vista això, perquè és el següent nivell d'anàlisi que necessitarem.
- **El marge brut sobre vendes.** Aquest és el primer indicador de gestió important. Les vendes *per se* no tindrien raó de ser si no aportessin un marge positiu i quan més positiu millor. De fet, un negoci amb un marge brut negatiu no té cap sentit i haurà de tancar. Per tant, tenim una primera conclusió important i és que un objectiu de vendes ha d'anar sempre acompanyat per un objectiu de marge brut, i s'han de gestionar conjuntament, prenent les decisions adequades en cada moment.

Complir el resultat de vendes a costa del marge brut ha de ser una decisió conscient per raons ben argumentades i no pot ser mai una simple conseqüència de la dinàmica de l'equip comercial o de la ineficiència en la producció.

Quan una empresa compleix l'objectiu de vendes en unitats, el marge brut es pot deteriorar per una combinació dels següents factors que s'han de tenir molt en compte:

- La disminució de preus de venda, directament o a través de descomptes especials.
- L'encariment de les matèries primeres i les compres.
- La ineficiència en la producció.
- L'encariment o la ineficiència en el transport.

Quan el marge brut es deteriora, la direcció ha d'actuar, però és molt més saludable actuar constantment i de manera sistemàtica sobre els factors que incideixen sobre el marge brut. No només ens hem de preocupar de les vendes, tot i ser molt importants; tampoc hem d'oblidar que les vendes han d'aportar un marge, si no creixent, al menys constant en termes percentuals.

Per tal de mantenir un marge brut sobre vendes estable o creixent, es poden posar en marxa algunes de les següents accions:

- Revisar la política de preus i actuar en conseqüència, reduint, mantenint o incrementant els preus, i decidint si sacrificuem vendes per tal de mantenir els marges.
- Revisar la política de descomptes. A qui i per què estem oferint descomptes per damunt del que és raonable?
- Revisar els preus de les compres i buscar fonts alternatives.
- Revisar els processos de producció per detectar ineficiències i millorar els processos de manera contínua i sistemàtica.
- Analitzar els marges bruts de cada producte i gestionar el mix de productes de l'empresa. Eliminar els que tenen marges bruts decreixents, substituint-los per altres de més marge.
- Analitzar el marge brut per client. Gestionar aquells clients que fan disminuir el marge i eliminar els clients que tenen marges molt baixos o negatius.

Totes aquestes activitats són complexes i requereixen força atenció, i són vitals per mantenir la competitivitat de l'empresa a llarg termini.

Un concepte clau a l'hora de gestionar el marge brut i mantenir la competitivitat de l'empresa a llarg termini és el de la **productivitat**. Lamentablement, no és un concepte gaire arrelat en la nostra cultura i és poc habitual sentir-ne parlar més enllà de declaracions generals. La productivitat fàcilment es pot obtenir i analitzar a partir del compte de resultats, sent el marge brut un primer indicador de gran utilitat.

Ser més productiu vol dir «fer més amb menys». Per tant, si som capaços de produir i vendre més unitats mantenint els mateixos costos de producció estarem sent més productius i millorarem el marge de les vendes. La millora de la productivitat és un objectiu en si mateix i la direcció de l'empresa hauria de tenir una especial sensibilitat vers aquest tema, ja que a mitjà i llarg termini, la tendència natural dels mercats en competència és reduir els preus, i l'única manera que ens queda de defensar el marge de les vendes i la supervivència del negoci és millorant constantment la productivitat.



El cost de l'estructura. Un cop hem analitzat els resultats propis de les operacions de produir i vendre, hem de fixar-nos en l'altre gran element del compte de resultats que són els costos d'estructura.

Una pregunta que un director general s'ha de fer constantment és la següent: tinc els costos d'estructura que necessita el meu negoci? Si l'empresa té un Ebitda negatiu, és evident que els costos d'estructura superen el marge brut sobre vendes i que tenim un problema greu, però això no ens diu si el problema és que tenim un marge brut molt baix o una estructura massa pesada.

Hi ha dues accions que es poden prendre per analitzar aquesta situació. La primera és comparar els costos d'estructura de la nostra empresa amb els dels nostres principals competidors. Això pot no ser fàcil perquè la informació comptable pública del registre no distingeix entre costos directes i d'estructura. En cas de poder fer-ho, aquesta anàlisi ens donaria una informació directa per començar a situar el diagnòstic sobre l'adequació de la nostra estructura.

La segona acció és calcular dues ràtios que ens donaran bona informació sobre el problema: el punt d'equilibri del nostre negoci (*break even point*) i la ràtio d'eficiència.

1. El punt d'equilibri de l'explotació el definim com el volum de vendes mínim que necessitem per cobrir els costos que tenim, en funció del marge brut percentual que obtenim de les vendes (el punt d'equilibri del negoci es calcula d'igual manera però afegint les amortitzacions i els costos financers).

- $PdE = CE / \%MB$

On:

- PdE és el punt d'equilibri.
- CE són els costos d'estructura en milers de euros
- MB és el percentatge de marge brut que estem obtenint.

Seguint l'exemple que hem presentat més amunt podem fer aquest càlcul tal com es mostra en el següent quadre:

	Any -1	Any -2	Any en curs
Punt d'equilibri de l'explotació.	2.515.210	2.722.666	4.771.640
Costos d'estructura	955.780	1.116.293	1.670.074
% MB	38%	41%	35%
Punt d'equilibri del negoci	4.616.995	5.343.435	7.625.866
Total costos estructura, amort. i finances	1.754.458	2.190.808	2.669.053
% MB	38%	41%	35%
Ràtio d'eficiència	45%	42%	66%
Costos d'estructura	955.780	1.116.293	1.670.074
Marge brut	2.125.066	2.661.035	2.513.451

El càlcul ens indica que per cobrir els costos d'estructura de l'any -1, necessitem tenir unes vendes mínimes de 2.515.210€, si tenim un marge brut del 38% ($955.780 \text{ €} / 0,38 = 2.515.210\text{€m}$)

Si incloem les amortitzacions i els costos financers, amb el mateix marge brut, les vendes han de ser superiors per poder arribar al punt mort.

Fent aquests senzills càlculs, podem començar a posar sentit a l'anàlisi de si l'estructura és massa pesada, en funció de la capacitat de generar vendes en el futur mantenint el MB actual, si hem de millorar el MB mantenint un creixement menor de les vendes, si hem de reduir l'estructura de l'empresa o una combinació de les tres alternatives.

2. La ràtio d'eficiència de l'estructura es calcula dividint els costos d'estructura pel marge brut obtingut en euros.

En l'exemple que estem utilitzant, l'eficiència es deteriora quan els costos d'estructura augmenten i el marge brut creix moderadament i per sota de l'augment dels costos d'estructura.

En l'exemple que presentem, la pèrdua d'11 punts d'eficiència ens dona una clara pista que, si no estem molt convençuts que serem capaços de créixer en vendes i mantenir i millorar els marges, fins tornar a la ràtio de 45%, hem pres decisions sobre la mida de l'estructura que han estat incorrectes. Carregant l'empresa amb uns costos d'estructura que no aporten creixement al negoci i deterioren l'eficiència i els marges.

Per tant, per gestionar l'eficiència i reduir el punt d'equilibri tenim tres camins:

- Augmentar les vendes.
- Millorar el percentatge de MB.
- Reduir els costos d'estructura.

En tot cas, els costos d'estructura són un element de gestió constant de la direcció. L'estructura es justifica en la mesura que ajuda a aconseguir més negoci. Per tant, podem dividir aquests costos en dues parts.

- 1.** Costos d'estructura directament relacionats amb l'increment de vendes: com poden ser els del departament comercial central, les despeses de màrqueting, relacions públiques, assistència a fires, viatges comercials, etc. Aquests costos són necessaris tot i que són sempre optimitzables i l'anàlisi ha de contemplar amb quina efectivitat estem incorrent amb aquest costos i com podem optimitzar la despesa.
- 2.** Costos de suport al negoci. Ens referim als costos d'administració, de tecnologia, secretàries, lloguer, assessories externes, etc. Tot i que són necessaris pel funcionament del negoci són, de tots, els més prescindibles i els que han d'estar més optimitzats. L'externalització d'algunes d'aquestes funcions ajudarà a reduir i fer variables aquestes despeses permetent una major flexibilitat.



1.4. EBITDA, BENEFICI I CASH FLOW

Fins aquí ens hem estat referint als resultats d'exploració o Ebitda. La resta del compte de resultats contempla els següents elements: les amortitzacions, els costos financers, els resultats extraordinaris i els impostos.

El resultats extraordinaris, tal com el seu nom indica, són fruit d'un imprevist, a favor o en contra, un ingrés o una despesa, que no es repetirà de manera contínua en el temps.

Les amortitzacions són fruit de les inversions en actius fixos i els interessos depenen del grau d'endeutament de l'empresa i dels tipus de interès del moment. Tots dos són, a curt termini, bastant fixos i amb poc marge de maniobra.

Els impostos, en puritat, no són un cost. Són una transferència de renda a l'Estat, segons les lleis fiscals vigents, i una sortida de caixa.

La relació entre l'Ebitda i el resultat net final és el que fa que, per a la majoria dels analistes financers, aquesta magnitud del compte de resultats sigui la més significativa. L'Ebitda és una magnitud comptable que ens diu la caixa que genera l'empresa fruit de l'exploració del seu negoci, sense tenir en compte la política d'amortitzacions, l'endeutament ni les lleis fiscals. El pas de l'Ebitda al resultat net està influït per tots aquests elements que poden canviar substancialment el resultat final segons la tècnica comptable que s'apliqui.

Vegem-ho amb més detall:

CONCEPTES	Factors d'«impacte» en el resultat final
Ebitda = Benefici brut d'exploració	
- Amortitzacions	Política d'amortitzacions
- Provisions	Antiguitat dels actius Política de provisions agressiva o conservadora
EBIT = Benefici net d'exploració	
- Interessos	Volum del deute tipus d'interès
BAI = Benefici abans d'impostos	
- Impostos	Optimització de la política fiscal
= Resultat net	

Aplicant, doncs, els criteris comptables i fiscals, obtenim el resultat net, que és la base fonamental de la generació de caixa junt amb les amortitzacions.

Des de l'òptica financera, hem d'analitzar el resultat final de l'exercici en relació a la caixa generada i per això hem de fer els següents raonaments:

- *Cash Flow* comptable = Resultat net + amortitzacions
- *Cash Flow* net (*free Cash Flow*) = *Cash Flow* comptable – inversions netes en actius circulants – inversions en immobilitzat (necessàries pel funcionament actual de l'empresa). Així tenim que el que ens queda disponible per fer créixer el negoci és el *Cash Flow* net. Magnitud que des de l'òptica financera del director general hem d'avaluar si és suficient o no.



1.5. LA RETRIBUCIÓ ALS ACCIONISTES I LA POLÍTICA DE DIVIDENDS

Hem analitzat el compte de resultats i hem seguit un procés de raonament per arribar al resultat net del període i ja sabem com avaluar si tenim un bon negoci i com millorar-lo, però no hem contestat a la segona pregunta que ens havíem formulat: estem retribuïnt correctament als accionistes? Per fer-ho tindríem que desglossar la pregunta en tres parts:

- És un resultat prou bo?
- Quant hem de retenir a l'empresa i quant podem repartir?
- Què prefereixen els nostres accionistes?

Per determinar si el resultat és prou bo i completar l'anàlisi del compte de resultats, podem seguir el següent raonament:

- Comparar el resultat en valor absolut (milers d'euros) amb els resultats dels anys anteriors. És evident que quant més gran millor. Aquesta anàlisi no té gaire misteri però ens ajuda a veure si anem en una direcció ascendent o descendent.
- Comparar el resultat net amb els dels nostres competidors. Aquesta comparació en termes absoluts és poc significativa si les xifres de vendes són disperses. Per tant, és millor fer la comparació en termes relatius (percentatge sobre vendes) i comprovar com compara el resultat net final sobre vendes amb els dels nostres competidors.
- Relacionar el resultat net amb els fons propis de l'empresa. Aquesta ràtio s'anomena RFP, rendibilitat sobre els fons propis o ROE, de l'anglès Return on Equity.

Per tant, fent aquestes anàlisis veurem si estem obtenint un marge sobre vendes prou bo i quina és la rendibilitat que estan obtenint els nostres accionistes.

Seguint l'exemple anterior anem a calcular el ROE dels Cellers XYZ SA.

	Any -1	Any -2	Any en curs
Resultat net (del compte de resultats)	240.895	305.647	-326.271
Fons propis (del balanç)	4.204.096	4.584.227	4.317.076
ROE = RN/Fons propis	6%	7%	-8%

Veiem que el ROE es mou al voltant del 7%, tot i que en l'any en curs és negatiu per haver entrat l'empresa en pèrdues. És, doncs, evident que en l'any en curs invertir en Cellers XYZ és un mal negoci si no ens presenten un pla de negocis sòlid i ben argumentat per al futur. Però és un 7% un ROE acceptable pels accionistes?

La resposta és que no. I la justificació és la següent. Si les inversions sense risc estan oferint un 3,4% de rendibilitat, bons del tresor alemany a 20 anys, una inversió amb risc en una empresa que pot entrar en pèrdues hauria de donar una rendibilitat de al menys entre 3 i 4 vegades superior, tot i que la percepció del risc és subjectiva i dependrà de cada inversor. Però podríem dir que per a una empresa de les característiques de XYZ, SA un 15% de ROE seria la rendibilitat mínima requerida, magnitud que el director general ha de tenir ben present.

Els accionistes de Cellers XYZ es trobaran davant d'un dilema bastant comú en pimes: si deixen els beneficis reinvertits i no tenen cap garantia que els retorns futurs esperats (ROE) siguin suficientment atractius, estaran fent un mal negoci. Per tant, seria millor retirar dividendes i invertir-los en millors oportunitats de rendibilitat que ofereix avui el mercat. Però per altra banda, si els retiren, posen amb clar risc de fallida el futur de l'empresa i ho poden perdre tot.

Per això és tan important tenir una visió financera del negoci. Si el director no fa res i els fons invertits tenen, sistemàticament, una rendibilitat fora de mercat, tard o d'hora l'empresa ho pagarà.

Per finalitzar aquest capítol volem presentar una dita, molt popular en el món de les finances, que recull molt bé els principals missatges que hem volgut transmetre en aquest capítol:

**Les vendes són vanitat, el marges són salut
i la caixa és la realitat.**

2

Tenim una empresa solvent? Quina és la percepció de risc de la nostra empresa? Com podem millorar la solvència i gestionar el risc del nostre negoci?

- 2.1.** Els mercats financers: l'anàlisi de riscos a la banca
- 2.2.** Les «cinc C» del crèdit
- 2.3.** La gestió del risc a l'empresa



La vida econòmica té cicles. Hi ha anys en què l'economia creix, altres en què s'estabilitza i finalment hi ha èpoques en què l'economia cau i decreix. En funció de la posició en el cicle econòmic, la política monetària fluctua i la disponibilitat de liquiditat pot ser major o menor, havent moments en què la demanda de crèdit és molt superior a la liquiditat del mercat. En aquestes situacions de falta de liquiditat, es veu clarament quines empreses aconseguen el finançament bancari que necessiten i a quines empreses els és més difícil l'accés al crèdit. La posició, més o menys forta, d'una empresa davant de l'accés al crèdit, no és aleatòria, sinó que respon a un esquema d'anàlisi ben fonamentat i estructurat. És l'anàlisi que apliquen els departaments de risc de les entitats financeres.

Una bona gestió financera ha de contemplar el perfil de risc de l'empresa per poder gestionar les relacions bancàries de la manera més adequada, coneixent tant els seus punts forts com les seves limitacions, i gestionar ambdues per aconseguir que el risc percebut pel mercat sigui el mínim o que la solvència de l'empresa sigui la més gran possible.

Quan ens referim a gestionar el risc, en l'entorn empresarial, ens estem referint, fonamentalment, al risc financer. És a dir, a la probabilitat que l'empresa no assolixi els nivells previstos de caixa en el futur i que, com a conseqüència, no pugui fer front a les seves obligacions davant de tercers. Si una empresa es troba en una situació en què els creditors comencen a dubtar de la seva solvència, la percepció de risc augmentarà proporcionalment i l'empresa trobarà dificultats per renovar el crèdit que bancs i proveïdors l'hi han concedit i es trobarà en dificultats per continuar amb les operacions corrents del negoci, comprar, produir i vendre els seus productes. Per tant, veiem que gestionar correctament el risc és de cabdal importància per al funcionament actual i futur de l'empresa.

L'eina més útil per gestionar el risc de l'empresa és l'anàlisi patrimonial del balanç de situació, en el seu doble vessant: l'anàlisi del grau d'equilibri patrimonial i la capacitat de l'empresa per fer front als pagaments a curt termini.

En aquest capítol considerem que el lector està prou familiaritzat amb les eines d'anàlisi del balanç i per tant no les inclourem aquí. Per aquell lector que vulgui revisar els conceptes fonamentals de la tècnica financera d'anàlisi d'un balanç, pot trobar un ampli resum a l'Annex 1 d'aquest document.



2.1. ELS MERCATS FINANCERS: L'ANÀLISI DE RISCOS A LA BANCA

El negoci financer és conceptualment molt senzill. Per una banda, el banquer pren diners en préstec dels estalviadors, pagant un preu que anomenen tipus d'interès. Per l'altra, col·loca aquests diners, en forma també de préstecs, a les empreses que necessiten diners per finançar les seves inversions. Aquests diners són pres-tats a un tipus d'interès superior i amb el marge guanyen un benefici.

Però abans de prestar diners, els banquers han d'estar segurs que el creditor té la capacitat de tornar-los. I per tant, analitzen, amb rigor i profunditat, el risc del cre-ditor. És per aquest motiu que en el negoci bancari, l'anàlisi de riscos és un dels processos més importants.

Volem presentar a continuació, de manera senzilla i completa, els conceptes bà-sics que fan servir les entitats financeres (els mercats) per decidir la concessió o no d'un préstec i el preu al qual es concedirà. Recordem la màxima que ja hem vist i que resumeix molt bé el pensament financer: «a més risc, més rendibilitat» exigi-rà l'inversor. És a dir, les empreses que ofereixin un risc menor trobaran més crèdit a millors preus.

Prenem l'exemple de la banca perquè és el més professionalitzat, però els matei-xos raonaments valen per a altres proveïdors. La capacitat de negociar terminis de cobrament més llargs, inclús acceptant un càrrec d'interessos, dependrà de l'anà-lisi del risc que faci el departament financer del proveïdor, si és una gran empresa amb procediments financers sofisticats o si demana una anàlisi de risc a un orga-nisme oficial o empresa especialitzada.

Entenent com pensen els professionals del crèdit, podrem prendre les mesures internes per gestionar adequadament el risc de la nostra empresa i obtenir les millors condicions en quantitats i preus del finançament que necessita el negoci.

2.2. LES «CINC C» DEL CRÈDIT

En el món dels analistes de riscos, existeix un model, anomenat «les cinc C» que resumeix de manera clara i concreta els conceptes fonamentals d'aquesta activitat. Les 5 «C» es prenen de cinc apartats que els analistes de riscos investiguen per concedir un préstec, i té el seu origen en les paraules angleses que detallem a continuació:

- *Cash Flow* (Capacitat de repagament)
- *Capital*
- *Character*
- *Conditions*
- *Collateral* (*Garanties*)

Cash Flow (capacitat de repagament)

El primer i més important aspecte que revisa un analista de riscos per a la concessió d'un préstec, és, com no podia ser d'altra manera, la capacitat que té el prestatari per tornar-lo. I aquesta capacitat es reflecteix en la caixa futura que el negoci generarà i la probabilitat que això succeeixi. És important remarcar que la banca presta en funció de la caixa, no del patrimoni. La banca anglosaxona, amb anys de tradició i sistemàtica en aquests negocis, resumeix aquest principi en un parell de frases ben conegudes en el món bancari i financer: «We lend on *Cash Flows*» o «*Cash Flow is happiness*».

El primer aspecte és, doncs, poder demostrar que l'empresa està generant i continuarà generant un flux de caixa suficient, que permetrà fer front als compromisos de pagaments adquirits.

La millor manera de demostrar-ho és presentant un pla de negoci acompanyat d'un exercici de planificació financera. Aquest tema el tractarem amb més amplitud en el capítol següent. Però si no tenim cap d'aquests dos instruments, un analista farà servir dades històriques i estimarà la caixa futura de l'empresa, de manera molt més conservadora. Per tant, analitzarà la caixa generada durant els darrers exercicis i la projectarà cap al futur de manera estable, considerant que l'empresa no augmentarà la seva generació de caixa.

Quan es treballa amb la hipòtesi d'estabilitat, per facilitar l'anàlisi, es calculen un parell de ràtios molt significatives, que relacionen el deute amb la generació de caixa, i que s'han de tenir sempre presents:



1. Deute financer net (DFN) / Ebitda: És el més utilitzat per la seva senzillesa. Aquesta ràtio dóna una idea aproximada de quants anys trigaria una empresa en retornar tot el seu deute, segons l'Ebitda que està generant. Una ràtio de DFN / Ebitda igual a 3, s'interpreta com que l'empresa trigaria aproximadament 3 anys en cancel·lar el seu deute si dediqués tota la caixa que genera a aquest fi.

Normalment, es considera que una ràtio de DFN / Ebitda s'ha de situar entre 2 i 3, i excepcionalment pot arribar a 4. Es sol mirar conjuntament amb la ràtio de palanquejament financer.

2. Ràtio de cobertura del servei del deute (RCSD) = Cash Flow abans del servei del deute / (principal + interessos). Entenent per *Cash Flow* la suma de benefici net més les amortitzacions, quan l'empresa es estable (si hi ha inversions previstes o canvis significatius en l'estructura de circulat, l'analista les tindrà en compte).

Aquesta ràtio indica quin percentatge de la caixa generada es dedicarà a tornar el deute. Se sol considerar que una ràtio de RCSD en el rang 1,30 és el mínim acceptable. Per sota d'aquests valors el risc d'impagament és elevat. Per tant un banc considera que l'empresa no té capacitat d'absorbir nou deute quan aquesta ràtio estigui en 1,30 o per sota.

Capital

El segon element a analitzar és la solvència patrimonial de l'empresa. Recordem que per solvència patrimonial entenem que el balanç de l'empresa mostra un equilibri entre les seves masses patrimonials, de manera que:

- Els actius fixos estan finançats amb capital.
- Els actius circulants estan finançats amb finançament a curt termini.
- El deute a llarg termini es fa servir com a substitut del capital o del deute a curt termini, sempre i quan la ràtio d'endeutament (Exigible total/Fons Propis) se situï en un valor entre 1 i 2.

Tenir un balanç equilibrat és una condició important per minimitzar el risc de l'empresa.

