

Persevera

AL ALCANCE DE QUIEN ESTUDIA

Tema 32

El análisis financiero

Cuerpo Técnico de Hacienda

INGRESO LIBRE · EDICIÓN 2026

perseveraoposiciones.com

AL ALCANCE DE QUIEN ESTUDIA

Cada año, mucha gente perfectamente capaz de aprobar una oposición no llega a intentarlo en serio. Y casi nunca es por falta de cabeza: es por la vida. El trabajo que te deja sin fuerzas justo cuando ibas a ponerte, las cargas familiares, no saber bien por dónde empezar o, simplemente, no poder dedicarle el día entero ni pagar una buena academia. Cosas que poco tienen que ver con lo que uno valdría sentado delante del examen.

Persevera nace de ahí: de la idea de que opositar debería depender de que estudies, y de nada más.

Prepararse bien no debería depender de cosas ajenas a tu esfuerzo. Hay muchísima gente que sacaría la plaza por su cuenta si tuviera las herramientas adecuadas a mano. El problema es que casi siempre se ven solo dos caminos: una academia, con sus horarios y su ritmo, o hacerlo del todo en solitario, sin nada ni nadie que te guíe. Persevera quiere ser un tercer camino: la libertad de ir por tu cuenta, pero con herramientas de verdad para hacerlo en serio.

Ese tercer camino empieza por lo esencial: el temario, completo y gratuito, sin registrarte. Descárgalo, guárdalo, imprímelo, compártelo con quien quieras: es tuyo, sin compromisos y para siempre.

Y las herramientas de verdad están en nuestra app. Porque, como quienes hemos pasado por ahí, sabemos que tener el temario es solo el principio: en la app el temario cobra vida, con tests para ponerte a prueba, fichas de repaso, esquemas y un seguimiento que te muestra por dónde vas y dónde flojeas. Todo pensado para exprimir cada hora de estudio. Y da lo mismo cómo te prepares: por tu cuenta o como refuerzo de una academia, aquí siempre tienes con qué practicar más.

Opositar es, sobre todo, perseverar: madrugones, días en que no entra nada, semanas en que dudas de si merece la pena. Y es en esa parte —la de aguantar— donde queremos estar a tu lado, dándote las herramientas que a nosotros nos habrían hecho el camino más fácil.

— *El equipo de Persevera*

ÍNDICE

Epígrafe 1 — El análisis financiero y la estructura de las fuentes de financiación	4
1. El análisis financiero: concepto y objeto	4
2. Los usuarios del análisis y las preguntas que cada uno formula	5
3. Las fuentes de información	6
4. Las limitaciones de la información contable	9
5. Los instrumentos del análisis financiero	10
6. La estructura de las fuentes de financiación: criterios de clasificación	15
7. Las fuentes propias y su coste	17
8. Las fuentes ajenas a largo plazo y su coste	19
9. La financiación del circulante	22
9 bis. Los factores que deciden la elección de la fuente	25
10. El coste medio ponderado del capital	26
11. La estructura financiera óptima	27
Epígrafe 2 — El equilibrio financiero y el control financiero	32
1. El principio del equilibrio financiero	32
2. El fondo de maniobra o capital circulante	35
3. Las situaciones financieras típicas	40
4. El período medio de maduración	44
5. Las ratios: liquidez, solvencia, rotación y rentabilidad	48
6. El control financiero	53

TEMA 32

Epígrafe 1 — El análisis financiero y la estructura de las fuentes de financiación

1. El análisis financiero: concepto y objeto

Análisis financiero · juzgar la capacidad de pago

El **análisis financiero** es el estudio de la **situación** y de la **evolución financieras** de una empresa a partir de su información contable, dirigido a responder a tres preguntas: si la empresa **puede pagar** sus deudas a su vencimiento (liquidez), si está **bien financiada** —es decir, si la naturaleza y el plazo de sus recursos se corresponden con la naturaleza y el plazo de sus inversiones (equilibrio)— y si el valor de su activo **cubre** el total de sus deudas (solvencia).

Debe delimitarse frente a los otros dos análisis con los que se reparte el estudio de las cuentas anuales, porque la frontera entre los tres análisis es fuente habitual de confusión:

Análisis	Pregunta que responde	Documento en que se apoya sobre todo	Magnitud clave
Patrimonial	¿Cómo está compuesto lo que tengo y lo que debo?	Balance	Estructura del activo y del pasivo
Financiero	¿Puedo pagar? ¿Estoy bien financiado? ¿Soy solvente?	Balance y estado de flujos de efectivo	Fondo de manobra, tesorería, endeudamiento
Económico	¿Gano dinero y por qué?	Cuenta de pérdidas y ganancias	Resultado, margen, rentabilidad

De ese objeto se derivan tres planos temporales que el analista nunca debe mezclar:

- La **liquidez** es un juicio de **corto plazo**: ¿alcanzan los activos que se van a convertir en dinero en los próximos meses para atender las deudas que vencen en esos mismos meses?
- El **equilibrio financiero** es un juicio de **estructura**: ¿las inversiones permanentes están financiadas con recursos permanentes? Es la materia del Epígrafe 2 de este tema.
- La **solvencia** es un juicio de **último término**: si la empresa se liquidara, ¿bastaría el activo para pagar a todos los acreedores?

MATIZ

Liquidez y solvencia no son sinónimos y una no implica la otra. Una empresa con un patrimonio neto muy holgado puede suspender pagos si todo su activo está en naves industriales y no tiene tesorería, mientras que una empresa con patrimonio neto negativo puede seguir pagando con puntualidad durante años si genera caja de explotación. La primera es **solvente e ilíquida**, la segunda **líquida e insolvente**. El concurso de acreedores se declara por la **insolvencia** entendida como imposibilidad de cumplir regularmente las obligaciones exigibles, es decir, por un problema que se manifiesta como **de liquidez**.

2. Los usuarios del análisis y las preguntas que cada uno formula

El análisis financiero no es un ejercicio neutro: la misma cifra se lee de forma distinta según quién la mire y para qué. Identificar al usuario es, en la práctica, el primer paso metodológico, porque determina qué ratios importan y con qué umbrales se comparan.

Usuario	Pregunta dominante	Ratios y datos que privilegia
Dirección de la empresa	¿Puedo cumplir el plan de tesorería y financiar el crecimiento?	Presupuesto de tesorería, periodo medio de cobro y pago, coste medio del pasivo
Socios y accionistas	¿Cuánto rinde mi aportación y cuánto riesgo soporta?	Rentabilidad financiera, apalancamiento, política de dividendos
Acreedores financieros (bancos)	¿Va a devolver el principal y los intereses?	Endeudamiento, cobertura de la carga financiera, garantías

Proveedores	¿Me va a pagar la factura a 60 días?	Liquidez inmediata, plazos reales de pago, incidencias
Trabajadores y representantes	¿Es viable el empleo? ¿Hay margen en la negociación?	Evolución del resultado y del fondo de maniobra
Administración tributaria	¿Los estados financieros son coherentes con lo declarado? ¿Hay capacidad de pago?	Coherencia contable-fiscal, deuda con Hacienda, solvencia del deudor

RECUERDA

Los usuarios se dividen en **internos** (dirección, que dispone de toda la contabilidad interna y de la analítica) y **externos** (todos los demás, que solo acceden a la información depositada o publicada). El análisis financiero *externo* trabaja siempre con información **agregada, tardía y auditada en el mejor de los casos**: sus conclusiones son de orden de magnitud, no de precisión decimal.

3. Las fuentes de información

La materia prima del análisis son las **cuentas anuales**. Su composición no es una convención doctrinal: la fija el Código de Comercio para todo empresario.

Artículo 34 del Código de Comercio · Las cuentas anuales

1. Al cierre del ejercicio, el empresario deberá formular las cuentas anuales de su empresa, que comprenderán el **balance**, la **cuenta de pérdidas y ganancias**, un **estado que refleje los cambios en el patrimonio neto** del ejercicio, un **estado de flujos de efectivo** y la **Memoria**. Estos documentos forman una **unidad**. El estado de cambios en el patrimonio neto y el estado de flujos de efectivo no serán obligatorios cuando así lo establezca una disposición legal.
2. Las cuentas anuales deben redactarse con claridad y mostrar la **imagen fiel** del patrimonio, de la situación financiera y de los resultados de la empresa, de conformidad con las disposiciones legales. A tal efecto, en la

contabilización de las operaciones se atenderá a su **realidad económica** y no sólo a su forma jurídica.

El desarrollo reglamentario es el **Plan General de Contabilidad**, aprobado por el Real Decreto 1514/2007. De sus cinco documentos, el análisis financiero aprovecha cada uno para algo distinto:

- El **balance** ofrece la fotografía: la composición del activo por grado de liquidez y la del patrimonio neto y el pasivo por grado de exigibilidad. Es la fuente del fondo de maniobra y de todos los ratios de estructura. Su gran limitación es que es **estático**: describe un instante, el del cierre, que suele ser además el instante más favorable del año.
- La **cuenta de pérdidas y ganancias** aporta la magnitud de flujo que explica la variación del patrimonio: el resultado y su descomposición en explotación, financiero e impuestos. Del bloque financiero salen los datos para medir la **carga financiera** y su cobertura.
- El **estado de cambios en el patrimonio neto** tiene dos partes. La primera recoge los ingresos y gastos imputados directamente al patrimonio neto sin pasar por el resultado, y la segunda el movimiento completo de las partidas de recursos propios: ampliaciones, distribución de dividendos, dotación de reservas. Es la fuente natural para medir la **autofinanciación** y la política de retención de beneficios.
- La **memoria** completa, amplía y comenta el resto. Para el análisis financiero es el documento decisivo, porque solo allí aparecen el **vencimiento de las deudas** año a año, las garantías otorgadas, los compromisos por arrendamientos, los avales, los litigios y —en un cuadro específico— la información sobre plazos de pago a proveedores. Un análisis financiero que no lee la memoria es un análisis a ciegas.
- El **estado de flujos de efectivo** es el documento propio y específico del análisis financiero, porque es el único que abandona el criterio de devengo y razona en cobros y pagos.

Norma de elaboración 9.^a del Plan General de Contabilidad · El estado de flujos de efectivo

El estado de flujos de efectivo informa sobre el **origen y la utilización de los activos monetarios** representativos de efectivo y otros activos líquidos

equivalentes, clasificando los movimientos **por actividades** e indicando la **variación neta** de dicha magnitud en el ejercicio.

Las tres actividades que la norma distingue —**explotación, inversión y financiación**— permiten una lectura casi diagnóstica de la empresa. El flujo de **explotación** parte del resultado antes de impuestos y lo corrige eliminando los gastos e ingresos que no movieron dinero (amortizaciones, deterioros, provisiones, resultados por venta de inmovilizado) e incorporando los **cambios en el capital corriente**: si las existencias y los saldos de clientes crecen, la empresa ha inmovilizado dinero en el circulante y su flujo de explotación será menor que su beneficio. El flujo de **inversión** mide el esfuerzo en activo no corriente. El de **financiación** recoge las entradas y salidas frente a socios y prestamistas, incluido el pago de dividendos.

MATIZ

Ni el estado de cambios en el patrimonio neto ni el estado de flujos de efectivo son obligatorios para las empresas que pueden formular **balance y memoria abreviados** o aplicar el Plan de pequeñas y medianas empresas. Como la inmensa mayoría del tejido empresarial español está en ese supuesto, el analista externo se encuentra en la práctica con **dos documentos y medio**, y ha de reconstruir los flujos a partir de balances consecutivos. De ahí que el estado de origen y aplicación de fondos, técnica «antigua», siga siendo imprescindible.

A las cuentas anuales se añaden dos documentos que no forman parte de ellas pero se depositan y publican junto a ellas. El primero es el **informe de gestión**, cuyo contenido fija la Ley de Sociedades de Capital.

Artículo 262.1 de la Ley de Sociedades de Capital · Contenido del informe de gestión

El informe de gestión habrá de contener una **exposición fiel sobre la evolución de los negocios y la situación de la sociedad**, junto con una

descripción de los **principales riesgos e incertidumbres** a los que se enfrenta.

La exposición consistirá en un **análisis equilibrado y exhaustivo** de la evolución y los resultados de los negocios y la situación de la sociedad, teniendo en cuenta la magnitud y la complejidad de la misma.

El segundo es el **informe de auditoría de cuentas**, que expresa una opinión técnica e independiente sobre si las cuentas anuales expresan la imagen fiel. Para el análisis, lo que importa es el **tipo de opinión**: favorable, con salvedades, desfavorable o denegada. Una opinión con salvedades por limitación al alcance en las existencias o en los saldos de clientes invalida precisamente los ratios de liquidez que se pretendía calcular, y un **párrafo de énfasis sobre la continuidad de la empresa** («empresa en funcionamiento») es la advertencia más grave que puede recibir un analista: significa que el auditor duda de que los activos vayan a valer lo que dice el balance.

4. Las limitaciones de la información contable

Todo el análisis financiero descansa sobre una base más frágil de lo que sus fórmulas sugieren. Las limitaciones son de cuatro clases y deben citarse siempre antes de sacar conclusiones.

Es información histórica. El balance de 31 de diciembre se deposita en el Registro Mercantil, en el mejor de los casos, en agosto del año siguiente. El analista externo juzga con datos de entre ocho y veinte meses de antigüedad una realidad que ha podido invertirse por completo. Y las decisiones financieras —conceder un crédito, aplazar una deuda, invertir— son decisiones sobre el **futuro**: la extrapolación del pasado es un supuesto, no un dato.

Depende de criterios contables. Las cifras no son medidas físicas: son el resultado de aplicar juicios. La vida útil que se asigna a una maquinaria, el porcentaje de deterioro que se dota sobre los saldos de clientes, el método de valoración de las existencias, la activación o no de gastos de desarrollo, el reconocimiento del ingreso en obras de larga duración: cada una de esas decisiones mueve el resultado y el patrimonio neto en cientos de miles de euros sin que ninguna sea incorrecta. Dos empresas idénticas pueden presentar ratios

muy distintos. Cuando la elección de criterios se orienta deliberadamente a producir la imagen deseada —diferir gastos, anticipar ingresos, dar de baja del balance operaciones que siguen generando riesgo— se habla de **contabilidad creativa**, que no siempre es ilícita pero siempre desactiva la comparación.

