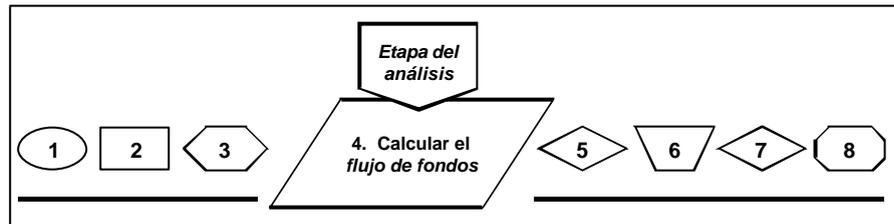


ANALISIS DEL FLUJO DE FONDOS

SE ESTUDIAN ESTOS TEMAS

Significado del análisis del flujo de fondos
El flujo de fondos de la empresa: flujo de fondos operativo y flujo de fuentes financieras de fondos
Análisis del flujo de fuentes financieras
Análisis de los componentes del flujo de fondos operativo



§ 5.1 Importancia del flujo de fondos en el análisis financiero

El comportamiento del flujo de fondos de una empresa es uno de los puntos centrales del análisis financiero. ¿Por qué se considera que el flujo de fondos de una empresa es importante?

En el análisis financiero *fondos* equivale a *dinero*; *flujo de fondos* es, entonces, *flujo de dinero* o *flujo de caja* (en inglés, *cash flow*). Con dinero se pagan las deudas en el momento de su vencimiento, las remuneraciones al personal, los intereses a los acreedores, los impuestos al Estado, los dividendos a los propietarios.

Cuando una empresa no genera suficiente dinero sus mecanismos de funcionamiento “se empastan”: se restringe su crédito para comprar insumos o equipamiento. Debe operar *al contado*; pero si no tiene suficiente dinero, se reduce la magnitud de las compras que puede hacer, y con ello el tamaño de sus operaciones y su competitividad en términos de relaciones con los clientes y de desarrollo de tecnología.

Finalmente desaparecerá. Será *liquidada*, en el sentido de que se convertirán en dinero (se harán *líquidos*) sus activos (los que aún conserve) para hacer frente a sus pasivos (aquellos que los acreedores no hayan podido cobrar antes, a través de la restricción paulatina de su crédito). Los propietarios recibirán el dinero remanente, si existe; con esto, recuperarán (y sólo parcialmente, si tienen suerte) el dinero que aportaron a la empresa, al comienzo o durante su desenvolvimiento.

La *generación de dinero* se origina en la diferencia entre el precio al que la empresa vende los bienes que compra y el precio que debe pagar por esas compras. Este es el *ciclo de caja*: se utiliza dinero para comprar (y pagar) bienes, que se venderán, recibiendo en definitiva dinero, que se utilizará para pagar otros bienes, y así sucesivamente.

Parece deseable que exista un *excedente* de dinero, con el cual los propietarios podrán cobrar una retribución por el dinero que aportaron para iniciar el ciclo o para reforzarlo (por ejemplo, para realizar nuevas inversiones de la empresa). Si este excedente no se ve nunca, posiblemente decidan liquidar la empresa. Lo que interesa, entonces, es tanto el excedente que se genera en un determinado período (por ejemplo, un año) como las perspectivas de generación de un excedente en el futuro (digamos, los próximos años).

El análisis financiero busca establecer el impacto que tienen las actividades de la empresa en el flujo de fondos. Con esto se evalúan

- ✓ las características del flujo de fondos
- ✓ el origen y evolución de los excedentes
- ✓ y la posibilidad de que la empresa enfrente dificultades financieras.

Aquí aparecen al menos dos preguntas:

- 1) ¿No es acaso el excedente de las ventas de bienes sobre las compras realizadas para efectuar esas ventas aquello que se mide en el estado de resultados contable?
- 2) ¿No está suficientemente bien reflejada la posición financiera de la empresa en la partida Caja y bancos del balance, que es el dinero disponible en ese momento?

Si la respuesta afirmara que esto es así, aparentemente no haría falta ninguna técnica adicional para disponer de datos útiles en el análisis financiero de la empresa.

Por desgracia la respuesta a ambas preguntas es *no*. Para la primera pregunta hay que tener en cuenta que la ganancia (o pérdida) que se expone en el estado de resultados es un producto contable: está influida por los criterios contables de valuación de los recursos y los pasivos. Esta medida puede estar muy alejada del excedente de dinero que se ha generado en el período pertinente. Y tal vez tampoco sea un buen indicador de los excedentes que se generarán en el futuro.

Esto no significa que sea una medida incorrecta. La ganancia contable es la medida de un excedente, pero no del excedente *financiero*; con algunas precauciones, puede llamarse excedente *económico* (al menos en un cierto nivel).

La segunda pregunta tiene una respuesta un poco más compleja. Sin duda que la posición financiera “instantánea” es la partida Caja y bancos; pero el ciclo de caja habitualmente involucra numerosos elementos *con distinto ritmo de conversión en dinero* (entre el pago de las compras y el cobro de las ventas). El dinero disponible en un momento, resultante de estos diversos ritmos financieros, es una medida *demasiado resumida* como para ser útil en el análisis financiero.

El cambio entre el comienzo y el final del período en el dinero disponible es *el flujo de fondos neto* del período. Para realizar un análisis financiero es preciso considerar los componentes del flujo de fondos. Según cómo sea esta composición podrá llegarse a distintas conclusiones acerca de la empresa, al menos en términos financieros.

§ 5.2 Componentes del flujo de fondos

Considerando los componentes básicos de las finanzas de la empresa con los que iniciamos estas lecciones (en § 1.4) se establecen tres flujos de fondos:

- ◆ el flujo de fondos *operativo*
- ◆ el flujo *de las fuentes financieras* de fondos
- ◆ el flujo de fondos *no operativo*

Por ahora vamos a estudiar los dos primeros.

El hecho de que el dinero en Caja y bancos haya aumentado porque se contrató un préstamo tiene un significado distinto a que haya aumentado porque la diferencia entre lo cobrado por las ventas y lo pagado por las compras de bienes ha sido positiva. Y esta diferencia positiva, a su vez, se interpreta de distinto modo según qué pasa con las restantes operaciones de la empresa.

El flujo de fondos operativo está compuesto por los movimientos de dinero entre la empresa y 1) sus clientes, 2) sus proveedores de bienes, 3) su personal, 4) el Estado.