El capital compromès en una empresa és important per a l'anàlisi del risc, per dues raons:

1. Una empresa ben capitalitzada té més probabilitats de poder transitar amb èxit per situacions imprevistes de disminució de generació de caixa, perquè té major probabilitat que la banca li doni nou finançament. Per tant, una bona capitalització donarà més temps als gestors per poder prendre les mesures correctores en cas de problemes en el negoci.
2. Quan un creditor mira el percentatge de capital, implícitament està mirant el nivell de compromís de l'accionista, en termes de quants diners ha invertit en la

seva empresa. És raonable pensar que si les coses van malament, un accionista que hagi invertit molts diners en l'empresa estarà més involucrat en salvar-la, perquè té molt a perdre, que un accionista que gairebé no hagi invertit el seu propi capital o que hagi retirat els beneficis en forma de dividends de manera continuada. És a dir, els prestamistes accepten el joc del risc, però volen compartir el risc amb la propietat de l'empresa de manera equitativa.

Juntament amb l'anàlisi del capital s'analitzen també qui són els accionistes. Els aspectes que interessin per avaluar el risc són els següents:

- **Qui són els accionistes de l'empresa?** La solvència personal dels accionistes i la seva capacitat de fer noves ampliacions de capital en cas de necessitat són aspectes importants per limitar el risc. Per exemple, empreses cotitzades en borsa que han tingut èxit en darreres ampliacions de capital es consideren de menor risc que una empresa familiar en la que els accionistes han retirat bona part dels beneficis i no han estat capaços de crear un patrimoni personal amb el qual presentar-se a una possible i necessària ampliació de capital.
- **Quin és el grau de dispersió entre els accionistes?** En aquest cas, empreses amb un accionariat ampli i poc organitzat, com poden ser empreses familiars de tercera o quarta generació, que no tenen un protocol familiar ben establert o un accionista de referència, són avaluades de més risc que empreses amb un accionariat més concentrat i amb un accionista de referència o un nucli dur que controli la presa de decisions estratègiques.
- **Com es prenen les decisions?** L'existència d'un consell d'administració professional i un equip de gestió de contrastada competència redueixen la percepció del risc.

Tots aquests aspectes més qualitius sobre els posseïdors de les accions se solapen amb el següent element de l'anàlisi que presentem a continuació.

Caràcter (en anglès *Character*)

Les empreses són organitzacions formades per persones, i encara que sigui difícil afirmar que una empresa té «caràcter», no és tan estrany pensar que, al final, les decisions de pagar o no pagar els deutes les prendran les persones a càrrec de l'empresa i per tant el grau de fiabilitat, honorabilitat i confiança que ofereixin aquestes persones serà fonamental per al prestamista a l'hora de concedir un préstec.

Una empresa amb bon «caràcter», des del punt de vista d'una entitat financera, és aquella que és transparent, sap explicar les coses com són, no amaga informació, no menteix, i si alguna cosa surt malament, avisa amb anticipació a l'entitat, per poder gestionar-la.



El tenir bon «caràcter» implica, també, que l'equip directiu o l'empresari, fa, positivament, tot el possible per pagar els deutes de l'empresa. És quan les coses van malament que es coneix el veritable caràcter d'una empresa.

El bon «caràcter» es demostra amb els anys. És important entendre que si una empresa mai o gairebé mai ha estat endeutada és més difícil demostrar o predir si aquesta atindrà el pagament dels seus deutes en moments de dificultats, o saber amb quin esperit s'enfronta l'empresa a les dificultats. La relació d'una entitat financera amb l'empresa no és diferent a la de l'empresa amb els seus proveïdors. Els anys de mútua col·laboració i experiència fonamenten una relació de confiança, que és necessària per a les èpoques de dificultats. Reunions periòdiques, semestral, amb les entitats bancàries amb què es treballa, són necessàries per fomentar aquesta mútua confiança.

Condicions

El següent element del model és entendre les característiques de l'empresa i les de l'entorn en què opera i el risc que aquest entorn suposa.

L'anàlisi consisteix en els següents elements, que són avaluats pels analistes (si el lector té interès a avaluar la seva empresa, pot trobar un qüestionari en l'Annex 2 d'aquesta guia):

- 1. Mida de l'empresa.** Empreses petites són avaluades d'alt risc, mentre que les molt grans ho són de baix risc.
- 2. Fase de vida del sector industrial** en què opera. S'avaluen els sectors emergents i molt madurs com d'alt risc i els sectors en clar creixement o creixement constant com de baix risc.
- 3. Sectors amb cicles molt marcats** o volatilitat són avaluats com d'alt risc.
- 4. Nivell de competència.** Quan el sector té molts competidors té més risc que quan l'empresa actua en monopoli.
- 5. Quota de mercat.** Si l'empresa està entre les cinc primeres del seu sector, és avaluada de baix risc. Per contra, si té una quota marginal és considerada d'alt risc, per la facilitat de perdre vendes o defensar els marges.
- 6. Producte.** Empreses amb productes ben diferenciats de la competència o gran capacitat d'innovació són considerades de menor risc ja que poden defensar millor els marges, que empreses que tenen productes molt poc diferenciats, com poden ser els fabricants de «marques blanques».
- 7. Clients.** Un alt grau de concentració de clients és de més risc que tenir una cartera diversificada.
- 8. Proveïdors.** El mateix raonament. Una empresa que depèn d'un únic proveïdor entra molt més risc que la que té fons diversificades d'aprovisionament.

9. **Equip professional.** La solvència i experiència de l'equip és una garantia per gestionar i minimitzar els riscos.
10. **Sistemes de control.** Una empresa tecnificada, capaç de presentar informació acurada i puntual, es considera de menys risc que una altra que porti la comptabilitat manual i faci només un tancament anual.
11. **Relació amb la banca (*pool*/ bancari).** La quantitat de bancs amb què treballa l'empresa és important. Una empresa que treballa amb un sol banc pot tenir més dificultats per aconseguir un finançament extra urgent que un altra que divideix el seu risc entre 3 o 4 bancs.
12. **La sofisticació bancària.** Empreses amb poca «cultura financera» que només fan servir productes tradicionals es consideren de més risc que aquelles que han après a fer servir l'àmplia gama de productes que ofereix el mercat (*leasing*, *renting*, *factoring*, finançament d'importacions, anticipacions d'exportació, etc.).

Collateral (garanties)

Finalment queda una última categoria d'anàlisi del risc i en aquest cas sí que s'analitza el patrimoni de l'empresa, és a dir, si la generació de caixa falla, quines garanties patrimonials addicionals pot fer servir el deutor per pagar els seus deutes?

En general, l'entitat financera està interessada en aquesta garantia com a font secundària de pagament.

Aquestes garanties addicionals són molt variades i en molts casos es poden fer operacions financeres amb garanties dissenyades a la mida de l'operació. Alguns exemples serien:

- Els comptes a cobrar, que es fan servir com a garantia de finançament del circulant.
- Els inventaris, que es poden fer servir de garantia en operacions d'importació a gran escala de matèries primeres quan els preus han caigut.
- La maquinària, que és garantia en operacions de *leasing* o *renting*.
- Els terrenys o edificis, que són objecte de garanties hipotecàries.
- Un flux de cobraments futurs pignorats a favor del banc, molt habitual en operacions de *project finance* quan hi ha flux d'ingressos segurs, per exemple de l'administració pública.



2.3. LA GESTIÓ DEL RISC A L'EMPRESA

Un cop revisats els elements que afecten la percepció de risc d'una empresa ens podem preguntar: què poden fer el gerent i l'equip directiu per millorar la gestió de risc.

Revisem cadascun dels elements i esbrinem les possibles accions:

- 1. Cash Flows.** Garantir els *Cash Flows* futurs té dues components. La primera és entendre el model de negoci i de generació de caixa actual a l'empresa, tal i com hem fet en el capítol anterior. Aquest és un pas previ necessari per establir les bases de futur, havent pres les decisions correctes per millorar el funcionament del negoci. La segona part és desenvolupar un pla de negoci que inclogui les activitats d'inversió, millora de l'eficiència i creixement que la direcció vol impulsar, juntament amb un exercici de planificació financera, tal com veurem en el proper capítol.
- 2. Capital.** Gestionar la solvència patrimonial de l'empresa, fixant una política d'endeutament prudent, en funció de les necessitats de fons previstes en el futur. Ha d'anar acompanyada d'una política de dividends que tinguin en compte aquestes necessitats de fons futurs. Un balanç desequilibrat es pot suportar durant un temps limitat i suposa un risc cert. Per tant, l'equilibri patrimonial és un objectiu de primera magnitud per a un empresari que vulgui crear un negoci sostenible. En aquest àmbit tenim també l'organització de l'accionariat, la constitució d'un protocol familiar si cal, un consell d'administració professional i un equip directiu experimentat.
- 3. Caràcter.** La transparència financera amb els proveïdors de crèdit és una condició necessària per gestionar el risc percebut. Tenir uns estats de comptes auditats i reunions freqüents amb els principals finançadors són activitats importants a realitzar per la gerència o per la direcció financera. Tenir una presentació actualitzada del negoci, que expliqui les fites estratègiques que s'han assolit i que s'estan assolint, és un document de comunicació de primer nivell per gestionar el risc. Les entitats financeres agraeixen que se'ls expliqui amb claredat la situació real del negoci i els plans que té l'empresa per solucionar els problemes. L'experiència així ho demostra. Per greus que hagin estat els problemes durant una crisi, les empreses que han gestionat correctament aquest aspecte, han aconseguit solucions financeres satisfactòries.
- 4. Condicions.** La gestió de les condicions del negoci forma part del plantejament estratègic de l'empresa. Molts dels elements que hem presentat són susceptibles de gestió: la cartera de clients, la de proveïdors, la diferenciació de productes, la quota de mercat, els sistemes de control, la gestió del *pool* bancari i tenir un equip directiu de primer nivell. Gestionar a llarg termini no es limita només a aprofitar les oportunitats que van sorgint, sinó que demana incloure tots aquests aspectes en el pla de negoci.
- 5. Collateral** (garanties). Finalment queda la gestió del patrimoni de l'empresa, fonamentalment el patrimoni immobiliari, que es pot fer servir com a garantia addicional en situacions compromeses. La gestió del patrimoni en una empresa familiar és més un tema d'advocats i fiscalistes, tot i que té un potencial impacte financer important.

3

Quanta caixa generarà la meva empresa en els propers cinc anys? Què és la planificació financera? Què aporta la planificació financera al meu negoci?

3.1. Requeriments per fer la planificació financera

3.2. La planificació financera com a eina per a la presa de decisions



En els dos capítols anteriors hem revisat les eines financeres que tenim al nostre abast, per diagnosticar la situació actual de l'empresa. És a dir, el punt de partida sobre el qual construir els projectes de futur.

Avaluar la salut del nostre negoci en termes de la capacitat actual de generar caixa, de la seva solvència per afrontar projectes futurs i de la percepció de risc que té el mercat sobre nosaltres és, només, una condició necessària, però no suficient per garantir o propiciar el creixement tant en vendes, com en marges i en caixa.

El següent pas és planificar les properes accions que volem endegar per fer créixer el negoci. Aquest exercici de planificació se sol anomenar **planificació estratègica**.

Les empreses, com les persones, es troben, en un moment de la seva vida, amb unes circumstàncies concretes, que venen determinades per les decisions preses anteriorment i en front d'unes oportunitats de futur que demanen determinats cursos d'acció. Quan les coses funcionen bé, es fa difícil parar-se a pensar i planificar. Però quan les coses es comencen a torçar, és més que convenient fer-ho.

Un exercici de planificació, en el món empresarial, es pot dividir en tres elements que tenen una seqüència temporal i una correlació lògica entre ells: reflexió estratègica, Confecció d'un pla de negoci i planificació financera. Depenent de la situació de cada negoci es requerirà més o menys temps i esforç, en cada una de les etapes esmentades.

La reflexió estratègica és un exercici de profunditat, a través del qual, l'empresa es planteja les bases sobre les quals està en el mercat i les regles amb què competeix. No és fàcil dir quan és necessari fer un exercici d'aquest tipus, que comporta un gran esforç per part de tot l'equip de direcció i, més concretament, del propi director general. Però hi ha uns indicadors prou evidents per detectar problemes que requereixen grans solucions: caiguda constant de vendes, reducció de marges, dificultats per captar i retenir nous clients, dificultats per treure nous productes i serveis al mercat, increment de la competència que s'enduen els nostres clients... Tots aquests símptomes són clarament indicadors de la necessitat de fer una reflexió en profunditat, tot i que si no es fa a temps, pot ser massa tard. Per això, és tan important utilitzar les eines i el raonament analític que hem presentat, analitzant els «números» amb rigor, i anticipar tendències que ens permetin detectar els potencials problemes amb als primers símptomes.

Tot i això, una reunió de l'equip directiu, llarga, d'un cap de setmana, ben preparada, un cop a l'any, mínim, per revisar l'estratègia, és totalment aconsellable.



El pla de negoci és un element executiu. Es ben cert que una reflexió estratègica no es pot implementar sense tenir un bon pla de negoci. Però es pot fer un bon pla de negoci sense necessitat d'una reflexió estratègica profunda i formal. De fet, ens atreviríem a dir que totes les empreses haurien de tenir un pla de negoci, ben formalitzat, a un horitzó de tres a cinc anys, revisat anualment. El pla de negoci inclou les activitats a posar en marxa, en el termini convingut, per fer créixer el negoci d'una manera ordenada: objectius de nous clients, productes i mercats, millores de marges, inversions en noves plantes, adquisicions d'empreses, etc. Un pla de negoci és, doncs, un document de fixació d'objectius, comunicació entre l'equip directiu i coordinació i comunicació entre tota l'empresa.

El pla financer és l'eina que ens donen les finances per validar la bondat i viabilitat del pla de negoci. Val a dir que un pla de negoci és poc creïble si no va acompanyat d'un pla financer sòlidament construït. Un pla financer es compon dels següents elements previsionals: els comptes de resultats, els balanços de situació i els estats de caixa (*Cash Flows*). Tots tres són necessaris.

El pressupost anual és la concreció tàctica final, per a l'any en curs, de tot el procés de planificació de l'empresa.

Com que aquesta és una guia financera, un cop presentat el pla financer dins del marc de la planificació de l'empresa, ens concentrarem a revisar els elements principals d'aquest procés de gestió, que ens ha d'ajudar a comprovar la viabilitat futura de la nostra empresa i a gestionar els tres elements que configuren les finances corporatives: caixa, risc i valor.

3.1. REQUERIMENTS PER FER LA PLANIFICACIÓ FINANCERA

L'exercici de planificació financera és una responsabilitat del director financer per ser treballada conjuntament al comitè de direcció. La creació d'un model, en fulls de càlcul és una feina complexa i laboriosa, tot i que un cop feta, servirà per molts anys, facilitarà enormement la feina dels següents exercicis i permetrà la simulació d'escenaris de manera senzilla.

Els comptes de resultats (CdR) previsionals. La primera peça del model, en ordre de construcció, són els comptes de resultats futurs. La comptabilitat produeix els comptes de resultats passats i ens dona informació útil i vàlida sobre les relacions entre ingressos, costos i marges, però per tal de construir un model de planificació es requereix un exercici molt valuós: revisar en profunditat el model de negoci amb què treballa la nostra empresa.

Per poder construir els CdR previsionals, el director financer necessitarà:

- **Un pla de vendes.** Detallant unitats de producte i preus de vendes, així com la política de descomptes que es vol aplicar. És molt aconsellable que el pla de vendes tingui el seu propi full en el model, que contingui totes les variables que impacten en les vendes, per poder simular i crear escenaris.
- **El model de negoci.** Inclou tota la sèrie de relacions de producció, en valor unitari, que són necessàries per construir els comptes de resultats: La relació de costos directes de producció, matèries primeres, peces i components, mà d'obra directe, etc., per unitat de producte. Els costos fixos de producció. La relació de costos logístics per unitat de producte. I els costos d'estructura detallats per departament.

Una empresa que vulgui fer aquest exercici per primer cop ha de tenir en compte que hi ha una feina d'anàlisi i preparació important per poder construir aquesta part del model, però que és de gran utilitat, ja que obliga a revisar amb molta profunditat totes les relacions del model de negoci, fent-les clarament explícites i permetent descobrir importants punts forts i punts dèbils.

Models de negoci n'hi ha molts i molt variats i el format d'aquesta primera part de la planificació financera canviarà substancialment si estem analitzant un negoci B2B o B2C; o si l'empresa és del sector industrial, comercial o de serveis.

A efectes il·lustratius, per concretar de què estem parlant, presentem a continuació un exemple d'una empresa de serveis de logístics i de transport, que utilitzarem per il·lustrar els conceptes i models que presentarem en aquesta guia.



L'empresa Transports Internacionals de Líquids SA; (TILSA) és un operador logístic, amb base a Barcelona i operacions als principals ports del món, on hi ha trànsit de productes derivats del petroli. El seu negoci consisteix a transportar aquests derivats en tancs per emmagatzemar líquids, equivalents als contenidors per transportar productes manufacturats. Proporcionen un servei complet, recollint els líquids on el client els demana, llogant els contenidors, transportant-los per mar i lliurant-los on el client necessiti. L'empresa té un ambiciós pla d'expansió que requereix de fortes inversions en compres de nous tancs i el departament financer ha iniciat el procés de fer un exercici de planificació financera per veure la viabilitat del projecte.

Comptes de resultats	Any en curs		Any +1		Any +2		Any +3		Any +4		Any +5	
			1		1		1		1		1	
Ingressos operatius			1		1		1		1		1	
Transport de tancs	29.801.030	79,7%	39.472.491	82,5%	42.350.308	80,1%	45.293.394	80,3%	49.523.454	80,7%	53.375.074	81,3%
Magatzem de tancs	5.940.674	15,9%	4.750.000	9,9%	6.800.316	12,9%	7.272.896	12,9%	7.952.130	13,0%	8.320.967	12,7%
Serveis de transitaris		0,0%	1.940.307	4,1%	1.998.238	3,8%	2.058.185	3,6%	2.099.349	3,4%	2.141.336	3,3%
Altres ingressos	1.656.336	4,4%	1.675.000	3,5%	1.725.528	3,3%	1.777.294	3,2%	1.812.840	3,0%	1.849.097	2,8%
Total ingressos operatius	37.398.040	100,0%	47.837.798	100,0%	52.874.390	100,0%	56.401.770	100,0%	61.387.773	100,0%	65.686.474	100,0%
Lloguer de tancs	7.936.926	21,2%	7.202.813	15,1%	8.437.697	16,0%	9.151.864	16,2%	10.017.621	16,3%	11.228.474	17,1%
Despeses de magatzem	4.642.239	12,4%	6.118.236	12,8%	6.767.922	12,8%	6.490.837	11,5%	6.685.562	10,9%	6.886.129	10,5%
Transport per terra	6.210.661	16,6%	8.289.223	17,3%	8.537.900	16,1%	8.794.037	15,6%	9.057.858	14,8%	9.329.594	14,2%
Transport per mar	9.368.895	25,1%	13.321.966	27,8%	13.721.625	26,0%	14.133.274	25,1%	14.557.272	23,7%	14.993.990	22,8%
Altres costos	2.976.323	8,0%	2.225.624	4,7%	3.991.132	7,5%	4.110.865	7,3%	4.234.191	6,9%	4.361.217	6,6%
Cost de les vendes	31.135.044	83,3%	37.157.862	77,7%	41.456.275	78,4%	42.680.877	75,7%	44.552.504	72,6%	46.799.403	71,2%
Personal	3.328.850	8,9%	4.444.797	9,3%	4.578.141	8,7%	4.715.485	8,4%	4.856.950	7,9%	5.002.658	7,6%
Altres costos d'estructura	986.222	2,6%	1.561.700	3,3%	1.608.551	3,0%	1.656.808	2,9%	1.706.512	2,8%	1.757.707	2,7%
Total costos operatius	4.315.072	11,5%	6.006.497	12,6%	6.186.692	11,7%	6.372.293	11,3%	6.563.461	10,7%	6.760.365	10,3%
Ebitda	1.947.924	5,2%	4.673.439	9,8%	5.231.424	9,9%	7.348.601	13,0%	10.271.807	16,7%	12.126.705	18,5%
Amortitzacions	813.783	2,2%	1.094.045	2,3%	1.935.956	3,7%	1.935.956	3,4%	1.935.956	3,2%	1.935.956	2,9%
EBIT	1.134.141	3,0%	3.579.394	7,5%	3.295.467	6,2%	5.412.644	9,6%	8.335.851	13,6%	10.190.749	15,5%
Despeses financeres	891.851	2,4%	1.411.911	3,0%	806.429	1,5%	520.268	0,9%	289.294	0,5%	131.593	0,2%
Despeses/ingressos extraordinaris		0,0%		0,0%		0,0%		0,0%		0,0%		0,0%
EBT	242.290	0,6%	2.167.483	4,5%	2.489.038	4,7%	4.892.377	8,7%	8.046.557	13,1%	10.059.156	15,3%
Impostos	98.119	0,3%	715.269	1,5%	821.383	1,6%	1.614.484	2,9%	2.655.364	4,3%	3.319.521	5,1%
Resultat net	144.172	0,4%	1.452.214	3,0%	1.667.655	3,2%	3.277.892	5,8%	5.391.193	8,8%	6.739.634	10,3%

Els balanços de situació. Si la construcció dels comptes de resultats és laboriosa i requereix d'una anàlisi inicial amb certa profunditat, els balanços són pràcticament iguals per a tots els sectors i tots els negocis.

És important construir els balanços perquè un dels temes que ens interessa analitzar és l'equilibri patrimonial i la seva evolució. I veure com gestionem la solvència i el risc de l'empresa.

Per construir el balanços necessitem informació que està a l'abast del departament financer. Bàsicament:

- Les condicions de cobrament i pagament per construir els saldos de les partides del circulant.
- Els venciments del deute financer i els seus tipus de interès.
- El pla d'inversions. Les inversions són molt importants per al pla financer perquè són, de llarg, les consumidores de caixa més importants.

Presentem a continuació, seguint amb l'exemple, els balanços previsionals de TILSA.