Hay operaciones que no están en el balance. Los avales prestados, los litigios de resultado incierto, los compromisos de compra en firme, los pasivos por pensiones no dotados, los arrendamientos operativos y las cesiones de créditos con recurso son obligaciones potenciales que no figuran en el pasivo o lo hacen de forma incompleta, y solo la memoria las revela —cuando lo hace—. En el extremo, existen operaciones simplemente **no registradas**: ventas sin factura, gastos personales imputados a la empresa, préstamos de socios documentados en un cuaderno. En ese supuesto el análisis financiero no mide la empresa: mide la contabilidad de la empresa. Detectar la brecha entre una y otra es, precisamente, una competencia de la Administración tributaria, que dispone de información de terceros —declaraciones informativas, aduanas, medios de pago— con la que la empresa no cuenta.

Los importes están en euros de fechas distintas. Un terreno adquirido en 1994 y una existencia comprada en diciembre pasado se suman en el mismo activo como si fueran magnitudes homogéneas. Con inflación acumulada relevante, el balance subestima el valor de los activos antiguos y, con ello, sobrestima el endeudamiento relativo y distorsiona la rentabilidad.

RECUERDA

Tres cautelas metodológicas cierran cualquier análisis solvente: **un ratio aislado no dice nada** (necesita serie temporal y referencia sectorial), **la contabilidad no es la realidad** (es una representación con criterios), y **el análisis financiero detecta síntomas, no causas** (la causa está en el negocio, y para llegar a ella hay que salir de los estados financieros).

5. Los instrumentos del análisis financiero

Las técnicas se aplican en un orden que va de lo descriptivo a lo interpretativo. Ninguna sustituye a las demás.

Estados comparados · las mismas partidas, varios ejercicios

Los **estados financieros comparados** son la presentación conjunta y homogénea de balances y cuentas de resultados de **dos o más ejercicios**, expresando para cada partida la **variación absoluta** (en euros) y la **variación relativa** (en porcentaje sobre el ejercicio de referencia).

Es el punto de partida obligado y el propio Plan General de Contabilidad lo impone al exigir que las cuentas anuales incorporen las cifras del ejercicio anterior. La variación absoluta identifica dónde está el dinero; la relativa, dónde está el cambio de comportamiento. Su regla de oro es la **homogeneidad**: si ha habido una fusión, un cambio de criterio contable o una modificación de la fecha de cierre, las cifras no son comparables hasta que se reexpresan.

Análisis estructural o vertical · cada partida sobre el total

El **análisis vertical** expresa cada partida del balance como **porcentaje del total del activo** —y cada partida de la cuenta de resultados como porcentaje de la **cifra de negocios**—, sustituyendo los importes por **pesos relativos**.

Su virtud es que **elimina el efecto tamaño**: convierte a una empresa de dos millones y a otra de cincuenta en dos estructuras comparables entre sí y con la media del sector. Un activo con un 65 % de inmovilizado describe una empresa intensiva en capital; un pasivo con un 60 % de exigible a corto describe una empresa que se financia con vencimientos que no controla. El porcentaje es, además, la forma natural de expresar la estructura de las fuentes de financiación, y por eso el análisis vertical es el puente entre las dos mitades de este epígrafe.

Análisis horizontal o de tendencias · números índice base 100

El **análisis horizontal** toma un ejercicio como **base 100** y expresa el valor de cada partida en los ejercicios siguientes como **índice** respecto de esa

base, de modo que la comparación de índices entre partidas revela **ritmos de crecimiento divergentes**.

Su potencia está justamente en la divergencia. Que las ventas crezcan es una noticia; que los saldos de clientes crezcan **más deprisa** que las ventas es un diagnóstico.

Partida (miles de euros)	Año 1	Índice	Año 2	Índice	Año 3	Índice
Cifra de negocios	4.000	100	4.400	110	4.840	121
Clientes	700	100	840	120	1.050	150
Existencias	500	100	600	120	800	160

La lectura es inmediata: las ventas han crecido un 21 % en dos años, los clientes un 50 % y las existencias un 60 %. El periodo medio de cobro ha pasado de $700 / 4.000 \times 365 = 63,9$ días a $1.050 / 4.840 \times 365 = 79,2$ días. La empresa está creciendo a costa de financiar a sus clientes y de acumular almacén, es decir, **comprando ventas con tesorería**. Si el crecimiento se detiene, el circulante inmovilizado se convierte en un problema de liquidez inmediato.

Ratio · cociente entre dos magnitudes relacionadas

Un **ratio** es el **cociente** entre dos magnitudes de los estados financieros que guardan entre sí una **relación económica significativa**, expresado en tantos por uno, en porcentaje o en días.

Los ratios propios del análisis financiero se agrupan en cuatro familias: **liquidez** (activo corriente sobre pasivo corriente, y sus versiones más exigentes al excluir existencias o dejar solo tesorería), **estructura y endeudamiento** (pasivo sobre patrimonio neto, pasivo sobre activo, calidad de la deuda medida por la proporción de exigible a largo), **cobertura** (resultado de explotación sobre gastos financieros, deuda sobre flujo de explotación) y **rotación y plazos** (periodos medios de existencias, cobro y pago, que traducen el circu-

lante a días y permiten calcular el periodo medio de maduración). Su desarrollo sistemático corresponde al Epígrafe 2, donde se articulan alrededor del equilibrio financiero.

La cautela esencial es que **un ratio es una razón, no una explicación**. Un cociente de liquidez de 2 puede ser excelente en una empresa industrial y ridículo en una que soporta una estacionalidad brutal; y puede haber empeorado por un buen motivo —haber pagado deuda caro— o mejorado por uno malo —haber dejado de vender y acumular almacén—. Un ratio se interpreta contra tres referencias: su propia serie, el sector y el plan de la empresa.

Estado de origen y aplicación de fondos · de dónde vino y en qué se puso

El **estado de origen y aplicación de fondos** es el cuadro que, por comparación de dos balances consecutivos, clasifica las variaciones de las partidas en **orígenes** de fondos —aumentos de patrimonio neto y de pasivo, y disminuciones de activo— y **aplicaciones** —aumentos de activo y disminuciones de patrimonio neto y de pasivo—, de modo que **el total de orígenes iguala necesariamente al total de aplicaciones**.

La identidad no es un hallazgo: se deriva de que el balance cuadra en ambas fechas. Su valor está en la **lectura de coherencia** entre plazos: si los orígenes son a corto y las aplicaciones a largo, la empresa está financiando inmovilizado con crédito de proveedores, y eso solo puede acabar de una manera.

Orígenes (miles de euros)	Importe	Aplicaciones (miles de euros)	Importe
Aumento de patrimonio neto	200	Aumento de inmovilizado	300
Aumento de pasivo no corriente	200	Aumento de existencias	50
Disminución de tesorería	100	Aumento de clientes	50
		Disminución de pasivo corriente	100
Total orígenes	500	Total aplicaciones	500

El cuadro se lee así: la empresa ha financiado una inversión de 300 y una expansión del circulante de 100 con recursos permanentes (400, entre autofinanciación y deuda a largo), amortizando además 100 de deuda a corto y consumiendo 100 de tesorería. Es un movimiento **ordenado**: recursos a largo para inversiones a largo. El fondo de maniobra ha pasado de 200 a 300 —recursos permanentes de 1.200 menos inmovilizado de 900—, es decir, ha mejorado en 100.

EJEMPLO

① **Análisis vertical de dos empresas del mismo sector.** Dos mayoristas de material eléctrico, con tamaños muy distintos. La columna de euros no permite compararlas; la de porcentajes, sí.

Partida	A (€)	A (%)	B (€)	B (%)
Inmovilizado	600.000	30	2.000.000	40
Existencias	500.000	25	1.000.000	20
Clientes	700.000	35	1.500.000	30
Tesorería	200.000	10	500.000	10
Total activo	2.000.000	100	5.000.000	100
Patrimonio neto	500.000	25	2.250.000	45
Pasivo no corriente	300.000	15	1.250.000	25
Pasivo corriente	1.200.000	60	1.500.000	30
Total pasivo y neto	2.000.000	100	5.000.000	100

Paso 1. Estructura del activo. Ambas son empresas comerciales, con el circulante por encima del 60 % del activo (A, 70 %; B, 60 %). La diferencia de inmovilizado (30 % frente a 40 %) sugiere que B es propietaria de sus almacenes y A los tiene arrendados: dato que habría que confirmar en la memoria.

Paso 2. Estructura financiera. Aquí las dos empresas dejan de parecerse. A se financia con recursos propios solo en un 25 % y tiene un 60 % del balance en

deudas que vencen dentro del año. B tiene un 45 % de recursos propios y solo un 30 % de exigible a corto.

Paso 3. Ratios derivados de los porcentajes.

Indicador	Cálculo A	A	Cálculo B	B
Fondo de maniobra sobre activo	70 – 60	+10 %	60 – 30	+30 %
Liquidez (activo corriente / pasivo corriente)	1.400 / 1.200	1,17	3.000 / 1.500	2,00
Endeudamiento (pasivo / patrimonio neto)	1.500 / 500	3,00	2.750 / 2.250	1,22
Solvencia (activo / pasivo)	2.000 / 1.500	1,33	5.000 / 2.750	1,82

Conclusión. A financia con deuda a corto plazo un circulante que rota despacio: su fondo de maniobra positivo de 200.000 € es un colchón de apenas el 10 % del balance, y cualquier retraso en el cobro de clientes la obliga a renegociar. B soporta el mismo negocio con la mitad de apalancamiento. Ante la misma subida de tipos de interés, A ve multiplicarse su carga financiera y B apenas la nota. El análisis vertical no ha añadido ni un dato: solo ha hecho comparables los que había.

6. La estructura de las fuentes de financiación: criterios de clasificación

Todo activo tiene, al céntimo, una financiación detrás. El lado derecho del balance no es una lista de deudas: es la respuesta a la pregunta **de dónde salió el dinero** con el que se compró el lado izquierdo. El Plan General de Contabilidad da la definición de las dos grandes categorías.

Marco Conceptual del Plan General de Contabilidad · Pasivo y patrimonio neto

2. **Pasivos:** obligaciones actuales surgidas como consecuencia de sucesos pasados, para cuya extinción la empresa espera desprenderse de recursos que puedan producir beneficios o rendimientos económicos en el futuro. A estos efectos, se entienden incluidas las provisiones.
3. **Patrimonio neto:** constituye la **parte residual** de los activos de la empresa, una vez deducidos todos sus pasivos. Incluye las aportaciones realizadas, ya sea en el momento de su constitución o en otros posteriores, por sus socios o propietarios, que no tengan la consideración de pasivos, así como los **resultados acumulados** u otras variaciones que le afecten.

Sobre esa base contable, la estructura de las fuentes se clasifica con tres criterios que se cruzan y que hay que dominar por separado.

Según la propiedad de los recursos, se distinguen las **fuentes propias** y las **ajenas**. Las propias —capital, prima de emisión, reservas, resultados no distribuidos— pertenecen a la empresa: **no tienen vencimiento** ni retribución exigible, y sus titulares cobran lo último y solo si hay algo. Las ajenas son deuda: importe y fecha ciertos, retribución pactada y exigible, y prioridad de cobro sobre los socios. La diferencia esencial no es el coste, es el **riesgo**: la deuda hay que pagarla haya beneficio o no.

Según el plazo, se separan las fuentes a **largo plazo** —recursos propios y pasivo no corriente, cuyo vencimiento excede del año— y las de **corto plazo** o pasivo corriente. La suma de los recursos propios y el exigible a largo forma los **recursos permanentes** o **capitales permanentes**, magnitud central del equilibrio financiero.

Según el origen, la financiación es **interna** cuando la genera la propia actividad sin recurrir al exterior —beneficios retenidos, amortizaciones, provisiones: es la **autofinanciación**— y **externa** cuando entra desde fuera del perímetro de la empresa, sea de los socios (ampliación de capital) o de terceros (préstamos, empréstitos, crédito comercial).

Criterio	Categorías	Contenido típico
Propiedad	Propias	Capital, prima de emisión, reservas, resultado del ejercicio

		no distribuido, subvenciones no reintegrables
	Ajenas	Préstamos, empréstitos, arrendamiento financiero, proveedores, Hacienda pública acreedora, Seguridad Social
Plazo	Largo (recursos permanentes)	Recursos propios y pasivo no corriente
	Corto (pasivo corriente)	Proveedores, acreedores, deuda financiera con vencimiento inferior al año
Origen	Interna (autofinanciación)	Reservas, amortizaciones, provisiones
	Externa	Ampliaciones de capital y toda la financiación ajena

MATIZ

Los tres criterios **no coinciden**. Una ampliación de capital es fuente **propia** (pertenece a la empresa), a **largo** plazo (no vence) y de origen **externo** (el dinero entra de los socios). La amortización contable es fuente **propia**, a **largo** y de origen **interno**. Confundir «propia» con «interna» es el error clásico: la autofinanciación es un subconjunto de los recursos propios, no su sinónimo.

7. Las fuentes propias y su coste

El **capital social** es la aportación de los socios, cifra estatutaria y registrada, que cumple una función de garantía frente a terceros: no puede repartirse libremente y opera como retención mínima de patrimonio. La Ley de Sociedades de Capital exige un capital mínimo de 3.000 euros en la sociedad de responsabilidad limitada —desde la Ley 18/2022 puede constituirse con una cifra inferior, incluso de un euro, con reglas especiales de dotación de reserva y de responsabilidad de los socios— y de 60.000 euros en la anónima, con desembolso mínimo del 25 % de cada acción. La **prima de emisión** es el sobreprecio que pagan los nuevos socios en una ampliación para no diluir el valor de las reservas acumuladas por los antiguos; es reserva de libre disposición y no capital.

Las reservas son beneficios no distribuidos, y constituyen el núcleo de la autofinanciación. La ley impone una parte de esa retención.