Se consideran proveedores de bienes:

- a) Los suministradores de insumos o servicios para el funcionamiento corriente (productos de reventa, materiales y repuestos, servicios de mantenimiento o transporte, etc.)
- b) Los suministradores de insumos y servicios para el desarrollo de productos y procesos
- c) Los suministradores de bienes de capital (básicamente equipamiento, patentes, marcas, etc.)

Son clientes, en forma genérica, tanto los compradores de los bienes que ofrece habitualmente la empresa en los mercados en que participa como los compradores del equipamiento, marcas y demás elementos de los que la empresa decide desprenderse en algún momento.

Estos son los elementos básicos del *ciclo financiero de las operaciones*, o ciclo de dinero–dinero originado en las transacciones con bienes que realiza la empresa. El flujo de fondos operativo es la base para establecer la *capacidad de autofinanciamiento de la empresa*.

El flujo de las fuentes financieras de fondos está compuesto por los movimientos de dinero entre la empresa y 1) sus acreedores financieros y 2) sus propietarios.

De los acreedores financieros se recibe dinero como préstamos y se pagan los intereses y finalmente el dinero recibido. Hemos utilizado los términos pasivo financiero o deuda para referirnos a los fondos que los acreedores financieros han entregado.

De los propietarios se recibe dinero como aportes de capital y se pagan dividendos. Los fondos que los propietarios tienen comprometidos en la empresa pueden denominarse capital o patrimonio neto.

El flujo de fuentes financieras de fondos surge de un *ciclo financiero autónomo*; es autónomo porque está formado por flujos que no tienen relación directa y unívoca con las transacciones de bienes en que consiste el negocio. (Acerca de estos componentes puede verse Conso, 1984, págs. 27/48)

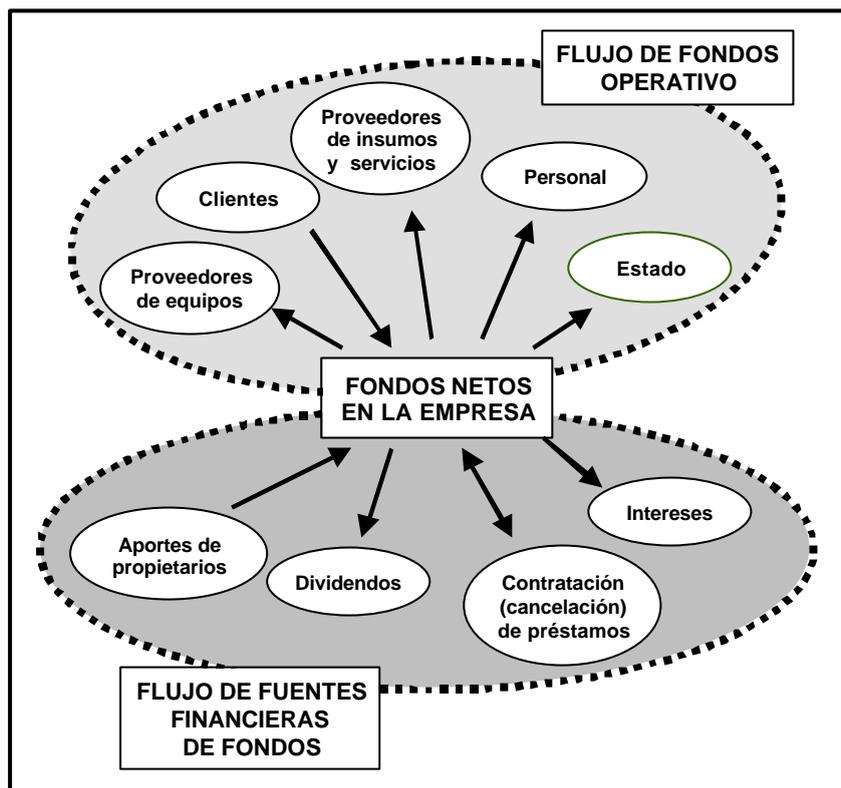
El esquema 5.1 muestra gráficamente los componentes del flujo de fondos de un período. Como se explicó al presentar la circulación financiera (en § 1.3) cada participante (clientes, proveedores, personal, acreedores) *es una institución o un individuo con su propio flujo de fondos*. Cada uno está interesado en obtener el mayor excedente financiero para sí mismo. El flujo de fondos de la empresa es consecuencia de la posición de negociación de cada una de las partes.

El flujo de fondos operativo puede ser positivo (excedente) o negativo (faltante). Puede interpretarse que el excedente operativo se destina a intereses y dividendos, o a disminuir las deudas. Si hay un faltante operativo en el período se cubre con más deudas o con aportes de los propietarios.



PREGUNTAS DE COMPRENSION

Pregunta 5.A Comente los aspectos que le parecen similares entre los componentes del flujo de fondos y la información detallada en los estados contables.



Esquema 5.1
Movimiento de fondos
en un período

§ 5.3 Flujo de fondos calculado a partir de estados contables

En las cifras de los estados contables subyacen los movimientos de dinero de la empresa. Por eso es posible calcular este movimiento financiero mediante combinaciones de la información expuesta en el estado de situación patrimonial y el estado de resultados.

Este es el procedimiento de cálculo del flujo de fondos más utilizado en el análisis financiero para uso externo.

Vamos a comenzar midiendo en forma global los dos grandes componentes del flujo de fondos de un período.

Fundamentos contables del cálculo del flujo de fondos. El cálculo del flujo de fondos a partir de los estados contables se basa en la naturaleza de la medición contable de activos y fuentes.

El activo incluye todos los bienes y derechos que se han adquirido y que se mantienen en ese momento. El pasivo y el patrimonio neto muestran las fuentes de esos fondos invertidos, que son los acreedores y los propietarios.

En § 2.15 se explicó que para el análisis financiero la *identidad contable* [Activo = Pasivo + Patrimonio Neto] se reexpresa: [Activo operativo neto = Pasivo financiero + Patrimonio Neto]. Esta forma de la identidad contable se ha utilizado para el análisis del rendimiento.

Con esto se tiene una perspectiva más adecuada de las fuentes de fondos. Cuando se recibe un préstamo ingresa el dinero y aumenta el pasivo financiero. Los aumentos de pasivo y de patrimonio equivalen a ingreso de dinero y las disminuciones a salida de fondos.

