

Flujo de fondos de la empresa: análisis e interpretaciones Lucero, Víctor A.

Abstract: El objetivo del presente artículo es visualizar la información confeccionada con respecto a los flujos de fondos determinados por medio del estado de flujo de efectivo, como así también los generables y utilizables desde un punto de vista de las finanzas corporativas.

I. Introducción

Los estados emitidos bajo normas internacionales de información financiera tienen como finalidad detallar principalmente información primero sintética, pero a su vez abundante, sobre los diferentes aspectos de la entidad, económico, financiero y patrimonial, para que el inversor pueda tomar decisiones sobre su activo. Esta es una de las principales razones por la cual, ha cambiado de denominación dichos estados, llamándose "financieros" en vez de "contables". Es importante resaltar, que el foco de la emisión pasó de cumplimentar un rol principalmente informativo para entidades reguladoras controlantes (societarias, fiscales, bursátiles) a comunicar de manera activa, mucho más clara y amena la gestión de las empresas para los inversores. Nuestra intención en el presente artículo será visualizar la información ya confeccionada con respecto a los flujos de fondos determinados por medio del estado de flujo de efectivo, como así también los generables y utilizables desde un punto de vista de finanzas corporativas.

II. Estado de flujo de efectivo

El estado financiero por definición para el análisis de los fondos percibidos (tanto cobros como pagos) gestionados por la empresa, es el estado de flujo de efectivo (EFE). Este es desarrollado por la NIC 7, donde detalla las razones de la confección y emisión del EFE "básicamente, las entidades necesitan efectivo por las mismas razones, por muy diferentes que sean las actividades que constituyen su principal fuente de ingresos. En efecto, todas ellas necesitan efectivo para llevar a cabo sus operaciones, pagar sus obligaciones y suministrar rendimientos a sus inversores" [\(1\)](#)

El efectivo definido por la norma se vincula con el dinero físico disponible, así también los depósitos bancarios a la vista. Los equivalentes a efectivo son aquellas inversiones de muy corto plazo, que tienen la capacidad de ser convertibles en efectivo, siendo sujetos a poco riesgo de cambio de valor [\(2\)](#). Cabe destacar que tanto la norma local- res. técnica N° 8 —normas generales de exposición contable [\(3\)](#)—, y la norma internacional —NIC 7—, definen como lapso de tiempo máximo, noventa días, para tipificar esas inversiones temporarias como equivalentes de efectivo.

Aquellas actividades por las cuales podremos clasificar a los flujos financieros, definidos como las entradas y salidas de efectivo y equivalente, son definidas en la misma norma como:

"Actividades de operación son las actividades que constituyen la principal fuente de ingresos de la entidad, así como otras actividades que no puedan ser calificadas como de inversión o financiación.

Actividades de inversión son las de adquisición y disposición de activos a largo plazo, así como de otras inversiones no incluidas en los equivalentes al efectivo.

Actividades de financiación son las actividades que producen cambios en el tamaño y composición de los capitales propios y de los préstamos tomados por la entidad".

El superávit (entradas superiores a salidas) como el déficit (salidas superiores a entradas) de las diferentes actividades, van definiendo las características propias del negocio como también el modo de gestionarlo por parte del management de la entidad. Un superávit de actividades operativas brinda de por sí la posibilidad de tomar mayores decisiones con relación a flujos de inversiones como financieros.

Los estados de flujo de efectivo pueden elaborarse considerando los siguientes métodos (4) :

1. método directo, según el cual se presentan por separado las principales categorías de cobros y pagos en términos brutos; o

2. método indirecto, según el cual se comienza presentando la ganancia o pérdida en términos netos, cifra que se corrige luego por los efectos de las transacciones no monetarias, por todo tipo de partidas de pago diferido y acumulaciones (o devengos) que son la causa de cobros y pagos en el pasado o en el futuro, así como de las partidas de pérdidas o ganancias asociadas con flujos de efectivo de operaciones clasificadas como de inversión o financiación.

A pesar de la existencia de estas dos metodologías para la confección y determinación del estado de flujo de efectivo y sus correspondientes flujos de actividades, no será objetivo del presente artículo el desarrollo de dichos criterios. Sin embargo, nuestro foco estará vinculado en los superávit o déficit generados por cada tipo de actividad, así como la política aplicada para el mantenimiento de saldos de efectivo y equivalentes de efectivo. Para los posteriores ejemplos prácticos, consideraremos la aplicación del método directo, por ser más simple y didáctico en su interpretación.