Artículo 274 de la Ley de Sociedades de Capital · Reserva legal

1. En todo caso, una cifra igual al **diez por ciento del beneficio del ejercicio** se destinará a la reserva legal hasta que esta alcance, al menos, el **veinte por ciento del capital social**.
2. La reserva legal, mientras no supere el límite indicado, solo podrá destinarse a la **compensación de pérdidas** en el caso de que no existan otras reservas disponibles suficientes para este fin.

Dentro de la autofinanciación se distinguen dos planos. La **autofinanciación de mantenimiento** procede de las **amortizaciones** y de las **provisiones**: son gastos que reducen el beneficio sin generar un pago, de modo que los fondos correspondientes permanecen en la empresa y sirven —al menos nominalmente— para reponer los activos que se consumen. La **autofinanciación de enriquecimiento** procede de las **reservas** propiamente dichas y sí incrementa la capacidad de inversión.

El **coste de los recursos propios** es el punto donde más se equivoca el análisis ingenuo. Los recursos propios **no son gratis**: su coste es el rendimiento que los socios exigen por mantener su dinero en la empresa en lugar de llevarlo a otra inversión de riesgo equivalente. Es un **coste de oportunidad** y no aparece en la cuenta de pérdidas y ganancias, lo que explica que se ignore con frecuencia. Se estima por dos vías. La primera parte del dividendo: si se espera un dividendo del próximo ejercicio y un crecimiento sostenido de esa retribución, el coste exigido es el cociente entre el dividendo y el precio de la acción, más la tasa de crecimiento. La segunda es el modelo de valoración de activos financieros, que lo obtiene sumando al tipo libre de riesgo —en España, la referencia habitual es la deuda del Estado a diez años— la prima de riesgo del mercado multiplicada por el coeficiente beta de la empresa.

RECUERDA

El coste de los recursos propios es **superior** al de la deuda por dos razones acumuladas: el socio cobra **después** que el acreedor, por lo que asume más riesgo y exige más rendimiento, y el dividendo **no es gasto deducible** en el Impuesto sobre Sociedades, mientras que el interés sí lo es. La autofinanciación no es la fuente más barata: es la más **cómoda**, porque nadie la reclama.

8. Las fuentes ajenas a largo plazo y su coste

El **préstamo** entrega el principal de una vez y se devuelve conforme a un cuadro de amortización, normalmente por el sistema francés de cuota constante. El **crédito** en cuenta o **póliza** pone a disposición un límite del que se dispone según se necesita, pagando intereses solo por lo dispuesto más una comisión de disponibilidad por el saldo no utilizado. La distinción es clave para el análisis: el préstamo financia inversión, la póliza financia oscilaciones de tesorería, y encontrar pólizas renovadas indefinidamente para financiar inmovilizado es un síntoma de desequilibrio. En ambos casos el prestamista es, con carácter general, una **entidad de crédito**.

Artículo 1 de la Ley 10/2014, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito · Entidades de crédito

1. Son entidades de crédito:
 - a) Las **empresas autorizadas** cuya actividad consiste en **recibir del público depósitos u otros fondos reembolsables** y en **conceder créditos** por cuenta propia; [...]
2. Tienen la consideración de entidades de crédito a efectos de la letra a) del apartado anterior:
 - a) Los **bancos**. b) Las **cajas de ahorros**. c) Las **cooperativas de crédito**. d) El **Instituto de Crédito Oficial**.

El **empréstito** sustituye a un prestamista único por una emisión de valores negociables suscrita por una pluralidad de inversores.

Artículo 401 de la Ley de Sociedades de Capital · Sociedad emisora

1. Las sociedades de capital podrán **emitir y garantizar series numeradas de obligaciones u otros valores que reconozcan o creen una deuda**.
2. El importe total de las emisiones de la **sociedad limitada** no podrá ser superior al **doble de sus recursos propios**, salvo que la emisión esté garantizada con hipoteca, con prenda de valores, con garantía pública o con un aval solidario de entidad de crédito. [...]

La sociedad de responsabilidad limitada **no podrá en ningún caso emitir ni garantizar obligaciones convertibles en participaciones sociales**.

El **arrendamiento financiero** o *leasing* es un contrato por el que una entidad adquiere un bien elegido por la empresa y se lo cede en uso a cambio de cuotas periódicas, con una **opción de compra** al final por un importe residual que suele coincidir con una cuota. Financieramente equivale a un préstamo con garantía sobre el propio bien, y así lo trata el Plan General de Contabilidad, que obliga a reconocer el activo y la deuda en el balance cuando no existan dudas razonables de que se ejercitará la opción: es decir, el *leasing* **no** saca la inversión del balance. Su atractivo es doble: financia el 100 % del bien y el Impuesto sobre Sociedades permite, para los contratos que cumplen los requisitos de su artículo 106, deducir la parte de la cuota correspondiente a la recuperación del coste con un límite superior al de la amortización contable, lo que anticipa el gasto fiscal. El **renting**, en cambio, es un arrendamiento operativo con servicios asociados que no incorpora opción de compra en condiciones ventajosas y se contabiliza como gasto.

El **coste de la deuda** se calcula en dos pasos. El primero es el **coste explícito antes de impuestos**: la tasa que iguala el importe efectivamente recibido con el valor actual de todos los pagos comprometidos, incluidas comisiones de apertura, de estudio y de cancelación. El segundo es la **corrección fiscal**: como los intereses son gasto deducible, cada euro de interés ahorra un porcentaje de cuota igual al tipo de gravamen.

Coste de la deuda después de impuestos · el interés menos el ahorro fiscal

El **coste efectivo de la financiación ajena después de impuestos** es igual al coste explícito antes de impuestos multiplicado por la unidad menos el tipo de gravamen del Impuesto sobre Sociedades: $k = i \cdot (1 - t)$. El término $i \cdot t$ es el **ahorro fiscal de la deuda**.

EJEMPLO

② **El coste de un préstamo después de impuestos y el coste medio ponderado.** Una sociedad concierta un préstamo de **500.000 €** a un año, tipo nominal del **6 %** con pago de intereses al vencimiento, y **comisión de apertura del 1 %**. Tipo de gravamen del Impuesto sobre Sociedades: **25 %**.

Paso 1. Importe efectivamente recibido. $500.000 - (1 \% \times 500.000) = 500.000 - 5.000 = 495.000 \text{ €}$.

Paso 2. Pago total al vencimiento. Principal $500.000 + \text{intereses } (6 \% \times 500.000 = 30.000) = 530.000 \text{ €}$.

Paso 3. Coste explícito antes de impuestos. $530.000 / 495.000 - 1 = 1,070707 - 1 = 7,0707 \%$. El 6 % nominal se convierte en un 7,07 % efectivo solo por la comisión: la comparación de ofertas por el tipo nominal es una comparación falsa.

Paso 4. Ahorro fiscal. El gasto financiero deducible del ejercicio es 30.000 de intereses más 5.000 de comisión, que se imputa como coste financiero: 35.000 €. Ahorro = $25 \% \times 35.000 = 8.750 \text{ €}$.

Paso 5. Coste después de impuestos. Salida neta = $530.000 - 495.000 - 8.750 = 26.250 \text{ €}$. Sobre el efectivo recibido: $26.250 / 495.000 = 5,303 \%$. Que es exactamente $7,0707 \% \times (1 - 0,25) = 5,303 \%$.

Paso 6. Coste medio ponderado. Si la empresa se financia con un 60 % de recursos propios que exigen un 10 % y un 40 % de esta deuda, su coste medio es $0,60 \times 10 \% + 0,40 \times 5,303 \% = 6,00 \% + 2,12 \% = 8,12 \%$.

Advertencia. El ahorro fiscal solo existe si hay base imponible positiva contra la que aplicarlo y si el gasto es deducible. El artículo 16 de la Ley del Impuesto sobre Sociedades limita la deducibilidad de los gastos financieros netos al **30 % del beneficio operativo**, con un mínimo deducible de un millón de euros; una empresa en pérdidas o muy apalancada no obtiene el 25 % de ahorro, sino un ahorro diferido —y quizá nunca aprovechado—.

9. La financiación del circulante

El activo corriente hay que financiarlo todos los días, y para ello existe un abanico de instrumentos a corto plazo cuyo rasgo común es la **flexibilidad** y cuyo defecto común es el **coste implícito**: casi ninguno se presenta como un tipo de interés, y por eso casi todos parecen gratis.

El crédito comercial de proveedores es el aplazamiento que concede el suministrador. Es la primera fuente de financiación de la pyme española y es **espontánea**: nace del propio ciclo de compras sin necesidad de negociarla. No es, sin embargo, gratuita: si el proveedor ofrece un **descuento por pronto pago** y la empresa renuncia a él para pagar más tarde, el descuento perdido es el precio del aplazamiento, y anualizado resulta desorbitado. Hay que añadir que el descuento por pronto pago concedido con posterioridad a la operación **minora la base imponible** del Impuesto sobre el Valor Añadido, con la consiguiente rectificación de la cuota repercutida, de modo que el proveedor debe expedir factura rectificativa: es un detalle de gestión que en las empresas pequeñas se olvida y genera discrepancias entre la contabilidad y los modelos 303.

El descuento comercial consiste en ceder a una entidad de crédito letras, pagarés o recibos girados a clientes, recibiendo hoy su importe menos los intereses del plazo que resta hasta el vencimiento y menos las comisiones. Su nota decisiva es que se hace **con recurso**: si el cliente no paga, la entidad devuelve el efecto y carga el importe en cuenta, de modo que el riesgo de insolvencia sigue siendo de la empresa. Un efecto de 10.000 € a 90 días descontado al 6 % nominal con comisión del 0,4 % genera 150 € de intereses y 40 € de comisión, entrega 9.810 € líquidos y supone un coste efectivo de $(190 / 9.810) \times (360 / 90) = 7,75 \%$ anual, casi dos puntos por encima del tipo anunciado.

El **factoring** es la cesión de la cartera de créditos comerciales a una entidad especializada, que asume su gestión de cobro y anticipa su importe. Cuando la cesión es **sin recurso** —modalidad *sin regreso*—, el cedente transmite también el riesgo de insolvencia, y solo entonces procede dar de baja los créditos del balance y reducir el endeudamiento aparente. Su coste tiene dos componentes: una **comisión de factoraje** sobre el nominal cedido, que remunera la gestión y la cobertura del riesgo, y un **interés** por los días de anticipo.

El **confirming** opera en el lado contrario del balance: la empresa encarga a una entidad la **gestión del pago** a sus proveedores, y la entidad comunica a cada proveedor la orden de pago irrevocable ofreciéndole la posibilidad de cobrarla anticipadamente. La empresa gana orden administrativa y capacidad de negociar plazos; el proveedor obtiene una financiación barata, porque el riesgo que se valora es el del cliente, no el suyo. El coste del anticipo lo soporta normalmente el proveedor.

La **póliza de crédito** aporta el colchón para las puntas de tesorería: se paga interés por lo dispuesto, comisión de apertura al inicio y comisión de disponibilidad —típicamente entre el 0,10 % y el 0,50 % trimestral— sobre el saldo no utilizado. Bien empleada es el instrumento más eficiente del circulante; renovada año tras año por el mismo importe, es deuda a largo disfrazada.

Los **pagarés de empresa** son valores emitidos al **descuento** por la propia empresa, con vencimientos habituales entre uno y dieciocho meses, colocados directamente entre inversores o a través del mercado. Permiten evitar la intermediación bancaria, pero exigen tamaño, notoriedad y rating: son una fuente de la gran empresa.

Fuente	Componentes del coste	¿Transmite el riesgo de impago?	Efecto en el balance
Crédito de proveedores	Descuento por pronto pago no aprovechado	No aplica	Pasivo corriente comercial
Descuento comercial	Interés por los días + comisión	No (con recurso)	Deuda con entidades de crédito
<i>Factoring</i> sin recurso	Comisión de factoraje + interés	Sí	Baja de clientes, sin deuda
<i>Confirming</i>	Comisión de gestión (empresa), coste del anticipo (proveedor)	No aplica	Pasivo comercial reclasificado

Póliza de crédito	Interés por lo dispuesto + apertura + disponibilidad	No aplica	Deuda con entidades de crédito
Pagarés de empresa	Descuento implícito + gastos de colocación	No aplica	Deuda con valores negociables

EJEMPLO

③ **¿Aprovechar el descuento por pronto pago o pagar con la póliza?** Un proveedor factura **30.000 €** con condiciones **«2/10, neto 40»**: 2 % de descuento si se paga en 10 días, pago íntegro a los 40. La empresa tiene una póliza de crédito al **7,5 %** anual.

Paso 1. Qué se compra al renunciar al descuento. Pagando a 40 días en lugar de a 10 se obtienen **30 días** de financiación adicional a cambio de perder el 2 %.

Paso 2. Coste del periodo. El descuento se pierde sobre el importe que realmente se habría pagado: $600 / 29.400 = 2 / 98 = 2,0408 \%$ por 30 días.

Paso 3. Anualización simple. $2,0408 \% \times (365 / 30) = 24,83 \%$ anual.

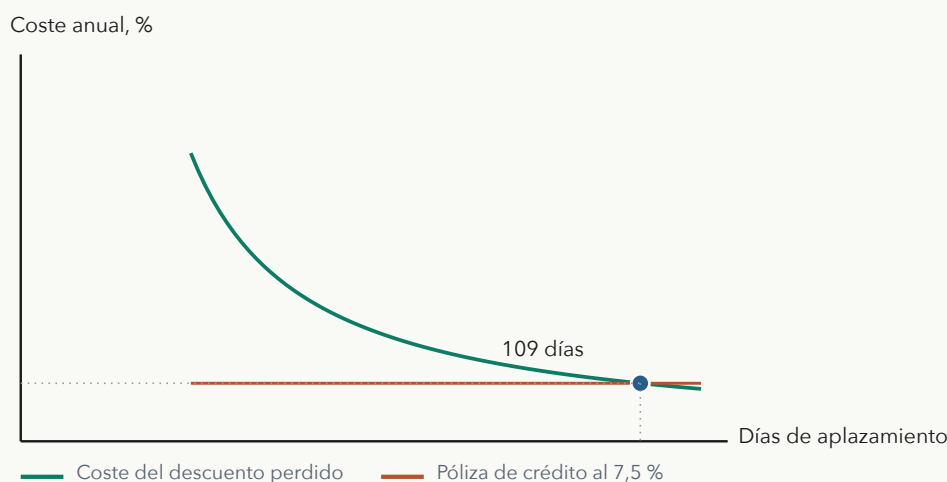
Paso 4. Anualización compuesta (tasa equivalente). $(1 + 0,020408)^{(365/30)} - 1 = 1,020408^{12,1667} - 1 = 27,86 \%$.