Para adquirir los bienes y derechos que se mantienen en el activo en última instancia se utiliza dinero. Por esto, los *aumentos* del activo implican una utilización de dinero. El ciclo financiero se completa con la venta o la utilización de los bienes. Por la venta ingresa dinero y por eso las *disminuciones* del activo son una recuperación de los fondos que estaban comprometi-

dos en esos activos; fondos que no circulaban financieramente (no “fluían”) porque estaban “inmovilizados” en bienes.

Entonces es posible establecer el movimiento de fondos a partir de los aumentos y disminuciones de activo, pasivo y patrimonio neto. Para esto se tiene en cuenta que uno de los cambios del patrimonio se origina en el resultado del período. La ganancia ordinaria puede entenderse como los flujos económicos que se originan en las operaciones del negocio y en el pasivo financiero.

Se utilizarán las cifras de los estados contables reordenados de ALFA (cuadros 2.2 y 2.5) para ejemplificar el procedimiento. Las cifras significativas para este cálculo se reproducen en el cuadro 5.1.

Cuadro 5.1
ALFA. Cifras seleccionadas de los estados contables

	Año 1	Año 2	Cambio	Año 3	Cambio
Activo operativo	429	427	(2)	449	22
Pasivo operativo total	70	70	--	68	(2)
Activo operativo neto	359	357	(2)	381	24
Pasivo financiero	113	89	(24)	87	(2)
Patrimonio Neto	246	268	22	294	26
Ganancia operativa	86.2	80.9		87.0	
Costo del pasivo financiero	(9.1)	(8.5)		(7.2)	

Flujo de fondos operativo. La base del flujo de fondos operativo es la ganancia operativa. Esta reúne todos los ingresos y egresos (por ventas y costos) medidos con el criterio contable de devengamiento. Si todas las ventas del período se han cobrado y todos los costos han sido pagos efectivos durante el período el flujo de fondos operativo es la ganancia operativa.

Cuando parte de las ventas no se han cobrado en el período el activo aumenta (por los créditos a clientes). Si a su vez algunos costos no se han pagado el pasivo operativo aumenta. Por tanto, el cambio que ha tenido el activo operativo neto en el período es el complemento de la ganancia operativa con el que se obtiene el flujo de fondos operativo.

El cuadro 5.2 muestra que ALFA ha tenido excedente operativo (flujo de fondos operativo positivo) en los años 2 y 3.

	Año 2	Año 3
Ganancia operativa	80.9	87.0
Cambio de Activo operativo neto	2.0	(24.0)
Excedente operativo	82.9	63.0

Cuadro 5.2
ALFA. Flujo de fondos operativo

En el año 2 el activo operativo neto disminuye. Por esto, el excedente operativo es mayor que la ganancia, porque se han reducido los recursos que la empresa tenía en el activo. En el año 3 el activo operativo neto aumenta: parte de la ganancia operativa no está disponible para otros fines. Estos fondos se han utilizado para incorporar recursos (por ejemplo, compra de bienes de uso), o bien se originan en ventas que no se han cobrado (lo cual implica un saldo más grande de crédito a clientes al final del año).

De este modo se transforma la medición contable en medición del flujo de fondos. El aumento del activo operativo neto se puede interpretar como los recursos que es necesario invertir para mantener la generación de ganancias de la empresa. El excedente económico (la ganancia) puede ser muy distinto del excedente financiero en cada período. En los procesos de crecimiento de la empresa suele requerirse una inversión mayor que la ganancia en algunos períodos, y entonces se observa un faltante operativo de fondos, aunque exista ganancia.

Flujo de fuentes financieras de fondos. Los componentes del flujo de fuentes financieras se calculan con los cambios en el pasivo financiero y los aportes de capital, y los pagos de intereses y dividendos.

El cuadro 5.3 muestra (primer panel) que en ALFA el pasivo financiero ha disminuido en los dos años. Ha existido un desembolso para pagar los intereses del año y para cancelar algunas de las deudas.

	Año 2	Año 3
Costo del pasivo financiero	(8.5)	(7.2)
Más:		
Cambio de Pasivo financiero	(24.0)	(2.0)
<i>Flujo neto con prestamistas</i>	<i>(32.5)</i>	<i>(9.2)</i>
<hr/>		
<i>Dividendos</i>	<i>(50.4)</i>	<i>(53.8)</i>
<hr/>		
<i>Flujo de fuentes financieras</i>	<i>(82.9)</i>	<i>(63.0)</i>

Cuadro 5.3
ALFA. Flujo de fuentes financieras

En el segundo panel se expone el movimiento de fondos con propietarios. En este caso no existen aportes; se consignan los dividendos pagados.

La cifra de dividendos en efectivo se detalla en el estado de evolución del patrimonio (en los estados contables). También puede calcularse por diferencia del patrimonio durante el período:

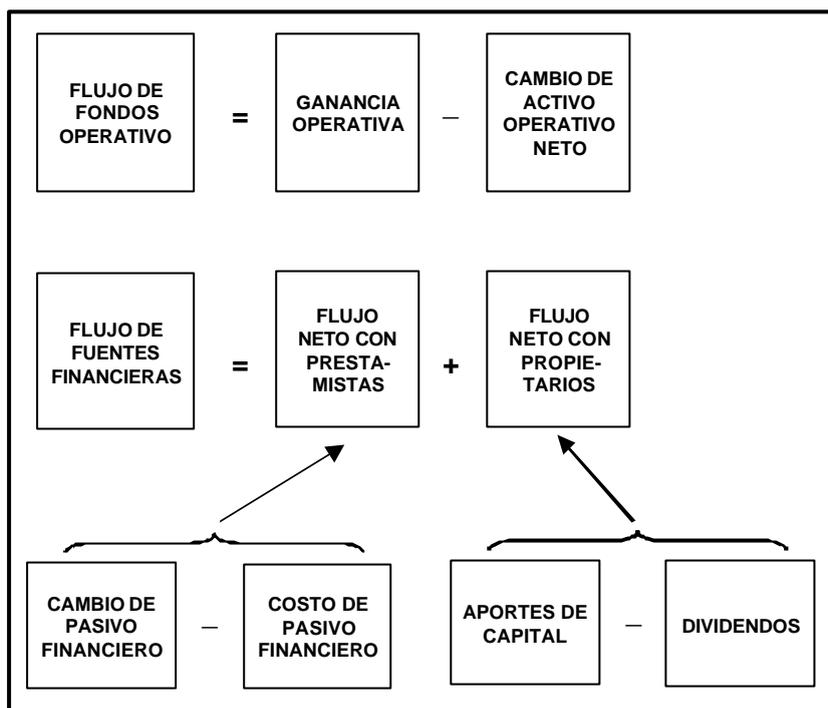
	Año 2	Año 3
Patrimonio Neto inicial	246	268
Más: Ganancia ordinaria	72.4	79.8
= Patrimonio Neto final (potencial)	318.4	347.8
Menos: Patrimonio Neto final	268	294
<i>Dividendos</i>	<i>50.4</i>	<i>53.8</i>

El patrimonio inicial más la ganancia ordinaria del período sería el patrimonio final si no existen aportes ni dividendos. Cuando se pagan dividendos el patrimonio final es menor exactamente en esa magnitud. En el cuadro 5.1 el cambio del patrimonio neto en cada año es la ganancia que no se ha distribuido como dividendos.