ACTIU	Any en curs		Any +1		Any +2		Any +3		Any +4		Any +5	
Tank Containers	14.153.943	55,1%	14.153.943	57,8%	24.321.243	73,2%	24.321.243	76,3%	24.321.243	76,3%	24.321.243	76,3%
Equipament d'oficina i informàtic	3.043.928		3.043.928		3.043.928		3.043.928		3.043.928		3.043.928	
(Depreciació acumulada)	-1.305.060	-5,1%	-2.399.105	-9,8%	-4.223.953	-12,7%	-6.048.801	-19,0%	-7.873.649	-24,7%	-9.698.498	-30,4%
Total actius materials	15.892.811	61,8%	14.798.766	60,5%	23.141.218	69,6%	21.316.370	66,9%	19.491.522	61,2%	17.666.673	55,4%
Actius intangibles	1.111.076	4,3%	1.111.076	4,5%	1.111.076	3,3%	1.111.076	3,5%	1.111.076	3,5%	1.111.076	3,5%
(Amortització acumulada)		0,0%	0	0,0%	-111.108	-0,3%	-222.216	-0,7%	-333.324	-1,0%	-444.432	-1,4%
Total actius immaterials	1.111.076	4,3%	1.111.076	4,5%	999.968	3,0%	888.860	2,8%	777.752	2,4%	666.644	2,1%
Total actius	17.003.887	66,1%	15.909.842	65,0%	24.141.186	72,6%	22.205.230	69,7%	20.269.274	63,6%	18.333.317	57,5%
Clients	6.838.760	26,6%	7.863.748	32,1%	8.691.681	26,2%	9.271.524	29,1%	10.091.141	31,7%	10.797.776	33,9%
Actius financers a curt termini		0,0%		0,0%		0,0%		0,0%		0,0%		0,0%
Altres actius corrents	1.247.604	4,9%	397.604	1,6%	397.604	1,2%	397.604	1,2%	397.604	1,2%	397.604	1,2%
Total actius a curt termini	8.086.364	31,5%	8.261.352	33,8%	9.089.285	27,4%	9.669.128	30,3%	10.488.745	32,9%	11.195.380	35,1%
Caixa i tresoreria	615.507	2,4%	295.732	1,2%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	6.058.550	19,0%
Total actiu	25.705.758	100%	24.466.926	100%	33.230.470	100%	31.874.358	100%	30.758.018	100%	35.587.248	100%

(continua)



PASSIU	Any en curs		Any +1		Any +2		Any +3		Any +4		Any +5	
Capital	4.499.926	17,5%	4.499.926	18,4%	4.499.926	13,5%	4.499.926	14,1%	4.499.926	14,1%	4.499.926	14,1%
Reserves	36.403	0,1%	180.575	0,7%	1.632.788	4,9%	3.300.444	10,4%	6.578.336	20,6%	11.969.529	37,6%
Resultats any fiscal	144.172	0,6%	1.452.214	5,9%	1.667.655	5,0%	3.277.892	10,3%	5.391.193	16,9%	6.739.634	21,1%
Fons Propis	4.680.501	18,2%	6.132.714	25,1%	7.800.370	23,5%	11.078.262	34,8%	16.469.455	51,7%	23.209.089	72,8%
Deute amb bancs a llarg termini	3.261.311	12,7%	2.175.287	8,9%	1.089.263	3,3%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Deute leasing compra tancs	7.151.493	27,8%	6.223.420	25,4%	5.220.108	15,7%	3.070.091	9,6%	2.137.242	6,7%	1.224.951	3,8%
Passius a llarg termini	10.412.804	40,5%	8.398.707	34,3%	6.309.371	19,0%	3.070.091	9,6%	2.137.242	6,7%	1.224.951	3,8%
Deute bancari a curt	3.482.445	13,5%	3.482.445	14,2%	3.482.445	10,5%	3.482.445	10,9%	3.482.445	10,9%	3.482.445	10,9%
Proveïdors	5.929.740	23,1%	5.252.792	21,5%	5.771.188	17,4%	5.864.303	18,4%	6.040.232	19,0%	6.221.439	19,5%
Altres passius a curt termini	1.200.268	4,7%	1.200.268	4,9%	1.260.281	3,8%	1.320.295	4,1%	1.383.309	4,3%	1.449.324	4,5%
Passius corrents	10.612.453	41,3%	9.935.505	40,6%	10.513.915	31,6%	10.667.043	33,5%	10.905.986	34,2%	11.153.208	35,0%
Necessitats financeres		0,0%	0		8.606.815		7.058.962		1.245.335		0	
Total passiu	25.705.758	100%	24.466.926	100%	33.230.470	100%	31.874.358	100%	30.758.018	100%	35.587.248	100%

El lector pot veure com es veuen reflectides, en el balanç, les següents partides:

- Les inversions, amb un augment dels actius materials de 10 milions entre l'any 1 i l'any 2, corresponent a una compra de tancs.
- El creixement de l'actiu circulat, que acompanya sempre un creixement de les vendes.
- El creixement del passiu circulat, més moderat que el de l'actiu, creant noves necessitats financeres a curt termini.
- La necessitat financera, de 8,6 milions d'euros, l'any 2, que es requerirà per finançar les inversions que es realitzen.

Els estats de caixa previsionals. Finalment, els estats de caixa són iguals per a totes les empreses. La caixa no té diferències sectorials i es calcula de manera automàtica, ja que tota la informació està continguda en els comptes de resultats i els balanços.

Aquest estat financer ens explica el moviment previst, detallat, de la caixa durant el període temporal que estem estudiant. Des del punt de vista financer és una eina de primera magnitud per al director general, junt amb la matriu de ràtios que presentem a continuació. Seguint l'exemple de TILSA veiem que es pot construir fàcilment amb tota la informació elaborada en l'exercici de planificació financera i que serà de gran utilitat en l'anàlisi.

QUANTA CAIXA GENERARÀ LA MEVA EMPRESA EN ELS PROPERS 5 ANYS? ...

Estats previsionals de Caixa	Any +1	Any +2	Any +3	Any +4	Any +5
Resultats nets	1.452.214	1.667.655	3.277.892	5.391.193	6.739.634
Amortitzacions	1.094.045	1.935.956	1.935.956	1.935.956	1.935.956
Cash Flow Contable	2.546.259	3.603.612	5.213.848	7.327.149	8.675.590
Variacions en l'actiu circulant	-174.988	-827.933	-579.843	-819.617	-706.636
Variacions en el passiu circulant	-676.949	578.410	153.129	238.943	247.222
Total variacions de circulant	-851.936	-249.523	-426.715	-580.674	-459.414
Cash Flow Operatiu	1.694.322	3.354.089	4.787.134	6.746.476	8.216.176
Inversions en actius IMmaterials	0	0	0	0	0
Inversions en actius materials	0	10.167.300	0	0	0
Inversions en actius financers	0	0	0	0	0
Caixa utilitzada en inversions	0	10.167.300	0	0	0
Cash flow disponible per al deute i els accionistes	1.694.322	-6.813.211	4.787.134	6.746.476	8.216.176
Pagaments de deute	-2.014.097	-2.089.336	-3.239.280	-932.849	-912.291
Pagament de dividendes					
Cancel·lacions d'actius financers a llarg termini	0	0	0	0	0
Cash Flow d'operacions financeres	-2.014.097	-2.089.336	-3.239.280	-932.849	-912.291
Caixa Generada (+) / Necessitats Financeres (-)	-319.775	-8.902.547	1.547.854	5.813.627	7.303.885
Ampliacions de capital					
Captació de nou deute a llarg termini					
Total noves operacions financeres i de capital	0	0	0	0	0
Saldo inicial de caixa	615.507	295.732	-8.606.815	-7.058.961	-1.245.334
Saldo final de caixa	295.732	-8.606.815	-7.058.961	-1.245.334	6.058.551

Ràtios	Any en curs	Any +1	Any +2	Any +3	Any +4	Any +5
Fons de Maniobra	-1.910.582	-1.378.421	-1.424.630	-997.915	-417.242	6.100.723
Ràtio de liquiditat	0,8	0,8	0,9	0,9	1,0	1,0
Ràtio de tresoreria	0,8	0,8	0,9	0,9	1,0	1,0
Deute/Fons propis	4,5	3,0	3,3	1,9	0,9	0,5
Deute Bancari/Ebitda	6,8	2,5	3,5	1,9	0,7	-0,1
Rendiment de l'actiu (ROA)	4,4%	14,6%	9,9%	17,0%	27,1%	28,6%
Rendibilitat del capital (ROE)	3,1%	23,7%	21,4%	29,6%	32,7%	29,0%



3.2. LA PLANIFICACIÓ FINANCERA COM A EINA PER A LA PRESA DE DECISIONS

Un cop acabada la confecció de la planificació financera, el director general tindrà una informació de gran valor per prendre decisions que tindran un gran impacte en el negoci.

Veiem com es pot utilitzar aquesta informació:

- **Quanta caixa generarà l'empresa en els propers cinc anys?** L'estat previsionsal de caixa que hem construït proporciona tota la informació que es requereix per contestar aquesta pregunta, tot i que la resposta no és tan senzilla i directa com podria semblar. Vegem-ho pas a pas:
 - El primer nivell de generació de caixa que hem d'analitzar és el *Cash Flow* operatiu. Veiem que en la mesura que les vendes i els marges van millorant, l'empresa genera un *Cash Flow* comptable creixent. Veiem també que el circulant net creix i absorbeix una part de la caixa. El *Cash Flow* de les operacions, disponible per finançar noves inversions, tornar deute i pagar dividends, es mostra positiu i creixent.
 - El segon nivell de l'anàlisi són les inversions requerides perquè el pla de negoci es compleixi. Aquestes inversions sumen un import de 10.167.300 d'euros i absorbeixen tota la caixa que generen les operacions a l'any 2, deixant un saldo negatiu de 6.813.211 d'euros .
 - El tercer nivell ens diu que els venciments de deute compromesos amb els bancs requereixen quantitats de caixa superiors als 2 milions durant els dos primers anys i a 3 milions el tercer, que combinat amb les inversions, dona un resultat final de caixa negatiu (necessitat) per un import de 8,9 milions d'euros en l'any 2.

Per tant, la resposta a la pregunta és que, tot i que l'explotació generarà una caixa positiva i creixent important, el que és molt positiu, ja que és la caixa fonamental del negoci i la que garanteix el futur de la companyia, les inversions previstes i els pagaments compromesos del deute provocaran una necessitat de finançament de 8,9 milions d'euros.

És important remarcar que si no s'ha construït un model com el que proposem, el director general no té cap possibilitat de prendre, amb un mínim de rigor, les decisions de finançament que permetin a l'empresa dur a terme el pla de negoci.

- **És viable el pla de negoci?** La viabilitat depèn del fet que l'empresa aconsegueixi els 8,9 milions d'euros que necessita per finançar el creixement. Per tant

hem d'analitzar si això es possible. Seguint un raonament ordenat arribarem a la resposta correcte:

- La primera opció és veure si l'empresa pot captar més deute per finançar el creixement. Quines són les variables que ens permeten saber si podem o no captar més deute? Com ja sabem són la ràtio d'endeutament (exigible/fons propis) i la ràtio de deute net/Ebitda. Ambdues magnituds situen els límits que els mercats financers fixen. Coneixem els valors de les ràtios perquè tenim la matriu de ràtios que hem construït, conforme a les previsions. I, per tant, sabem que l'empresa, l'any en curs, té un nivell d'endeutament desorbitat: 4,5 i 6,8 són els valors de les ràtios (quan sabem que els màxims acceptats són 2 i 3 respectivament). A hores d'ara, la situació de solvència de l'empresa és molt limitada, i més s'hi hi afegim que el fons de maniobra és negatiu en 1,9 milions d'euros.

Si seguim analitzant les previsions, veurem que l'explotació prevista per al proper any preveu un creixement important de vendes i de marges, que equilibrarà bastant el nivell de solvència de l'empresa, situant el valor de ambdues ràtios en 3 i 2,5 respectivament, a l'any 1. Tot i això, sembla difícil que el creixement es pugui finançar només amb deute; per tant s'hauria de contemplar la possibilitat d'ampliar capital per mantenir l'equilibri patrimonial del balanç.

- Quant capital necessitarà l'empresa? Per determinar l'estructura de capital i deute òptim haurem de seguir el següent raonament:
 - La incorporació de nou capital es pot fer de dues maneres. La primera és que els socis actuals aportin, cadascun, la seva part proporcional. La segona és que entri un nou soci, i per tant, s'alteraria l'estructura accionarial actual. En tot cas, el raonament final és similar. **Volem l'import mínim de capital que permeti mantenir el balanç equilibrat i la mínima dilució de l'accionariat actual, si entra un soci nou.** (Si el ROA (EBIT/Total Actiu) és superior al cost mig del passiu, «l'efecte palanquejament financer» serà positiu i quant més deute millor serà el ROE. Aquestes ràtios s'expliquen en detall a l'Annex 1 de la guia).
 - Per definir l'estructura final del passiu hem de tenir en compte les següents dades:
 - La necessitat financera que ens dóna l'estat previsional de caixa: 8,9 milions d'euros.
 - El fons de maniobra negatiu per 1.424.630€ l'any +2, tal com es mostra a la matriu de ràtios.
 - La suma dels dos ens donaria la quantitat que l'empresa necessita entre capital i deute a llarg, disminuint el deute a curt per l'import del fons de maniobra negatiu. És a dir, 10 milions és l'import de l'operació que s'ha de negociar.
 - La proporció entre capital i deute que ens permet mantenir l'equilibri patrimonial. 30% de capital i 70% de deute sembla una proporció raonable. D'aquesta manera, l'operació financera quedaria estructurada de la següent manera:
 - Un import de capital de 3 milions d'euros.



- Un préstec a 5 anys per 7 milions d'euros.
 - Aquestes proporcions ens permeten mantenir una ràtio d'endeutament de 2 i de DN/Ebitda de 3 el primer any.
- **Tenim un projecte atractiu per a un inversor?** Ens queda una última pregunta que fer-nos, ja que estem comptant que anem a captar capital però no hem analitzat l'atractiu del projecte per a un potencial inversor.

Un inversor calcularà l'atractiu de la inversió en funció dels següents criteris:

- La capacitat de rebre uns dividendes proporcionals al risc incorregut. Aquesta capacitat es mesura, fonamentalment, a través del ROE (rendibilitat sobre fons propis o en anglès *Return on Equity*).
- La creació de valor de l'empresa, que es mesura per l'acumulació de reserves en els fons propis, d'una banda, i pel valor de mercat de l'empresa, de l'altra,
- La creació de caixa futura. Analitzant les tres variables podem concloure que és viable trobar un inversor per a aquest projecte:
 - El ROE esperat puja del 12,8%, al 21,4% i preveu arribar a un 25,5%.
 - Els fons propis augmentaran de 7 a 23 milions, després de l'ampliació de capital.
 - La creació de caixa futura és positiva i creixent.

No obstant això, ens queda una pregunta molt important per respondre:

- Assumint que trobarem un inversor disposat a posar 3 milions d'euros, quina participació voldrà de l'empresa a canvi? En altres paraules com valorarà el negoci?

Quant val la meva empresa? I com la valorarà un inversor financer? Són els temes que tractarem en el dos capítols següents.

4

Quant val la meva empresa? Com puc crear valor per als meus accionistes?

- 4.1. Valor comptable d'una empresa
- 4.2. El fons de comerç
- 4.3. El descompte de fluxos de caixa (*Discounted Cash Flow*) (DCF)
- 4.4. La valoració pel mètode dels multiplicadors
- 4.5. Valor i preu
- 4.6. La creació de valor



Quant val la meva empresa? És una pregunta que en algun moment tots els empresaris es fan. La pregunta pot sorgir d'una curiositat per valorar el patrimoni empresarial o perquè s'han establert converses per fer una transacció de compra-venda, amb un tercer o entre els socis. Sembla doncs, que des de l'òptica d'un empresari, saber estimar el valor del seu negoci és, si no una necessitat, una bona idea, i un exercici que s'ha de fer al menys un cop a l'any. Estem creant valor per als accionistes? L'única manera de saber-ho és fent un càlcul sobre la valoració a data d'avui i comparar-lo amb el càlcul que varem fer l'any anterior.

Tot i que tal com dèiem anteriorment, aquesta reflexió pot semblar més adequada per a grans empreses cotitzades en borsa, no deixa de ser també aplicable a l'empresa familiar. Pensem que una empresa formada per dos socis en primera generació, pot tenir 7 accionistes en segona generació i 22 en la tercera. Per tant, el valor que es dividia per 2, ara s'haurà de dividir per 22. Per mantenir un valor similar per cada soci, l'empresa hauria d'haver multiplicat el seu valor inicial també per 22.

Cada empresari té el seu propi criteri sobre el que fa i perquè ho fa, però creiem oportú sotmetre a consideració que la «creació de valor» és una component més de la seva feina i un indicador ben clar que l'empresa funciona correctament.

En aquest capítol presentem una reflexió de com valorar una empresa i com crear valor futur. Fent servir les eines i raonaments financers adequats.

La valoració d'empreses és més un art que una ciència exacta. De fet, és poc exacte tot i que disposem d'unes tècniques analítiques molt ben establertes, que ens permetran estimar el valor i, eventualment, iniciar una negociació ben fonamentada, en el cas que estiguéssim en un procés de compravenda. Però donat que és més un art que una ciència, pot haver-hi confusió. Per a un empresari que no s'hagi enfrontat mai a un exercici de valoració del seu negoci, pot resultar difícil acceptar la xifra resultant. Per tant és aconsellable estar familiaritzat amb els principals conceptes i mètodes de valoració, ja que quan s'hi posen moltes ganes i esforç en un projecte, s'espera que el resultat sigui una xifra molt elevada i no sempre és així. Hem de considerar que, posant les mateixes ganes i esforç, quan es fan servir uns raonaments financers adequats, es poden aconseguir uns resultats molt superiors.



4.1. VALOR COMPTABLE D'UNA EMPRESA

La primera aproximació al valor d'una empresa és el seu patrimoni. El balanç de l'empresa ens diu quins són els actius i quin és el deute. Per tant, la diferència entre el valor dels actius i els deutes ens dóna el que tècnicament s'anomena valor **Net patrimonial**, o valor en llibres.

$$\text{Valor accions} = \text{Valor Net patrimonial} = \text{Fons propis} = \text{Total actius} - \text{Total passiu exigible}$$

Aquest valor és una primera aproximació, necessària, a l'exercici que estem fent. El valor net patrimonial representa el valor comptable actual de les accions. Dividint aquest valor pel nombre d'accions o participacions, tindriem el que li correspon a cada soci.

Són oportunes les següents consideracions:

- Dues empreses amb iguals actius però en diferents nivells de deute tenen un valor patrimonial diferent. És a dir, el deute no és neutre, l'hem de pagar, i tot i que ens ajuda a finançar els projectes d'inversió i creixement, mentre el tenim al balanç ens resta valor patrimonial al negoci.
- Els actius han d'estar valorats seguint les normes i convencions comptables. Per tant, s'han de fer les provisions i revaloritzacions adequades per tenir un valor ajustat. Hi ha tres aspectes rellevants en la gestió i valoració dels actius:
 - El patrimoni immobiliari. Amb el temps té tendència a augmentar de valor; valor que no sempre està recollit en els llibres.
 - Els inventaris. S'ha de fer la valoració correcta i eliminar aquells productes que estan obsolets o han perdut valor.
 - Els comptes a cobrar, aprovisionant i eliminant aquells que es considerin de difícil cobrament.

Fets els ajustos indicats, tenim una primera valoració d'una empresa, que no hem de perdre mai de vista.

4.2. EL FONS DE COMERÇ

En la mesura que una empresa és una organització en acció, és a dir, té unes operacions diàries en les quals es produeixen béns o serveis que es venen a uns clients, es compren recursos als proveïdors i hi ha uns processos de producció, el valor net comptable anterior és una mesura molt curta del valor del negoci. Principalment perquè l'empresa continuarà generant un benefici, igual o major, en els anys futurs.

Aquesta capacitat de generar beneficis futurs s'anomena «fons de comerç». Així, el potencial comprador d'una empresa, estarà disposat a pagar un valor superior al que marca el «valor net comptable», derivat d'aquesta capacitat de generar beneficis futurs. Per tant, tindrem una segona aproximació al valor que es pot expressar com:

$$\text{Valor accions} = \text{Net patrimonial} + \text{Fons de comerç}$$

Podem afirmar que aquesta equació és la que representa, sens dubte, el mètode de càlcul del valor d'un negoci. Sigui quin sigui el mètode final utilitzat, sempre valorarem el patrimoni net més un fons de comerç, que en algunes circumstàncies especials pot arribar fins i tot, a ser negatiu.

Hem vist com es calcula el Net patrimonial, però, com es calcula aquest fons de comerç?

Havent definit el fons de comerç com la capacitat que té un negoci de generar beneficis futurs, proposem un mètode senzill per valorar aquesta capacitat.

Pensem en una empresa petita, estable en els seus resultats i que no té plans de creixement, l'estimació de beneficis futurs és prou directe. Cal només estimar la mitjana de beneficis dels darrers 3 anys i prendre'ls com referència pel benefici futur. Un cop estimat el benefici esperat, quedaria determinar quants anys estem disposats a considerar per valorar el fons de comerç. De nou, una fórmula pràctica i senzilla és prendre l'horitzó de 3 a 5 anys.

Vegem amb un exemple tot aquest procediment. Imaginem un restaurant, que té uns fons propis de 300.000€, i que durant els darrers 3 anys ha generat un benefici net promig de 125.000€. El càlcul que estem proposant és ben senzill. El fons de comerç del restaurant es valoraria en una franja que té un límit inferior de 375.000€ (125.000€ x 3) i un límit superior de 625.000€ (125.000€ x 5) i un valor mig de 500.000€.

Per tant, el valor del negoci estaria entre 675.000€ (300.000€ de fons propis + 375.000€ de fons de comerç) i 925.000€ (300.000€ de fons propis i 625.000€ de fons de comerç). El valor final real només el sabríem si es tanqués una negociació de compravenda i s'arribés a un acord en el preu. En aquesta negociació, les parts



farien servir raonaments tals com si el restaurant està situat en un barri de més o menys capacitat econòmica, si el restaurant està de moda i té una marca reconeguda, si els cuiners es quedarien, etc., de manera que es pugui matisar si el càlcul del fons de comerç és més correcte fent servir 3 anys, 5 o fins i tot 6 o 2. Altres factors que influiran són el nombre d'inversors interessats; si n'hi ha quatre, el venedor tindrà més capacitat de negociació que si només n'hi ha un. Finalment, influirà la pressa que tingui el venedor per fer l'operació. A més urgència menys preu. Tots aquests elements configuraran un preu final que s'ha iniciat amb el senzill càlcul que hem presentat.

Tenim doncs, que aquest senzill procediment ens pot orientar de manera ràpida sobre el valor d'un petit negoci, estable i sense plans de futur.

Però, si hem de valorar un negoci més complex, amb plans d'expansió, inversions i una forta previsió de creixement de vendes, aquest mètode es queda curt i necessitem un altre més sofisticat.

4.3. EL DESCOMPTE DE FLUXOS DE CAIXA (*DISCOUNTED CASH FLOW*) (DCF)

Aquest mètode més sofisticat es fonamenta amb els principis financers que venim presentant en aquesta guia: caixa, risc i valor. S'anomena descompte de fluxos de caixa, i considera que el valor d'un negoci és funció de la seva capacitat per generar fluxos de caixa en el futur i del risc estimat que els fluxos es produeixin. Per tant, la valoració consisteix en estimar els fluxos i descomptar-los a una taxa que tingui en compte el risc.