Paso 5. Alternativa: pagar el día 10 con la póliza. Se disponen 29.400 € durante 30 días: $29.400 \times 0,075 \times 30 / 365 = 181,23 \text{ €}$ de intereses.

Paso 6. Comparación en euros. Ahorro por el descuento, 600 €. Coste financiero, 181,23 €. **Beneficio neto: 418,77 €** por esta única factura. Con cien facturas iguales al año, casi **42.000 €**.

Conclusión. Renunciar a un descuento «2/10, neto 40» equivale a financiarse al **25-28 %** anual. Ninguna póliza bancaria española se acerca a ese precio. El error se comete porque el descuento perdido **no aparece en la cuenta de pérdidas y ganancias como gasto financiero**: se diluye en un mayor coste de las compras.

EL COSTE DEL CRÉDITO DE PROVEEDORES SEGÚN EL APLAZAMIENTO



La curva es el coste anual del descuento perdido, $744,9 / (n - 10)$, que anualiza de forma simple el $2/98 = 2,0408 \%$ que se pierde al no aplicar un descuento «2 % a 10 días»: sale al 24,8 % si el aplazamiento normal es de 40 días y al 12,4 % si es de 70. La recta horizontal es una póliza de crédito al 7,5 %: solo a partir de 109 días de aplazamiento renunciar al descuento resulta más barato que la póliza.

9 bis. Los factores que deciden la elección de la fuente

Descritas las fuentes, el problema práctico es cuál usar. La decisión no se reduce al precio: quien financia la empresa pondera de forma simultánea varios factores que a menudo apuntan en sentidos opuestos.

Factor	En qué se traduce
Coste	Explícito y deducible en la deuda; de oportunidad, y ausente de la cuenta de resultados, en el recurso propio.
Riesgo	La deuda obliga a pagar en fecha cierta haya beneficio o no; el recurso propio ni vence ni exige retribución.
Apalancamiento	Cuanto mayor es el peso de la deuda, más amplifica las oscilaciones del beneficio de explotación sobre el resultado del socio, al alza y a la baja.
Control	La ampliación de capital con nuevos socios diluye la participación de los antiguos; la deuda no toca la propiedad, aunque impone cláusulas.

Rapidez y disponibilidad	El crédito comercial y la póliza se obtienen de inmediato; un empréstito o una ampliación exigen trámites, plazos y autorizaciones.
Imagen y calificación crediticia	El nivel de endeudamiento y cada emisión se leen como señal y condicionan el coste y el acceso a la financiación futura.
Dimensión de la empresa	Los pagarés de empresa y los empréstitos requieren tamaño, notoriedad y <i>rating</i> , de modo que quedan fuera del alcance de la pyme.

10. El coste medio ponderado del capital

Cada fuente tiene su precio; la empresa se financia con una mezcla de todas ellas. El indicador que resume la mezcla es el coste medio ponderado.

Coste medio ponderado del capital · media de costes por pesos de mercado

El **coste medio ponderado del capital** es la media de los costes de cada fuente de financiación, ponderada por el **peso relativo** de cada una en el total de la financiación y calculada **después de impuestos**: $CMPC = k_e \cdot E / (E+D) + k_d \cdot (1 - t) \cdot D / (E+D)$, donde **E** son los recursos propios, **D** la deuda con coste, **k_e** el coste de los recursos propios, **k_d** el coste explícito de la deuda y **t** el tipo de gravamen.

Tres precisiones de método:

- Las ponderaciones deben tomarse a **valores de mercado**, no contables, porque el coste que se está midiendo es el rendimiento exigido hoy por quien aporta el dinero hoy. En sociedades no cotizadas se aceptan los valores contables como aproximación, y así debe hacerse constar.
- En el denominador entra solo la deuda **con coste explícito**. El pasivo comercial espontáneo —proveedores, Hacienda pública acreedora por el ciclo normal— se excluye, porque su coste va implícito en el precio de compra y ya está descontado en el resultado de explotación.

- El coste medio ponderado sirve como **tipo de descuento** de los proyectos de inversión de riesgo similar al de la empresa y como **umbral de rentabilidad**: un proyecto que rinda menos que el coste medio ponderado destruye valor aunque su resultado contable sea positivo.

11. La estructura financiera óptima

Si la deuda es más barata que los recursos propios —lo es, por el menor riesgo y por el ahorro fiscal—, la pregunta se impone: ¿por qué no financiarse íntegramente con deuda? Ese es el problema de la **estructura financiera óptima**.

Estructura financiera óptima · la mezcla que minimiza el coste

La **estructura financiera óptima** es la combinación de recursos propios y ajenos que **minimiza el coste medio ponderado del capital** y, por consiguiente, **maximiza el valor de la empresa**, entendido como el valor actual de sus flujos futuros descontados a ese coste.

La tesis de la irrelevancia (Modigliani y Miller, 1958). En un mercado de capitales perfecto —sin impuestos, sin costes de transacción, sin costes de insolvencia, con información simétrica y con posibilidad de endeudarse al mismo tipo que la empresa—, el valor de una compañía depende **exclusivamente de su activo**, es decir, de la capacidad de sus inversiones para generar beneficio de explotación, y **no** de cómo se financien. La estructura financiera es irrelevante. El argumento es de arbitraje: si dos empresas idénticas en su activo tuvieran valores distintos por su distinto endeudamiento, un inversor podría replicar por su cuenta el apalancamiento —endeudándose personalmente— y obtener una ganancia sin riesgo, lo que haría desaparecer la diferencia. La segunda proposición completa el razonamiento: al aumentar la deuda, el coste de los recursos propios **sube** exactamente lo necesario para compensar el mayor peso de la fuente barata, de modo que el coste medio ponderado **no se mueve**. El apalancamiento no crea valor: solo redistribuye riesgo y rendimiento entre acreedores y socios.

La corrección con impuestos (1963). Los propios autores rectificaron al introducir el Impuesto sobre Sociedades. Como los intereses son gasto deducible y los dividendos no,

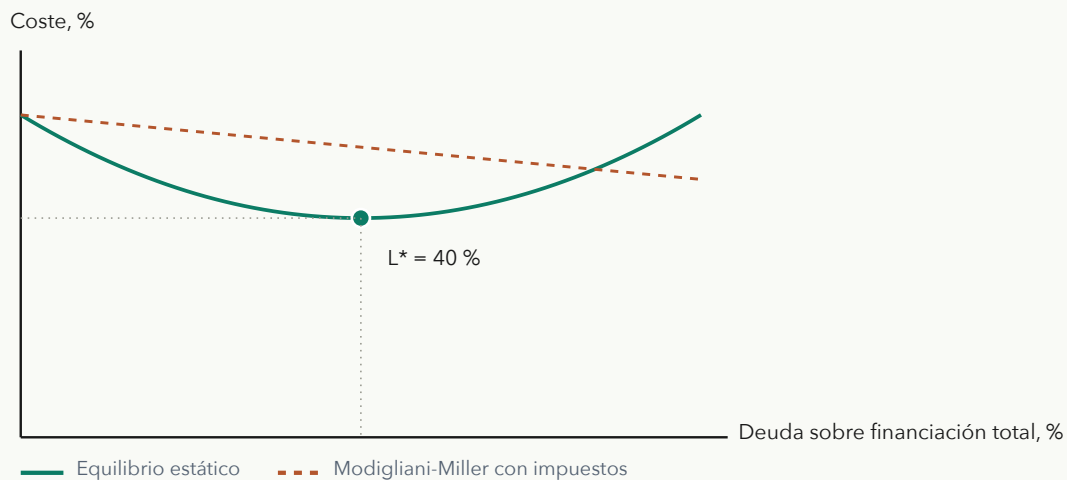
cada euro de interés genera un ahorro de cuota que es un flujo real que la empresa retiene. Ese **ahorro fiscal de la deuda** —el *escudo fiscal*— tiene un valor que se suma al de la empresa no endeudada: el valor de la empresa apalancada es igual al de la no apalancada más el producto del tipo de gravamen por el importe de la deuda. La conclusión, llevada al límite, es incómoda: la estructura óptima sería el **endeudamiento máximo**, el 100 % de deuda. Ninguna empresa se comporta así, lo que obliga a buscar qué falta en el modelo.

La teoría del equilibrio estático. Lo que falta son los **costes de insolvencia financiera**. A medida que crece el endeudamiento aparecen costes que el modelo ignoraba: los **directos** de un eventual concurso (honorarios de administración concursal, tasas, asesoramiento, tiempo de la dirección dedicado a negociar con acreedores) y, sobre todo, los **indirectos**, que empiezan mucho antes de la insolvencia formal: los proveedores retiran el aplazamiento y exigen pago al contado, los clientes desconfían de las garantías postventa, el talento se marcha, los bancos endurecen los tipos y las condiciones, y la empresa se ve forzada a renunciar a inversiones rentables porque no puede financiarlas o porque el beneficio iría a los acreedores. A esto se añaden los **costes de agencia** entre socios y acreedores: muy endeudada, la sociedad tiene incentivos a asumir riesgos excesivos, porque el socio gana si sale bien y ya ha perdido si sale mal; los acreedores lo saben y lo cobran en el tipo o lo restringen en la escritura mediante cláusulas de garantía.

Teoría del equilibrio estático · el óptimo iguala escudo y quiebra

Según la **teoría del equilibrio estático**, la estructura financiera óptima se alcanza en el nivel de endeudamiento en el que el **valor marginal del ahorro fiscal** de un euro adicional de deuda **se iguala al incremento marginal del valor esperado de los costes de insolvencia** que ese euro provoca. Antes de ese punto, endeudarse crea valor; después, lo destruye.

EL COSTE MEDIO PONDERADO Y EL NIVEL DE ENDEUDAMIENTO



La curva verde es el coste medio ponderado con costes de insolvencia, $CMPC = 10 - 0,16L + 0,002L^2$, siendo L la deuda sobre la financiación total en porcentaje: alcanza su mínimo en $L = 40\%$ con un coste del 6,8 % y vuelve al 10 % en $L = 80\%$, cuando los costes de insolvencia han consumido todo el ahorro fiscal. La recta de trazos es la predicción de Modigliani-Miller con impuestos, $CMPC = 10 - 0,025L$, que desciende sin mínimo hasta el 8 % en $L = 80\%$.

La teoría de la jerarquía de preferencias (Myers, 1984). Una tercera línea abandona la idea de un óptimo calculado y observa lo que las empresas **hacen**. El punto de partida es la **información asimétrica**: la dirección conoce el valor real de la empresa mejor que el mercado, y el mercado lo sabe. Por eso interpreta cada decisión de financiación como una señal. Anunciar una ampliación de capital sugiere que los gestores consideran las acciones **sobrevaloradas** —nadie vende barato lo que sabe que vale más—, y el precio cae. Emitir deuda no transmite ese mensaje, porque el acreedor cobra una cantidad fija con independencia del valor. De ahí resulta un **orden de prelación** en las fuentes:

1. **Autofinanciación**: primero se agotan los beneficios retenidos, que no exigen negociar con nadie, no revelan información y no diluyen el control.
2. **Deuda**: cuando la autofinanciación no basta, se recurre al endeudamiento, empezando por el más seguro y menos condicionado.
3. **Ampliación de capital**: en último lugar, y como recurso extremo.

La consecuencia teórica es importante: en esta teoría **no hay una estructura óptima**. El endeudamiento observado es el resultado acumulado de la historia de necesidades y de

beneficios de la empresa. Y explica una paradoja empírica que el equilibrio estático no resuelve bien: las empresas **más rentables** de un sector suelen estar **menos endeudadas**, justo lo contrario de lo que predice el escudo fiscal, porque la rentabilidad les ha permitido financiarse sin salir a pedir.

Teoría	Supuesto clave	Óptimo	Conducta que predice
Modigliani-Miller sin impuestos	Mercado perfecto	Indiferente	Cualquier estructura
Modigliani-Miller con impuestos	Interés deducible	Deuda máxima	Apalancamiento extremo
Equilibrio estático	Costes de insolvencia y de agencia	Nivel intermedio calculable	Endeudamiento objetivo estable por sector
Jerarquía de preferencias	Información asimétrica	No existe	Reservas → deuda → capital

MATIZ

«Estructura financiera óptima» y «equilibrio financiero» no son lo mismo, y el enunciado del tema los separa deliberadamente. La estructura óptima es un problema de **coste**: qué mezcla de propio y ajeno minimiza el coste medio ponderado. El equilibrio financiero es un problema de **plazos**: si los recursos permanentes cubren el activo no corriente y una parte del circulante. Una empresa puede tener una estructura de coste inmejorable y estar en desequilibrio por financiar inmovilizado con pólizas renovables, y puede estar perfectamente equilibrada y pagar por su pasivo mucho más de lo necesario.

RECUERDA

Del epígrafe hay que llevarse cuatro cosas. **Primera:** el análisis financiero juzga capacidad de pago, equilibrio y solvencia, y su documento propio es el **estado de flujos de efectivo**, porque razona en cobros y pagos. **Segunda:** sus instrumentos son los estados comparados, el análisis **vertical** (pesos sobre el total), el **horizontal** (índices base 100), los **ratios** y el estado de **origen y aplicación de fondos**, y todos ellos se leen contra la serie histórica y contra el sector. **Tercera:** las fuentes se clasifican por **propiedad, plazo y origen**, tres criterios que no coinciden, y todas tienen coste —también las propias, cuyo coste es de oportunidad y no aparece en la cuenta de resultados—. **Cuarta:** sobre la estructura óptima hay tres respuestas encadenadas: es **irrelevante** en mercado perfecto, con impuestos empujaría al endeudamiento **máximo**, y con costes de insolvencia el óptimo es **intermedio**, frente a ellas, la **jerarquía de preferencias** niega que exista óptimo alguno y describe una secuencia: reservas, deuda y, en último lugar, capital.