Se observa que en ALFA el excedente operativo del año 2, \$ 82.9, se ha “utilizado” para cancelar compromisos por deudas (\$ 32.5) y para pagar dividendos (\$ 50.4). En el año 3 se ha mantenido la cifra de pago de dividendos, pero el flujo de fondos por préstamos es más pequeño, prácticamente sólo los intereses del período.

No es una casualidad que el flujo de fondos operativo y el flujo de fuentes financieras sean iguales (con distinto signo). Si existe excedente operativo (ganancia y cambio de activo operativo neto) la identidad contable implica que este excedente se ha utilizado para pagos de intereses o dividendos, o para devoluciones de fuentes financieras, exactamente en esa magnitud. Cuando existe faltante operativo (por pérdida operativa o por inversión en activos) éste debe financiarse con deuda o con aportes de los propietarios.

El esquema 5.2 muestra de modo resumido el cálculo de los dos componentes del flujo de fondos.



Esquema 5.2
Los dos componentes del flujo de fondos de la empresa



PREGUNTAS DE COMPRENSION

Pregunta 5.B Considere la afirmación: *El coeficiente Flujo de fondos operativo / Ventas es siempre menor que el coeficiente Ganancia operativa / Ventas.* ¿Verdadero o falso? Explique su opinión. ¿Qué significa cada uno de estos coeficientes y cómo pueden interpretarse para el análisis de una empresa?

Pregunta 5.C Si el coeficiente de endeudamiento financiero final de un período es mayor que el coeficiente inicial el flujo de fuentes financieras de fondos en ese período ha sido positivo. ¿Está de acuerdo con esta afirmación?



Está disponible una solución comentada



EJERCICIO DE APLICACION

Resolver la parte G del Ejercicio de Aplicación 1, Siderar S.A.

Libro Excel para desarrollar la solución



§ 5.4 Ciclos financieros y flujo de fondos

El flujo de fondos operativo es consecuencia de los ciclos financieros: dinero–bienes–dinero. Como se explicó en § 1.5 hay dos tipos de ciclos financieros de las operaciones: el ciclo financiero corto y el ciclo financiero largo.

El dinero que se destina a recursos se recupera con el cobro de los productos. Los recursos con los que se forma la capacidad se recuperan (ciclo largo) mediante la generación operativa de fondos por el uso de la capacidad (ciclo corto).

En algunos casos el ciclo largo puede “acelerarse” vendiendo algunas partes del activo fijo, o un negocio entero. Con esto se recuperan los fondos que se destinaron a esos recursos sin esperar a su completa utilización. A su vez, cuando se incorporan bienes a los negocios existentes (por ejemplo, compra de equipamiento) se inicia otro ciclo largo, cuyos efectos en el ciclo cor-

to (la generación de fondos por las operaciones) se manifiestan en ese período o en los siguientes.

Las manifestaciones de los ciclos financieros de un negocio se describen de tres modos:

- 1) con los componentes del flujo de fondos operativo
- 2) con la duración del ciclo financiero corto
- 3) con la magnitud de los recursos requeridos para el desarrollo de las actividades del negocio

En este capítulo se explica el análisis de los componentes del flujo de fondos operativo. En el capítulo 6 se estudian las otras dos descripciones: la duración del ciclo y la magnitud de recursos requeridos.



PREGUNTAS DE COMPRENSION

Pregunta 5.D Enuncie las principales diferencias que existen entre los dos ciclos financieros de las operaciones de la empresa.



Está disponible una solución comentada

§ 5.5 Medición de los componentes del flujo de fondos operativo

El flujo de fondos operativo se analiza con dos componentes: la *generación operativa* y las *inversiones fijas operativas*. El flujo de fondos por inversiones fijas resulta del desarrollo de la capacidad de producción y comercial. Son todos los desembolsos por compras de activo fijo.

La generación operativa describe el ciclo financiero corto: es el excedente del circuito dinero–a–bienes (pago de compras de insumos o productos y gastos)–a–ventas–a–dinero (cobro de las ventas).

Este ciclo corto se repite muchas veces durante un período, y el efecto financiero neto es la generación de fondos por las operaciones.

Cálculo de la generación operativa de fondos.

a) Primero debe analizarse la ganancia operativa, que es el excedente económico que produce el activo operativo neto.

El activo operativo neto se forma con el activo corriente neto (ACON), que está relacionado con el ciclo financiero corto, y el activo fijo neto (AFON), los recursos destinados a formar la capacidad y por eso relacionados con el ciclo financiero largo. (Estas medidas se explicaron en § 2.4, al analizar la rotación del activo.)

También en la ganancia operativa es necesario separar los ítems relacionados con el ciclo financiero corto y el ciclo financiero largo. El ciclo largo es el de la *formación de la capacidad* (productiva y comercial). El efecto en la medición de la ganancia principalmente se observa en las depreciaciones y amortizaciones del activo fijo (bienes de uso e intangibles).

Prácticamente todos los demás elementos que forman la ganancia operativa están relacionados con el *uso de la capacidad*, es decir, con el ciclo financiero corto (ventas y costos operativos de funcionamiento). Entonces, la ganancia operativa computable en la generación operativa se calcula: [Ganancia operativa + Depreciaciones y Amortizaciones de activo fijo].

b) La generación operativa de fondos se forma con esta ganancia operativa computable y la variación del ACON.

La generación operativa es el remanente financiero del ciclo corto del negocio. Se calcula: Ganancia operativa computable menos cambio de ACON. Este cambio se considera con su signo: (+) si es aumento del saldo y (–) si es disminución.