III. Earnings before interest, taxes and depreciation and amortization (EBITDA)

Antes de definir al EBITDA, definiremos al EBIT (earning before interest and taxes) tal como lo detalla Dumrauf (2010), como el "resultado operativo antes de intereses e impuestos, (...) donde ya hemos deducido los costos de producción y los gastos comerciales y de administración" (5). Una vez obtenido el "EBIT, sumamos... la depreciación y la amortización, debido a que estos conceptos no representan egresos reales de dinero y queremos acercarnos al valor del flujo de caja. De esta operación surge el EBITDA..., que representa el resultado operativo antes de restar la depreciación y la amortización" (6). Por lo tanto, este concepto nos brinda la posibilidad de contar con una medida del flujo discrecional antes de las inversiones y el impuesto a las ganancias (7). En nuestra opinión, también es discrecional con relación al flujo de las actividades de financiación que determine la entidad. El EBITDA por lo tanto quedaría definido como el resultado operativo de la empresa (Ingresos de actividades ordinarias —costos de ventas— gastos de administración y comercialización, así como, también otros ingresos o egresos operativos) más las amortizaciones o depreciaciones del período, que, dada su naturaleza, no implican erogación de fondos.

¿Podemos analizar las diferencias entre el flujo de actividades de operación (FAO) y el EBITDA?

Estos aspectos los hemos desarrollado en artículos previos (8), indicando que las principales diferencias se basaban en las diferencias de plazos tanto de activos como de pasivos. impactando en una mayor o menor relación en el ratio FAO / EBITDA:

$$\text{Ratio FAO / EBITDA} = (\$) \text{FAO} / (\$) \text{EBITDA}$$

Podemos afirmar que existe una relación entre la gestión de los plazos operativos, y los montos correspondientes al FAO. Esto nos brinda la posibilidad de relacionar ambos

conceptos, tanto el FAO como el EBITDA para dilucidar la efectividad de las decisiones tomadas con respecto a los plazos operativos.

Este análisis es realmente productivo si nuestro enfoque se basa en considerar los plazos como una variable determinante de la solvencia de la empresa. Sin embargo, si nuestra necesidad surge por calcular el flujo de fondos desde un aspecto de finanzas corporativas, debemos determinar el flujo de efectivo libre (free cash flow), flujo de efectivo para el accionista y obligacionistas (capital cash flow) y flujos de efectivo para accionistas (equity cash flow).

IV. Flujo de fondos según finanzas corporativas

IV.1. Free cash flow (FCF)

El flujo de efectivo libre se determina principalmente a partir del EBIT, es decir el resultado operativo de la empresa. Dado que este es un resultado devengado, lo llevaremos a percibido por medio del ajuste de resultados que no se perciban (amortizaciones y depreciaciones).

El cálculo final surgirá de:

EBIT

- Impuesto a la renta sobre EBIT
- + Depreciaciones y amortizaciones
- +/- Variación del activo operativo
- +/- Variación del pasivo operativo
- +/- Variaciones del CAPEX (inversión en activos fijo)

Free cash flow

Es importante resaltar que los aumentos de activos operativos implicarán un egreso financiero —salida de fondos—, y un ingreso su disminución. Caso contrario se verificará en el caso de pasivo operativos - ingresos por incrementos y egresos por bajas. Asimismo, este flujo se puede separar en tres conceptos principales.

IV.2. Flujos generados desde los resultados operativos

EBIT - Impuesto a la renta sobre EBIT + depreciaciones y amortizaciones

IV.3. Flujos generados por cambios en el capital de trabajo

+/- Variación del activo operativo +/- variación del pasivo operativo

IV.4. Flujos generados por cambios en los activos fijos

+/- Variaciones del CAPEX (inversión en activos fijo)

Definidos los orígenes y características de estos flujos que conformar el FCF, podemos considerar su comparación con el FAO, para analizar diferencias en la concepción financiera y la contable en la definición de flujo operativo.