TEMA 32

Epígrafe 2 — El equilibrio financiero y el control financiero

1. El principio del equilibrio financiero

El epígrafe anterior describía de dónde salen los recursos de la empresa. Este responde a la pregunta que viene inmediatamente después y que es la que de verdad decide la supervivencia del negocio: **¿está cada euro invertido financiado con el recurso adecuado?** No basta con tener financiación suficiente en volumen. Hay que tenerla en el **plazo** correcto. Una empresa puede tener el balance cuadrado al céntimo, un beneficio creciente y una cartera de pedidos llena, y quebrar por haber pagado una nave industrial con un descubierto bancario.

El criterio que gobierna esa correspondencia es el **principio del equilibrio financiero**, también llamado **principio de correspondencia financiera** o regla del equilibrio financiero mínimo.

Principio de correspondencia financiera · plazos que encajan

Los **activos** deben financiarse con **fuentes cuyo plazo de exigibilidad sea igual o superior** al **plazo de recuperación** de la inversión que financian. Las inversiones **permanentes** se financian con **capital permanente** (patrimonio neto y pasivo no corriente), y solo las inversiones que se convierten en dinero dentro del ciclo de explotación pueden financiarse con **pasivo corriente**.

La lógica es de tesorería, no de contabilidad. Cada activo devuelve el dinero que se invirtió en él a una velocidad determinada: unas existencias de producto terminado se convierten en efectivo en unas semanas, una máquina tarda ocho o diez años en devolverse a través de los márgenes de lo que fabrica, una nave puede tardar veinte. Cada fuente de financiación, a su vez, exige la devolución en una fecha. Si la fecha en que hay que devolver llega **antes**

que la fecha en que la inversión ha generado el dinero, el hueco se tapa con dinero nuevo. Y el dinero nuevo puede no aparecer.

Aquí está la razón por la que este principio importa tanto en el análisis: **su incumplimiento es la causa más frecuente de insolvencia de empresas rentables**. Esa frase contiene la distinción más importante de todo el epígrafe.

MATIZ

Rentabilidad y liquidez son cosas distintas y pueden ir en direcciones opuestas. La rentabilidad es un dato del ejercicio y se mide sobre el **devengo**: una venta a 90 días es beneficio hoy. La liquidez es un dato del día y se mide sobre la **caja**: esa misma venta no es dinero hasta dentro de tres meses. Una empresa que crece mucho y cobra tarde genera beneficio y consume caja simultáneamente, porque cada euro de crecimiento hay que financiarlo antes de cobrarlo. Por eso las mortalidades empresariales se concentran en dos momentos: la pérdida sostenida (que destruye el patrimonio neto) y **el crecimiento mal financiado** (que destruye la tesorería sin tocar la cuenta de resultados). Esta segunda es la que pilla desprevenido al empresario, precisamente porque los números «van bien».

La normativa contable española traduce el principio en la propia arquitectura del balance. El **artículo 35.1 del Código de Comercio** ordena separar el activo fijo o no corriente del circulante o corriente, y la **norma 6.^a de elaboración de las cuentas anuales** del Plan General de Contabilidad fija el criterio de corte con precisión.

Norma 6.^a de elaboración del Plan General de Contabilidad · el corte corriente/no corriente

El **activo corriente** comprenderá:

- Los activos vinculados al **ciclo normal de explotación** que la empresa espera **vender, consumir o realizar** en el transcurso del mismo. Con carácter general, el ciclo normal de explotación no excederá de un año. [...]

– Aquellos activos, diferentes de los citados en el inciso anterior, cuyo **vencimiento, enajenación o realización** se espera que se produzca en el **corto plazo**, es decir, en el **plazo máximo de un año**, contado a partir de la fecha de cierre del ejercicio. [...]

Los demás elementos del activo se clasificarán como **no corrientes**.

El **pasivo corriente** comprenderá:

- Las **obligaciones vinculadas al ciclo normal de explotación** señalado en la letra anterior que la empresa espera liquidar en el transcurso del mismo.
- Las obligaciones cuyo vencimiento o extinción se espera que se produzca en el corto plazo, es decir, en el plazo máximo de un año [...], en particular, aquellas obligaciones para las cuales la empresa **no disponga de un derecho incondicional a diferir su pago** en dicho plazo. [...]

Nótese lo que hace esta norma: **convierte el balance en un mapa de plazos**. Una vez clasificadas las masas patrimoniales por su vencimiento, el equilibrio financiero deja de ser una idea abstracta y se puede medir con una resta. Esa resta es el fondo de maniobra.

RECUERDA

El criterio de clasificación no es la naturaleza del bien, sino **el plazo en que se espera convertirlo en dinero o pagarlo**. Un mismo elemento cambia de masa: un préstamo a cinco años pasa a pasivo corriente en la parte que vence dentro del año siguiente al cierre (reclasificación obligatoria), y unos terrenos destinados a la venta en el curso ordinario del negocio de una promotora son **existencias**, no inmovilizado.

2. El fondo de maniobra o capital circulante

Fondo de maniobra · activo corriente menos pasivo corriente

El **fondo de maniobra** (también **capital circulante**, **capital de trabajo** o **fondo de rotación**) es la parte del **activo corriente** que está financiada con **capital permanente**. Se calcula como la diferencia entre el activo corriente y el pasivo corriente:

$$FM = \text{Activo corriente} - \text{Pasivo corriente}$$

Existe una segunda vía de cálculo, que mira el balance por el otro extremo:

Identidad del fondo de maniobra · dos caminos, un resultado

$$FM = \text{Capital permanente} - \text{Activo no corriente} = (\text{Patrimonio neto} + \text{Pasivo no corriente}) - \text{Activo no corriente}$$

Las dos fórmulas dan **siempre** el mismo número, y no por casualidad: es una consecuencia aritmética del cuadro del balance. Si el total del activo iguala al total del patrimonio neto más pasivo:

$$ANC + AC = PN + PNC + PC$$

Despejando por los dos lados la misma diferencia:

$$AC - PC = (PN + PNC) - ANC$$

De modo que el fondo de maniobra admite **dos lecturas económicas del mismo importe**, y ambas hay que saber decirlas:

- **Vista desde el corto plazo:** es el **colchón de liquidez**, el excedente de bienes y derechos realizables a corto sobre las deudas a pagar a corto. Es el margen que tiene la empresa para atender sus vencimientos sin recurrir a dinero nuevo.
- **Vista desde el largo plazo:** es la **parte del circulante financiada con recursos permanentes**, es decir, el importe en que el capital permanente excede de lo estrictamente necesario para pagar el inmovilizado.

El **signo del fondo de maniobra** es el primer diagnóstico de todo análisis financiero:

Signo	Situación	Lectura
FM > 0	Capital permanente mayor que el activo no corriente	Se cumple el equilibrio financiero mínimo. Parte del circulante está financiado a largo.
FM = 0	Capital permanente igual al activo no corriente	Equilibrio en el límite. Cualquier retraso en un cobro provoca un impago.
FM < 0	Pasivo corriente financia parte del activo no corriente	Se está pagando el inmovilizado con deuda a corto. Riesgo de insolvencia técnica.

MATIZ

Un fondo de maniobra negativo no es siempre una patología. Es una anomalía *cuando el ciclo de explotación cobra después de pagar*, que es el caso general. Pero hay sectores en los que el ciclo va al revés: **cobran al contado y pagan a plazo**. Un supermercado cobra en caja el mismo día que vende y paga a sus proveedores a 30 o 60 días. Una compañía de seguros cobra la prima por anticipado y paga los siniestros después. Una empresa de suscripciones cobra el año entero por adelantado. En estos negocios los proveedores y los clientes financian el circulante y *además* una parte del inmovilizado, y el fondo de maniobra negativo es la **prueba de un ciclo eficiente**, no de una enfermedad. La conclusión práctica es que el signo del fondo de maniobra hay que leerlo **contra el ciclo real del negocio**, nunca en abstracto.

Vamos ya al balance que servirá de hilo a todo el epígrafe. Se trata de **Cerámica Levantina, S.L.**, fabricante de pavimento cerámico con domicilio en Castellón. Sus cuentas del ejercicio cerrado son estas:

Activo	€	Patrimonio neto y pasivo	€
A) Activo no corriente	900.000	A) Patrimonio neto	600.000
Inmovilizado intangible	50.000	Capital social	400.000

Inmovilizado material	800.000	Reservas	140.000
Inversiones financieras a largo plazo	50.000	Resultado del ejercicio	60.000
B) Activo corriente	600.000	B) Pasivo no corriente	450.000
Existencias	300.000	Deudas a l/p con entidades de crédito	450.000
– Materias primas	90.000	C) Pasivo corriente	450.000
– Productos en curso	30.000	Deudas a c/p con entidades de crédito	150.000
– Productos terminados	180.000	Acreedores comerciales (proveedores)	270.000
Deudores comerciales (clientes)	240.000	Otras deudas (Hacienda y Seg. Social)	30.000
Efectivo y otros líquidos equivalentes	60.000		
Total activo	1.500.000	Total patrimonio neto y pasivo	1.500.000

Y su cuenta de pérdidas y ganancias resumida:

Concepto	€
Importe neto de la cifra de negocios	2.400.000
Consumo de materias primas	(720.000)
Gastos de personal	(540.000)
Servicios exteriores y suministros	(900.000)
Amortización del inmovilizado	(124.000)
Resultado de explotación (BAIL)	116.000
Gastos financieros	(36.000)
Resultado antes de impuestos	80.000
Impuesto sobre sociedades (25 %)	(20.000)
Resultado del ejercicio	60.000

EJEMPLO

④ 1. El fondo de maniobra de Cerámica Levantina por los dos caminos.

Camino corto (desde el circulante):

$$FM = \text{Activo corriente} - \text{Pasivo corriente} = 600.000 - 450.000 = \mathbf{150.000 \text{ €}}$$

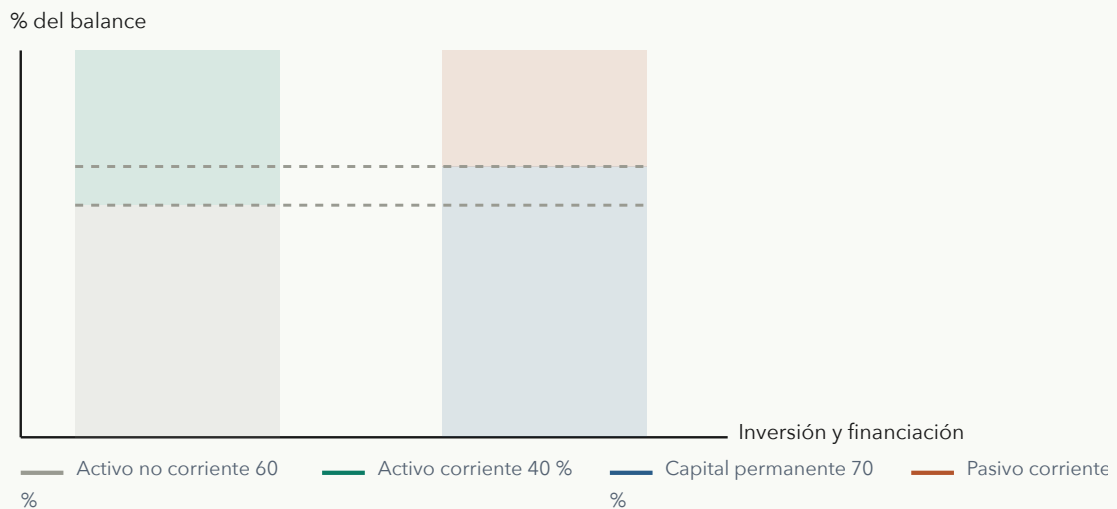
Camino largo (desde el capital permanente):

$$\text{Capital permanente} = \text{Patrimonio neto} + \text{Pasivo no corriente} = 600.000 + 450.000 = 1.050.000 \text{ €}$$

$$FM = 1.050.000 - 900.000 = \mathbf{150.000 \text{ €}}$$

Vía de cálculo	Operación	Resultado
Activo corriente – Pasivo corriente	600.000 – 450.000	150.000
Capital permanente – Activo no corriente	1.050.000 – 900.000	150.000

Lectura. El fondo de maniobra es positivo y equivale al **10 % del total del balance** ($150.000 / 1.500.000$) y al **25 % del activo corriente** ($150.000 / 600.000$). Se cumple el equilibrio financiero mínimo: el inmovilizado de 900.000 € está íntegramente financiado con recursos permanentes, que además sobran en 150.000 € para financiar circulante. Traducido a plazos: de los 600.000 € de activo corriente, 450.000 € tienen que devolverse dentro del año y 150.000 € no.

BALANCE ESQUEMÁTICO Y FONDO DE MANIOBRA

Cada columna representa el 100 % del balance de Cerámica Levantina, 1.500.000 €. El activo no corriente ocupa el 60 % (900.000 €) y el capital permanente el 70 % (1.050.000 €): la franja de 10 puntos entre las dos líneas, del 60 % al 70 %, es el fondo de maniobra, 150.000 €.

El fondo de maniobra que acabamos de calcular es el **real**: el que hay. La pregunta que sigue es si es **suficiente**, y esa es una pregunta distinta.

Fondo de maniobra necesario · lo que el ciclo exige

El **fondo de maniobra necesario** —o **necesidad operativa de fondos (NOF)**— es la inversión que el ciclo de explotación exige mantener de forma permanente en circulante: **existencias + saldo de clientes – crédito de proveedores**. Es lo que el negocio *necesita*, frente al fondo de maniobra real, que es lo que el negocio *tiene*.