Este remanente financiero del ciclo corto en parte contiene la recuperación financiera del activo fijo; ésta se produce en los sucesivos ciclos cortos con los que se utiliza la capacidad.

Por eso se excluyen de la ganancia computable las depreciaciones y amortizaciones de activo fijo.

El cuadro 5.4 muestra el detalle del cálculo con las cifras del ejemplo ALFA.

En el panel A las depreciaciones se suman a la ganancia operativa porque en se han considerado un costo en el estado de resultados (se han restado para obtener la medida contable de ganancia).

	Año 1	Año 2	Año 3
A. Ganancia computable			
Ganancia operativa		80.9	87.0
Depreciaciones bienes de uso (cuadro 4.1)		38.0	39.0
Amortización activos intangibles (cuadro 4.1)		6.0	7.0
Ganancia computable en la generación operativa		124.9	133.0
B. Cambio de ACON			
Activo corriente operativo	175	182	181
Pasivo operativo total	70	70	68
Activo corriente operativo neto	105	112	113
Cambio de ACON		7	1
C. Generación operativa			
Ganancia computable		124.9	133.0
Cambio de ACON		(7.0)	(1.0)
Generación operativa		117.9	132.0

Cuadro 5.4
ALFA. Cálculo de la generación operativa de fondos

c) El activo corriente operativo neto ha cambiado muy poco de un año a otro, ya que las actividades de la empresa se han mantenido relativamente estables (panel B del cuadro 5.4).

Esta medida de recursos requeridos incluye ítems que están muy vinculados al nivel de actividad: créditos por ventas y otros créditos operativos, bienes de cambio, cuentas por pagar por insumos y servicios y los demás compromisos operativos (incluyendo las provisiones operativas).

La ganancia operativa computable se relaciona de un modo muy nítido con el ACON para formar la generación de fondos por las operaciones. Cuando se compran insumos con crédito del proveedor no existe movimiento de dinero. En la medición del flujo, al aumentar el activo y el pasivo operativos, ACON no cambia.

La ganancia operativa computable está formada por las ventas y los costos operativos. Cuando se vende a crédito se incluye la cifra de esa venta en la ganancia operativa (suma en el flujo de fondos); pero también en el ACON (aumentan los créditos por ventas). Este aumento del ACON resta en el flujo de fondos. Financieramente no se ha cobrado nada (no hay movimiento de dinero). En la medida del flujo, el aumento de ACON compensa la venta que se incluyó como ingreso en la ganancia operativa.

d) En resumen, la generación operativa es una medida estrictamente financiera. La magnitud para un período no cambia, cualquiera sea el criterio de valuación contable que se aplique para los créditos por ventas, los bienes de cambio o el pasivo operativo. Si, por ejemplo, se hubiera decidido formar una mayor provisión para contingencias (en este ejemplo, garantías) disminuye la ganancia operativa, pero el aumento del pasivo operativo compensa esa disminución en la medición financiera.

Si se aplica otro criterio para valuar los bienes de cambio y la existencia es más grande, el costo de productos vendidos en el período será menor. Este menor costo contable implica una ganancia mayor, pero queda compensada en la medida financiera por el consiguiente aumento del ACON.

Cálculo de las inversiones fijas operativas. El movimiento de fondos por las inversiones fijas operativas es la base del ciclo financiero largo. Está formado por los pagos de las compras de bienes de uso e intangibles. Cuando existen, se incluyen los ingresos por las ventas de estos bienes.

Las compras e incorporaciones de activo fijo en ALFA se muestran en el cuadro 5.5 (éste es el movimiento que origina los saldos finales incluidos en los estados contables, cuadro 2.1).

	Año 2	Año 3
Saldo inicial Bienes de uso	236	226
Compras bienes de uso	28	59
Depreciaciones de bienes de uso	(38)	(39)
Saldo final Bienes de uso	226	246
Saldo inicial Activos intangibles	18	19
Aumentos activos intangibles	7	10
Amortizaciones de intangibles	(6)	(7)
Saldo final Activos intangibles	19	22

Cuadro 5.5
ALFA. Información relacionada con activo fijo

Las inversiones fijas operativas en los años 2 y 3 se calculan en el cuadro 5.6. En el panel A se muestra el cálculo directo: suma de las compras e incorporaciones de activo fijo (es la inversión bruta en activo fijo). El panel B muestra un cálculo indirecto: el cambio en el saldo de activo fijo más las depreciaciones y amortizaciones. El cambio en el saldo es la inversión neta en activo fijo: [Compras – Depreciaciones].

Con ambos se llega a la misma magnitud por período.

	Año 2	Año 3
A. Cálculo directo		
Compras de bienes de uso	28	59
Aumentos de activos intangibles	7	10
<i>Inversiones fijas operativas</i>	35	69
B. Cálculo indirecto		
Cambio en saldo bienes de uso	(10)	20
Cambio en saldo de intangibles	1	3
Depreciaciones y amortizaciones	44	46
<i>Inversiones fijas operativas</i>	35	69

Cuadro 5.6
ALFA. Flujo de fondos por inversiones fijas

En ALFA las inversiones son muy distintas cada año. En el año 2 existen pocas incorporaciones, y en el año 3 son sustancialmente mayores. Esto explica en parte la evolución del excedente operativo.

Un aspecto importante a considerar son los pasivos con proveedores por la compra de activo fijo. Para calcular las inversiones fijas de un año debe utilizarse el cambio en AFON, el activo fijo operativo neto de los pasivos relacionados.

Esto es significativo cuando las compras de bienes de uso se realizan con largos plazos acordados con el proveedor (lo cual suele ser frecuente en las compras de equipamiento con valor significativo). Para el análisis del flujo de fondos se deben considerar como desembolso en cada período los pagos que se realizan al proveedor, no las compras efectuadas (que se incluyen en el activo fijo desde el momento de su realización).

El cuadro 5.7 ejemplifica este efecto. En el panel A está la información pertinente de activo fijo y de un pasivo por la compra realizada en el año 2, que se paga en los dos años siguientes.