Per entendre bé aquest mètode cal dominar uns conceptes de càlcul financer bàsics (capitalització, descompte, VAN i TIR*). A l'Annex 3 presentem amb més detall el procés complet de calcular el valor mitjançant el descompte de fluxos de caixa.

Per calcular quan val una empresa, necessitem primer estimar la caixa que es generarà en els propers anys. Aquest exercici d'estimació de la caixa s'obté de la planificació financera, tal i com hem explicat en el capítol anterior.

Els *Cash Flows* futurs s'obtenen del model financer, en el qual s'han incorporat les hipòtesis sobre vendes i marges i tingut en compte les inversions previstes en actius fixos i circulants i els moviments financers i de deute.

En el quadre següent veiem un exemple similar al que hem mostrat en el capítol anterior, per recordar al lector de què estem parlant.

En el capítol anterior, havíem dit que l'estructura de capital més adequada per dur a terme el projecte de creixement que tenia l'empresa, era una proporció entre capital i deute que ens permeti mantenir l'equilibri patrimonial. Una proporció de 30% de capital i 70% de deute semblava una proporció raonable. Així, doncs, l'operació financera podria quedar estructurada de la següent manera:

- Un import de capital de 3 milions d'euros.
- Un préstec a 5 anys per 7 milions d'euros.

Per continuar amb el raonament, assumirem que el propietari de l'empresa s'ha reunit amb el director del seu banc que li ha assegurat que si aconsegueix un inversor disposat a invertir 3 milions d'euros, el banc li concediria un préstec a llarg termini de 7 milions d'euros. El propietari ja té un inversor disposat a cobrir l'am-

* El lector que no estigui familiaritzat, pot trobar àmplia informació a Internet, posant al cercador, en castellà: «valor actual neto»; «tasa interna de retorno». O en anglès: «*Net present value*»; «*Internal rate of return*».



Estats previsionals de caixa	Any +1	Any +2	Any +3	Any +4	Any +5
Resultats nets	1.452.214	1.151.755	3.277.892	5.133.243	6.481.684
Amortitzacions	1.094.045	1.935.956	1.935.956	1.935.956	1.935.956
Cash Flow Comptable	2.546.259	3.087.712	5.213.848	7.069.199	8.417.640
Variacions en l'actiu circulant	-174.988	-827.933	-579.843	-819.617	-706.636
Variacions en el passiu circulant	-676.949	578.410	153.129	238.943	247.222
Total variacions de circulant	-851.936	-249.523	-426.715	-580.674	-459.414
Cash Flow Operatiu	1.694.322	2.838.189	4.787.134	6.488.526	7.958.226
Inversions en actius immaterials	0	0	0	0	0
Inversions en actius materials	0	10.167.300	0	0	0
Inversions en actius financers	0	0	0	0	0
Caixa utilitzada en inversions	0	10.167.300	0	0	0
Cash flow disponible pel deute i els accionistes	1.694.322	-7.329.111	4.787.134	6.488.526	7.958.226
Pagaments de deute	-2.014.097	-2.089.336	-3.239.280	-932.849	-912.291
Captació de nou deute		7.000.000			
Cancel·lacions d'actius financers a llarg termini	0	0	0	0	0
Cash Flow d'operacions financeres	-2.014.097	4.910.664	-3.239.280	-932.849	-912.291
Caixa generada (+) / Necessitats financeres (-)	-319.775	-2.418.447	1.547.854	5.555.677	7.045.935

pliació de capital. La pregunta clau llavors és: quin percentatge de les accions de l'empresa oferirà l'empresari a l'inversor a canvi dels 3 milions d'euros d'aportació. És a dir, en quant valorem l'empresa?

Tornant als estats financers de la companyia, veiem que l'empresa que estem valorant té unes previsions de caixa creixents (*Cash Flow* operatiu) i fonamentades en un pla de negocis, el qual podem analitzar i jutjar-ne la seva consistència i rigor, fent els canvis que creiem adequats en el model (creant diferents escenaris), fins trobar el resultat que ens sembli el més probable i consistent.

Fet això, hem de decidir quin *cash flow* volem descomptar. Com que tenim un model complet i hem determinat el *cash flow* final per a l'accionista, tenint en compte els moviments financers del deute durant els 5 anys del període d'anàlisi, farem servir aquest *cash flow*.

Per estimar el valor de l'empresa (valor actual) hem de descomptar els fluxos de caixa, a una taxa de descompte, tal i com es mostra en el següent quadre.

	Any +1	Any +2	Any +3	Any +4	Any +5	Valor terminal
t = taxa de descompte	20,04%					
c= taxa esperada de creixement del negoci	3%					
Caixa generada	-319.775	-2.418.447	1.547.854	5.555.677	7.045.935	42.589.868
Taxa descompte del període = $1 / (1+t)^k$	0,83	0,69	0,58	0,48	0,40	0,33
Caixa descomptada=Caixa generada x taxa descompte	-266.390	-1.678.358	894.854	2.675.673	2.826.889	14.234.767
Valor fluxos de caixa descomptats	4.452.667					
Valor terminal descomptat	14.234.767					
Total valor actual de l'empresa	18.687.434					
Saldo viu del deute al final de l'any 5 descomptat	-4.697.106					
Total valor de les accions de l'empresa	13.990.328					

Per tant, el valor total de l'empresa és igual al VA (valor actual) dels fluxos de caixa futurs estimats. És a dir, 18,69 milions d'euros.

Però, aquest no és el valor que interessa al potencial inversor per fer els seus càlculs, ja que aquest valor inclou el deute de l'empresa al final de l'any 5. En conseqüència, al valor actual de l'empresa li haurà de restar el valor present (descomptat) del saldo viu del deute que l'empresa tingui al final de l'exercici considerat per a l'anàlisi.

D'aquest raonament, es pot concloure que la negociació del percentatge de participació de l'empresa entre el potencial inversor i el propietari, per l'ampliació de capital de 3 milions, hauria de saldar-se en l'entorn d'un 17,65% del capital (3 milions dividit per 16,99 milions d'euros. Aquesta última xifra correspon a la suma de 13,99 milions d'euros (valor actual menys el saldo viu de deute), més els 3 milions de l'aportació en qüestió. Aquest valor vindria a representar el que s'anomena valoració «*post money*» de les accions de la companyia).

Aquest mètode, sent el més tècnic i ben fonamentat, té una sèrie de dificultats que val la pena comentar:

1. En primer lloc es requereix d'un model de planificació ben estructurat i d'un exercici de reflexió que l'acompanyi, per tal que els resultats siguin consistents i rigorosos. Tornem, doncs, a insistir en la necessitat de tenir un bon pla de ne-



gocí, acompanyat del corresponent model de planificació financera, que faciliti aquesta tasca a l'hora de valorar l'empresa.

Si l'empresa està en una negociació de compravenda o d'incorporació d'un nou soci de capital, quant més detallat i rigorós sigui el pla de negoci i el model financer, millors i més profitoses seran les negociacions.

2. El segon aspecte, també explicat amb més detall a l'Annex 3 i el 4, és la determinació de la taxa de descompte. És aquest un tema de cabdal importància ja que el model és molt sensible a aquesta variable.

Determinar la taxa de descompte correcta mereix una profunda reflexió que és tant més important si la valoració es fa per iniciar un procés de compravenda. Equivocar la taxa de descompte pot fàcilment fer que les negociacions es malbaratin per tenir unes expectatives desalineades amb el mercat.

Seguint amb l'exemple, la taxa de descompte que hem utilitzat, del 20,04%, és fruit d'aplicar un multiplicador de risc de nivell 7 (veure Annex 3) a la taxa lliure de risc dels bons de l'Estat alemany; 3,34% (aquesta taxa té lleugeres oscil·lacions diàries).

Recordem que el nivell de risc 7 s'aplicaria a les empreses, industrials i comercials, petites i mitjanes, que no tenen un lideratge en el seu sector i que els valors del multiplicador són 5 per a la banda baixa i 6 per a la banda alta. El 20,04% seria la taxa de la banda alta.

3. Finalment, un altre punt que sol ser força polèmic és el tractament del deute. El valor total de la companyia es compon del valor de les accions més el deute. Per tant, si un potencial inversor està fent l'anàlisi de la valoració de la companyia per establir quin percentatge de les accions demanarà a canvi de la seva aportació de capital, ha de tenir sempre en compte quin és el valor final obtingut, si el valor empresa o el valor de les accions, per tal de donar l'adequat tractament al deute que té l'empresa.

Totes aquestes consideracions ens permeten afirmar que la valoració de un negoci pel mètode del DCF es fonamenta en un model que hem presentat i expliquem amb més detall a l'Annex 3. En base a unes hipòtesis sobre el negoci que són, bàsicament: caixa generada, taxa de descompte (que reflexa la percepció del risc) i tractament del deute. Aquestes hipòtesis estan subjectes a interpretació i negociació. I habitualment seran interpretades de manera diferent si s'està a la part compradora o la venedora.

4.4. LA VALORACIÓ PEL MÈTODE DELS MULTIPLICADORS

Per completar aquesta revisió dels mètodes de valoració d'empreses, hem de fer esment a un mètode molt popular, per senzill, i que es coneix com el dels multiplicadors. Vegem en què es fonamenta i com es pot utilitzar, ja que és molt popular i moltes vegades és el que les persones «no professionals» de la valoració consideren que és el mètode correcte. Tot i ser un mètode molt poc tècnic, és una manera fàcil i directa de presentar una oferta i per això és força conegut.

En el seu origen, l'aplicació de multiplicadors es deu a la necessitat de comparar operacions diferents, en sectors diferents, d'empreses de diferents mides. Reduint el valor de la transacció a una única xifra, el múltiple, és possible comparar les operacions.

Els multiplicadors més utilitzats són els obtinguts de dividir el valor de l'empresa entre les vendes, l'Ebitda i el resultat net. Vegem cada un d'ells i el seu significat.

Multiplicador sobre les vendes

Aquest indicador és el més bàsic dels tres que anem a analitzar. Consisteix a dividir l'import de la valoració per l'import de les vendes de l'empresa valorada. Imaginem una empresa que factura 20 milions d'euros i que ens ha donat un valor de 12 milions. El càlcul del multiplicador seria de 0,6. Què ens indica aquesta xifra? Per a un altre empresari competidor, amb una facturació de 30 milions d'euros, aquesta xifra li podria orientar que el seu negoci valdria 18 milions d'euros aproximadament. Aquesta és una aproximació inicial però molt burda, ja que això seria cert sempre que l'estructura dels marges fos similar i la progressió futura esperada de l'empresa també. Però no deixa de ser una primera aproximació al valor hipotètic d'un negoci per comparació amb una altra operació similar i recent en el temps.

Multiplicador d'Ebitda

Aquest és sense cap dubte, el multiplicador més utilitzat i més conegut per les persones que es dediquen a la compravenda d'empreses. Tot i que s'utilitza habitualment de manera inadequada, té però, un fonament tècnic molt més ampli que l'anterior i en determinades ocasions pot ser un mètode acceptable.

L'Ebitda, tal com dèiem capítols anteriors, és la millor aproximació comptable a la caixa que genera un negoci, sense tenir en compte l'estructura del seu passiu. Per tractar-se d'una magnitud comptable i financerament significativa, l'aplicació d'aquest multiplicador té un sentit ben diferent que en el cas del multiplicador de vendes.



Multiplicar l'Ebitda per un multiplicador, per exemple 4, és equivalent a dividir l'Ebitda per 0,25. Financerament, aquesta operació es pot interpretar com el càlcul del valor actualitzat d'una renda permanent (l'Ebitda) descomptada a una taxa del 25%. Per això, el multiplicador de l'Ebitda, al contrari que el de les vendes, té significat financer i és més adequat tècnicament. Multiplicadors de 4, 5, 6 o 7 són equivalents a taxes de descompte de 25%, 20%, 16,7% i 14,3%, respectivament.

El multiplicador d'Ebitda pot ser una aproximació fàcil i vàlida al valor d'un negoci sempre que:

- Els futurs Ebitda siguin constants en el temps. L'empresa no prevegi creixements significatius.
- No es consideren necessàries inversions ni moviments significatius de balanç.

Per a empreses petites i estables, el multiplicador d'Ebitda és un mètode acceptable.

Quan es realitza el càlcul del valor d'una empresa utilitzant el multiplicador de l'Ebitda, cal tenir molt present que l'Ebitda és el marge brut d'explotació i que considera els ingressos i les despeses d'explotació, sense amortitzacions i sense interessos. És a dir, l'Ebitda és la caixa que generarà el negoci (sense comptar amb els impostos) de manera recurrent i considerant que no té deute extern. Per tant, el valor que s'obté és el que tècnicament s'anomena **VE o valor empresa** i que es compon de **VC o valor del capital** i **D o valor del deute**. Així,

$$VE = VC + D, \text{ de manera que } VC = VE - D$$

El valor de les accions equival al valor empresa menys el deute. Així, quan es calcula el valor de l'empresa amb un multiplicador de l'Ebitda, per trobar el valor de les accions s'ha de restar el deute net que té l'empresa.

Multiplicador del resultat net

Finalment ens queda un altre multiplicador interessant que és el que s'obté de dividir el valor de l'empresa pel resultat net obtingut després d'impostos. Aquest multiplicador, molt utilitzat pels analistes de borsa, es coneix per les seves sigles en anglès com PER o (*price / earnings ratio*).

El PER ens diu de manera resumida quant de temps trigaria un inversor a recuperar l'inversió (pay back) assumint que l'empresa repartís tot el benefici net de l'any en forma de dividendes.

Sense entrar en majors consideracions, ja que hi ha centenars de pàgines publicades sobre aquest indicador, sí que val la pena remarcar que el PER compleix a la perfecció l'objectiu d'una ràtio derivada d'un multiplicador ($\text{Valor} = \text{Benefici net} \times M$), que és el de comparar de manera ràpida i eficaç múltiples valors d'empreses per prendre una decisió d'inversió ràpida. Però és molt ineficient per valorar una empresa no cotitzada.



4.5. VALOR I PREU

Qualsevol text o manual de valoració d'empreses acaba sempre amb una reflexió de gran importància per al empresari que s'enfronti a la compravenda d'un negoci i la seva valoració. Aquesta reflexió és la diferència, substancial, essencial i important, que hi ha entre el càlcul del valor i la fixació del preu.

El càlcul del valor suposa l'aplicació d'un mètode, generalment acceptat pels professionals de les finances i que és el punt de partida d'una negociació. Si el lector reflexiona sobre el que hem presentat en aquest capítol, veurà que fins i tot, tractant-se de mètodes generalment acceptats, la seva aplicació té enormes marges de variació i el mateix mètode, utilitzat per diferents analistes, pot portar a resultats molt diferents. De fet és el que acostuma a passar, amb les mateixes dades, la part compradora arribarà a un valor diferent, gairebé sempre menor, que la part venedora.

El càlcul del valor és un exercici que s'ha de realitzar per cada part per fixar un escenari de negociació, sòlid i fonamentat. Comprendre les variables que entren en joc i el significat de cadascuna d'elles.

Per contra, el preu és el fruit d'una negociació i per tant es fixa entre les parts mitjançant un procés d'aproximacions successives i que pot ser llarg en el temps, arribant a diferir substancialment en algunes ocasions, del valor inicialment calculat.

El preu el fixa el mercat segons l'oferta i la demanda, és a dir, el nombre de potencials compradors que tinguin una empresa i en funció de la necessitat de comprar o vendre que tinguin les parts.



4.6. LA CREACIÓ DE VALOR

Hem dedicat unes quantes pàgines, en aquest capítol, a calcular el valor d'un negoci i de manera implícita, hem vist quines poden ser les accions que fan augmentar al valor de l'empresa. Proposem una reflexió final per explicitar aquestes accions, de manera que el lector pugui valorar si val la pena aplicar-les a la seva empresa.

- La primera mesura per crear valor és augmentar el valor net patrimonial acumulant els beneficis en forma de reserves. És sens dubte, una primera manera de donar solvència i seguretat al balanç i anar augmentant el valor patrimonial. Però aquesta política té un inconvenient que s'ha de tenir molt en compte: Un excés de fons propis sense el seu corresponent augment en els resultats, clarament pot suposar una reducció en la rendibilitat dels accionistes fent baixar el ROE. Per tant, tot i que tindrem una empresa més segura, tindrem també una empresa menys rendible i accionistes menys satisfets amb l'inversió.
- L'acumulació de reserves ha de ser un pas per «palanquejar» financerament el balanç i finançar projectes d'inversió que produeixin creixement de les vendes i dels marges, generant fluxos de caixa positius i creixents.
- Tenir sempre una cartera de projectes d'inversió per millorar i fer créixer el negoci. Moltes vegades, els empresaris d'empreses familiars seleccionen els projectes d'inversió fent servir més la intuïció que el càlcul analític. No és així en les grans empreses cotitzades ja que cada projecte és una oportunitat de crear valor i un risc de destruir-lo, cosa que queda immediatament reflectida en la cotització de l'acció a borsa. Els experts financers han desenvolupat tècniques de valoració i selecció d'inversions que són perfectament aplicables en els negocis familiars i les pimes. La forma, més adient, de seleccionar els projectes d'inversió, és aplicant els mètodes del VAN i el TIR que hem mencionat anteriorment.

Una empresa és un conjunt de projectes en marxa per millorar les operacions i fer créixer el negoci, aprofitant les oportunitats que ofereix el mercat. Els projectes s'analitzen un a un i s'avaluen comparativament fent servir el VAN i/o la TIR. Però al final tots acaben en un pla de negocis comú que té uns estats financers previsionals i uns fluxos de caixa esperats. És aquest exercici final de planificació financera, integrat i rigurós, el que ens dona el potencial de creació de valor que té l'empresa i el que els analistes i potencials inversors valoraran. La perspectiva que té l'empresa de generar fluxos de caixa positius i creixents disponibles per a l'accionista, que descomptats a un tipus d'interès, que reflexi el risc del negoci, ens donarà el valor actual de l'empresa.



La diferència entre el valor comptable i el valor de mercat, queda clarament reflectida en el quadre següent on es presenten ambdós valors, segons les cotitzacions del mes de juny de 2011, per una sèrie d'empreses conegudes per tots. (RCV = Ràtio de creació de valor).

	Capitalització bursatil (MM€)	Valor net comptable	RCV
Inditex	42.223,70	6.435,8	6,3
Telefonica	74.918,06	25.056,2	3,0
ACS	9.678,94	4.245,1	2,3
Gas Natural	13.673,05	11.394,2	1,2
Repsol	28.037,05	24.811,5	1,1
BBVA	34.942,73	37.572,8	0,9
Santander	64.981,72	77.359,2	0,8
Acciona	4.642,33	6.029,0	0,8
Ford	53.630,00	2.426,7	22,1
IBM	215.220,00	22.822,9	9,4
Microsoft	225.750,00	53.495,3	4,2
Google	176.140,00	48.927,8	3,6
Exxon	408.390,00	152.384,3	2,7
General Motors	49.630,00	28.854,7	1,7
General Electric	204.950,00	123.463,9	1,7

5

Puc comprar al meu principal competidor?

La compra, la venda o una fusió, són opcions raonables per a la meva empresa?

- 5.1.** Per què pot ser interessant comprar una empresa?
- 5.2.** Comprar per Innovar
- 5.3.** Els motius per vendre una empresa
- 5.4.** Compra o fusió
- 5.5.** El procés de compravenda d'una empresa
- 5.6.** Consideracions finals per ambdues parts: comprador i venedor



Les empreses es compren, es venen i es fusionen. Totes les empreses neixen petites i si tenen un bon negoci i estan ben gestionades creixen i s'expandeixen. El creixement orgànic, augmentar les vendes captant nous clients i llançant al mercat nous productes, és el camí inicial que tenen totes les empreses per expandir-se, però arribat a un punt i en determinades circumstàncies, créixer comprant una altra empresa és una opció que tot empresari ha de tenir present i valorar dins de la seva estratègia.

5.1. PER QUÈ POT SER INTERESSANT COMPRAR UNA EMPRESA?

Quines raons pot tenir un empresari per fer una operació de compravenda? La veritat és que les raons són moltes i variades, però a fi i efecte de completar aquesta guia amb una visió del què són i el què suposen les operacions corporatives de compravenda anem a fer un breu resum, que permeti al lector tenir un panorama d'aquest tipus d'operacions.

Des del punt de vista d'un comprador, podem trobar les següents situacions que fan interessant comprar una altra empresa:

- 1. Compres industrials.** Quan una empresa industrial compra una altra, pot ser per una combinació dels següents motius principals:
 - a.** Comprar per optimitzar recursos. Una empresa amb un bon model de negoci que està creixent i té un bon equip directiu pot decidir adquirir una altra empresa per guanyar grandària més ràpidament, integrar els nous clients i aplicar el seu model de negoci més eficient. Per a empreses en creixement que volen expandir-se geogràficament, aquesta és una bona opció sens dubte, ja sigui en el mercat domèstic o internacional.
 - b.** Comprar per adquirir un nou segment de mercat o canal de distribució. Pensem en una empresa que ven els seus productes a un segment determinat del mercat i que vol vendre a un altre segment que té uns canals de distribució diferents. L'oportunitat d'entrar mitjançant una compra d'una altra empresa que ja estigui venent als clients del nou segment, és una opció a contemplar.
 - c.** Comprar per completar la gama de producte, incorporant nous productes a l'oferta actual, que siguin complementaris i es puguin vendre conjuntament als mateixos clients de l'empresa, fent servir els mateixos canals de distribució.
 - d.** Comprar per integrar la cadena de valor. Ja sigui adquirint una nova empresa que garanteixi una font de subministres importants (aigües amunt) o una que permeti completar operacions industrials d'alt valor afegit i tenir una millora en marges (aigües avall).
 - e.** Comprar per innovar. És aquest un motiu molt especial i estratègic de les compravendes i li dedicarem un apartat per a ell sol.



2. Compres financeres. Una segona alternativa es dóna quan un inversor posa diners en un projecte empresarial amb l'objectiu d'obtenir una rendibilitat en un termini de temps determinat. Quan un grup de persones ajunten els seus estalvis per invertir, ho poden fer en els mercats financers organitzats, comprant bons o accions a la borsa de valors, o ho poden fer directament en empreses no cotitzades. En els darrers 15 anys, han aparegut en el nostre país uns nous tipus d'inversors que abans no coneixíem: són els inversors organitzats per invertir en empreses no cotitzades. Ens estem referint als fons d'inversió, les empreses de capital risc i els *family office*. Tot i que per a un expert aquests tres tipus d'inversors tenen diferències importants, tant legals com de funcionament, pel que fa a aquesta introducció, els considerarem com inversors amb els mateixos interessos i funcionament similar.

Com hem vist en els capítols anteriors, les empreses petites i mitjanes tenen un component de risc major que les grans empreses i per tant a més risc, més rendibilitat exigida per l'inversor. Aleshores, podem deduir que aquests inversors estan disposats a invertir amb més risc però per obtenir rendibilitats proporcionalment molt més elevades.