La comparación entre ambos es el diagnóstico decisivo:

- **FM real $\geq$ NOF**: el ciclo está financiado con recursos permanentes. La empresa no depende de renovar deuda a corto.
- **FM real < NOF**: el hueco se está tapando con **deuda bancaria a corto plazo negociada** (póliza de crédito, descuento comercial, *confirming*). La empresa vive de que el banco le renueve la línea cada año. Es una posición viable pero **frágil**, porque la decisión de sobrevivir no es suya.

En el caso de Cerámica Levantina, la NOF de explotación es $300.000 + 240.000 - 270.000 = 270.000$ €, frente a un fondo de maniobra real de 150.000 €. Si incorporamos al cálculo la tesorería y las deudas no bancarias con Hacienda y la Seguridad Social —lo que da la versión que cuadra exactamente con el balance—, la identidad es limpia:

$$NOF = (600.000 \text{ de activo corriente}) - (270.000 \text{ de proveedores} + 30.000 \text{ de otras deudas}) = 300.000 \text{ €}$$

$$FM \text{ real} = NOF - \text{Deuda a corto negociada} = 300.000 - 150.000 = 150.000 \text{ €}$$

Es decir: **los 150.000 € de póliza y descuento bancario son, exactamente, el hueco entre lo que el ciclo necesita y lo que la financiación permanente aporta.** Esa cifra es la medida de la dependencia bancaria a corto de la empresa, y es el dato que un analista subraya antes que ningún otro.

RECUERDA

Fondo de maniobra **positivo** no equivale a fondo de maniobra **suficiente**. Cerámica Levantina tiene FM positivo (150.000 €) y, a la vez, una dependencia de financiación bancaria a corto de 150.000 €, porque su fondo de maniobra necesario (los 270.000 € de existencias más clientes menos proveedores) supera al real, y ese hueco se está tapando con póliza y descuento. La solución estructural no es pedir más póliza: es **convertir deuda a corto en deuda a largo o acortar el ciclo**.

3. Las situaciones financieras típicas

Combinando el signo del fondo de maniobra con el signo del patrimonio neto se obtiene una tipología de situaciones, cada una con su balance esquemático. Se ordenan de mayor a menor solidez.

a) Estabilidad financiera total (máxima estabilidad). Todo el activo está financiado con **recursos propios**: no hay pasivo, ni corriente ni no corriente. El patrimonio neto iguala al total del activo. El fondo de maniobra coincide con el activo corriente entero.

Activo	Patrimonio neto y pasivo
Activo no corriente	Patrimonio neto (100 %)

Activo corriente	—
------------------	---

Es la situación de riesgo nulo de insolvencia y, por eso mismo, la de **rentabilidad financiera más baja**: sin deuda no hay apalancamiento, y el accionista soporta él solo toda la inversión. Es típica de empresas de nueva creación antes de endeudarse, o de negocios muy conservadores y sin proyectos de crecimiento. En la práctica es una situación de **infrautilización financiera**: aceptable como fotografía, discutible como política.

b) Estabilidad financiera normal. Hay deuda, pero el capital permanente cubre el activo no corriente y **sobra** para financiar una parte del circulante: **FM > 0**. Es la situación sana y la que se persigue.

Activo	Patrimonio neto y pasivo
Activo no corriente	Patrimonio neto
Activo corriente	Pasivo no corriente
	Pasivo corriente (menor que el activo corriente)

Es la de Cerámica Levantina. El adjetivo «normal» no significa cómoda: dentro de esta categoría caben desde empresas con un colchón holgado hasta empresas, como la del ejemplo, con FM positivo pero insuficiente para su ciclo.

c) Suspensión de pagos o insolvencia transitoria (desequilibrio a corto plazo). El fondo de maniobra es **negativo**: el pasivo corriente supera al activo corriente y, por tanto, financia una parte del inmovilizado. El patrimonio neto sigue siendo positivo —la empresa **tiene** patrimonio— pero no lo tiene **disponible** en la fecha en que hay que pagar.

Activo	Patrimonio neto y pasivo
Activo no corriente	Patrimonio neto
	Pasivo no corriente
Activo corriente	Pasivo corriente (mayor que el activo corriente)

La empresa es solvente si se le da tiempo, e insolvente hoy. De ahí el nombre clásico de **suspensión de pagos**: el activo total cubre las deudas, pero no en el momento del vencimiento. Las salidas son de tres tipos y todas apuntan al mismo sitio, alargar plazos o traer recursos permanentes: **reestructurar** la deuda a corto convirtiéndola en deuda a largo, **ampliar capital**, o **vender activos no corrientes** no imprescindibles.

d) Desequilibrio financiero a largo plazo (inestabilidad). El deterioro avanza: el patrimonio neto se ha ido consumiendo por pérdidas acumuladas y prácticamente todo el activo está financiado con recursos ajenos, corrientes y no corrientes. El fondo de maniobra es negativo y el neto, mínimo. Es la antesala de la situación siguiente y el momento en que la Ley de Sociedades de Capital empieza a imponer deberes a los administradores.

e) Quiebra (patrimonio neto negativo). Las pérdidas acumuladas han superado el capital y las reservas. El **patrimonio neto es negativo**, lo que significa que el pasivo exigible es mayor que el activo total: ni liquidando todos los bienes se pagaría a todos los acreedores.

Activo	Patrimonio neto y pasivo
Activo no corriente	Pasivo no corriente
Activo corriente	Pasivo corriente
Pérdidas acumuladas (neto negativo)	

Contablemente, la partida de resultados negativos de ejercicios anteriores se presenta minorando el patrimonio neto, y cuando lo supera, el neto es negativo. En el esquema clásico se dibuja como una «masa» ficticia en el activo para que el balance cuadre visualmente: es una licencia didáctica, no una partida del modelo del Plan General de Contabilidad.

La conexión con el Derecho de sociedades. El deterioro patrimonial no es solo un dato de análisis: activa obligaciones legales mucho antes de llegar al neto negativo. El **artículo 363.1.e) de la Ley de Sociedades de Capital** fija el umbral.

Artículo 363.1.e) de la Ley de Sociedades de Capital · disolución por pérdidas

1. La sociedad de capital deberá disolverse: [...]

e) Por **pérdidas** que dejen reducido el **patrimonio neto a una cantidad inferior a la mitad del capital social**, *a no ser* que éste se aumente o se reduzca en la medida suficiente, y *siempre que* no sea procedente solicitar la declaración de concurso.

El umbral, por tanto, **no es el patrimonio neto negativo**: es la **mitad del capital social**, y se alcanza mucho antes. Si Cerámica Levantina, con un capital de 400.000 €, encadenara

pérdidas hasta dejar su neto por debajo de 200.000 €, la causa de disolución estaría ya concurriendo. Y entonces se pone en marcha el mecanismo del **artículo 365**: los administradores «deberán convocar la junta general en el plazo de **dos meses** para que adopte el acuerdo de disolución», junta que podrá acordar la disolución o, si consta en el orden del día, las medidas necesarias para **remover la causa** (ampliar o reducir capital, capitalizar deuda, aportaciones de socios).

La sanción por no hacerlo es severa y explica por qué este artículo se estudia también en Economía. El **artículo 367** establece que los administradores que incumplan el deber de convocar —o que no soliciten la disolución judicial en plazo— «responderán **solidariamente de las obligaciones sociales posteriores** al acaecimiento de la causa de disolución», con una **presunción** en contra de ellos: salvo prueba en contrario, las deudas reclamadas judicialmente se presumen posteriores a la causa. El administrador queda liberado si, dentro de esos dos meses, hubiera solicitado el concurso o comunicado al juzgado la existencia de negociaciones para alcanzar un plan de reestructuración.

Con ello se cierra el círculo entre el análisis y la norma: el **desequilibrio patrimonial** se corrige por la vía societaria (disolución o remoción de la causa) y la **insolvencia** —la imposibilidad de cumplir regularmente las obligaciones exigibles— se aborda por la vía concursal, hoy regulada en el texto refundido de la Ley Concursal aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2020, que ordena el concurso tanto en la insolvencia **actual** como en la **inminente** y regula los instrumentos preconcursales de reestructuración.

MATIZ

«Suspensión de pagos» y «quiebra» son, hoy, **nombres del análisis económico, no instituciones jurídicas vigentes**. Ambos procedimientos —el de la vieja Ley de Suspensión de Pagos de 1922 y el de la quiebra del Código de Comercio— quedaron unificados en un único procedimiento, el **concurso de acreedores**, por la Ley 22/2003, hoy sustituida por el texto refundido de 2020. En un enunciado de Economía, «suspensión de pagos» significa fondo de maniobra negativo con neto positivo, y «quiebra», patrimonio neto negativo. En un enunciado de Derecho mercantil, la respuesta correcta será casi siempre que esas figuras ya no existen como procedimientos separados.

4. El período medio de maduración

El fondo de maniobra necesario no se decide: **se deduce del tiempo que tarda el negocio en dar la vuelta**. Ese tiempo tiene nombre propio.

Período medio de maduración · del euro invertido al euro cobrado

El **período medio de maduración económico** (PMM económico) es el número **medio de días** que transcurre desde que se invierte una unidad monetaria en la compra de materias primas hasta que se **recupera** mediante el cobro al cliente. Es la duración media del **ciclo de explotación** o ciclo dinero-mercancía-dinero.

Se descompone en cuatro **subperíodos**, que son las cuatro esperas del ciclo industrial. Cada uno se obtiene dividiendo 360 días (o 365) entre la **rotación** correspondiente, y cada rotación es un cociente entre un **flujo anual** y el **saldo medio** del elemento que ese flujo atraviesa:

Subperíodo	Rotación (nº de vueltas al año)	Días
------------	---------------------------------	------

1. Almacenamiento de materias primas (PMa)	Consumo anual de materias primas / Existencias medias de materias primas	360 / rotación
2. Fabricación (PMf)	Coste anual de la producción terminada / Existencias medias de productos en curso	360 / rotación
3. Almacenamiento de productos terminados (PMv)	Coste anual de las ventas / Existencias medias de productos terminados	360 / rotación
4. Cobro a clientes (PMc)	Ventas netas anuales / Saldo medio de clientes	360 / rotación

$$\text{PMM económico} = \text{PMa} + \text{PMf} + \text{PMv} + \text{PMc}$$

Pero el ciclo no lo financia la empresa entero. Los **proveedores** conceden crédito comercial, y esos días son días en los que la mercancía ya está en el almacén sin haberse pagado. Restándolos se obtiene el período que la empresa **sí** tiene que financiar con recursos propios o ajenos negociados:

Período medio de maduración financiero · lo que hay que financiar

$$\text{PMM financiero} = \text{PMM económico} - \text{Período medio de pago a proveedores}$$

donde el **período medio de pago** = $360 / (\text{Compras y servicios recibidos del ejercicio} / \text{Saldo medio de proveedores})$.

El PMM financiero es la magnitud con significado económico directo: **cada día de PMM financiero es dinero inmovilizado**. Si el ciclo financiero dura 73 días y el negocio mueve 6.000 € diarios de coste, hay 438.000 € atrapados en el circulante de forma permanente. Reducir el ciclo libera caja sin necesidad de pedir ni un euro al banco: es la palanca más barata que tiene una empresa, y la más olvidada.

EJEMPLO

⑤ 2. Período medio de maduración económico y financiero de Cerámica Levantina.

Datos del ejercicio (año comercial de 360 días) y saldos medios coincidentes con los del balance:

- Consumo de materias primas: 720.000 € · Existencias medias de materias primas: 90.000 €
- Coste de la producción terminada (consumo 720.000 + personal y otros costes industriales 720.000): 1.440.000 € · Productos en curso: 30.000 €
- Coste de las ventas: 1.440.000 € · Productos terminados: 180.000 €
- Ventas netas: 2.400.000 € · Clientes: 240.000 €
- Compras y servicios recibidos de acreedores comerciales (720.000 de compras + 900.000 de servicios exteriores): 1.620.000 € · Proveedores: 270.000 €

Subperíodo	Rotación	Días	Inversión asociada
Materias primas	$720.000 / 90.000 = 8,00$	$360 / 8 = 45,0$	$2.000 \text{ €/día} \times 45 = 90.000$
Fabricación	$1.440.000 / 30.000 = 48,00$	$360 / 48 = 7,5$	$4.000 \text{ €/día} \times 7,5 = 30.000$
Productos terminados	$1.440.000 / 180.000 = 8,00$	$360 / 8 = 45,0$	$4.000 \text{ €/día} \times 45 = 180.000$
Cobro a clientes	$2.400.000 / 240.000 = 10,00$	$360 / 10 = 36,0$	$6.666,67 \text{ €/día} \times 36 = 240.000$
PMM económico		133,5	540.000
Pago a proveedores	$1.620.000 / 270.000 = 6,00$	$360 / 6 = 60,0$	$4.500 \text{ €/día} \times 60 = (270.000)$
PMM financiero		73,5	270.000

PMM económico = $45,0 + 7,5 + 45,0 + 36,0 = 133,5$ días

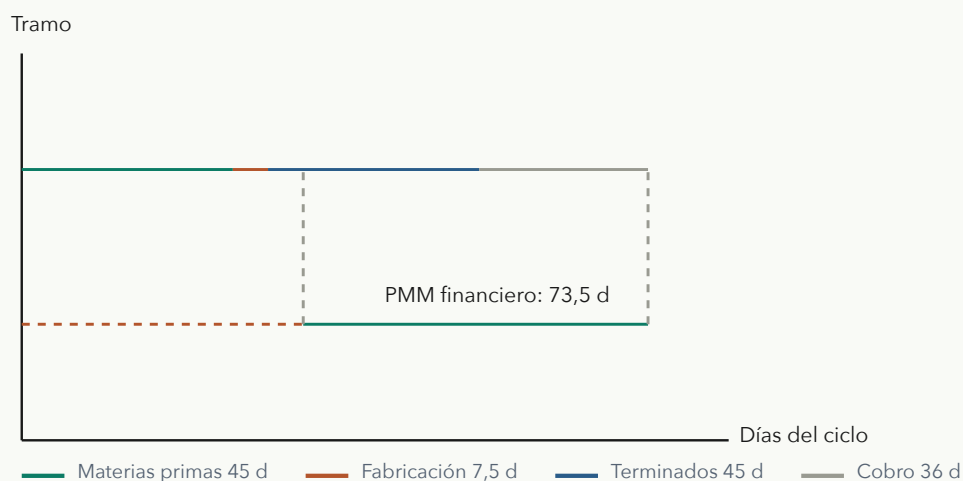
PMM financiero = $133,5 - 60,0 = 73,5$ días

Comprobación del enlace con el fondo de maniobra necesario. La última columna multiplica el flujo diario de cada tramo por sus días. La suma reproduce, euro a euro, la necesidad operativa de fondos de explotación: $90.000 +$

$30.000 + 180.000 + 240.000 - 270.000 = 270.000$ €, que es exactamente la NOF calculada en el apartado anterior. **El período medio de maduración y el fondo de maniobra necesario son la misma magnitud medida en unidades distintas:** uno en días, el otro en euros.