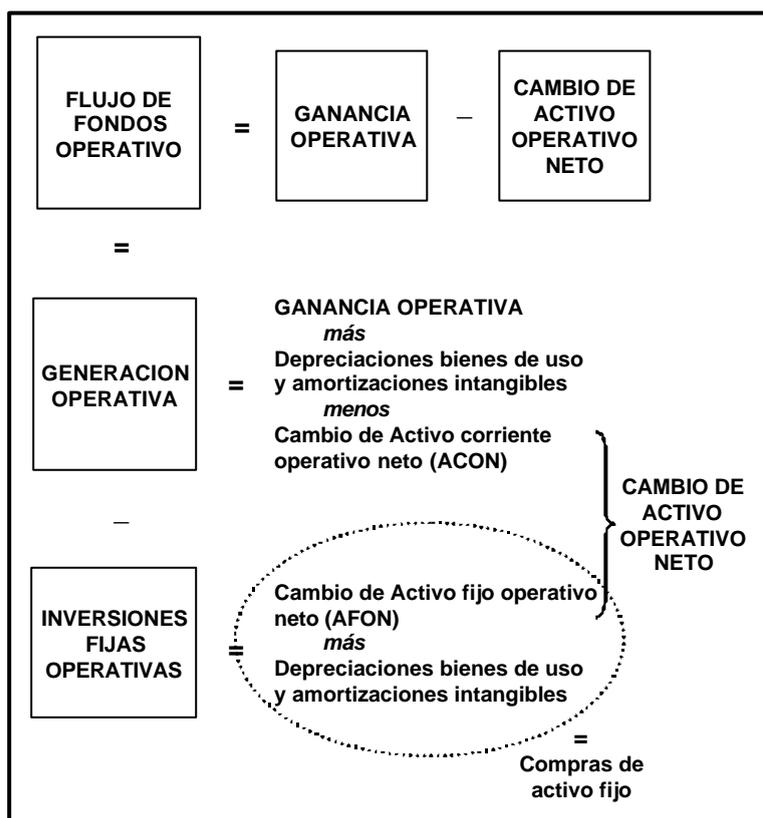
En el panel B se forma el flujo de fondos por inversiones fijas. Si el pasivo por esta compra se considerara dentro de la generación operativa se distorsiona cada componente. Las inversiones fijas se medirían como se muestra en la fila de Inversión bruta. Considerando el pasivo

asociado a las inversiones la figura del flujo de fondos es más acorde con el movimiento de dinero que realmente existe por esas inversiones. En el año 2 los pagos efectivos no son \$ 73, sino \$ 33; y así en los demás períodos.

	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4
A. Datos				
Activo fijo	100	155	140	145
Depreciación anual	15	18	28	28
Pasivo por activo fijo		40	20	
B. Inversiones fijas				
Cambio activo fijo		55	(15)	5
Depreciaciones		18	28	28
Inversión bruta (1)		73	13	33
Cambio pasivo (2)		40	(20)	(20)
Inversión fija (2) – (1)		(33)	(33)	(53)

Cuadro 5.7
Tratamiento cuando existe pasivo por compra de activo fijo

Forma de cálculo del flujo de fondos operativo. En el esquema 5.3 se muestra la relación que existe entre el cálculo resumido del flujo de fondos operativo y la apertura en los dos componentes, según el ciclo financiero con el que están relacionados.



Esquema 5.3
Componentes del flujo de fondos operativo

Flujo de fondos operativo de ALFA. Ahora se completa el ejemplo ALFA. Los resultados del análisis se resumen en el cuadro 5.8. El excedente operativo calculado en el cuadro 5.2 queda expresado en sus dos componentes: la generación operativa y las inversiones fijas operativas. Se observa que la generación operativa aumenta en el año 3, por el efecto combinado de una mayor ganancia operativa y un cambio muy pequeño en ACON.

Pero este aumento se ve más que compensado por las inversiones fijas. En el año 3 existe una inversión fija significativamente mayor que el año anterior, y por eso el excedente disminuye.

	Año 2	Año 3
Generación operativa (Cuadro 5.4)	117.9	132.0
Inversiones fijas (Cuadro 5.6)	(35.0)	(69.0)
Excedente operativo (Cuadro 5.2)	82.9	63.0

Cuadro 5.8
ALFA. Flujo de fondos operativo

Para el análisis interesa justamente separar el impacto de las inversiones fijas, que suelen ser fluctuantes de año en año, característica que afecta la magnitud del flujo de fondos operativo. Al considerar sólo este total se advierte que el excedente disminuye, lo cual puede ser una mala señal. Pero no es lo mismo que disminuya de un año a otro por una generación operativa más pequeña o por inversiones fijas realizadas en el período, que posiblemente permitan una mayor generación en el futuro.

Entonces, si el excedente operativo disminuye (o incluso se transforma en faltante de fondos en un período) la interpretación es muy distinta según cuál sea el origen. Si lo que disminuye es la generación operativa se tiene una señal acerca del desempeño de la empresa que puede ser preocupante. Por el contrario, si la generación de fondos aumenta, y lo que provoca la disminución del excedente operativo son mayores inversiones, esto indica un proceso de inversión que posiblemente impulse a mayores ganancias en el futuro.

Es claro que también deben considerarse las características de las inversiones fijas: ¿implican un aumento en capacidad, o son sólo reposición de capacidad por desgaste u obsolescencia de los bienes? Las perspectivas de mayor ganancia existirían sólo en la primera situación.

A su vez, la generación operativa puede disminuir en un período no porque disminuye la ganancia, sino porque existe un aumento importante del activo corriente operativo (por ejemplo, mayor plazo a clientes). En esta situación la pregunta a responder es: ¿para apoyar las ventas futuras es necesario seguir ampliando el plazo, o eso ha sido una medida de política comercial por única vez? Las consecuencias en la generación operativa futura son distintas.

Los principales elementos del flujo de fondos operativo se pueden reunir en un solo formato, como se muestra en el cuadro 5.9.

	Año 2	Año 3
A. Generación operativa de fondos		
Ganancia operativa	80.9	87.0
Depreciaciones y amortizaciones	44.0	46.0
Cambio de ACON	(7.0)	(1.0)
<i>Generación operativa</i>	117.9	132.0
B. Inversiones fijas operativa		
Cambio en saldo de activo fijo	9.0	(23.0)
Depreciaciones y amortizaciones	(44.0)	(46.0)
<i>Inversiones fijas operativas</i>	(35.0)	(69.0)
C. Excedente operativo	82.9	63.0

Cuadro 5.9
ALFA. Los componentes del flujo de fondos operativo

Las depreciaciones del activo fijo corrigen la magnitud de ambos componentes: de la ganancia, para la generación operativa, y del cambio en activo fijo para la medición de las inversiones fijas. A su vez, la suma del cambio en activo fijo y en ACON es el cambio en el activo operativo neto que se incluyó en el formato resumido (cuadro 5.2).