Els inversors de risc busquen oportunitats de negoci en empreses que tinguin un elevat potencial de creixement a curt termini, amb un pla de negocis ben desenvolupat, sòlid i rigorós i amb un equip gestor de capacitat contrastada. Podem trobar també inversors de risc que pertanyen a institucions i organismes públics i tot i que actuen de manera similar, el seu objectiu final no és tant maximitzar la rendibilitat de l'inversió, com ajudar a crear empreses, riquesa i ocupació.

Per tant, tot empresari que tingui un projecte d'expansió sustentat en un bon pla de negoci i un bon equip directiu, és candidat a un soci financer que compri el total o una participació de l'empresa, per tal de desenvolupar el projecte en tot el seu potencial i sortir de l'inversió en un termini de cinc anys màxim, amb una rendibilitat proporcional al risc incorregut.

Hi ha diferents modalitats i estructures d'operacions financeres que cada cop són més comuns i que exposem resumidament:

- a. *Compra del 100% de l'empresa i presa total del control.* Són operacions en les que el inversor aporta un equip directiu que fa el pla de negoci i l'executa. Habitualment són empreses familiars que tenen un potencial molt més elevat del que l'empresari ha pogut desenvolupar. L'inversor persegueix l'optimització del potencial no assolit, la creació de valor i la venda posterior a un altre gran grup del sector.
- b. *Presa de participació parcial.* En aquest segon cas el grup inversor, habitualment a través d'una ampliació de capital, aposta per un equip directiu i un pla de negoci. Si una pime té un bon pla d'expansió que suposi un fort creixe-

ment en vendes i marges, pot trobar un inversor que aporti el capital que es necessitarà per dur-lo a terme mantenint el balanç equilibrat.

- c. *MBO-MBI*. Són les sigles angleses de *Management Buy Out* i *Management Buy In*. Aquestes operacions són iniciades per un equip directiu i finançades per un fons inversor. Si l'equip directiu és el propi de l'empresa i promou la compra als seus accionistes actuals, és un *Buy Out*. Si és un equip directiu extern que compra amb l'ajuda d'un fons i pren el control és un *Buy In*.

Totes aquestes operacions financeres permeten una gran mobilitat en la propietat de les empreses i els equips directius. I requereixen plans de negocis ben estructurats i un gran domini dels conceptes financers que hem presentat en aquesta guia.



5.2. COMPRAR PER INNOVAR

Vivim en un món en el que la paraula «innovació» està de moda. La veritat és que d'innovació n'hi ha hagut sempre, però en la mesura en què els mercats es tornen més i més competitius la necessitat d'innovar es fa més i més necessària.

Innovar és un procés molt difícil, requereix recursos, temps i una sistemàtica ben establerta. El que cregui que la innovació és un fet espontani, de tenir una idea brillant en un moment d'inspiració, s'equivoca completament. La idea és necessària, però de la idea a la tecnologia, de la tecnologia al producte, del producte al mercat i del mercat a construir un negoci rendible i sostenible, n'hi ha un llarg camí.

Però el més sorprenent de tot és que les empreses tenen una capacitat limitada per innovar. Aquest és un fet molt interessant, que ha estat estudiat per un professor de Harvard* que, mitjançant anàlisis molt ben documentades, de desenes de projectes d'innovació, ha arribat a la conclusió que hi ha dos tipus d'innovació ben diferents: les que anomena «innovacions de sosteniment» (*sustaining innovations*) i les «innovacions disruptives» (*disruptive innovations*).

Les innovacions de sosteniment són les més habituals en les empreses ben establertes, ja que segueixen una lògica empresarial impecable. Es fonamenten amb la pregunta: què volen els meus millors clients? I la resposta és donar-los més i millor del que demanen. El problema amb aquest tipus d'innovació és que, com les empreses tenen competidors i tots pensen el mateix, a llarg termini, aquestes innovacions produeixen un sector molt eficient però amb marges cada cop més reduïts i creixements de les vendes cada cop més limitats.

Les innovacions disruptives, per contra, segueixen una lògica ben diferent. Neixen identificant noves oportunitats, ja sigui noves tecnologies que poden produir productes totalment nous que abans no existien, o nous models de negoci, combinant els recursos de manera totalment nova que ofereixen un valor diferencial a un mercat que tampoc existia.

El problema amb les innovacions disruptives és que quan neixen, ho fan amb un nivell de risc molt elevat, i amb uns marges i retorns esperats (les finances) molt més baixos, que no poden, habitualment, competir amb els productes actuals de l'empresa, ni amb els projectes que impulsen les innovacions de sosteniment i per tant no prosperen. És per aquest fet que les empreses establertes produeixen molt poques innovacions disruptives.

* El professor és Clayton Christensen. www.claytonchristensen.com

Però el punt més important és que són precisament aquestes innovacions les que proporcionaran els nous negocis amb grans creixements i grans marges en el futur.

La reflexió que proposem aquí és la necessitat de completar les inversions que una empresa té en innovació amb la compra o participació en empreses més petites, que estan desenvolupant idees, creant nous productes i nous models de negoci, per poder incorporar-los, en el moment oportú, a l'empresa.

Participar en parcs tecnològics, centres de recerca o observatoris de la innovació, comprant o finançant projectes externs de desenvolupament relacionats amb el sector en què es mou l'empresa, és una garantia de continuïtat i de no perdre el tren de la competitivitat. També és una activitat crucial per al futur del negoci que requereix una forta component financera.



5.3. ELS MOTIUS PER VENDRE UNA EMPRESA

Si hi ha empreses que compren és obvi que hi ha empreses que es venen. Però els motius per vendre són diferents dels motius per comprar.

Una llista de motius per vendre seria:

- 1. Realització del valor.** Un primer motiu de venda és quan un empresari ha creat un bon negoci, amb un volum de vendes important i bons marges i rep una oferta d'una empresa més gran que s'està consolidant. Si l'oferta és bona, és a dir, té una valoració correcta conforme als mètodes que hem presentat en el capítol anterior i l'empresari no té clar un pla de futur o ha assolit un nivell de complexitat empresarial que li serà difícil de superar tot sol, vendre és una bona opció.
- 2. Falta de continuïtat en el negoci.** Moltes empreses familiars passen de pares a fills, de generació en generació. Però de vegades resulta que la següent generació pot no tenir interès o simplement no haver següent generació. És una altra bona ocasió per vendre la companyia i per fer-ho en un moment en què tingui un valor elevat. Quan un empresari es troba en aquesta situació, tot i la difícil decisió que pot arribar a ser plantejar-se la venda del que ha estat l'obra de tota una vida, s'ha d'actuar amb el cap fred i preparar l'empresa per obtenir-ne el màxim valor. Tenir clars els conceptes financers i de valoració és molt important en aquestes circumstàncies.
- 3. Reorganització estratègica del negoci.** Podem trobar també situacions en les quals una empresa ha diversificat el seu negoci amb èxit però se'n adona que alguna de les divisions de l'empresa ha evolucionat de manera que es fa difícil la integració amb les altres i decideix sortir. És una situació bastant habitual en grans conglomerats industrials i empreses multinacionals.
- 4. Reducció de risc.** Empreses petites, més que mitjanes, que han assolit una bona posició de mercat, amb un producte concret o a una zona geogràfica determinada, però que veuen que la seva posició és feble si no diversifiquen en productes i en mercats i no es veuen en força per fer-ho. Integrar-se en un gran grup, consolidar les seves capacitats tècniques i realitzar el valor acumulat és una possible bona decisió.
- 5. Dificultats econòmiques i financeres.** Finalment tenim les empreses que pel motiu que sigui es troben en dificultats financeres que no poden resoldre i es veuen obligades a contemplar la possibilitat d'una venda. Aquesta és sens dubte la pitjor situació per vendre, ja que la capacitat de negociació està molt disminuïda. Hi ha fons d'inversió especialitzats en la compra d'empreses en aquesta situació.

5.4. COMPRA O FUSIÓ

La pregunta que obre aquest capítol diu: podria comprar al meu principal competidor? La resposta és que s'haurien de donar unes circumstàncies molt concretes i específiques que ho fan poc probable. El nostre principal competidor serà una empresa d'una mida similar a la nostra, per tant, es tractaria d'una compra que el nostre balanç difícilment suportaria sense una aportació de capital. Però es podrien donar les circumstàncies adequades:

El nostre competidor pot tenir:

- a. Unes vendes similars però uns marges molt menors.
- b. Un balanç amb molt endeutament, fruit de decisions d'inversió errades, que posen en entredit la seva capacitat de repagament.
- c. Manca de successió en el negoci.

Així doncs, de la mateixa manera que ens fixem en els productes dels nostres competidors també ens podem fixar en la seva situació financera. La informació financera és pública i obligatòria. Totes les empreses dipositen els comptes anuals en el registre mercantil cada any i estan a l'abast de tothom.

Plantejar-se la possibilitat de comprar al nostre competidor és un exercici saludable que ens obliga a comparar els nostres comptes financers seguint les anàlisis que hem presentat i traient les conclusions oportunes per a la gestió de la nostra empresa; valorar el nostre negoci i fer un seguiment anual de l'evolució del valor; valorar el negoci del nostre competidor, fent servir el mateix model; comparar l'evolució i fer-nos conscients de la solidesa econòmica i financera del nostre negoci, respecte a les empreses del nostre sector, i aprofitar per prendre les decisions de política financera més adients.

Tot i això l'oportunitat de compra pot existir. Si no, podem contemplar l'oportunitat d'una fusió.

Una fusió és una operació similar a la compravenda només que no consumeix caixa. Dues empreses que decideixen fusionar-se, el que fan és ajuntar els negocis en un de sol, optimitzant els costos d'estructura i buscant noves sinergies de productes, mercats i plantes industrials per a ser molt més competitius.

En el nostre país les fusions són escasses. Per contra tenim un teixit industrial de pimes molt important però que tenen dificultats per competir en els mercats internacionals i per tant tenen dificultats per créixer. L'oportunitat de fusionar empreses i crear-ne una altra de més gran, amb més capacitat financera per poder comprar empreses a l'estranger i competir amb més força en els mercats internacionals és una opció estratègica, que el nostre país necessita.



Una fusió suposa valorar les empreses que participen en l'operació i determinar el que tècnicament s'anomena «l'equació de canvi». Imaginem dues empreses que es volen fusionar i es valoren en 100 i 50 respectivament. L'equació de canvi seria de 2 a 1, és a dir, si la nova empresa que es crea, a la que s'aportaran els negocis de les dues fusionades, té 100 accions, els accionistes de la primera empresa rebrien 66,6 accions, $2/3$, i els de la segona rebrien 33,3 accions, $1/3$, de les noves accions, mantenint la proporció de 2 a 1.

Una fusió es pot fer també per absorció. És a dir, en el cas anterior, l'empresa més gran podria absorbir a la més petita, fent una emissió de 50 noves accions que les comprarien els socis de l'empresa més petita i que es pagarien amb l'aportació de les accions actuals de l'empresa absorbida.

La decisió sobre l'estructura d'una fusió té fortes implicacions mercantils i fiscals que superen les merament financeres.

5.5. EL PROCÉS DE COMPRAVENDA D'UNA EMPRESA

Com de senzill o complicat és comprar o vendre una empresa? Per a un especialista en aquest tipus de transacció és relativament senzill, ja que és el que fa cada dia. Però per a un empresari, que possiblement farà una transacció de compravenda un cop a la seva vida, el procés és laboriós i té una important component tècnica, financera i jurídica. Per tant, s'ha d'entendre bé abans de prendre la decisió.

Un procés de compravenda té una sèrie de etapes, ben estructurades, que si es segueixen de manera rigorosa, i acompanyades dels professionals adequats, fan que l'operació es faci amb les millors garanties possibles per ambdues parts:

- 1. Definició de l'estratègia.** Un procés tan important com una compravenda requereix un plantejament ben meditat i una reflexió sobre el que es pretén, quin perfil d'empresa es vol adquirir, o per què es vol vendre. I un pla de treball, ja sigui per la part compradora o per la part venedora, que es pot realitzar juntament amb els assessors corporatius experts en aquestes transaccions.
- 2. Contacte.** El procés arrenca amb una primera reunió on una part expressa la seva intenció de compra o de venda. Si ambdues parts són receptives, se signa un «acord de confidencialitat» i es pacta l'intercanvi d'una informació inicial per poder confirmar l'interès en la compra i fer una valoració de l'empresa.
- 3. Anàlisi preliminar.** Amb la informació rebuda, un equip, intern, extern o, preferiblement, mixt, processa la informació rebuda, visita, a ser possible les instal·lacions de l'altra empresa i fa un informe per a la direcció amb les conclusions de l'anàlisi i els impactes positius i negatius que han trobat i que afecten al valor de l'empresa. Aquest informe ha de presentar un rang de valors estimats, mínim i màxim, per delimitar l'àmbit de la negociació del preu i de les condicions que afecten al preu i que s'hauran de tenir en compte en les futures negociacions.
- 4. Oferta Indicativa i carta d'intencions.** Fetes les anàlisis i confirmat l'interès, la part compradora fa una oferta indicativa sobre el preu que està disposada a pagar i les condicions en què es faria l'operació. Aquesta oferta indicativa pot ser relativament senzilla o bastant més complicada, donant lloc a la carta d'intencions. En la seva configuració senzilla, l'oferta ha de contenir l'interès a realitzar la compra, el preu que s'està disposat a pagar i les condicions mínimes a complir per fer l'operació, com poden ser: si el preu es pagaria al comptat o amb una quantitat aplaçada, si els actuals propietaris i directius s'haurien de quedar i per quant temps o si els actius immobiliaris que pot tenir l'empresa formarien part o no de l'operació.

En la configuració més complexa, l'oferta indicativa es converteix en una carta d'intencions, que a més de contenir els aspectes abans esmentats, contindria també les principals clàusules del contracte de compravenda, l'atorgament per la part venedora d'un període d'exclusivitat i el procés a seguir a partir del moment de la signatura, que inclourà la realització de les *due diligences*. La carta



d'intencions podria ser vinculant, el que vol dir que el comprador s'obliga a comprar si es compleixen les condicions que demana i el venedor s'obliga a vendre en les mateixes condicions.

A la pràctica és difícil, arribat aquest punt del procés, signar una carta d'intencions vinculant i sempre es busquen els formats jurídics que limitin les responsabilitats.

Si és més convenient fer només una oferta indicativa o fer una carta d'intencions vinculant, dependrà de molts factors que excedirien l'àmbit d'aquest document. Només unes breus reflexions per orientar el lector:

1. Si no hi ha acord en el preu i en els aspectes mínims, sembla prou inútil buscar l'acord en els altres temes. Per tant, sembla aconsellable centrar-se en l'oferta indicativa i negociar sobre ella. Negociacions que solen ser prou importants com per centrar els esforços.
2. Quan més complex és el document, més impacte jurídic té. Tot i que els advocats ja es preocupen de limitar les responsabilitats, per ambdues parts, si l'operació no es duu a terme.
3. Des del punt de vista del comprador sembla aconsellable limitar l'àmbit de les negociacions i anar pas a pas.
4. Per contra, des del punt de vista del venedor pot ser interessant saber molt més sobre l'operació i negociar des de l'inici tots els aspectes en conjunt.

El format final del document resultant d'aquesta fase serà fruit del propi procés de negociació i contindrà els aspectes que ambdues parts considerin necessaris per donar el següent pas en el procés. Limitant les responsabilitats, minimitzant els riscos i assegurant un període raonable d'exclusivitat quan s'han d'incórrer en despeses significatives d'assessors externs.

4. **Due Diligences (DD).** Aquest nom anglès (que es podria traduir com «les degudes diligències», tot i que no es tradueix mai) és la part del procés on el comprador, havent pactat amb el venedor les condicions bàsiques de la compravenda, amb més o menys vinculació, exerceix el dret a analitzar amb detall i validar en real tota la informació que ha rebut per part del venedor. Així, equips d'advocats i auditors de la part compradora, són autoritzats pel venedor a analitzar amb detall la comptabilitat i els aspectes jurídics, laborals, fiscals, mercantils, penals, etc. de l'empresa. Segons la complexitat de l'operació es poden fer també revisions tècniques industrials i de sistemes d'informació. El resultat d'aquest procés és un informe que recull: el possibles desajustos entre la informació financera lliurada i la real, els riscos jurídics que té l'empresa en els àmbits, laboral, fiscal, mercantil i penal i l'estat real de les instal·lacions industrials. La valoració de tots aquests elements tindrà un efecte directe sobre el preu de la transacció i pot, senzillament, fer-la inviable.



5. Contracte de compravenda. Habitualment, de manera paral·lela amb les DD, es comença a negociar el contracte de compravenda. Aquest tipus de contractes tenen un complexitat jurídica important. Els aspectes més significatius es troben en: l'ajust del preu en funció de l'informe de DD, que valorant els riscos i els conflictes comptables fan que el preu pactat pugui variar. La negociació i la seva plasmació contractual, de la part aplaçada i les condicions en què es farà efectiva. En quant a l'assumpció de responsabilitats posteriors a la compravenda, la part venedora voldrà limitar al màxim la seva responsabilitat un cop desvinculada de l'empresa, mentre que la part compradora voldrà fixar una quantitat d'indemnització, per si apareixen passius ocults o possibles demandes, que serien responsabilitat dels antics propietaris.

Un cas especial de contracte és el «pacte de socis» que se signa quan un inversor entra en el capital d'una empresa. Aquest pacte de socis té una sèrie de clàusules que protegeixen a les participacions minoritàries i que pacten les normes de govern de l'empresa i de sortida dels socis financers en un termini determinat. Són clàusules lògiques i ben fonamentades, però que per a un empresari no acostumat, poden ser, inicialment, de difícil comprensió.

6. Tancament de l'operació. Una operació de compravenda es tanca quan se signa davant del notari i es fa efectiu el pagament (tant la part al comptat com la part aplaçada perfectament documentada). Fins aquest moment només hi ha bones intencions, i no seria el primer cop que una operació es trenca en el mateix moment de la firma. Per tant, és important saber que aquest procés llarg i laboriós té una forta component de risc i que no hi ha res segur fins al darrer moment de la firma.



5.6. CONSIDERACIONS FINALS PER AMBDUES PARTS: COMPRADOR I VENEDOR

Per acabar aquest capítol, unes reflexions finals per als empresaris que s'estiguin plantejant la opció de comprar una altra empresa o vendre el seu negoci.

La part compradora té, habitualment, una posició més activa en el procés i els aspectes sobre els quals hauria de posar més atenció són:

1. Tenir molt clar el seu pla de negoci i l'encaix de la nova empresa.
2. Tenir una bona planificació financera i la capacitat de mantenir un balanç equilibrat i solvent després de la compra. Igualment, planificar les fonts de finançament, capital i deute que necessitarà per fer l'adquisició.
3. Estudiar en profunditat les sinergies de la compra i incloure-les en un escenari postcompra de planificació financera, per comparar com seria el futur de l'empresa amb la compra i sense la compra, i la potencial diferència de valor.
4. Identificar els riscos potencials i tenir un pla de contingències, postcompra per minimitzar-los, així com contemplar compensacions contractuals en el mateix sentit. Aquest riscos són, principalment:
 - a. La no competència posterior dels venedors, durant un període raonable (3 a 5 anys).
 - b. La retenció de persones clau en el negoci.
 - c. La pèrdua de clients o proveïdors importants.
 - d. La pèrdua de fons de finançament importants que es podrien no renovar en les mateixes condicions.

La part venedora, tot i que de vegades pot iniciar el procés, és habitualment la part més reactiva. Tot i això hauria de preocupar-se de:

1. Preparar l'empresa per a la venda amb temps. Aquest procés s'anomena «posta en valor» i es tracta d'una vegada presa la decisió de venda proactiva, fer un pla de negoci per maximitzar el preu de sortida, fent servir els conceptes de finances que hem exposat en aquesta guia.
2. Optimitzar l'impacte fiscal. En la mesura en què la venda suposarà un plusvàlua important per als venedors, l'estructura de la compravenda pot tenir un impacte molt significatiu en el futur patrimoni dels venedors. Tot i que aquest és un terreny per als especialistes fiscals, alguns dels temes a considerar són:
 - a. Vendre els actius o vendre les accions.
 - b. Vendre a títol personal o com una societat patrimonial.

Minimitzar els riscos legals posteriors a la venda. Com a contrapartida del que hem dit de la part compradora, els venedors i els seus assessors legals han de limitar els compromisos contractuals sobre les responsabilitats un cop feta la transacció.

6

Per on comencem? Quines mesures i accions podem posar en marxa per millorar la gestió financera del negoci i tenir una empresa millor i més solvent?



Tot el que hem presentat en aquesta guia és d'aplicació pràctica en qualsevol empresa. No totes les empreses estan en la mateixa situació i el que convé a una, no necessàriament és bo per una altra. Tot i això, els principis de gestió financera presentats en les pàgines anteriors creiem que mereixen una reflexió seriosa i profunda per part del director general i el seu equip directiu. Ja hem dit que les finances no fan els negocis però és molt difícil fer un negoci sostenible i creixent sense tenir molt en compte els principis financers bàsics i fonamentals. Per tant, per ajudar als equips directius a prendre les decisions correctes en aquest àmbit, presentem en aquest capítol final un qüestionari, senzill, que permeti a un director general avaluar l'estat de gestió financera de la seva empresa i si ho veu oportú, endegar les mesures correctores i els projectes oportuns per pujar el nivell de les finances en els seus negocis.

Les preguntes que hem inclòs en aquest qüestionari es responen amb un sí o un no. Hem prescindit conscientment d'estadis entremitjos (com «més o menys»). Per tant, si el lector no està segur de respondre amb un clar «sí», la resposta a la pregunta és un «no».



A		COMPTABILITAT		
1	Tenim implantat un ERP que ens permet obtenir de manera fàcil els següents informes:		SÍ	NO
	i	El compte de resultats analític		
	ii	Marges per producte		
	iii	Marges per clients		
2	Els procediments comptables establerts ens permeten fer (com a mínim) tancaments complets trimestrals.		SÍ	NO
	i	Dotant les amortitzacions.		
	ii	Dotant les provisions		
	iii	Valorant els inventaris		
3	Tenim un seguiment pressupostari mensual que ens permet analitzar:		SÍ	NO
	i	L'evolució mensual de les vendes del mes i any acumulat		
	ii	L'evolució mensual dels costos i els marges. Del mes i any acumulat.		

