

8. AUTOFINANCIACIÓN DE LA EMPRESA Y POLÍTICA DE DIVIDENDOS



Anteriormente se ha estudiado la financiación externa de la empresa, considerando externa aquella financiación que no se ha originado dentro del propio seno de la empresa, es decir el capital social, que ha sido aportado por los accionistas de la misma, y la financiación vía fondos ajenos de la sociedad.

En este último tema se abordará la **autofinanciación de la empresa**, entendida como la financiación surgida dentro de la misma.

Igualmente, abordaremos la **política de reparto de dividendos**, entendiendo como tal el criterio seguido por la empresa para la distribución del resultado periódico entre sus accionistas, o bien la acumulación de este resultado bajo la forma de reservas. Conviene resaltar que, para los accionistas, el dividendo constituye un indicador de la situación de la empresa y un componente de comparación tanto de la rentabilidad obtenida como de inversiones alternativas.

8.1 OBJETIVOS

- La autofinanciación de la empresa.
- El coste de la autofinanciación y ratios de autofinanciación.
- La política de dividendos.

Como se ha definido con anterioridad, la autofinanciación o financiación interna de la empresa está formada por aquellos recursos que genera esta desde sí misma, a diferencia de los restantes recursos financieros que provienen del exterior.

Podemos distinguir una autofinanciación por enriquecimiento, o autofinanciación propiamente dicha, que está constituida por los beneficios retenidos, es decir, por las reservas que suponen un incremento de los fondos propios de la sociedad; y una autofinanciación por mantenimiento, que está formada por las amortizaciones, las provisiones y las provisiones. Estos fondos o recursos financieros, en la medida que no se apliquen a la finalidad concreta para la que se dotaron, pueden ser dispuestos por la empresa para la financiación de su activo.

- **Previsiones:**

Se hace una reserva para cubrir un gasto estimado, pero cuyo coste exacto no se conoce. Las provisiones son pérdidas eventuales, se contabilizan fuera de la carga de explotación, por extracción o minoración sobre beneficios. Representan una reserva con miras a una eventualidad determinada.

Pueden considerarse beneficios que no se reparten y se dejan en el seno de la empresa, constituyendo un fondo para prevenir posibles riesgos. Se necesita, por tanto, que exista beneficio para poderlas dotar. El riesgo puede ocurrir o no.

- **Provisiones:**

Se refiere a aquella parte que se reserva para un pago y se sabe exactamente cuál es el importe. Son la cobertura de situaciones latentes de insolvencias de clientes y de otros

deudores, o de responsabilidades futuras ciertas, cualquiera que sea el origen o causa de la responsabilidad. Consta una pérdida probable que solventará con toda probabilidad. Se contabilizan con cargo a explotación (antes del balance).

Tomemos, por ejemplo, la amortización. Desde que un bien comienza a amortizarse hasta el momento de su reposición al final de su vida útil, suele transcurrir un período de tiempo considerable, durante el cual la empresa, para financiar su activo, puede utilizar los recursos generados por la dotación para la amortización hasta el momento de su empleo.

La autofinanciación puede ser vista como un fondo o stock, o bien como flujo o corriente. El cálculo de la autofinanciación como fondo hace referencia al total acumulado de autofinanciación desde la creación de la empresa hasta el momento actual. En este sentido, y a la vista de un balance de situación, puede conocerse el importe de la autofinanciación mediante la agregación de los saldos de las reservas y provisiones y dotaciones acumuladas de amortizaciones. Por otra parte, la autofinanciación como flujo se mediará como variación en un período determinado con respecto a otro anterior. Esto se da cuando comparamos dos balances de situación entre sus momentos del tiempo.

8.2 LA AUTOFINANCIACIÓN EN LA EMPRESA

La autofinanciación por enriquecimiento se halla reflejada en el balance, en las cuentas de reservas: reserva legal, reserva estatutaria, reserva voluntaria, remanente y reservas especiales.