V. Comparación entre el flujo libre de efectivo (FCF) y el flujo de actividades operativas (FAO)

Las principales diferencias entre el FCF y el FAO surgen en:

1. El FCF considera al igual que el FAO, los flujos contenidos por variación de activos y pasivos operativos, si consideramos la determinación del segundo por el método indirecto (que considera en primera instancia la determinación de dichos fondos, a partir del resultado neto del ejercicio).

2. Tanto en el FCF como en el FAO, tienen incidencia los impuestos a las rentas (denominados a las ganancias en la República Argentina). Sin embargo, el primero se ve afectado por el impuesto de manera teórica (aplicando la tasa de ley sobre el EBIT) y sin los beneficios de considerar las deducciones correspondientes por pago de intereses por deuda o escudo fiscal (conocido también como tax shield) [\(9\)](#). siendo en el caso del FAO, el impuesto realmente determinado y pagado por la compañía.

3. El flujo corporativo, considera las variaciones del CAPEX como necesarias para la determinación del concepto de "libre", y poder ser foco de decisiones posteriores en el caso de financiar capital de terceros o propios.

VI. Capital cash flow

El capital cash flow (CCF) se corresponde con los fondos totales para la financiación de la organización, suma de los flujos que estos perciben a través de dividendos a los accionistas (capital propio) o de intereses por deuda o cambios en los niveles de endeudamiento (capital de terceros)

Capital cash flow = dividendos + intereses +/- variación de deuda

También los podemos definir por medio del FCF, puesto que este flujo operativo no contiene el escudo fiscal, lo sumamos para llegar al CCF que sí considera todos los flujos disponibles para la financiación de la empresa.

Capital cash flow = FFC + (intereses * t)

Donde t [\(10\)](#) representa la tasa de impuestos a la renta de la firma

VII. Equity cash flow

Finalmente, el equity cash flow (ECF) representa el flujo de efectivo residual de la empresa, luego de solventar las obligaciones con terceros, tanto a nivel de capital como de servicios por deuda.

EBIT

- Impuesto a la renta efectivamente pagados

+ Depreciaciones y amortizaciones

+/- Variación del capital de trabajo

+/- Variaciones del CAPEX (inversión en activos fijo)

- Intereses de deuda

+/- Variación en la deuda con terceros

Equity cash flow

Una vez determinadas y focalizadas estas diferencias, surge la necesidad de analizar estos flujos dentro de la gestión de negocios, con diferentes decisiones en lo referente a plazos, condiciones de financiación y de mantenimiento de capital operativo. Nuestro objetivo en este primer artículo será determinar los flujos arriba descriptos en un ejercicio contable, con saldo iniciales, flujos económicos, financieros y un saldo final de situación financiera.

VIII. Escenarios para el análisis de flujos de fondos

1. Inicia actividades con el siguiente estado patrimonial [\(11\)](#):

| <u>2020</u> | | | |
|----------------------------------|-------------|---------------------------------|-------------|
| Activo | ARS | Patrimonio Neto | ARS |
| No corriente | | Capital | 500 |
| Bienes de Uso | 500 | Resultados acumulados | 100 |
| Total activo no corriente | 500 | Total Patrimonio Neto | 600 |
| Corriente | | Pasivo | |
| Caja y Banco | 100 | Corriente | |
| Inversiones | 0 | Cuentas por pagar | 400 |
| Créditos por ventas | 300 | Préstamos bancarios | 300 |
| Mercaderías | 400 | Total Pasivo | 700 |
| Total activo corriente | 800 | | |
| Total del Activo | 1300 | Total Pasivo + Pat. Neto | 1300 |

2. Durante el ejercicio 2021 se gestionan, las siguientes operaciones:

Ventas: por \$ 1.000 (cobro a 72 días)

Costo de ventas: \$ 600 (se mantiene igual saldo de bienes de uso al inicio y al cierre)

Gastos operativos: \$ 100 (no incluye amortizaciones)

Depreciaciones: \$ 50 (se realiza igual inversión en bienes de uso, para evitar descapitalización)

Política de endeudamiento de corto plazo: se toman fondos de terceros (préstamos) para cubrir los vencimientos corrientes de capital.