B		TRESORERIA		
1	Tenim un ERP que ens permet gestionar correctament els fluxos financers del dia a dia:		SÍ	NO
	i.	Els ingressos, comptes a cobrar, amb les dates de venciment i el seguiment d'endarreriments en el cobrament.		
	ii.	El risc concedit a cada client i gestionar els excedits		
	iii.	Els pagaments, comptes a pagar i la previsió diària de pagaments a realitzar.		
	iv.	La posició de caixa en data valor, per banc.		
	v.	La situació de les línies de finançament del circulant (comptes de crèdit, línies de descompte, línies de factoring, etc).		
	vi.	El negoci que tenim amb cada banc, mitjana de saldos de les línies, compensacions (impostos, assegurances socials, pagaments i cobraments), interessos i comissions pagats.		

C		ESTRUCTURA ECONÒMICA I FINANCERA DE L'EMPRESA		
1	Hem fet una anàlisi en profunditat dels darrers 5 anys i tenim una clara idea de:		SÍ	NO
	i.	El nostre model de negoci.		
	ii.	De l'estructura dels marges (Brut/Ebitda), la seva evolució i com comparen amb els nostres competidors.		
	iii.	El cost d'estructura, com ha evolucionat i com compara amb els nostres competidors.		
	iv.	Els marges per client, fent un ABC de clients per marge brut.		
	v.	Els marges per producte, fent un ABC de productes per marge.		
2	El nostre pla de negoci inclou accions per millorar:		SÍ	NO
	i.	El model de negoci.		
	ii.	El marge brut dels productes.		
	iii.	La gestió de clients amb marges deteriorats.		
	iv.	L'adaptació del cost de l'estructura.		
3	Hem fet una anàlisi de la nostra situació patrimonial, solvència i risc, i tenim una clara idea de:		SÍ	NO
	i.	La solvència patrimonial que té la nostra empresa i com compara amb els nostres competidors.		
	ii.	La percepció de risc que tenen els mercats financers sobre la nostra empresa.		
	iii.	El ROA actual i com compara amb els competidors.		
	iv.	El ROE actual i com compara amb els competidors.		
4	El nostre pla de negocis inclou accions i projectes per:		SÍ	NO
	i.	Millorar la solvència.		
	ii.	Millorar el risc percebut.		
	iii.	Millorar el ROA envers un valor objectiu que hem fixat.		
	iv.	Millorar el ROE envers un valor objectiu que hem fixat.		



D	PLANIFICACIÓ I ESTRATÈGIA FINANCERA			
1	Hem fet un exercici de planificació financera a 5 anys i tenim clar:		SÍ	NO
	i.	La caixa (positiva o negativa) que generarem els propers 5 anys.		
	ii.	L'estructura òptima del balanç.		
	iii.	Les inversions que hem de fer i com finançar-les.		
	iv.	Les fonts de finançament de capital i deute.		
	v.	Els ROA esperats en el període.		
	vi.	Els ROE esperats en el període.		
	vii.	El valor actual de la nostra empresa fent servir el DCF i comparant-ho amb els altres mètodes i com compara amb els nostres competidors.		
2	Hem definit els següents elements de l'estratègia financera:		SÍ	NO
	i.	La ràtio d'endeutament que volem.		
	ii.	La política de dividendes.		
	iii.	El nombre, tipus de banc i relació amb cadascú.		
	iv.	Una presentació corporativa amb tots els elements, que serveixi tant per a la gestió interna com per a la comunicació amb tercers (clients, proveïdors, bancs, accionistes i empleats).		
3	Hem fet una reflexió seriosa sobre la possibilitat de comprar, vendre o fusionar la nostra empresa i hem decidit:		SÍ	NO
	i.	Comprar una empresa per créixer.		
	ii.	Plantejar una fusió amb una altra empresa.		
	iii.	Buscar un soci financer per capitalitzar l'empresa		
	iv.	Vendre l'empresa.		
	v.	No cal fer res.		

No cal cap algoritme complicat per valorar el qüestionari. Cada lector pot fàcilment fer la seva pròpia valoració, en funció dels «sí» i els «no», i decidir quines són les accions i els projectes a endegar per millorar aquesta àrea tan important dels negocis, de la qual depèn la capacitat de créixer de manera sostinguda i sostenible durant els propers anys.

7

ANNEXOS

- Annex 1.** L'anàlisi financera: el balanç de situació
- Annex 2.** Avaluació del risc de l'empresa
- Annex 3.** El descompte de fluxos de caixa (*Discounted Cash Flow*)
- Annex 4.** Càlcul del cost mig de capital o WACC (*Weighted average cost of capital*)
- Annex 5.** Comparativa del mètodes de valoració



ANNEX 1 L'ANÀLISI FINANCERA: EL BALANÇ DE SITUACIÓ

Què és un balanç?

El balanç és una fotografia del patrimoni de l'empresa en un moment determinat. El balanç mostra allò que l'empresa té, tant els béns materials com els drets davant de tercers. Aquesta part, el que l'empresa té, és el que anomenem **Actiu**. L'altra part, el que l'empresa deu a tercers, és el que anomenem **Passiu**.

El balanç es divideix, doncs, en dues parts que tenen el mateix valor. Aquestes dues parts es diuen **Actiu i Passiu**:

- Els actius del balanç, els béns que l'empresa posseeix, es subdivideixen en:
 - **Actius corrents (o actiu circulant)**: són actius de curt termini, la vida és inferior a un any, i es desglossen en:
 - *Tresoreria (caixa i actius líquids)*: És la caixa disponible immediatament per l'empresa, mantinguda en efectiu o en comptes corrents, més els diners posats en dipòsits de disposició immediata o en un termini menor d'un any.
 - *Inventaris*: Correspon als productes i existències mantingudes en estoc per a una futura venda o per realitzar la producció. Inclou tant productes acabats, com productes en curs i / o matèries primeres.
 - *Comptes a cobrar*: Són els diners que ens deuen els clients per les vendes realitzades i que està pendent de cobrament.
 - **Actius no corrents (o actius fixos)**: són actius la vida dels quals és superior a l'any, és a dir, no s'espera que es converteixin en caixa l'any corrent. Es desglossen en:
 - *Immobilitzat Immaterial*: Patents, marques, propietat industrial, fons de comerç, aplicacions informàtiques (*software*) despeses de constitució o primer establiment, valors financers (accions, obligacions, bons, termini fix de més d'un any, un dipòsit mantingut com a fiança per més de un any).
 - *Immobilitzat Material*: Terrenys, construccions, instal·lacions, edificis i maquinària, utillatge, mobiliari, equips per a processos d'informació, vehicles per al transport, etc.
- Els passius del balanç mostren els deutes actuals de l'empresa, és a dir, mostren el que deu l'empresa, i es subdivideixen en:



- **Passius corrents:** són passius de curt termini que s'hauran de pagar en un termini inferior a un any, i es desglossen en:
 - *Deutes a curt termini amb entitats de crèdit:*
Deutes bancaris en els quals el venciment no és superior a l'any.
 - *Proveïdors:*
Quantitat que devem als nostres proveïdors i que hem de pagar en un termini inferior a l'any.
 - *Altres deutes a curt:*
Deutes que podem tenir amb les administracions públiques, fruit dels terminis de liquidació d'impostos, amb empreses del grup, amb socis de l'empresa o amb empleats.
- **Passius no corrents:** són passius amb venciments superiors a un any. Es desglossen en:
 - *Deutes a llarg termini amb entitats de crèdit:*
Deutes bancaris amb venciment superior a un any.
 - *Deutes a llarg termini amb tercers:*
Diners prestats a la companyia, habitualment per empreses del grup o accionistes, a retornar en un període superior a un any.
- La diferència de valor entre els actius de la companyia i els passius es denominen fons propis o patrimoni net. Els fons propis es desglossen en:
 - Capital social: és el capital aportat pels accionistes / socis en l'empresa
 - Reserves: són els guanys retinguts en l'empresa que no s'han distribuït per pagar dividendes als accionistes.
 D'aquesta manera s'obté la següent equació bàsica del balanç i de la comptabilitat:

$$\text{Actiu} = \text{Passiu} + \text{Fons propis}$$

Aquesta equació ens mostra com s'han finançat els actius: ja sigui a través de deute (fons aliens), el capital desemborsat pels accionistes / socis (fons propis) o els fons que genera l'empresa i que no es distribueixen (reserves).

Què ens diu un balanç?

Un balanç conté molta informació i depenent de qui s'ho miri, es fixarà en un o altre aspecte concret:

- Per a la gerència de l'empresa, el balanç permet determinar si hi ha un ús òptim dels recursos o actius si l'empresa té un bon equilibri patrimonial.
- Per al director financer, la banca i els analistes financers, el balanç permet confirmar si la companyia és prou solvent. És a dir, si pot fàcilment convertir els seus actius en liquiditat immediata (caixa), de manera que la companyia pot afrontar els seus pagaments folgadoament.

- Per als accionistes o socis, el balanç, juntament amb el compte de resultats, els permet saber quina és la rendibilitat dels seus fons propis, i realitzar una primera estimació de quant val la seva participació accionarial.

Totes aquestes visions del balanç ens porten a les següents preguntes que ens han d'ajudar a estructurar el mètode d'anàlisi que volem revisar a continuació:

- ✓ Té l'empresa els actius i passius correctament balancejats?
- ✓ En quina mesura una empresa està utilitzant eficientment els seus actius?
- ✓ És l'empresa solvent?
- ✓ Quina és la capacitat d'endeutament de l'empresa?
- ✓ Quina és la rendibilitat dels fons propis?

Té l'empresa els actius i passius correctament balancejats?

Un balanç es compon d'una sèrie de partides, també anomenades masses patrimonials, que han de guardar unes determinades proporcions entre elles i complir unes determinades normes d'equilibri patrimonial. Aquestes proporcions, i el compliment o no de les normes, ens indicaran si el balanç està o no prou equilibrat.

Un bon exercici per realitzar aquesta primera anàlisi d'equilibri patrimonial és literalment «dibuixar» les masses patrimonials del balanç. Per a això es requereix expressar cadascuna de les partides en valor percentual sobre el total del balanç i ordenar-les de manera que:

- En l'actiu, s'ordenen les partides començant per les menys líquides a dalt i les més líquides, a sota.
- En el passiu, s'ordenen les partides començant per les menys exigibles a dalt i les més exigibles a baix.

(Nota: recordi el lector que aquesta és la manera d'ordenar un balanç que tenim a Espanya i a Europa. Per contra, el món anglosaxó i els EUA, l'ordenen amb el criteri invers).



ACTIU	PASSIU
Immobilitzat (%)	Fons propis (%)
Inventari (%)	Passius no corrents (%)
Comptes a cobrar (%)	Passius corrents (%)
Caixa (%)	

L'equilibri patrimonial es valora en funció del grau d'adequació de la liquiditat dels actius a l'exigibilitat dels passius. En altres paraules, quan un passiu arriba al seu venciment, és a dir, s'ha de pagar, cal que hi hagi prous actius líquids disponibles per poder pagar aquest passiu.

Hi ha tres principis bàsics per avaluar si la liquiditat dels actius està ben equi librada amb l'exigibilitat dels passius en un balanç; aquests principis són la guia de l'ortodòxia i la prudència financera, que tota empresa ben gestionada ha de seguir, si vol evitar problemes i complicacions financeres.

Els tres principis són:

- Els actius corrents s'han de finançar amb deute a curt termini.
- Els actius immobilitzats s'han de finançar amb fons propis.
- El deute a llarg pot ser un bon substitut dels fons propis per equilibrar el balanç.

Principi 1: L' import dels actius corrents hauria de ser igual o superior a l'import dels passius corrents i com més gran millor

En l'exemple presentat podem veure si es compleix el principi d'equilibri patrimonial número 1.

- Els actius corrents, o actiu circulant, que es compon dels inventaris, els comptes a cobrar i la caixa, són netament superiors a l'exigible a curt termini. Per tant, aquesta empresa no tindria problemes de liquiditat a curt termini.



Principi 2: L'immobilitzat s'hauria de finançar amb capital

Per la mateixa lògica que en el punt anterior, els actius que requereixen més temps per ser líquids, han d'estar finançats per recursos de molt baixa exigibilitat. El recurs de menor exigibilitat és l'aportació que fan els socis com a capital.

- En l'exemple podem veure com l'immobilitzat està totalment finançat per fons propis no exigibles, complint aquesta segona proporció i norma d'equilibri patrimonial.

Principi 3: El deute a llarg termini s'ha d'utilitzar com un substitut dels fons propis

Finalment, el deute a llarg termini ofereix un marge de flexibilitat als dos principis anteriors, de manera que aquest es pot utilitzar o com a substitut del capital, augmentant la rendibilitat dels fons propis i permetent a l'empresa emprendre inversions que d'una altra manera, només amb capital, podrien no ser possibles. O com a complement del finançament a curt, garantint una liquiditat a major termini.

- En l'exemple també es pot veure que l'empresa està utilitzant intel·ligentment el deute a llarg per equilibrar el seu balanç, garantint la liquiditat a mig termini.

És l'empresa solvent?

Una empresa és solvent quan té la capacitat d'atendre les seves obligacions financeres. Aquesta capacitat es divideix en dos components:

- a. L'empresa té un patrimoni sanejat. És a dir, té uns actius que cobreixen de sobres els imports exigibles per tercers. Aquesta circumstància es denomina **solvència patrimonial**.
- b. L'empresa té suficient caixa per pagar els venciments exigibles dels seus deutes, en un període de temps pròxim. Aquest segon concepte es denomina **solvència de puntualitat**.

Una empresa és insolvent quan no és capaç de pagar els seus deutes i els seus passius exigibles excedeixen els seus actius.

Una empresa pot ser patrimonialment solvent i no poder fer front als pagaments per falta de liquiditat. Això suposa una mala previsió financera i es posa remei buscant la liquiditat dels seus actius a través de vendes o de consecució de préstecs bancaris.

La solvència és una conseqüència directa de mantenir els actius i passius ben equilibrats, com s'ha explicat anteriorment.



Disposem de dos mètodes per analitzar la solvència d'una empresa:

- El càlcul del Fons de maniobra o Circulant net
- La Solvència corrent o de puntualitat

El Fons de maniobra o Circulant net

Una anàlisi preliminar per determinar la capacitat d'una empresa d'afrontar els seus passius corrents (deutes que vencen en menys d'un any de termini) és a través del càlcul del fons de maniobra (circulant net).

El fons de maniobra es calcula com la diferència entre els actius corrents i els passius exigibles a curt termini

- **Fons de maniobra** = Total Actius corrents - Total Passius corrents

El fons de maniobra obtingut pot ser negatiu o positiu:

- *Si Fons de maniobra > 0*: Fons de maniobra positiu. L'empresa té suficients actius corrents per afrontar els seus passius corrents.
- *Si Fons de maniobra < 0*: Fons de maniobra negatiu. L'empresa no té actius corrents suficients per cobrir els passius corrents.

Com a regla general, com més gran sigui el fons de maniobra, major el nivell de liquiditat.

Anàlisi de Solvència Corrent o de puntualitat

Les tècniques d'anàlisi financera, ens proporcionen un parell de ràtios que ens permeten analitzar la solvència d'una empresa de manera ràpida i precisa:

- **La Ràtio de solvència** es calcula dividint l'actiu circulant sobre el passiu circulant.
 - **Ràtio de solvència** = Actiu circulant / Passiu circulant.
 - *Si Ràtio de solvència és > 1*: L'empresa pot respondre als seus deutes immediats amb el seu actiu corrent. Equival a que l'empresa té un fons de maniobra positiu.
 - *Si Ràtio de solvència és < 1*: L'empresa no té capacitat de respondre als seus deutes immediats amb el seu actiu corrent. Equival a que l'empresa té un fons de maniobra negatiu.
- **La Ràtio de tresoreria** (prova de l'àcid / *Acid test*) mesura d'una manera més estricta la capacitat que té l'empresa de reaccionar davant de situacions que requereixen un ràpid pagament dels deutes, i es calcula restant els elements menys líquids de l'actiu circulant mitjançant la següent fórmula:
 - **Ràtio de tresoreria** = (Actiu circulant - Inventaris) / Passiu circulant
 - Si Ràtio de tresoreria és > 1. L'empresa pot respondre als seus deutes immediats amb el seu actiu circulant més líquid.

El test de l'àcid indica directament la relació entre els actius més líquids del balanç i els deutes exigibles a curt termini. Quan és superior a 1, indica un estat òptim de la tresoreria de l'empresa i de la capacitat immediata de pagament dels deutes amb venciments a curt.

En quina mesura una empresa està utilitzant eficientment els seus actius?

L'actiu d'una empresa és una llista de les inversions que ha realitzat. I aquestes inversions poden ser més o menys productives. Un director general té una manera molt fàcil i ràpida de veure si aquestes inversions són tan productives com es podria esperar, o, millor encara, veure com evoluciona la productivitat de les inversions al llarg del temps. Per a això, tenim un indicador que anomenem ROA, de l'anglès (*Return on assets*) o rendiment de l'actiu.

El ROA es calcula dividint el benefici d'exploració (EBIT) entre l'import total d'actius, informació que es troba en el compte de resultats i en el balanç:

$$\text{ROA} = \text{EBIT} / \text{Total Actius}$$

El ROA es mostra sempre com un percentatge. Per exemple si la companyia té un EBIT de 8 milions d'euros i uns actius per valor de 100 milions d'euros, el retorn d'actius és del 8%.

No hi ha una mesura ideal del ROA. Una bona pràctica és comparar el ROA de la nostra empresa amb el dels nostres competidors, i veure com resulta la comparació. És evident que si tenim un ROA per sota de la mitjana del sector, hauríem de prendre mesures. A curt termini, ja que els actius són poc flexibles, la major incidència de gestió ha d'estar en el compte de resultats.

Quina és la capacitat d'endeutament de l'empresa?

Una pregunta que ens podem fer és quin és el límit de deute que pot tenir una empresa. La resposta és senzilla: si el ROA de l'actiu és netament superior al cost del deute, quant més millor. És a dir, si jo puc captar deute al 5% i l'inverteixo al 15% (ROA) en el meu negoci, estaré actuant racionalment.

Només que els prestadors, habitualment, no creuran que sigui una bona idea que el benefici se l'emporti l'empresari i el risc ho corrin íntegrament ells, posant tots els recursos financers que requereix el negoci. De manera que en la pràctica financera hi ha uns principis-guia per definir el nivell adequat d'endeutament d'una empresa.



Aquestes guies o principis són els següents:

- La Ràtio d'endeutament
 - La relació deute financer net / Ebitda
- **La Ràtio d'endeutament** és una manera simple i directa de mesurar la situació d'una empresa pel que fa a la relació entre deute i capital; es calcula dividint el total del deute sobre els fons propis de l'empresa:
- **Ràtio d'endeutament** = Total deute / fons propis.
 - El valor d'aquesta ràtio ens permet treure algunes conclusions interessants i pràctiques:
 - *Si Ràtio d'endeutament < 1*. Vol dir que l'empresa està fent poc ús del deute i que si es donen les circumstàncies mínimes objectives en el negoci, és a dir guanya diners i genera caixa positiva, l'empresa té capacitat per adquirir més deute, com a mínim fins al grau d'igualar als fons propis. Situació en la qual els empresaris estarien corrent el mateix risc que els prestadors.
 - *Si Ràtio d'endeutament < 2*. L'empresa està utilitzant deute per sobre del valor dels seus fons propis, és a dir els prestadors estan incorrent en major risc que els empresaris. És realment així? Numèricament sí que estan corrent major risc, però si l'empresa té un equilibri patrimonial adequat, com hem vist en un punt anterior i guanya diners generant una bona caixa positiva, la ràtio d'endeutament entre 1 i 2 és una pràctica habitual i perfectament acceptable en els mercats financers.
 - *Si Ràtio d'Endeutament és > 2*. En aquesta tercera situació podríem començar a dir que l'empresa està massa endeutada. Ràtios molt superiors a 2 són excepcionals en els mercats i molt més excepcionals quan la situació de liquiditat està deteriorada.
- Cal tenir també en compte que el sector industrial marca l'estructura del balanç. Per exemple, les empreses manufactureres, que necessiten d'una inversió important en els seus actius productius, solen tenir una ràtio major d'endeutament, amb una proporció superior de deute a llarg termini, que les cadenes de distribució, que generalment venen els seus productes en locals llogats i tenen pocs actius fixos.
- La ràtio **Deute financer net / Ebitda** és una altra manera de mesurar la capacitat d'endeutament de l'empresa. La banca l'utilitza habitualment per als grans crèdits sindicats. L'Ebitda és una manera fàcil estimar la caixa que generarà l'empresa, fruit del seu negoci principal. Per això la relació Deute financer / Ebitda és un bon indicador de quants «anys / caixa» necessitaria l'empresa per retornar el deute.
- Aquesta ràtio es mesura a partir del balanç i el compte de resultats.
- **DFN / Ebitda** = (Deute Total - Tresoreria - Inversions temporals i equivalents) / Ebitda.

En general podem dir que les entitats financeres rarament accepten que aquesta ràtio sigui superior a 4. Normalment entre 2 i 3 és molt acceptable i 5 seria el màxim per a situacions molt particulars.

Els principis que guien una correcta gestió patrimonial de l'empresa

Per acabar aquesta breu introducció a l'anàlisi d'un balanç, intentem resumir els principis de gestió que es deriven de l'anàlisi patrimonial i la tècnica financera:

1. L'equilibri patrimonial (solvència patrimonial):
 - a. Els actius fixos s'han de finançar amb fons propis.
 - b. Els actius circulants amb deute a curt bancari i de tercers.
 - c. El deute a llarg ens permet substituir part dels fons propis i del deute a curt, sempre que no deteriorem massa la ràtio d'endeutament.
2. La tresoreria de l'empresa (solvència de puntualitat).
 - a. El fons de maniobra (Actiu circulat - Passiu exigible a curt) ha de ser clarament positiu.
 - b. La Ràtio de tresoreria (Actiu circulat líquid / Exigible a curt) és òptima quan és igual o superior a 1.
3. El rendiment de l'actiu.
 - a. El ROA (*Return on Assets*) mesura el rendiment de l'actiu. De manera que l'inversió monetària que l'empresa té en actius físics i financers ha de donar un rendiment suficient.
 - b. La valoració de «suficient» s'obté de comparar el ROA de l'empresa amb les principals empreses del seu sector.
 - c. El ROA, rendiment de l'actiu, marca el límit de palanquejament financer. De manera que quan el cost del deute és inferior al ROA, la utilització de deute millora els resultats del negoci. En aquest cas diem que tenim un efecte palanquejament financer positiu.
4. La capacitat d'endeutament.
 - a. La Ràtio d'endeutament (fons propis sobre Total deute) ha de moure's, en circumstàncies normals, en un valor comprès entre 1 i 2.
 - b. La relació Deute financer / Ebitda, ens marca una frontera, fixada per les entitats bancàries, sobre el volum màxim de deute assumible per una empresa que habitualment es mou en valors de entre 2 i 3.



ANNEX 2 AVALUACIÓ DEL RISC DE L'EMPRESA

En el capítol 2 hem presentat els aspectes conceptuals de les 5 C de l'anàlisi del risc a l'empresa. Presentem aquí amb major detall i en un format més fàcil de utilitzar, els elements de la C, «condicions», que concretament s'avaluen en un procés d'anàlisi del risc.