Veamos, por ejemplo, la siguiente estructura de balance en dos períodos consecutivos de tiempo:

Año n				Año n+1			
A. no corriente	100	Patrimonio neto	110	A. no corriente	115	P. Neto	135
Activo corriente	50	Pasivo	40	Activo corriente	60	Pasivo	40
Total activo	150	Total	150	Total activo	175	Total	175

Si consideramos que el incremento en los fondos propios se ha producido por un incremento en las reservas de 25, significa que la empresa ha obtenido una financiación adicional que le ha permitido financiar el incremento en su activo no corriente en 15, y su activo corriente en 10.

Este incremento de autofinanciación vía reservas, adicionalmente, puede tener un efecto multiplicador. En el año 1 obtenemos el ratio de endeudamiento:

$$\text{Endeudamiento} = \frac{\text{Fondos Ajenos}}{\text{Fondos Propios}}$$

Conseguiríamos un valor de 0,36.

En el año n+1 el **ratio de endeudamiento** tendría un valor de 0,30.

- Los **ratios de endeudamiento** se utilizan para conocer la cantidad y calidad de la deuda que tiene la empresa, así como para comprobar hasta qué punto se obtiene el beneficio suficiente para soportar la carga financiera correspondiente.

- **Ratio de endeudamiento total.** Viene dado por el cociente entre el total de las deudas (pasivo corriente y no corriente) y la suma del pasivo y del neto patrimonial.

Pasivo (deudas)

Neto Patrimonial + Pasivo (deudas)

El valor óptimo de este ratio se sitúa entre 0,4 y 0,6. En caso de ser superior a 0,6 indica que el volumen de deudas es excesivo y la empresa está perdiendo autonomía financiera frente a terceros. Si es inferior a 0,4 puede ocurrir que la empresa tenga un exceso de capitales propios.

A veces, también se denomina ratio de endeudamiento, al siguiente cociente:

Pasivo (deudas)

Neto Patrimonial

Este ratio pretende medir la intensidad de la deuda comparada con los fondos de financiación propios, y de ella deducir el grado de influencia de los terceros en el funcionamiento y equilibrio financiero permanente de la empresa.

Cuanto menor es el ratio, más autónoma es la empresa. Su valor óptimo oscila entre 0,7 y 1,5.

Por lo tanto, el ratio de endeudamiento ha mejorado de un ejercicio a otro, pasando de 0,36 a 0,30. En este sentido podemos hablar del efecto multiplicador de la autofinanciación. Una mejora del ratio de endeudamiento puede suponer para la empresa poder acceder a mayores recursos ajenos hasta, por ejemplo, llegar a un nivel de endeudamiento que proporcione un ratio de endeudamiento similar al del año n.

Año n+1 ampliado			
Activo no corriente	118,5	Patrimonio neto	135
Activo corriente	65	Pasivo	48,6
Total activo	183,5	Total	183,6

Si sobre esta nueva estructura de balance calculamos el ratio de endeudamiento, obtendremos 0,36. Por lo tanto, la autofinanciación mediante reservas ha propiciado un efecto multiplicador, y ha podido aumentar el endeudamiento de la empresa manteniendo la proporción entre los fondos ajenos y propios de la sociedad.

La autofinanciación por mantenimiento se halla reflejada (en el balance) en las cuentas relativas a la amortización acumulada y en las cuentas de previsiones y provisiones. Estas partidas se dotan para mantener intacto el capital o patrimonio neto de la empresa, y no para incrementarlo.

A grandes rasgos, la amortización es el fondo que se dota para la recuperación de la inversión en activo no corriente como consecuencia de la utilización del mismo en el proceso productivo, y que produce en este activo una depreciación o pérdida de valor.

En las previsiones no se tiene la certeza de que los riesgos previstos se vayan a producir; en las provisiones, sin embargo, se sabe que las pérdidas o gastos se van a producir, pero se desconoce su cuantía.