Intereses financieros por pasivos: \$ 30 (10% sobre saldo de préstamos)

Impuesto a la renta: \$ 66 (30% sobre resultados antes de impuestos)

Las compras por mercaderías tienen un plazo de 180 días (consideramos año comercial de 360 días)

3. Política de cierre de caja: duplicar el saldo a \$ 200. los excedentes de fondos se afectarán a inversiones de corto plazo.

| EERR de gestión | ARS | Percibido | Diferido |
|------------------------------|------------|------------------|-----------------|
| Ventas | 1000 | 800 | 200 |
| CMV | 600 | | |
| Ganancia operativa | 400 | | |
| Gastos operativos | 100 | 100 | |
| EBITDA | 300 | | |
| Amortizaciones | 50 | | |
| EBIT | 250 | | |
| Intereses | 30 | | |
| Earnings before taxes | 220 | | |
| IIGG | 66 | 30% | 66 |
| Resultado neto | 154 | | |

La columna de diferido corresponde a monto correspondientes a los créditos o deudas a ser percibidas en el período posterior (2022 en este caso). La columna de percibido corresponde a los fondos cobrados o pagados en el ejercicio en curso (2021).

| Cuadro de CMV | ARS | Percibido | Diferido |
|---------------------------|------------|------------------|-----------------|
| E. inicial de inventarios | 400 | | |
| Compras | 600 | 300 | 300 |
| E. Final de inventarios | 400 | | |
| CMV | 600 | | |

| Cuadro Deudas | ARS | Percibido | Diferido |
|----------------------|------------|------------------|-----------------|
| S.I. préstamos | 300 | | |
| Nuevo capital | 300 | 300 | |
| Pagos de capital | 300 | 300 | |
| Intereses devengados | 30 | 10% | |
| Pagos de intereses | 30 | 30 | |
| S.F. préstamos | 300 | | |

| Cuadro de Bienes de Uso | ARS | Percibido | Diferido |
|-------------------------|-----|-----------|----------|
| E.I. bienes de uso | 500 | | |
| Altas | 50 | 50 | |
| Bajas | 0 | | |
| Depreciaciones | 50 | 10% | |
| E.F. bienes de uso | 500 | | |

IX. Flujos de fondos según finanzas corporativas

| Free cash flow | ARS |
|-------------------|-----------|
| EBIT | 250 |
| 30 % IIGG s/EBIT | -75 |
| Amortizaciones | 50 |
| Variación Act Op | -120 |
| Variación Pas Op | -34 |
| Capex | -50 |
| Total FFC | 21 |
| IIGG s/ intereses | 9 |
| Total CCF | 30 |

| Capital cash flow | ARS |
|--------------------|-----------|
| Dividendos | 0 |
| Intereses pagados | 30 |
| Variación de deuda | 0 |
| Total CCF | 30 |

| Equity cash flow | ARS | |
|----------------------------|------------|------------|
| EBIT | 250 | |
| IIGG pagados | -66 | |
| Depreciaciones | 50 | |
| Variación activo operativo | -120 | |
| Variación pasivo operativo | -34 | CCF |
| Variación de capex | -50 | 30 |
| <hr/> | | |
| Intereses pagados | -30 | |
| Variación de deuda | 0 | |
| Total ECF | 0 | |

X. Flujos de fondos según los estados financieros

| Estado de flujo de efectivo | ARS |
|--------------------------------------|-------------|
| Cobranzas ventas | 800 |
| Créditos cobrados | 300 |
| Ingresos operativos | 1100 |
| Pagos por compras | -700 |
| Pagos gastos operativos | -100 |
| Egresos operativos | -800 |
| Flujo de act. operativas | 300 |
| Pago de bs de uso | -50 |
| Pago inversiones | -120 |
| Flujo de act. de inversión | -170 |
| Pago de préstamos | -300 |
| Cobro préstamos | 300 |
| Pago intereses | -30 |
| Flujo de act. De financiación | -30 |
| <i>Superávit neto</i> | 100 |
| SI Caja y Bancos | 100 |
| SF Caja y Bancos | 200 |

En el estado de flujo de efectivo, podemos resumir que las actividades operativas generaron un superávit de \$ 300 (FAO), las inversiones un déficit de \$ 170 (FAI) y las de financiación un déficit de \$ 30.