Al final d'aquest apartat, hem preparat un qüestionari perquè el lector interessat pugui fer l'avaluació completa del risc de la seva empresa.

Indústria

1. Fase en què es troba el sector industrial en el qual opera una empresa.

INDÚSTRIA	Emergent	Creixent	En alça	Decreixent	En plena caiguda
Nivell de risc	Alt	Mitjà	Baix	Alt	Molt alt

2. Cicles del sector industrial en què opera l'empresa.

INDÚSTRIA CÍCLICA	Cíclica i alta volatilitat	Cíclica i baixa volatilitat	Poc cíclica	Sense cicles
Nivell de risc	Alt	Alt	Mitjà	Baix

3. Situació de la competència: en entorns altament competitius, hi ha més risc perquè les empreses tenen major dificultat per mantenir el seu nivell actual de vendes i marges.

COMPETÈNCIA	Molts competidors	Pocs competidors	Oligopoli	Monopoli
Nivell de risc	Alt	Mitjà	Baix	Molt baix

4. Quota de mercat que té l'empresa: depenent del nivell de quota de mercat d'una empresa, hi ha més o menys risc. Una empresa té més o menys dificultat en implementar la seva estratègia si té un menor o major poder de mercat.

QUOTA DE MERCAT	Quota de mercat insignificant	Quota de mercat entre els 10 primers competidors	Quota de mercat entre els 5 primers competidors	Quota de mercat dominant
Nivell de risc	Alt	Mitjà	Baix	Molt baix

Productes

Si una empresa té els seus productes ben diferenciats respecte als seus substituïts immediats, hi ha menys risc perquè té més probabilitat de mantenir els seus marges de negoci.

PRODUCTE	Producte sense diferenciació	Producte amb poca diferenciació	Producte altament diferenciat davant dels seus substituïts immediats
Nivell de risc	Alt	Mitjà	Baix

Clients

Si una empresa té pocs clients o té una concentració de vendes en pocs clients, es considera que hi ha més risc perquè si aquests clients se'n van a la competència, pot experimentar una reducció immediata de les seves vendes.

CLIENTS	Un sol client	Concentració en pocs clients	Cartera de clients ben diversificada
Nivell de risc	Molt Alt	Alt-Mitjà	Baix



Proveïdors

Si una empresa té un sol proveïdor o una concentració de les seves compres en pocs proveïdors de difícil substitució, es considera que hi ha més risc perquè una manca d'abastament pot impactar o reduir el nivell de les seves vendes o una pujada de costos el nivell dels marges.

PROVEÏDORS	Un sol proveïdor	Concentració en pocs proveïdors i dificultat de substitució de proveïdors	Concentració en pocs proveïdors i facilitat de substitució de proveïdors	Cartera diversificada de proveïdors
Nivell de risc	Molt Alt	Alt-Mitjà	Mitjà-Baix	Baix

Equip professional

Es considera que hi ha menys risc quan una empresa té un equip professional capacitat per implementar la seva estratègia.

Es considera que hi ha molt risc en aquelles empreses en les que les decisions se centralitzin en una única persona, ja sigui el propietari o una persona de l'equip directiu. Aquest risc en el món anglosaxó és conegut com el «one man show».

EQUIP PROFESSIONAL	Equip amb falta d'experiència totalment dependent de l'accionista	Capacitat per implementar l'estratègia però amb experiència mitja	Capacitat per implementar l'estratègia amb experiència alta i independència
Nivell de risc	Alt	Mitjà	Baix

Sistemes de control de gestió

Es considera que hi ha menys risc en aquelles empreses amb sistemes de control de gestió que li permetin anticipar o detectar problemes en el seu acompliment financer.

SISTEMES DE CONTROL	Nivell de control insuficient	Sistemes de control amb falta de periodicitat	Sistemes de control molt avançats i periòdics
Nivell de risc	Alt	Mitjà	Baix

Relació amb bancs (pool bancari)

Es considera que hi ha menys risc si una empresa treballa amb altres bancs per dos motius.

1. Si una empresa té una necessitat imprevista de deute addicional, aquest pot ser concedit proporcionalment entre els seus diferents bancs, diversificant així el risc en diverses entitats.
2. Si una empresa té diversos bancs, té una major maduresa en termes de relacions bancàries.

Que una empresa tingui un sol banc no és bo ni per al banc ni per a l'empresa. Per exemple, un canvi de política de risc del banc pot significar que a l'empresa no se li autoritzi un finançament tot i que la seva generació de caixa sigui més sòlida. També, pot portar a una situació monopolística del banc en termes del preu del finançament.

RELACIÓ AMB ELS BANCS	Un sol banc concentra tota la seva activitat bancària	Dos o tres concentren la seva activitat bancària	Quatre o sis bancs concentren la seva activitat bancària	Més de sis bancs
Nivell de risc	Molt alt	Alt	Mitjà-Baix	Baix

També, s'estudiarà la maduresa financera d'una empresa en termes de la sofisticació del tipus de deute que té. Una empresa que només s'hagi finançat en el curt termini té un nivell de maduresa financera inferior al d'una altra empresa, que a més de finançar-se en el curt termini, té altres tipus de finançament com el lísing o rënting, o també, que a més de tenir operacions de deute bilaterals (és a dir, deute atorgat per un únic banc) té operacions sindicades de deute (és a dir, un mateix deute es fondeja entre diversos bancs).

SOFIGICACIÓ BANCÀRIA	Només deute a curt termini	Deute a curt termini i puntualment deute a llarg termini	Deute a curt termini i a llarg termini només amb operacions bilaterals	Deute a curt termini i a llarg termini amb operacions bilaterals sindicades	Deute a curt termini i a llarg termini tant amb operacions bilaterals i sindicades. També accés al mercat de capitals (bons)
Nivell de risc	Molt alt	Alt	Mitjà-Baix	Baix	Molt baix



Mida de l'empresa

Es considera que hi ha més risc en les empreses petites. Històricament està provat que la mida d'una empresa afecta la seva viabilitat futura perquè les empreses petites han mostrat una major probabilitat de fallida que les grans empreses.

La mida d'una empresa es pot mesurar en funció del seu nivell de facturació o benefici en termes relatius sobre el sector de mercat en què opera.

MIDA DE L'EMPRESA	Molt petita	Petita	Mitjana	Gran empresa
Nivell de risc	Molt alt	Alt	Mitjà-Baix	Baix

QÜESTIONARI						
Autoavaluació del nivell de risc						
NIVELL DE RISC	Molt alt = 5	Alt = 4	Mitjà = 3	Baix = 2	Molt baix = 1	
CONDICIONS						
INDÚSTRIA (cicle de vida)	Emergent	Creixent	En Alça	Decreixent	En plena caiguda	Puntuació
Nivell de risc	4	2	1	4	5	
INDÚSTRIA CÍCLICA	Cíclica i alta volatilitat		Cíclica i baixa volatilitat	Poc cíclica	Sense cicles	
Nivell de risc	5		4	3	2	
COMPETÈNCIA	Molts competidors		Pocs competidors	Oligopoli	Monopoli	
Nivell de risc	5		3	2	1	
QUOTA DE MERCAT	Quota de mercat insignificant	Quota de mercat entre els 10 primers competidors		Quota de mercat entre els 5 primers competidors	Quota de mercat dominant	
Nivell de risc	5	3		2	1	
PRODUCTE	Producte sense diferenciació		Producte amb poca diferenciació	Producte altament diferenciat davant dels seus substituïts immediats		
Nivell de risc	5		3	1		
CLIENTS	Un sol client	Concentració en pocs clients		Cartera de clients ben diversificada		
Nivell de risc	5	4		2		
PROVEÏDORS	Un sol proveïdor	Concentració en pocs proveïdors i dificultat de substitució de proveïdors		Pocs proveïdors i facilitat de substitució	Cartera diversificada de proveïdors	
Nivell de risc	5	3		2	1	

(continua)

EQUIP PROFESSIONAL	Equip amb falta d'experiència totalment dependent de l'accionista		Capacitat per implementar però amb experiència mitja		Expert i independent	
Nivell de risc	5		3		1	
SISTEMES DE CONTROL	Nivell de control insuficient		Sistemes de control amb falta de periodicitat		Sistemes molt avançats i periòdics	
Nivell de risc	4		3		2	
RELACIÓ AMB ELS BANCS	Un sol banc	Dos o tres bancs	Quatre o sis bancs		Més de sis bancs	
Nivell de risc	5	4	3		2	
SOFISTICACIÓ BANCÀRIA	Només deute a curt termini	Deute a curt termini i puntualment a llarg	Deute a curt i al llarg termini (operacions simples)	Deute a curt i a llarg termini (operacions sindicades)	Tot tipus de deute	
Nivell de risc	5	4	3	2	1	
MIDA DE L'EMPRESA	Molt petita	Petita	Mitjana	Gran Empresa		
Nivell de risc	5	4	3	2		
Condicions mitjana ponderada					(Total/12)	

CASH FLOWS						
Ràtio Deute net /Ebitda	> 5	entre 4 i 5	entre 3 i 4	entre 2 i 3	< 2	
Nivell de risc	5	4	3	2	1	
Ràtio cobertura servei del deute	< 1,3	entre 1,3 i 1,5	entre 1,5 i 2	entre 2 i 3	> 3	
Nivell de risc	5	4	3	2	1	
Cash Flows					(Total/2)	
CAPITAL						
Ràtio d'endeutament	> 4	entre 3 i 4	entre 3 i 2	entre 2 i 1	< 1	
Nivell de risc	5	4	3	2	1	
Accionistes (nombre)	Molts i desorganitzats	Molts i organitzats	Mitjà	Pocs i organitzats	Accionista de referència	
Nivell de risc	5	4	3	2	1	
Accionistes (solvència)	Molt baixa	Baixa	Mitjà	Alta	Molt alta	
Nivell de risc	5	4	3	2	1	
Capital					(Total/3)	



CARÀCTER						
Relacions amb la banca	Irregulars	1 cop l'any per renovar	Formals amb l'oficina	Formals amb banca de empreses	Professionals amb banca d'empreses	
Nivell de risc	5	4	3	2	1	
Trasparència	Informació reactiva poc estructurada	Comptes no auditats	Comptes auditats	Auditats més presentació empresa	Tot més planificació financera	
Nivell de risc	5	4	3	2	1	
Caràcter					(Total/2)	
GARANTIES (COLLATERAL)						
Tipus de garanties	Nul·les	Circulant	Patents i accions de fil·lials	Edificis i terrenys	Totes les anteriors	
Nivell de risc	5	4	3	2	1	
Garanties					(Total)	

Condicions competitives	(Total x 2)	
Cash Flows	(Total x 3)	
Capital	(Total x 3)	
Caràcter	(Total)	
Garanties	(Total)	
Total risc mitjà	(Suma/10)	

El valor màxim de risc que s'obtéindrà és 85 i el menor és 10. Segons la xifra obtinguda el lector sabrà avaluar el risc de la seva empresa.

ANNEX 3

EL DESCOMPTE DE FLUXOS DE CAIXA (*DISCOUNTED CASH FLOW*)

El mètode més empleat pels analistes financers, i el més complet tècnicament, és el de descompte de fluxos de caixa (DCF). Aquest mètode es fonamenta en un principi financer molt clar i senzill: Un inversor, que es plantegi comprar una empresa, ha de considerar que l'empresa és un actiu financer que requereix un desemborsament inicial, el preu que es pagarà, i que generarà uns ingressos periòdics al llarg del termini de vida de la inversió. Aquests ingressos es representen en els fluxos de caixa esperats del negoci.

L'exercici que ens proposem fer, en aquesta secció, és detallar el procediment per arribar al valor de l'empresa. Per això, hem de seguir les passes següents:

1. Calcular els fluxos de caixa esperats (exercici que suposa també determinar el període d'anàlisi, és a dir, quants anys a futur anem a incloure en el model).
2. Calcular el valor terminal de l'empresa.
3. Determinar la taxa de descompte.
4. Calcular el valor del negoci.

Calcular els fluxos de caixa i el període d'anàlisi

El càlcul dels fluxos de caixa s'obté de l'exercici de planificació financera que ja hem comentat prèviament en un capítol d'aquesta guia. No obstant això, no hem fet cap referència al període d'anàlisi i ens hem limitat a utilitzar un període de 5 anys. La veritat és que quan es fa l'exercici de planificació financera, per a ús intern de l'empresa, 5 anys és un període suficient. Vivim temps en què els escenaris canvien a gran velocitat i 5 anys és un període més que suficient per poder realitzar una bona anàlisi. Pensem doncs que, 5 anys és el període adequat per a l'anàlisi, però també és cert que hi ha analistes que prefereixen fer els càlculs utilitzant un període de 10 anys. Per això, per facilitar al lector una orientació pràctica, podem concloure que 5 és el període mínim d'anàlisi i 10 seria el màxim. La decisió del termini entre 5 i 10 la prendrà l'analista en funció de les característiques de l'operació. Imaginem un negoci estable que té una perspectives de creixement del 5% en els següents anys, i no preveu inversions significatives. En aquest cas, 5 anys semblaria una bona decisió. Per contra, imaginem un altre negoci que està implantant una nova tecnologia que li permetrà créixer al 10% anual a partir del quart any i que ha de realitzar una inversió en una nova planta entre el segon i tercer any. En aquest cas el període d'anàlisi podria molt bé ser entre 7 i 10 anys.



Estimar el valor terminal del negoci

Sigui quin sigui el període estimat entre 5 i 10 anys, la veritat és que les empreses tenen una vida superior a 10 anys. Per tant, caldrà considerar d'alguna manera que el negoci seguirà rendint més enllà del període d'anàlisi.

Per poder valorar l'empresa més enllà del període establert, s'utilitza una tècnica financera que anomenem «Càlcul del valor terminal del negoci» i que considera que a partir del darrer any d'anàlisi, el negoci entra en una fase d'estabilitat, amb un *Cash Flow* fix.

Per calcular el valor terminal prenem l'últim *Cash Flow* i considerem que tindrà una taxa *C* de creixement perpetu (habitualment entre el 3 i el 5%) i apliquem la següent fórmula:

$$VT = FC_n * (1+C) / (t - C)$$

On :

VT = Valor terminal

FC_n = És el *Cash Flow* estimat per al darrer període.

C = és la taxa de creixement perpètua del *Cash Flow*

T = és la taxa de descompte amb la que actualitzarem el valor terminal.

El valor terminal és la valoració que fem del negoci al final del darrer any del període d'anàlisi. Es calcula com el valor actual d'una renda permanent (el *Cash Flow* del darrer període) que creixerà a una taxa fixa (la taxa de creixement del CF) de manera perpètua.

Estimació de la taxa de descompte

Per trobar el valor present de un flux, hem de actualitzar-lo, a data d'avui, fent servir una taxa de descompte. Quina és la taxa de descompte a utilitzar? Aquesta pregunta és, sens dubte, la peça clau de la valoració, ja que un model de DCF té una enorme sensibilitat envers a la taxa de descompte. Una taxa del 15% llançarà un valor substancialment diferent, en aquest cas més elevat, que si apliquem una taxa del 20%. Com determinem el tipus de descompte?

Hi ha desenes d'articles i documents acadèmics que tracten aquest tema, que entre els professionals i els professors de finances, porta sempre molta polèmica. A efectes d'aquesta guia proposem una aproximació molt pràctica i senzilla que, tenint en compte els fonaments teòrics i conceptuals del tema, ens permet obtenir una taxa de descompte molt fiable i amb pocs càlculs.

(Per al lector que vulgui aprofundir en els fonaments teòrics i acadèmics d'aquest tema, l'hi proposem consultar l'Annex 4, on hem inclòs un breu resum de la teoria sobre el cost mig ponderat de capital, CMPC, o en anglès WACC, *Weigthed Average Cost of Capital*)

El fonament teòric per definir una taxa de descompte és el binomi «Rendibilitat/Risc». És a dir, inversions de major risc han d'oferir una promesa de rendibilitat superior. Per tant, tindriem que el càlcul de la taxa es pot presentar amb la següent equació:

$$\text{Taxa de descompte} = \text{Taxa lliure de risc} + \text{Prima de Risc.}$$

La Taxa lliure de risc: És la taxa en la qual els inversors poden invertir amb la seguretat que podran recuperar els diners a més d'una quota d'interès. La taxa lliure de risc es concreta en la taxa d'interessos de bons a llarg termini d'estats que tenen un elevat nivell de solvència com són els EUA o l'Estat alemany.

La Prima de risc: És la rendibilitat addicional que un inversor exigirà a la operació una vegada establert el perfil de risc. El model de les 5 C,s ens proporciona un marc d'anàlisi per establir el perfil de risc d'una empresa mitjana o petita.

Les empreses de «qualificació del risc» (Standard and Poor's, Moody's i Fitch) es dediquen professionalment a avaluar el risc de les empreses cotitzades, les emissions de bons i les Administracions Públiques..

La manera senzilla que proposem per calcular la prima de risc d'una pime és convertir aquesta prima en un multiplicador, de manera que, en funció del perfil de risc, podem aplicar un o altre multiplicador per obtenir la taxa de descompte, de manera que:

$$\text{Taxa de descompte (t)} = \text{Taxa lliure de risc} \times \text{multiplicador de risc}$$

El multiplicador: És un factor que determina el risc de la nova inversió. Per fer-ho pràctic i senzill proposem els següents valors per al multiplicador en funció del tipus d'empresa que es pretén adquirir:



Nivell de risc	Multiplicador	Tipus d'inversió
I	1	Inversions sense risc com els bons de l'estat.
II	1,5 - 2,0	Serveis públics bàsics.
III	2,0 - 2,5	Serveis financers i grans empreses industrials i comercials, líders en els seus sectors.
IV	2,5 - 3,0	Grans empreses industrials i comercials sense lideratge en el seu sector
V	3,0 - 4,0	Mitjanes empreses industrials i comercials líders en els seus sectors.
VI	4,0 - 5,0	Mitjanes empreses industrials i comercials sense un lideratge en els seus sectors i amb bona rendibilitat i solvència.
VII	5,0 - 6,0	Petites empreses amb bona rendibilitat i solvència i mitjanes empreses amb elements especials de risc (fort endeutament, molta competència, etc.).
VIII	6,0 - 7,5	Petites empreses amb elements especials de risc, com una alta dependència de clients o proveïdors, fort endeutament, etc.
IX	7,5 - 9,0	Petites empreses en indústries molt competitives i amb baixes barreres de entrada o Start ups amb poc anys de vida, mínima facturació i força potencial.

Càlcul del valor de l'empresa

Arribats a aquest punt ja podem realitzar el càlcul que ens doni el valor que estem buscant. Per això seguirem amb l'empresa TILSA que ens està servint de suport per presentar, de manera numèrica, els càlculs que estem descrivint.

- En primer lloc obtenim els fluxos de caixa esperats de l'exercici de Planificació Financera.
- En segon lloc hem d'estimar la taxa de descompte i per tant busquem la taxa lliure de risc dels bons de l'Estat Alemany a 20 anys i ens trobem amb un rendiment de 3,34% (Aquesta taxa té lleugeres fluctuacions diàries). A continuació, determinem el nivell de risc de l'empresa per aplicar el multiplicador adequat. Es tracta d'una mitjana empresa industrial sense avantatges competitives significatives i fort endeutament, per tant, la col·loquem en el nivell de risc 7 i tenim una banda de taxes de descompte que va entre el 16,7% (3,34 x 5) i el 20,04% (3,34 x 6).
- En tercer lloc calculem el valor terminal, que correspon al valor de l'empresa més enllà del període pressupostat, amb la fórmula que ja coneixem i aplicant la taxa de descompte del 20%:

$$VT = FC_n * (1+C) / (t - C)$$

A on:

EL DESCOMPTE DE FLUXOS DE CAIXA (DISCOUNTED CASH FLOW)

Estats previsionals de Caixa	Any +1	Any +2	Any +3	Any +4	Any +5
Resultats nets	1.452.214	1.151.755	3.277.892	5.133.243	6.481.684
Amortitzacions	1.094.045	1.935.956	1.935.956	1.935.956	1.935.956
Cash Flow Comptable	2.546.259	3.087.712	5.213.848	7.069.199	8.417.640
Variacions en l'actiu circulant	-174.988	-827.933	-579.843	-819.617	-706.636
Variacions en el passiu circulant	-676.949	578.410	153.129	238.943	247.222
Total variacions de circulant	-851.936	-249.523	-426.715	-580.674	-459.414
Cash Flow Operatiu	1.694.322	2.838.189	4.787.134	6.488.526	7.958.226
Inversions en actius immaterials	0	0	0	0	0
Inversions en actius materials	0	10.167.300	0	0	0
Inversions en actius financers	0	0	0	0	0
Caixa utilitzada en inversions	0	10.167.300	0	0	0
Cash flow disponible pel deute i els accionistes	1.694.322	-7.329.111	4.787.134	6.488.526	7.958.226
Pagaments de deute	-2.014.097	-2.089.336	-3.239.280	-932.849	-912.291
Captació de nou deute		7.000.000			
Cancel·lacions d'actius financers a llarg termini	0	0	0	0	0
Cash Flow d'operacions financeres	-2.014.097	4.910.664	-3.239.280	-932.849	-912.291
Caixa generada (+) / Necessitats financeres (-)	-319.775	-2.418.447	1.547.854	5.555.677	7.045.935
Ampliació de Capital	0	0	0	0	0
Pagaments de dividends	0	0	0	0	0
Total noves operacions financeres i de capital	0	0	0	0	0
Total Caixa generada per l'accionista	-319.775	-2.418.447	1.547.854	5.555.677	7.045.935

VT = Valor terminal = 42.589.868€

FC_n = És el *Cash Flow* estimat pel darrer període = 7.045.935€

C = és la taxa de creixement perpètua del *Cash Flow* = 3%

t = és la taxa de descompte amb la que actualitzarem el valor terminal = 20,04%

- El quart pas és calcular el valor actualitzat dels fluxos de caixa estimats, incloent el valor terminal, tal i com es mostra en el quadre adjunt.

Calculem el valor actual dels fluxos de caixa futurs per a l'accionista (VAFCe) amb la següent fórmula:



	Any +1	Any +2	Any +3	Any +4	Any +5	Valor terminal
t = taxa de descompte	20,04%					
c= taxa esperada de creixement del negoci	3%					
Caixa generada	-319.775	-2.418.447	1.547.854	5.555.677	7.045.935	42.589.868
Taxa descompte del període = $1/(1+t)^k$	0,83	0,69	0,58	0,48	0,40	0,33
Caixa descomptada=Caixa generada x taxa descompte	-266.390	-1.678.358	894.854	2.675.673	2.826.889	14.234.767
Valor fluxos de caixa descomptats	4.452.667					
Valor terminal descomptat	14.234.767					
Total valor actual de l'empresa	18.687.434					
Saldo viu del deute al final de l'any 5 descomptat	-4.697.106					
Total valor de les accions de l'empresa	13.990.328					

$$\text{Valor Actual Fluxos de Caixa (VAFCE)} = \sum_{K=0}^n \frac{FCe_k}{(1+t)^k}$$

FCe_k és el flux de caixa disponible a l'accionista en el període K pressupostat.

t és la taxa de descompte.