Imaginemos por ejemplo que, ante un litigio que puede suponer un quebranto económico para la sociedad, se decide, siguiendo un criterio de prudencia, dotar una provisión ante esta circunstancia.

En la medida que no se produzca realmente la pérdida, la empresa puede utilizar estos recursos para la financiación de su activo corriente o de su activo inmovilizado. De la

misma manera, la dotación para la amortización es una autofinanciación que está a disposición de la sociedad hasta que no se produzca la renovación del bien.

- **Ventajas de la autofinanciación:**
 - Proporciona una mayor autonomía financiera e implica una mayor independencia en la gestión empresarial.
 - Los beneficios retenidos bajo reservas suponen una financiación para la empresa que no es necesario remunerar.
 - Para determinadas empresas, generalmente PYMES, la autofinanciación constituye, prácticamente, la única forma de obtener recursos financieros a largo plazo.
 - Mejora el ratio de endeudamiento de la empresa, al incrementar los fondos propios, respecto a los fondos ajenos.

- **Inconvenientes de la autofinanciación:**
 - Para los accionistas, en la medida que se destinan fondos para la autofinanciación no se remunera al accionista.
 - Disminuye la rentabilidad sobre las acciones y, en consecuencia, la posible valoración externa del mercado sobre la empresa, disminuyendo el atractivo para nuevos inversores.
 - Inversiones poco rentables. El hecho de disponer de recursos sin coste puede suponer una relajación en la política de inversiones, acometiendo proyectos con una tasa de retorno baja.

8.3 EL COSTE DE LA AUTOFINANCIACIÓN Y RATIOS

Gran parte de los proyectos de inversión de una empresa son financiados a través de la autofinanciación. A priori se puede pensar que esta financiación es gratuita, al no tener un coste explícito, pero lo cierto es que tiene asociado un coste de oportunidad.

- **Coste de oportunidad:**

Es el beneficio alternativo que la empresa podría haber obtenido si se hubiese seleccionado la mejor alternativa posible en un momento dado.

Considerando esto, la empresa debería obtener por la autofinanciación por enriquecimiento una rentabilidad, como mínimo, igual a la que por término medio hubieran obtenido los accionistas si tales beneficios hubieran sido repartidos en forma de dividendos. Y, en relación a la autofinanciación por mantenimiento, la empresa debe obtener de las inversiones financieras con estos fondos una rentabilidad, como mínimo, igual a la que hubieran obtenido invirtiéndolas en algún producto financiero.

Es decir, imaginemos que la empresa ha obtenido un resultado de 1.000 €, de los cuales destina a dividendos 400 € y a reservas 600 €. Pues bien, la empresa debería exigir a los activos autofinanciados con estos 600 € una rentabilidad mínima igual a la rentabilidad del mejor producto financiero del mercado en este momento.

En relación con la política de la empresa a la hora de la aplicación del resultado, ya sea a reservas o a dividendos, podemos analizar el porcentaje del mismo en relación con el resultado después de impuestos, a través de un indicador que nos muestra la relación entre ambas magnitudes:

$$\mathbf{R. Autofinanciación} = \frac{\text{Reservas destinadas a ejercicio}}{\text{Resultados después de impuestos}}$$

Este indicador muestra el porcentaje del resultado después de impuestos destinados a reservas.

Como complemento a este indicador, tendríamos el conocido como *pay-out*:

$$\mathbf{Pay-out} = \frac{\text{Dividendos a distribuir}}{\text{Resultados después de impuestos}}$$

En nuestro ejemplo, el ratio de autofinanciación tiene un valor de 60% y el *pay-out* un valor de 40%.

En relación con la autofinanciación por mantenimiento, podemos obtener el siguiente indicador:

$$\text{Autofinanciación por mantenimiento} = \frac{\text{Dotación amortización anual}}{\text{Inmovilizado amortizable}}$$

Este indicador muestra el porcentaje de dotación a la amortización anual en relación con el total del inmovilizado amortizable.