Sensibilidad. Reducir el período de cobro de 36 a 26 días (por ejemplo, adelantando la facturación y descontando la cartera) libera $6.666,67 \times 10 = 66.667$ € de circulante. Reducir en 15 días el almacén de producto terminado libera $4.000 \times 15 = 60.000$ €. Las dos medidas juntas, 126.667 €, cubrirían casi por completo la dependencia de la póliza bancaria de 150.000 €.

LOS SUBPERÍODOS DEL CICLO DE EXPLOTACIÓN



El tramo superior suma el período medio de maduración económico: 45 días de materias primas, 7,5 de fabricación, 45 de productos terminados y 36 de cobro a clientes, en total 133,5 días. El tramo inferior muestra los 60 días que financian los proveedores; los 73,5 días restantes son el período medio de maduración financiero.

MATIZ

Dos trampas habituales en el cálculo. **Primera, el IVA.** El saldo de clientes del balance incluye el **IVA repercutido** (21 % en el tipo general), mientras que la cifra de negocios va sin IVA. Dividir un saldo con IVA entre unas ventas sin IVA **infla** el período de cobro en un 21 %. Lo correcto es homogeneizar: o se añade el IVA a las ventas del denominador, o se depura el saldo de clientes. Lo mismo vale para proveedores. **Segunda, el numerador de cada rotación.** No es el mismo flujo para cada almacén: materias primas se valora al **consumo**, curso al **coste de producción**, terminados al **coste de las ventas** y clientes a **ventas**, porque cada elemento se valora al coste que arrastra. Usar la cifra de ventas para todos los tramos es el error más repetido.

MATIZ

El **período medio de pago a proveedores** no es libre. La Ley 3/2004, de lucha contra la morosidad en las operaciones comerciales, fija un plazo máximo de **60 días naturales** desde la entrega, sin posibilidad de ampliarlo por pacto. Que el análisis muestre un período medio de pago de 90 o 120 días no es una virtud de gestión: es un indicio de incumplimiento y, además, de que la empresa está financiándose de sus proveedores porque el banco no le presta. Los 60 días exactos de Cerámica Levantina están en el límite legal.

5. Las ratios: liquidez, solvencia, rotación y rentabilidad

Una ratio es un cociente entre dos magnitudes del balance o de la cuenta de resultados. Su virtud es que **elimina el tamaño**: permite comparar una empresa consigo misma a lo largo del tiempo y con otras de su sector, sin que la diferencia de dimensión distorsione la lectura. Su vicio es que **es muda si se lee sola**.

RECUERDA

Ninguna ratio significa nada sin comparación sectorial y temporal. Una liquidez general de 1,1 es alarmante en una constructora y perfectamente normal en una cadena de supermercados. Una rotación del activo de 0,4 es un desastre en distribución y es lo esperable en una eléctrica. Los umbrales que se dan a continuación son **orientaciones para ordenar la lectura**, no aprobados y suspensos. El análisis serio consiste en tres comparaciones: contra el **propio histórico** (tendencia), contra el **sector** (agregados sectoriales, la Central de Balances del Banco de España, los estudios del Registro de Economistas) y contra el **presupuesto** (lo previsto).

a) **Ratios de liquidez.** Miden la capacidad de atender los pagos a corto plazo. Se construyen sobre el activo corriente, tomando cada vez elementos más líquidos.

Ratio	Fórmula	Orientación	Lectura
Liquidez general o de circulante	Activo corriente / Pasivo corriente	1,5 - 2	Menor que 1 implica fondo de maniobra negativo. Muy por encima de 2, exceso de activos ociosos.
Tesorería o <i>acid test</i> (prueba ácida)	(Activo corriente - Existencias) / Pasivo corriente	≈ 1	Excluye lo menos líquido, las existencias, que solo se convierten en dinero si se venden.
Disponibilidad o liquidez inmediata	Efectivo y equivalentes / Pasivo corriente	0,1 - 0,3	Muy baja indica riesgo de impago puntual; muy alta, caja improductiva.

b) **Ratios de solvencia y endeudamiento.** Miran la estructura de financiación y la capacidad de responder a largo plazo.

Ratio	Fórmula	Orientación	Lectura
Garantía o solvencia total	Activo total / Pasivo total (exigible)	> 1,5	Se llama «distancia a la quiebra»: si baja de 1,

			el patrimonio neto es negativo.
Autonomía financiera	Patrimonio neto / Pasivo total	$> 0,7 - 1$	Cuánto pesa lo propio frente a lo ajeno.
Endeudamiento	Pasivo total / (Patrimonio neto + Pasivo total)	$0,4 - 0,6$	Por encima de 0,6, dependencia excesiva de terceros.
Calidad de la deuda	Pasivo corriente / Pasivo total	Cuanto menor, mejor	Mide qué parte del exigible vence dentro del año.
Coste medio de la deuda	Gastos financieros / Deuda con coste explícito	Comparar con el ROI	Si supera al ROI, el endeudamiento destruye rentabilidad.
Cobertura de intereses	Resultado de explotación (BAII) / Gastos financieros	$> 2 - 3$	Cuántas veces el beneficio operativo paga los intereses.

c) **Ratios de rotación.** Miden la eficiencia con que el activo genera ventas y son el puente con el período medio de maduración: **rotación del activo** (ventas / activo total), rotación del inmovilizado, rotación de existencias, y los períodos medios de cobro y pago vistos en el apartado anterior. La regla general es que **más rotación es mejor**, porque un mismo activo genera más ventas y, por tanto, más margen.

d) **Ratios de rentabilidad.** Cierran el análisis relacionando el resultado con los recursos que lo han producido:

- **Rentabilidad económica (ROI o ROA)** = $\text{BAII} / \text{Activo total}$. Mide el rendimiento del negocio **antes de decidir cómo se financia**. Se descompone en **margen sobre ventas** ($\text{BAII} / \text{Ventas}$) $\times$ **rotación del activo** ($\text{Ventas} / \text{Activo}$).
- **Rentabilidad financiera (ROE)** = $\text{Resultado del ejercicio} / \text{Patrimonio neto}$. Mide lo que gana el socio.
- **Apalancamiento financiero:** la relación entre ambas. Si el ROI **supera** el coste medio de la deuda, endeudarse **eleva** el ROE (apalancamiento positivo). Si el coste de la deuda supera al ROI, cada euro de deuda **resta** rentabilidad al socio (apalancamiento negativo).

EJEMPLO

⑥ 3. Cuadro completo de ratios de Cerámica Levantina y diagnóstico.

Grupo	Ratio	Cálculo	Valor	Diagnóstico
Liquidez	Liquidez general	$\frac{600.000}{450.000}$	1,33	Por debajo del 1,5 orientativo, aunque con fondo de maniobra positivo
	Tesorería (<i>acid test</i>)	$\frac{(240.000 + 60.000)}{450.000}$	0,67	Inferior a 1: sin vender existencias no puede atender el pasivo corriente
	Disponibilidad	$\frac{60.000}{450.000}$	0,13	Dentro de la banda 0,1 - 0,3, en su límite inferior
Solvencia	Garantía	$\frac{1.500.000}{900.000}$	1,67	Correcta: el activo cubre 1,67 veces el exigible
	Autonomía financiera	$\frac{600.000}{900.000}$	0,67	Por debajo de 1: hay más recursos ajenos que propios
	Endeudamiento	$\frac{900.000}{1.500.000}$	60,0 %	En el borde superior de la banda 40 - 60 %
	Calidad de la deuda	$\frac{450.000}{900.000}$	50,0 %	La mitad del exigible vence dentro del año: es el punto débil
	Coste medio de la deuda	$\frac{36.000}{600.000}$	6,00 %	Sobre la deuda con coste explícito (450.000 + 150.000)

	Cobertura de intereses	116.000 / 36.000	3,22	Aceptable, sin holgura para una subida de tipos
Rotación	Rotación del activo	2.400.000 / 1.500.000	1,60	Cada euro de activo genera 1,60 € de ventas
	Margen sobre ventas	116.000 / 2.400.000	4,83 %	Margen operativo estrecho, propio de industria de volumen
Rentabilidad	Rentabilidad económica (ROI)	116.000 / 1.500.000	7,73 %	Comprobación: 4,83 % × 1,60 = 7,73 %
	Rentabilidad financiera (ROE)	60.000 / 600.000	10,00 %	El socio obtiene un 10 % sobre lo aportado y reinvertido

Apalancamiento. El ROI (7,73 %) supera al coste medio de la deuda (6,00 %): el apalancamiento es **positivo**, y por eso el ROE (10,00 %) es superior al ROI. La descomposición lo confirma con exactitud. Tomando el pasivo total (900.000 €), su coste aparente es $36.000 / 900.000 = 4,00 \%$ y la relación deuda/neto es $900.000 / 600.000 = 1,50$:

$$\text{ROE} = [\text{ROI} + (\text{ROI} - i) \times \text{Pasivo/Neto}] \times (1 - t) = [7,7333 \% + (7,7333 \% - 4,00 \%) \times 1,50] \times 0,75 = [7,7333 \% + 5,60 \%) \times 0,75 = 13,3333 \% \times 0,75 = 10,00 \%$$

Diagnóstico global. Empresa **rentable y solvente a largo plazo, tensionada a corto**. Los indicadores de solvencia y rentabilidad son correctos: garantía de 1,67, apalancamiento positivo, ROE de dos dígitos. La debilidad está concentrada en el corto plazo y es de **estructura, no de resultados**: la mitad de la deuda vence dentro del año, la prueba ácida está en 0,67 y el fondo de maniobra real (150.000 €) es la mitad de la necesidad operativa de fondos (300.000 €).

Es el perfil exacto de la empresa que puede entrar en insolvencia sin dejar de ganar dinero.

La medida y su efecto. Si la sociedad refinancia los 150.000 € de deuda bancaria a corto convirtiéndolos en deuda a cinco años, el pasivo corriente baja a 300.000 € y las ratios se recolocan sin que cambie ni un euro del resultado:

Ratio	Antes	Después
Fondo de maniobra	150.000 €	300.000 €
Liquidez general	1,33	2,00
Tesorería (<i>acid test</i>)	0,67	1,00
Calidad de la deuda	50,0 %	33,3 %
Endeudamiento	60,0 %	60,0 %

El endeudamiento **no varía**: la empresa no debe menos, debe **más tarde**. Y eso, en el corto plazo, es lo único que importa. Ahí está el principio del equilibrio financiero convertido en decisión.

MATIZ

El *acid test* no tiene por qué valer 1 en todos los sectores, y la razón es de nuevo el ciclo. En una empresa que cobra al contado, el saldo de clientes es casi nulo y la prueba ácida sale bajísima sin que exista ningún problema. En una empresa con existencias muy líquidas —materias primas cotizadas, producto estándar con demanda inmediata— excluirlas del numerador exagera el riesgo. La ratio mide lo que mide: **liquidez sin contar con vender el almacén**.

6. El control financiero

Diagnosticar el equilibrio es mirar hacia atrás. El **control financiero** es el sistema que convierte ese diagnóstico en gobierno del futuro.

Control financiero · prever, medir, corregir

El **control financiero** es el conjunto de instrumentos que permiten **planificar** los flujos financieros de la empresa, **comparar** lo realizado con lo previsto y **corregir** las desviaciones, con el fin de mantener el equilibrio financiero y la rentabilidad objetivo. Se articula en tres momentos: **planificación, medición y acción correctora**.

a) La **planificación financiera a largo plazo**. Su instrumento es el **plan de inversiones y su financiación**, normalmente a tres o cinco años. Consiste en dos columnas enfrentadas: a la izquierda, las **necesidades** (inmovilizado a adquirir, incremento de circulante que exigirá el crecimiento previsto, devolución de préstamos vigentes); a la derecha, los **recursos** (autofinanciación —beneficio retenido más amortizaciones—, ampliaciones de capital, nuevo endeudamiento a largo, desinversiones). El plan es coherente cuando **los plazos de las dos columnas se corresponden**: exactamente el principio del apartado 1, aplicado *ex ante* en lugar de *ex post*. Un plan que financie una nave con la línea de descuento comercial es un plan formalmente cuadrado y financieramente falso.

Este plan es también el que anticipa el **crecimiento del circulante**. Si Cerámica Levantina prevé aumentar las ventas un 25 %, y su necesidad operativa de fondos es hoy el 12,5 % de las ventas (300.000 sobre 2.400.000), el crecimiento consumirá $600.000 \times 12,5 \% = 75.000$ € de circulante adicional que hay que tener previstos antes de aceptar los pedidos. El crecimiento consume circulante que hay que financiar antes de haberlo cobrado.

b) La **planificación financiera a corto plazo: el presupuesto de tesorería**. Su instrumento es el **presupuesto de tesorería** o *cash flow* previsional, construido mes a mes (o semana a semana en situaciones de tensión). Su unidad de medida no es el ingreso ni el gasto, sino el **cobro** y el **pago**: solo entra en él el dinero que se mueve, y en la fecha en que se mueve. Una venta de enero cobrada en abril figura en abril. Una amortización, que es gasto sin pago, **no figura**.