K és el període pressupostat.

$VAFCE$ és el valor actual del flux de caixa futur.

- El valor actual dels fluxos de caixa futurs s'obté amb la suma dels fluxos de caixa futurs descomptats aplicant la fórmula anterior.
- El valor actual dels fluxos de caixa futurs descomptats ascendeix a 4.452.667€, i el valor actual del valor terminal ascendeix 14.234.767€.
- Així, el valor total de l'empresa, a una taxa de descompte del 20,04% es compon de la suma dels dos valors i ascendeix a **18.687.434€** tal com es mostra en el quadre anterior.

- Per acabar, i com que tenim un model ben construït, podem fàcilment estimar el valor màxim, si apliquem la taxa de descompte del 16,7%, per tenir la banda de valors corresponents al nivell de risc que li hem assignat.

EL DESCOMPTE DE FLUXOS DE CAIXA (DISCOUNTED CASH FLOW)

	Any +1	Any +2	Any +3	Any +4	Any +5	Valor terminal
t = taxa de descompte	16,70%					
c = taxa esperada de creixement del negoci	3%					
Caixa generada	-319.775	-8.902.547	1.547.854	5.813.627	7.303.885	54.912.423
Taxa descompte del període= $1 / (1+t)^k$	0,86	0,73	0,63	0,54	0,46	0,40
Caixa descomptada = Caixa generada x taxa descompte	-274.014	-6.536.911	973.907	3.134.467	3.374.424	21.739.296
Valor fluxos de caixa descomptats	671.873					
Valor terminal descomptat	21.739.296					
Total valor actual de l'empresa	22.411.169					
Saldo viu del deute al final de l'any 5 descomptat	-5.385.402					
Total valor de les accions de l'empresa	17.025.767					

Podem veure que la banda és ampla, 3,73 milions d'euros de diferència entre la taxa de descompte superior i la inferior. El que ens confirma la sensibilitat del model a la taxa, ja que una diferència de 3,34 punts produeix una diferència de 3,73 milions d'euros, és a dir 1,1 milions d'euros de diferència en preu per cada 1% de diferència en la taxa de descompte aproximadament.



ANNEX 4 CÀLCUL DEL COST MIG DE CAPITAL O WACC (WEIGHTED AVERAGE COST OF CAPITAL)

El món acadèmic i les escoles de negocis sostenen que el cost mig de capital de cada empresa, és la manera més correcta de calcular la taxa de descompte per a l'anàlisi d'inversions i la valoració d'empreses.

El fonament financer que guia aquest mètode és que les diferents taxes d'interès que tenen els recursos financers que fa servir una empresa, són una bona mida del risc intrínsec de l'empresa tal com la veuen els mercats. Per tant, a l'hora de fer un càlcul actualitzat dels fluxos de caixa futurs, el valor mig d'aquestes taxes és el millor indicador possible per realitzar aquest càlcul.

Una manera senzilla i pràctica de procedir en la aplicació d'aquest mètode, és la següent:

- 1. Cost del deute.** Per calcular el cost del deute es fa servir els tipus d'interès dels contractes amb els bancs, fent un ajust per la taxa d'impostos. Com que els interessos que es paguen al banc són deduïbles a efectes fiscals, el cost real del deute és el tipus nominal menys la taxa d'impostos. És a dir :

$$Cd = i * (1 - Tr) \text{ on } Cd \text{ és el Cost de Deute; } i = \text{ taxa d'interès; } i \text{ Tr és la taxa impositiva.}$$

Així, el tipus mig ponderat del deute serà el resultat de aplicar a cada saldo viu de deute, el seu tipus de interès nominal corregit per la taxa impositiva i fer la ponderació en relació a la seva participació en el total.

- 2. Cost del Capital.** Per calcular el cost del capital, es fa servir un model acadèmic que s'anomena CAPM (*Capital Assets Pricing Model*) desenvolupat pels economistes Marckowitz, Miller i Sharpe, que van rebre el Nobel al 1990, per aquest treball.

Aquest model diu que el preu d'un actiu financer, les accions d'una companyia, es calcula, com ja sabem, descomptant els fluxos futurs esperats a una taxa K que es compona del següents elements:

- a. R_f** , o la taxa lliure de risc del mercat financer. Habitualment la dels bons del tresor americà a 20 anys.
- b. β beta**, que és l'índex de variabilitat de l'actiu en relació als altres actius cotitzats. La β d'una acció es calcula per models estadístics i la publiquen les empreses especialitzades en anàlisi borsari. Una β de 1,17, per posar un exemple, s'interpreta com que davant d'un moviment, a l'alça o a la baixa, general de la borsa, l'acció té una resposta un 17% superior. Aquestes dades es troben a les webs especialitzades en informació de borsa. Per posar uns exemples reals, a l'hora d'escriure aquestes línies, les accions de IBM, a la borsa de Nova York, tenen una de β 0,70 que indica com fluctua el valor en relació al índex S&P 500, les de Microsoft en tenen una d'1,05 i les de Google d'1,17.
- c. R_M** , és el rendiment mig del mercat. A la borsa de Nova York seria el rendiment anual de l'índex S&P o Dow Jones i a Espanya de l'IBEX 35.



Per tant, el cost de capital K resultant seria:

$$K = R_f + \beta (R_M - R_f)$$

Un cop tenim els tipus d'interès (cost del deute) i la taxa de cost de capital, per calcular la WACC s'hauria de fer la mitja ponderada en funció dels volums de cada recurs financer que tenim al balanç de l'empresa.

Com pot comprovar el lector, aquest model és força sofisticat i requereix d'una sèrie de dades que només estan disponibles per empreses cotitzades. Tot i això, hi ha fortes discussions teòriques sobre els següents temes, en les quals no hi ha acord:

- Prendre la taxa d'interès actual dels contractes amb els bancs o prendre una taxa futura estimada en funció de la previsió dels tipus d'interès a llarg termini.
- Prendre l'estructura de capital/deute actual de l'empresa o l'estructura òptima a la que es tendeix.
- La β calculada per una acció, en funció de dades estadístiques reals a la borsa, és una bona predicció del seu comportament futur? Hi ha estudis molt sòlids que demostren que no.

Una enquesta recent de la AFP (*Association for Financial Professionals*) investigant l'ús del WACC en empreses americanes va concloure que entre 400 empreses que van respondre el qüestionari, hi havien més de 20 formes diferents de fer el càlcul.

Per tot això, considerem que el voler aplicar aquest mètode a empreses mitjanes o petites, no cotitzades, fa que les hipòtesis que s'han de fer per estimar els paràmetres necessaris, resultin en què el model tingui un component tan subjectiu que no millora el mètode alternatiu que hem proposat en aquesta guia i que anomenem «taxa de descompte de l'inversor».

Tot i això, considerem també que el fonament teòric del model és el correcte. És a dir, la taxa de descompte es fixa sobre una taxa lliure de risc més una prima. El que proposem és que, per pimes no cotitzades, la prima de risc es defineixi en funció d'uns criteris, rigorosos però menys matemàtics.

Finalment el que sí és important remarcar, és que internament, quan les empreses calculen les TIR o els VAN dels seus projectes, el més adient és fer servir la WACC. Perquè és, sens dubte, la millor referència per avaluar un projecte. Ja que, si el projecte té un VAN positiu envers la WACC, estarà creant valor i el mateix succeirà si la TIR del projecte és superior a la WACC de l'empresa. En aquests casos, el millor és prendre com a cost del capital (K) un hipotètic ROE (Rendibilitat sobre els fons propis). Tindríem que el cost mig ponderat del recursos de l'empresa seria el cost del deute, corregit per la taxa impositiva, i ponderat per la seva participació sobre el total, més el ROE esperat ponderat per la seva participació amb el total.



ANNEX 5 COMPARATIVA DEL MÈTODES DE VALORACIÓ

En l'Annex 3 hem calculat el valor de l'empresa TILSA utilitzant el mètode del descompte de fluxos de caixa. Ja hem dit que és el mètode més correcte tècnicament i el més utilitzat pels professionals de les finances, sobre tot, quan les operacions són complexes.

Tot i això, en el món professional fem sempre la valoració d'una empresa utilitzant tots els mètodes i comparant. Al final, les valoracions per diferents mètodes han de tenir sentit, mirades en conjunt, i ens ajuden a ajustar el valor final o el rang de valors en què ens podem moure.

Per no repetir la valoració que hem fet a l'Annex 3, recordem els valors que hem obtingut. Aplicant una taxa de descompte del 20,04% el valor ha estat de 18.687.434€ i amb una taxa de 16,70% de 22.411.169€.

Per fer-ho més simple treballarem amb el valor menor de 18.687.434€.

Necessitem també la informació comptable actual de l'empresa que mostrem en els quadres següents.

Comptes de resultats	Any en curs		Any +1		Any +2	
Ingressos operatius			1		1	
Transport de tancs	29.801.030	79,7%	39.472.491	82,5%	42.350.308	80,1%
Magatzem de tancs	5.940.674	15,9%	4.750.000	9,9%	6.800.316	12,9%
Serveis de transitaris		0,0%	1.940.307	4,1%	1.998.238	3,8%
Altres ingressos	1.656.336	4,4%	1.675.000	3,5%	1.725.528	3,3%
Total ingressos operatius	37.398.040	100,0%	47.837.798	100,0%	52.874.390	100,0%
Lloguer de tancs	7.936.926	21,2%	7.202.813	15,1%	8.437.697	16,0%
Despeses de magatzem	4.642.239	12,4%	6.118.236	12,8%	6.767.922	12,8%
Transport per terra	6.210.661	16,6%	8.289.223	17,3%	8.537.900	16,1%
Transport per mar	9.368.895	25,1%	13.321.966	27,8%	13.721.625	26,0%
Altres costos	2.976.323	8,0%	2.225.624	4,7%	3.991.132	7,5%
Cost de les vendes	31.135.044	83,3%	37.157.862	77,7%	41.456.275	78,4%
Personal	3.328.850	8,9%	4.444.797	9,3%	4.578.141	8,7%
Altres costos d'estructura	986.222	2,6%	1.561.700	3,3%	1.608.551	3,0%
Total costos operatius	4.315.072	11,5%	6.006.497	12,6%	6.186.692	11,7%
Ebitda	1.947.924	5,2%	4.673.439	9,8%	5.231.424	9,9%
Amortitzacions	813.783	2,2%	1.094.045	2,3%	1.935.956	3,7%
EBIT	1.134.141	3,0%	3.579.394	7,5%	3.295.467	6,2%
Despeses financeres	891.851	2,4%	1.411.911	3,0%	806.429	1,5%
Despeses/ingressos extraordinaris		0,0%		0,0%		0,0%
EBT	242.290	0,6%	2.167.483	4,5%	2.489.038	4,7%
Impostos	98.119	0,3%	715.269	1,5%	821.383	1,6%
Resultat net	144.172	0,4%	1.452.214	3,0%	1.667.655	3,2%



ACTIU	Any en curs		Any +1		Any +2	
Tank Containers	14.153.943	55,1%	14.153.943	57,8%	24.321.243	73,2%
Equipament d'oficina i informàtic	3.043.928		3.043.928		3.043.928	
(Depreciació acumulada)	-1.305.060	-5,1%	-2.399.105	-9,8%	-4.223.953	-12,7%
Total actius materials	15.892.811	61,8%	14.798.766	60,5%	23.141.218	69,6%
Actius intangibles	1.111.076	4,3%	1.111.076	4,5%	1.111.076	3,3%
(Amortització acumulada)		0,0%	0	0,0%	-111.108	-0,3%
Total actius immaterials	1.111.076	4,3%	1.111.076	4,5%	999.968	3,0%
Total actius	17.003.887	66,1%	15.909.842	65,0%	24.141.186	72,6%
Clients	6.838.760	26,6%	7.863.748	32,1%	8.691.681	26,2%
Actius financers a curt termini		0,0%		0,0%		0,0%
Altres actius corrents	1.247.604	4,9%	397.604	1,6%	397.604	1,2%
Total actius a curt termini	8.086.364	31,5%	8.261.352	33,8%	9.089.285	27,4%
Caixa i tresoreria	615.507	2,4%	295.732	1,2%	0	0,0%
Total actiu	25.705.758	100%	24.466.926	100%	33.230.470	100%

PASSIU	Any en curs		Any +1		Any +2	
Capital	4.499.926	17,5%	4.499.926	18,4%	4.499.926	13,5%
Reserves	36.403	0,1%	180.575	0,7%	1.632.788	4,9%
Resultats any fiscal	144.172	0,6%	1.452.214	5,9%	1.667.655	5,0%
Fons Propis	4.680.501	18,2%	6.132.714	25,1%	7.800.370	23,5%
Deute amb bancs a llarg termini	3.261.311	12,7%	2.175.287	8,9%	1.089.263	3,3%
Deute leasing compra tancs	7.151.493	27,8%	6.223.420	25,4%	5.220.108	15,7%
Passius a llarg termini	10.412.804	40,5%	8.398.707	34,3%	6.309.371	19,0%
Deute bancari a curt	3.482.445	13,5%	3.482.445	14,2%	3.482.445	10,5%
Proveïdors	5.929.740	23,1%	5.252.792	21,5%	5.771.188	17,4%
Altres passius a curt termini	1.200.268	4,7%	1.200.268	4,9%	1.260.281	3,8%
Passius corrents	10.612.453	41,3%	9.935.505	40,6%	10.513.915	31,6%
Necessitats financeres		0,0%	0		8.606.815	
Total passiu	25.705.758	100%	24.466.926	100%	33.230.470	100%

DCF i valor net patrimonial

La primera reflexió que hem de fer és veure com compara el valor calculat pel mètode del DCF amb els fons propis de l'empresa i en quant valorem el fons de comerç. Recordem que havíem deixat molt clar que sigui quin sigui el mètode de valoració, al final, sempre tindrem que l'empresa val el seu valor net patrimonial més un fons de comerç. Per tant, si hem calculat el valor de l'empresa i li restem el valor net patrimonial, tindrem en quant hem valorat el fons de comerç.

En aquest cas tenim que el net patrimonial al final de l'any en curs és de 4.680.501€ tal com mostra el balanç. I el valor del fons de comerç, segons la valoració que hem obtingut aplicant el DCF és de 18.687.434€ - 4.680.501€ = 14.006.933€.



Una altra manera de veure-ho és dividint la valoració pels fons propis i trobar el que podem anomenar, ràtio de creació de valor (RCV). En aquest cas seria de 3,99.

DCF i multiplicador de Ebitda

Veiem en el compte de resultats que l'Ebitda de l'any en curs és de 1.947.924€, i veiem al balanç que el deute és de 6.743.756€. Per tant, per arribar als 18,68 milions d'euros que hem calculat amb el DCF tindriem que aplicar un multiplicador de 13. (Recordem que amb el multiplicador trobem al VE valor empresa i que el VE = Valor accions + deute; per tant $VA = VE - Deute$).

Aquesta xifra de 13 és totalment desproporcionada, però recordem també que estem valorant el futur de l'empresa. Si prenem la mitjana de l'Ebitda esperat dels propers 3 anys (any en curs més propers 2 anys), ens dóna una xifra de 3,95 milions d'euros que reduiria el multiplicador a 6,43 que sent una xifra elevada, està en un rang més acceptable.

DCF i PER (*Price /Earning ratio*)

La darrera comprovació la farem utilitzant el PER. Veiem en el compte de resultats que el resultat net (repartible com dividends) de l'any en curs és de 144 mil euros, si calculem el PER fent servir aquesta quantitat ens surt un valor de 176. Que és un valor astronòmic. És a dir, l'inversor tardaria 176 anys en recuperar la inversió. De nou fem la mitjana entre l'any en curs i els propers 2 anys (RN de 1,09 milions d'euros) i el PER se situa en 23,3, que continua sent bastant elevat.

Conclusions i recomanacions

Amb els càlculs que hem fet, tenim les següents dades que presentem de manera ordenada:

- DCF. 18.687.434€
- Relació amb els fons propis any en curs. 3,99 vegades.
- Valoració del fons de comerç. 13.990.328€.
- Multiplicador Ebitda any en curs. 13.
- Multiplicador Ebitda Mitjana 3 anys. 6,43
- PER any en curs 176.
- Mitjana PER 3 anys. 23,3.

Quines conclusions podem treure i quines recomanacions podem fer?

Si estem fent només un exercici de valoració, podríem afirmar que el valor de 18,6 milions d'euros obtingut pel mètode de DCF és elevat i que la planificació financera té supòsits força agressius, que si es compleixen, l'empresa pot valer el que diem, però hi ha un risc important.

Si fóssim la part venedora en una transacció de compravenda hauríem de ser ben conscients que els 18,6 milions d'euros són una quantitat que està a la banda alta de la valoració, i si volem mantenir o augmentar aquest preu, hem de ser capaços d'endevinar el valor que té la compra per al potencial comprador (podria tenir fortes sinergies amb els seu negoci actual i estar disposat a pagar el que demanem). I també de ser conscients de la nostra pròpia força negociadora, que es concreta en el número d'ofertes que tenim i la necessitat que tenim de vendre.

Si fóssim la part compradora en una operació de compravenda, fixaríem el preu màxim en els 18,6 milions d'euros i aplicaríem una tècnica de gestió del risc que anomenem **earn out** i que no té una traducció concreta.

El **earn out** és l'aplaçament d'una part del preu, subjecte a que es compleixin certes condicions concretes del pla de negocis.

En l'exemple que estem utilitzant, es podria negociar que, acceptant el preu de 18,6 milions, es paguessin 12 milions al comptat i els 6,6 restants quedarien aplaçats. Subjectes a que els resultats nets (o l'Ebitda) esperats de l'any +1 i any +2 fossin iguals o superiors als plantejats en el model financer. Aquest tipus d'acords són molt comuns en les transaccions de compravenda quan el valor que es pretén obtenir, està molt determinat pel comportament futur del negoci.

Amb aquest breu exercici de comparació, el lector pot entendre millor el que volíem dir amb allò que «la valoració d'empreses és més un art que una ciència exacte».

8

Bibliografia recomanada



El lector que vulgui aprofundir en alguns dels temes que hem presentat en aquesta guia pot fer-ho amb les següents lectures que recomanem.

- 1. *La Cuenta de Resultados. Como analizarla y gestionarla.*** Francisco López. Editorial Libros de Cabecera.
- 2. *Finanzas. Diagnóstico y planificación a corto plazo.*** Joan Massons. Editorial Hispano Europea.
- 3. *Manual del Cash Management.*** Francisco López. Editorial Libros de Cabecera.
- 4. *Valoración de Empresas.*** Francisco López. Editorial Libros de Cabecera.
- 5. *Valoración de Empresas.*** Pablo Fernández. Editorial Gestión 2000.
- 6. *On Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance.*** Aswath Damodaran. Editorial Wiley Finance.
- 7. *Fundamentals of financial Management (With CD. 11th Edition).*** James Van Horne. Editorial Prentice Hall.

Biografies

Sebastián Barajas és soci director de Seisa (www.seisa.es) i soci d'Intellectium Consulting (www.imtelectium.com)

És llicenciat en Ciències Econòmiques per la Universitat Autònoma de Barcelona i MBA per ESADE.

Té més de 30 anys d'experiència professional com a consultor i emprenedor, treballant per a grans empreses nacionals i multinacionals en projectes d'estratègia, finances corporatives, fusions i adquisicions, gestió del canvi, implementació de sistemes d'informació, i desenvolupament corporatiu.

Abans d'incorporar-se a SEISA, va ser responsable, per a Espanya i Portugal, de la pràctica de *Change Leadership* a *Deloitte*. Amb anterioritat, va treballar 10 anys a Andersen Consulting en la divisió de sistemes d'informació i posteriorment va ser director de la pràctica de gestió del canvi i transformació d'Empreses (*Change Management*) a Espanya, participant també en el seu llançament mundial.

Previ a la seva incorporació a Andersen Consulting va ser soci de CMC consultors, empresa especialista en tecnologia per a sistemes financers que va ser adquirida per Arthur Andersen.



Patricio Hunt és soci director d'Intellectium Consulting i soci de Seisa

És Enginyer Civil per la Universitat de Buenos Aires i va obtenir un MBA, amb honors *Magna Cum Laude*, a la FW Olin Graduate School of Business de Babson College (Boston - USA).

Té més de 20 anys d'experiència treballant per a empreses internacionals de primera línia, líders en els seus respectius sectors industrials, en projectes d'estratègia, organització, finances, operacions i sistemes. Recentment ha participat en nombroses operacions de *corporate finance* amb empreses pimes i *start-ups*. Abans de fundar Intellectium, s'ha exercit com a Gerent Sènior a càrrec de la pràctica d'Estratègia d'Accenture per a la indústria de gran consum a l'Amèrica Llatina. En aquest rol, ha liderat projectes per a empreses com Carrefour, Royal Ahold, Coca Cola, Allied Domecq i Cargill. Amb anterioritat, va treballar 10 anys a Exxon-Mobil en diferents rols comercials i de màrqueting fins a arribar a la direcció de Planificació per als grups de Retail, Indústries i Logística d'ExxonMobil amb responsabilitats per a Amèrica del Sud.

Gloria Ribas és directora de finançament d'actius de CaixaBank

Va estudiar al Liceu Francès de Barcelona, es va graduar com a Llicenciada en Economia i Empresarials per la Universitat de Barcelona, té un *Bachelor of Science amb Major in Business* per Juniata College i un MBA amb especialització en *International Business* per Babson College, USA. Ha viscut i treballat al Canadà, als Estats Units, als Països Baixos, a l'Argentina i a Espanya.

És una experta en operacions financeres complexes que inclouen el finançament de projectes o actius estratègics d'empreses amb més de 16 anys d'experiència professional adquirida en bancs de primera línia, tant a nivell nacional com internacional. Abans d'ingressar a CaixaBank va treballar al Banc de Sabadell. Amb anterioritat va dirigir el grup d'Anàlisi Financer de Citigroup a Argentina i posteriorment va liderar nombroses operacions financeres en l'àrea d'energia en el rol de Senior Banker.

Disclaimer

Les conclusions i opinions abocades en aquesta guia són responsabilitat dels autors i no reflecteixen necessàriament les opinions de les seves respectives organitzacions.

ACC10
Tel. 934 767 200

www.acc10.cat

SERVEI D'ORIENTACIÓ EMPRESARIAL

info@acc10.cat

934 767 206



Connecta't al coneixement empresarial

www.anella.cat

 **l'Anella**
L'empresa en xarxa