Un análisis de la política de autofinanciación seguida por la empresa debe completar la evolución de las variables de autofinanciación tanto desde una perspectiva de flujo, es decir, un análisis temporal, como de fondo, en un año concreto.

8.4 POLÍTICA DE DIVIDENDOS

Como se ha indicado anteriormente, el beneficio después de impuestos puede ser aplicado total o parcialmente en forma de dividendos, o retenerse parcial o totalmente en el interior de la empresa para su reinversión. Lo habitual es remunerar en efectivos a los socios/accionistas de la sociedad y retener beneficios en forma de reservas. Ambas decisiones son interdependientes y complementarias.

Una mayor distribución de dividendos puede significar una menor retención de beneficios, lo que puede implicar un menor crecimiento y menor valor de mercado de las acciones. Por ello, la política de dividendos es de gran relevancia, puesto que puede afectar al valor de la empresa.

Se pueden distinguir cuatro posibles políticas de dividendos que una empresa puede adoptar:

- a) **Porcentaje fijo sobre los beneficios anuales.** Esta opción hace depender el dividendo de la sociedad en función del resultado obtenido. En caso de pérdidas, la sociedad no repartiría dividendo alguno. Por ejemplo, un 40% del resultado después de impuestos.

b) **Dividendo anual constante, independiente del resultado.** En el supuesto de que el resultado anual no alcanzase para el pago del dividendo, debería financiarse a través de reservas de libre disposición, para poder seguir así la política de dividendos establecida. Por ejemplo, establecer un criterio en función del valor nominal de la acción (un dividendo anual del 5% del valor nominal de la acción, o una cantidad constante todos los años, etc.).

c) **Dividendo anual constante en función de la situación y conveniencia de su reparto.** Esta política proporciona cierta estabilidad a la empresa, pero puede llevar consigo cierta incertidumbre para el accionista sobre la cuantía del dividendo a percibir. En general se establecerá un dividendo mínimo que podrá ser complementado por otra distribución de dividendo, según las circunstancias consideradas por la empresa. Por ejemplo, un dividendo anual del 5% del valor nominal de la acción más un 20% del resultado después de impuestos.

d) **Dividendo arbitrario.** La empresa no sigue una política de dividendos concreta y el establecimiento de dividendo es totalmente arbitrario.

Por otra parte, es necesario señalar que, en cualquier caso, la distribución de dividendos afectará, en general, a la liquidez de la empresa, lo que habrá de tenerse en cuenta a la hora de hacer la previsión de fondos necesaria. En ocasiones, el pago de dividendos se realiza por medio de la entrega de acciones liberadas de la propia empresa (auto cartera), o de alguna otra empresa de la cual la sociedad posea acciones.

Los dividendos cumplen una función de información en el mercado y el hecho de que no se produzcan grandes fluctuaciones en los mismos y, en la medida de lo posible, una cierta tasa de crecimiento anual, puede originar efectos positivos en la valoración de la empresa. El reparto de dividendos afecta a la valoración de las acciones de la sociedad (valor teórico de las acciones); sin embargo, es importante considerar la valoración del mercado de las acciones (cotización bursátil). Aunque el valor teórico y el valor de mercado tienden a aproximarse, en ocasiones existen diferencias significativas.

Una distribución estable de dividendos puede interpretarse como que la empresa es sólida y eficaz, económica y financieramente, y puede suponer, a medio plazo, remunerar adecuadamente al accionista y permitir una revalorización de la empresa en el mercado. Imaginemos que una empresa decide repartir dividendos: ello supondrá una disminución del valor teórico de la acción en el momento del reparto, si bien la valoración de la empresa por parte del mercado puede no verse afectada, ya que esta valoración puede estar sujeta a otros condicionantes, como las perspectivas futuras de la sociedad, o las perspectivas de alguna operación de compra o venta que afecten a la valoración del mercado.