PREGUNTAS DE COMPRENSION

Pregunta 5.E Evalúe este fragmento de conversación entre A y B:

«A: Las depreciaciones de bienes de uso no deben considerarse en el flujo de fondos, ya que son sólo una valuación contable, sin efecto en el movimiento de dinero de la empresa.

«B: Eso no es cierto. Lo que realmente influye en el flujo de fondos de la empresa es la diferencia entre las compras de bienes de uso en un período y las depreciaciones imputadas para ese período.»

Usted piensa que puede intervenir en ese diálogo para aclarar que los dos están en lo cierto en alguna medida: ¿qué diría?



Está disponible una solución comentada



EJERCICIO DE APLICACION

Resolver la parte H del Ejercicio de Aplicación 1, Siderar S.A.

Libro Excel para desarrollar la solución



EJERCICIO DE APLICACION

Resolver la parte D del Ejercicio de Aplicación 2, Bodegas Esmeralda S.A.

Libro Excel para desarrollar la solución



§ 5.6

Flujo de fondos y medidas contables

En el cálculo del flujo de fondos se utiliza la identidad contable [*Activo operativo neto = Pasivo financiero + Patrimonio Neto*] para retornar a la identidad financiera subyacente: [*Flujo de fondos operativo = – Flujo de fuentes financieras*].

Considerando estas identidades, los criterios de valuación que se aplican en los estados contables no influyen de modo significativo en la medición de los componentes del flujo de fondos. No importa cómo hayan sido valuados los activos y los pasivos. Basta considerar la correspondiente contrapartida en el pasivo o en el resultado (y, por eso, en el patrimonio) para deshacer el efecto de los criterios alternativos de valuación.

La medición contable (que se realiza con criterio de devengamiento) y la medición financiera (que se hace con criterio de caja) se obtienen a partir del mismo conjunto de cifras.

El flujo de fondos subyace en las transacciones que se reflejan en la medición contable. Pero su “reconstrucción” requiere interpretar correctamente el significado de las partidas de activo, pasivo, patrimonio y resultados. Sólo así se pueden *deshacer* con precisión y efectividad los efectos de la valuación contable, y entonces se hará visible una medida útil del flujo de fondos.

¿Cómo se considera el saldo de Caja y bancos? El flujo de fondos es un resumen de los movimientos de dinero. Por tanto, en una interpretación directa se puede pensar en algo así como:

Saldo inicial de Caja y bancos
+ Ingresos
– Pagos
= Saldo final de Caja y bancos

Por ejemplo, en una empresa el saldo de Caja y bancos en un año aumenta \$ 5 (de \$ 35 a \$ 40). Este aumento puede entenderse de dos maneras. Una de ellas es considerar que, como consecuencia de todos los ingresos y egresos de dinero ha quedado un remanente de \$ 5 que se agrega al dinero en efectivo que se tenía el comienzo del período.

Pero ésta es una interpretación quizá excesivamente “de caja”. Los recursos que se mantienen en efectivo (en Caja y bancos) no son recursos “libres”, en el sentido de que se pueden utilizar para cualquier otra cosa (por ejemplo, pagar dividendos).

Por lo general se requiere una cierta magnitud de fondos líquidos para mantener el ciclo financiero, ya que no existe perfecta sincronización entre los ingresos (digamos, por ventas) y los pagos. Hay días o semanas en que se concentran pagos y el flujo operativo es negativo. Para eso se mantienen los fondos líquidos. Si bien en algunos momentos esa cifra se puede reducir, de modo permanente no puede ser cero. Para que la empresa funcione adecuadamente es tan necesario mantener esos recursos como disponer de existencia de bienes de cambio.

Considerando esta función del saldo de dinero efectivo disponible, en el análisis financiero se incluye en el activo corriente operativo. Por esto su cambio está contenido en la generación operativa. Ese aumento de \$ 5 puede ser consecuencia de la evolución de las ventas o las necesidades para atender los compromisos cercanos. *No es un remanente*; son recursos que se deben mantener para la continuidad de los ciclos financieros.

Sin embargo, cuando existen cambios llamativos en el saldo de efectivo (aumentos o disminuciones importantes) es necesario examinar su origen, para decidir una posible reclasificación. Por ejemplo, un aumento del saldo de efectivo puede originarse en la contratación de un préstamo sobre el fin del período y que todavía no se ha destinado a los pagos para los cuales se contrató (cancelación de otra deuda financiera, o pago de un pasivo por compra de activo fijo, etc.). En este caso para que los componentes del flujo de fondos sean representativos debe ubicarse ese importe en el subtotal pertinente (inversiones fijas o fuentes financieras).

¿Cómo se incluye el resultado no recurrente? Los resultados que para el análisis financiero se han calificado como no recurrentes, tal como se explicó en § 3.12, deben incluirse en el componente del flujo de fondos al que corresponden: generación operativa o inversiones fijas.

Los ítems no recurrentes del resultado se separaban en el análisis del rendimiento, para obtener una medida representativa del rendimiento operativo. Pero han sido un movimiento de dinero que afecta el flujo de fondos operativo; por ejemplo, una menor generación operativa por una pérdida extraordinaria, o la recuperación de una inversión fija por la venta de bienes de uso.

Pueden existir también resultados no recurrentes relacionados con las fuentes financieras de fondos, como es el caso de los gastos de emisión de deuda o de capital. En el análisis del rendimiento estos son ítems no recurrentes, que no influyen en el cálculo del costo del pasivo financiero. En el flujo de fondos deben incluirse en el flujo de fuentes financieras.

El Estado de Flujo de Efectivo en el formato contable. Según las normas de contabilidad argentinas en los estados contables se incluye una medida del flujo de fondos que se denomina Estado de Flujo de Efectivo.

Se procura una medida del flujo de fondos en el período, “explicando” la variación en el disponible inmediato en función del flujo de fondos de actividades operativas, de inversión y de financiación.

Los subtotales son similares a los que se denominaron generación operativa, inversiones fijas operativas y flujo de fuentes financieras de fondos. Sin embargo, cuando existen recursos destinados a actividades que no son operativas (inversiones financieras, por ejemplo), se produce una cierta mezcla de conceptos en el flujo de fondos por actividades de inversión. (El tratamiento de los activos no operativos en el AFIC se explica en el capítulo 11.)