Su estructura es siempre la misma: saldo inicial + cobros previstos – pagos previstos = saldo final, que es el saldo inicial del mes siguiente. Y su finalidad es una sola: **detectar los meses de saldo negativo con antelación suficiente para negociar la financiación**

en condiciones, en lugar de descubrirlos el día del vencimiento y aceptar lo que el banco quiera cobrar.

EJEMPLO

⑦ 4. Presupuesto de tesorería del primer trimestre de Cerámica Levantina.

Saldo inicial: 60.000 € (la tesorería del balance). La sociedad tiene previsto pagar en febrero, al contado, una máquina de corte por 90.000 €.

Concepto	Enero	Febrero	Marzo
Saldo inicial	60.000	58.000	-62.000
Cobros de clientes	240.000	180.000	300.000
Total disponible	300.000	238.000	238.000
Pagos a proveedores	(130.000)	(140.000)	(150.000)
Nóminas y Seguridad Social	(55.000)	(55.000)	(55.000)
Liquidación de IVA del 4T (modelo 303)	(30.000)	—	—
Retenciones de IRPF del 4T (modelo 111)	(12.000)	—	—
Cuota del préstamo a largo (capital + intereses)	(15.000)	(15.000)	(15.000)
Compra de maquinaria	—	(90.000)	—
Total pagos	(242.000)	(300.000)	(220.000)
Saldo final	58.000	-62.000	18.000

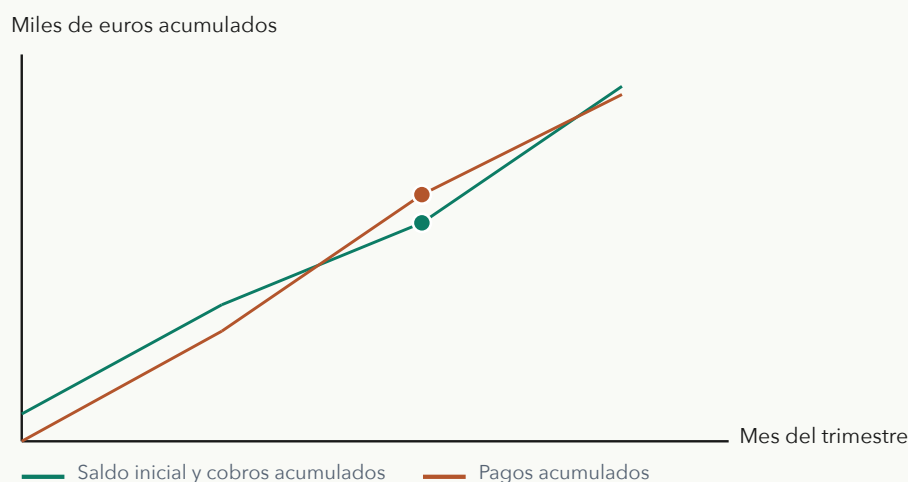
El mes crítico es febrero, con un saldo final de -62.000 €. Marzo se recupera y cierra en 18.000 €, de modo que el déficit es **transitorio**: una punta de tesorería de un solo mes.

La decisión que exige. Hay dos respuestas posibles, y solo una es correcta.

Respuesta incorrecta por cómoda: pedir una ampliación de la póliza de crédito por 62.000 € y tirar de ella en febrero. Resuelve el síntoma y agrava la enfermedad: eleva el pasivo corriente, reduce aún más el fondo de maniobra y deja el problema listo para repetirse.

Respuesta correcta: la causa del agujero **no es un desajuste de cobros**, es que se está pagando con caja del ciclo una **inversión en inmovilizado** cuyo plazo de recuperación es de años. El principio de correspondencia financiera exige financiar la máquina con **recursos permanentes**: préstamo a cinco años o arrendamiento financiero por los 90.000 €. Con ese cobro en febrero, el saldo final del mes pasa a ser $-62.000 + 90.000 = 28.000$ €, el trimestre entero queda en positivo y el fondo de maniobra no se deteriora. La nueva cuota (del orden de 1.600 € mensuales) se absorbe sin tensión.

Prudencia adicional. Aun con la máquina financiada a largo, debe mantenerse contratada una **póliza de crédito** por unos 80.000 € **sin disponer**: cuesta poco, se negocia con las cuentas en la mano y no cuando el problema ya ha estallado. Un presupuesto de tesorería sirve para *no* tener que usarla.

RECURSOS Y PAGOS ACUMULADOS DEL TRIMESTRE

La línea verde acumula el saldo inicial de 60.000 € más los cobros previstos de 240.000, 180.000 y 300.000 €; la de roja acumula los pagos de 242.000, 300.000 y 220.000 €. En febrero los pagos acumulados (542.000 €) superan a los recursos disponibles (480.000 €): ese déficit de 62.000 € es el que hay que financiar. En marzo los recursos vuelven a situarse por encima (780.000 frente a 762.000 €).

c) El control presupuestario por desviaciones. Un presupuesto sin seguimiento es una intención. El **control presupuestario** compara periódicamente el dato real con el previsto y calcula la **desviación**, con su signo y su explicación:

$$\text{Desviación} = \text{Real} - \text{Previsto}$$

Y la técnica esencial es la **descomposición de la desviación en sus causas**, porque el importe global no dice nada útil. Una desviación en el consumo de materias primas se separa, al menos, en dos:

- **Desviación en precio** = (precio real – precio previsto) × cantidad real. Es, típicamente, **exógena**: el mercado del gas o de la arcilla.
- **Desviación en cantidad o técnica** = (cantidad real – cantidad prevista) × precio previsto. Es, típicamente, **interna**: mermas, averías, mala programación.

La utilidad de separarlas es de gestión: la primera se cubre con instrumentos financieros o repercusión en precios de venta, la segunda con medidas de proceso. Presentar una única cifra agregada impide decidir. El control debe además ser **selectivo**: se persiguen las desviaciones **significativas** —por su importe o por su recurrencia—, no todas, y se atribuyen a un **responsable** con capacidad real de corregirlas.

d) Indicadores y cuadro de mando. Los indicadores (*ratios*, plazos, márgenes, ocupación, mermas) se agrupan en un **cuadro de mando**: un panel corto y estable, con los pocos indicadores que de verdad gobiernan el negocio, cada uno con su valor actual, su objetivo, su tendencia y su umbral de alerta. Sus reglas de construcción son tres, y las tres se incumplen a menudo: **pocos indicadores** (un cuadro de cuarenta filas no se lee), **frecuencia adecuada** a la velocidad de la decisión (la tesorería es semanal, la rentabilidad por producto es mensual) y **accionabilidad** (un indicador que nadie puede mover no es un indicador, es una estadística). La versión más difundida, el cuadro de mando integral, añade a la perspectiva financiera las de clientes, procesos internos y aprendizaje, con la idea de que los indicadores no financieros de hoy anticipan los financieros de mañana.

e) La gestión del riesgo financiero. El control financiero incluye identificar, medir y cubrir los riesgos que amenazan el equilibrio:

Riesgo	En qué consiste	Cobertura habitual
De liquidez	No disponer de efectivo en la fecha de vencimiento	Presupuesto de tesorería, líneas de crédito no dispuestas, colchón mínimo de caja
De tipo de interés	Encarecimiento de la deuda a tipo variable	Paso a tipo fijo, permutas de tipos de interés, techos de tipo
De tipo de cambio	Pérdida por variación de divisas en compras o ventas exteriores	Seguro de cambio, contratos a plazo, facturación en euros
De crédito o de contraparte	Impago de un cliente	Análisis previo de solvencia, límites por cliente, seguro de crédito, <i>factoring</i> sin recurso
De concentración	Dependencia de un cliente, un proveedor o un banco	Diversificación de la cartera y de las fuentes de financiación

La regla de oro es que **cubrir no es especular**: la cobertura sirve para eliminar una incertidumbre asociada a una operación real, no para tomar posiciones. Un derivado contratado sin subyacente comercial deja de ser control financiero y pasa a ser riesgo añadido.

f) Los controles externos. El control financiero no es solo interno. El ordenamiento impone dos mecanismos de verificación y publicidad que cumplen, respecto de terceros, la función que el cuadro de mando cumple hacia dentro.

El primero es la **auditoría de cuentas**: la revisión de las cuentas anuales por un profesional independiente inscrito en el Registro Oficial de Auditores de Cuentas, que emite

un informe con una opinión técnica sobre si las cuentas expresan la imagen fiel exigida por el **artículo 34.2 del Código de Comercio**. El **artículo 263 de la Ley de Sociedades de Capital** establece la obligación y su excepción.

Artículo 263 de la Ley de Sociedades de Capital · auditor de cuentas

1. Las cuentas anuales y, en su caso, el informe de gestión deberán ser **revisados por auditor de cuentas**.
2. Se **exceptúa** de esta obligación a las sociedades que durante **dos ejercicios consecutivos** reúnan, a la fecha de cierre de cada uno de ellos, **al menos dos** de las circunstancias siguientes:
 - a) Que el **total de las partidas del activo** no supere los **dos millones ochocientos cincuenta mil euros**.
 - b) Que el **importe neto de su cifra anual de negocios** no supere los **cinco millones setecientos mil euros**.
 - c) Que el **número medio de trabajadores** empleados durante el ejercicio no sea **superior a cincuenta**.

Cerámica Levantina, con 1.500.000 € de activo y 2.400.000 € de cifra de negocios, reúne dos de las tres circunstancias y no está obligada a auditarse, sin perjuicio de que pueda hacerlo voluntariamente —cosa recomendable si negocia financiación bancaria— o de que lo exija la minoría. El régimen sustantivo de la actividad de auditoría se contiene en la Ley 22/2015, de Auditoría de Cuentas, y su supervisión pública corresponde al Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas.

El segundo mecanismo es el **depósito de las cuentas en el Registro Mercantil**, que convierte la información financiera en **pública y oponible**: es lo que permite a un proveedor, a un banco o a un competidor hacer con una sociedad ajena el mismo análisis que hemos hecho en este epígrafe.

Artículo 279 de la Ley de Sociedades de Capital · depósito de las cuentas

1. **Dentro del mes siguiente a la aprobación** de las cuentas anuales, los administradores de la sociedad presentarán, para su **depósito en el Registro Mercantil del domicilio social**, certificación de los acuerdos de la junta de socios de aprobación de dichas cuentas, debidamente firmadas, y de **aplicación del resultado** [...]. Los administradores presentarán también el **informe de gestión** [...] y el **informe del auditor**, cuando la sociedad esté obligada a auditoría [...].

El incumplimiento tiene consecuencias tangibles: transcurrido un año desde el cierre del ejercicio sin haber depositado, se produce el **cierre del Registro** para la inscripción de la mayoría de los documentos de la sociedad, y el Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas puede imponer **sanción**. Como cuentas anuales, aprobación, auditoría y depósito se encadenan en plazos —formulación dentro de los tres meses siguientes al cierre, aprobación por la junta dentro de los seis primeros meses del ejercicio, depósito en el mes siguiente a la aprobación—, el calendario contable es en sí mismo un instrumento de control.

Y para un sector la exigencia va mucho más allá. En las **entidades de crédito**, el equilibrio financiero no se deja al criterio del gestor: se impone por norma y se supervisa. Además de los requisitos de recursos propios del Reglamento (UE) n.º 575/2013, la **Ley 10/2014, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito** obliga a mantener colchones adicionales de capital.

Artículo 44 de la Ley 10/2014 · colchón de conservación del capital

Las entidades de crédito deberán mantener un **colchón de conservación de capital** consistente en **capital de nivel 1 ordinario** igual al **2,5 por ciento** del importe total de su **exposición al riesgo**, calculado de conformidad con el artículo 92.3 del Reglamento (UE) n.º 575/2013, de 26 de junio, y, en

su caso, de acuerdo con las precisiones que pudiera establecer el Banco de España.

A este colchón se suman, entre otros, el **anticíclico específico** del artículo 45, que el Banco de España puede activar en las fases de crecimiento excesivo del crédito, y los aplicables a las entidades de importancia sistémica. La lógica es idéntica a la del fondo de maniobra de una industria cerámica, solo que elevada a obligación legal: **exigir un margen entre lo que se debe y lo que se tiene, para que un tropiezo no se convierta en un impago.**

RECUERDA

Las cuatro ideas que hay que llevarse del epígrafe. **Una**, el equilibrio financiero es correspondencia de **plazos**, y su incumplimiento mata empresas rentables. **Dos**, el **fondo de maniobra** se calcula por dos caminos que dan el mismo número, y su signo no basta: hay que compararlo con el fondo de maniobra **necesario**, que es el período medio de maduración expresado en euros. **Tres**, las **ratios** ordenan el diagnóstico pero no lo sustituyen: sin sector y sin serie temporal no dicen nada. **Cuatro**, el **control financiero** es el mismo principio mirando adelante: plan de inversiones y su financiación a largo, presupuesto de tesorería a corto, desviaciones y cuadro de mando para corregir, y auditoría y depósito de cuentas como verificación desde fuera.

TU OPOSICIÓN, EN UNA APP

El temario que tienes en las manos cobra vida en la app Persevera, con todo para estudiarlo:

tests · psicotécnicos · flashcards con repaso espaciado · supuestos

cursos · simulacros · mapas mentales · tutor IA · planificador

7 días de prueba · Suscripción sin permanencia: cancelas cuando quieras.

**APP STORE**

para iPhone y iPad

**GOOGLE PLAY**

para Android

**EN LA WEB**app.perseveraoposiciones.com

DEL MISMO EQUIPO



Eroodite — Estudia cualquier cosa con IA

Persevera es para tu oposición. **Eroodite, para todo lo demás:** tu carrera universitaria, otras oposiciones o cualquier material que caiga en tus manos. Sube tus apuntes, PDFs, vídeos de YouTube o fotos y su inteligencia artificial te crea al momento exámenes, fichas de repaso, resúmenes y mapas mentales. Con un tutor con IA que resuelve dudas —hasta las que le haces una foto—, repaso espaciado y modo concentración.

Tus apuntes, listos para estudiar en segundos. Empieza gratis.

**APP STORE**

para iPhone y iPad

**GOOGLE PLAY**

para Android