En el cuadro 5.10 se presenta la información de ALFA con el formato del Estado de Flujo de Efectivo. La diferencia entre el “flujo neto de efectivo generado por las actividades operativas” y la generación operativa que se ha calculado antes se origina en el cambio de caja y ban-

cos. La generación operativa incluye este cambio, mientras que en el Estado de Flujo de Efectivo se presenta por separado. Los otros dos subtotales son numéricamente iguales.

	Año 2	Año 3
Variación del efectivo		
Efectivo al inicio del ejercicio	35.0	32.0
Efectivo al cierre del ejercicio	32.0	30.0
Aumento (Disminución) del efectivo	(3.0)	(2.0)
Causas de la variación del efectivo		
Actividades operativas		
Ganancia ordinaria del ejercicio	72.4	79.8
más Intereses de deudas	13.0	11.0
más Impuesto a las ganancias devengado	38.0	42.5
más Depreciaciones bienes de uso e intangibles	44.0	46.0
más Cambio en activos y pasivos operativos		
(Aumento) Disminución créditos por ventas	(3.0)	(8.0)
(Aumento) Disminución otros créditos	(3.0)	6.0
(Aumento) Disminución bienes de cambio	(4.0)	1.0
Aumento (Disminución) deudas comerciales	(3.0)	1.0
Aumento (Disminución) otros pasivos	3.0	(3.0)
Impuesto a las ganancias operativo	(42.5)	(46.3)
Flujo neto de efectivo generado por (utilizado en) las actividades operativas	114.9	130.0
Actividades de inversión		
Pagos por compras de bienes de uso	(28.0)	(59.0)
Pagos por compras de activos intangibles	(7.0)	(10.0)
Flujo neto de efectivo generado por (utilizado en) las actividades operativas	(35.0)	(69.0)
Actividades de financiación		
Aumento (Disminución) neta de préstamos	(24.0)	(2.0)
Intereses pagados	(13.0)	(11.0)
Efecto en el impuesto a las ganancias	4.5	3.8
Pagos de dividendos	(50.4)	(53.8)
Flujo neto de efectivo generado por (utilizado en) las actividades de financiación	(82.9)	(63.0)
Aumento (Disminución) neta del efectivo	(3.0)	(2.0)

Cuadro 5.10
ALFA. Estado de flujo de efectivo

En esta formulación se ha incluido en el “flujo neto de las actividades de financiación” el efecto impositivo de los intereses por pasivo financiero. En las cifras informadas en los estados contables por lo general no se realiza este tratamiento, y se coloca el total de impuesto a las ganancias pagado en el “flujo neto de actividades operativas”. Aparecen así diferencias, que pueden ser importantes en magnitud, entre los componentes del flujo de fondos para el análisis financiero y los subtotales del Estado de Flujo de Efectivo.

En conclusión, en tanto no existan recursos destinados a actividades no operativas se puede utilizar el Estado de Flujo de Efectivo como una descripción de los componentes del flujo de fondos de la empresa. Para esto es necesario observar si el efecto del tratamiento del cambio en el saldo de efectivo es significativo y por eso puede influir en la interpretación de la generación operativa. También es necesario examinar en qué subtotal de ese Estado se ha incluido el efecto impositivo de los intereses de préstamos.



PREGUNTAS DE REPASO

Conceptos y mediciones importantes que se han estudiado. Si no están claros conviene repasarlos antes de continuar.

- ✓ ¿Cuáles son los principales componentes del flujo de fondos de la empresa?
- ✓ ¿De qué depende que exista excedente o faltante operativo de fondos en un período?
- ✓ ¿Por qué el flujo de fondos operativo y el flujo de fuentes financieras siempre son iguales en valor absoluto?
- ✓ ¿Cómo se calcula y qué representa la generación operativa de fondos?
- ✓ ¿Qué es la inversión bruta en activo fijo? ¿Cómo se calcula con las cifras contables?

Corrobore que puede aplicar estos conceptos resolviendo el EJERCICIO DE AUTOEVALUACION 6



EJERCICIO DE AUTOEVALUACION

6. DISCO S.A.: Flujo de fondos

DISCO es una cadena de supermercados de alcance nacional que ha tenido un significativo crecimiento desde 1995. Las principales magnitudes de los estados contables se resumen en el cuadro 6.

Con esta información:

- Formule e interprete el flujo de fondos
- Analice el margen operativo sobre ventas y la rotación en relación con este comportamiento del flujo de fondos
- En la ganancia operativa las depreciaciones de bienes de uso y las amortizaciones de activos intangibles son una magnitud importante. ¿Cómo considera este hecho en su análisis?

Cuadro 6
DISCO S.A. Estados contables
(millones \$)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
ACTIVO						
Caja y Bancos	18	17	26	19	29	38
Créditos por ventas	38	43	61	40	58	62
Otros créditos	6	8	18	20	16	22
Bienes de cambio	42	53	109	122	161	183
Total Activo corriente	104	121	214	201	264	305
Bienes de uso	135	210	403	513	659	903
Activos intangibles	3	1	204	203	337	350
Otros activos	10	11	47	41	39	43
Total Activo no corriente	148	222	654	757	1,035	1,296
Total Activo	252	343	868	958	1,299	1,601
PASIVO						
Cuentas por pagar	104	138	253	224	315	346
Préstamos	48	11	328	77	90	169
Remuneraciones y cargas sociales	10	13	22	24	30	36
Cargas fiscales	8	5	22	14	16	20
Pasivo por compra de activo fijo		4	20	45	23	67
Total Pasivo corriente	170	171	645	384	474	638
Préstamos	24	23	5	352	402	405
Pasivo por compra de activo fijo		4	21	31	76	132
Otros pasivos			17		5	3
Previsiones	3	3	15	13	13	15
Total Pasivo no corriente	27	30	58	396	496	555
Total Pasivo	197	201	703	780	970	1,193
PATRIMONIO NETO	55	142	165	178	329	408

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Ventas	827	868	1,178	1,602	1,750	1,987
Ganancia operativa Desp Impuestos	16	25	33	41	42.5	53.9
Intereses préstamos Desp Impuestos	(3)	(4)	(9)	(27)	(36)	(44)
Ganancia ordinaria	13	21	24	14	6.5	9.9
Depreciaciones y amortizaciones cargadas en resultados	11	18	25	45	64	81
Impuesto a las ganancias	1.4	3.5	10.8	5.2	9.0	5.6