XI. Situación financiera final

| <u>Situación financiera</u> | | 2021 | |
|----------------------------------|-------------|---------------------------------|-------------|
| Activo | ARS | Patrimonio Neto | ARS |
| No corriente | | Capital | 500 |
| Bienes de Uso | 500 | Resultados acumulados | 100 |
| Total activo no corriente | 500 | Resultado ejercicio | 154 |
| | | Total Patrimonio Neto | 754 |
| Corriente | | Pasivo | |
| Caja y Banco | 200 | Corriente | |
| Inversiones | 120 | Cuentas por pagar | 300 |
| Créditos por ventas | 200 | Préstamos bancarios | 300 |
| Mercaderías | 400 | Deuda fiscal | 66 |
| Total activo corriente | 920 | Total Pasivo | 666 |
| Total del Activo | 1420 | Total Pasivo + Pat. Neto | 1420 |

XII. Conclusiones

| | Resumen |
|---------------------------|---------|
| Var. Activos | 120 |
| Var. Pasivos | |
| <i>Operativos</i> | 225 |
| <i>Capital de trabajo</i> | -154 |
| <i>Var. CAPEX</i> | -50 |
| <i>FCF</i> | 21 |
| <i>CCF</i> | 30 |
| <i>ECF</i> | 0 |

En el cuadro resumen arriba detallado, podemos apreciar que los excedentes de fondos generados por la entidad fueron incorporados como inversiones de corto plazo, incrementando el capital de trabajo de la empresa. En caso contrario, si la decisión hubiese sido favorecer el flujo de fondos hacia retiros por parte del capital propio, se hubiese planteado dejar este excedente a decisión de los accionistas. como se muestra en el cuadro siguiente.

| | Resumen |
|---------------------------|----------------|
| Var. Activos | |
| Var. Pasivos | |
| | |
| <i>Operativos</i> | 225 |
| <i>Capital de trabajo</i> | -34 |
| <i>Var. CAPEX</i> | -50 |
| FCF | 141 |
| CCF | 150 |
| ECF | 120 |

XIII. Comparativa FCF vs. FAO

El FCF arrojó un superávit de ·\$ 21 en la situación inicial, considerando las inversiones de corto plazo como una mejor alternativa de gestión para la entidad. Comparándolo con el FAO cuyo monto fue de \$ 300 podemos analizar que las diferencias se deben a:

| | |
|--------------------------|------------|
| FCF | 21 |
| FAO | <u>300</u> |
| Diferencia | 279 |
| | |
| -Var. CAPEX | 50 |
| -Var. Capital de trabajo | 154 |
| -IIGG (30%) sobre | |
| EBIT de \$ 250 | <u>75</u> |
| Total | 279 |

Podemos concluir por lo tanto, que las diferencias entre la metodología de cálculo entre el flujo de libre disponibilidad (FCF) versus el FAO, se deben a la consideración de los flujos en inversiones en estructura o capacidad productiva (que para el criterio contable se considera como una inversión), las variaciones de capital de trabajo, que fueron deficitarias en \$ 120, producto de la inversión de corto plazo y en \$ 34 por la variación de pasivos operativos (baja de pasivos comerciales por \$ 100 contra incremento de deudas fiscales de \$ 66). Finalmente, la determinación del impuesto a la renta teórico del 30% sobre los resultados operativos (EBIT) cierran el análisis arriba expuesto.

Consideramos relevantes destacar el criterio restrictivo del FCF, al considerar los cambios operativos como determinantes de ingresos y egresos de fondos. Los incrementos de activos operativos serán considerados como egresos, siendo los decrementos como ingresos de fondos. En el caso del análisis de los pasivos operativos, serán considerados como ingresos en el caso de incrementos, y egresos al registrar variaciones negativas. El EFE, en cambio, se basa estrictamente en el principio de percibido basado en las políticas específicas que

determine la empresa, siendo más minuciosas y discrecionales para el accionar de los directivos. En nuestra opinión, a pesar de que, los flujos de fondos determinados por criterios de finanzas corporativas son ampliamente utilizados entre otras cuestiones, para la determinación de un valor de la empresa, los flujos de fondos contables nos permiten analizar de manera detallada (y con mejor calidad de información en el caso del método directo) las gestiones realizadas desde el manejo de los activos líquidos.

(1) NIC 7 - Párrafo 3.

(2) Tanto la definición de efectivo como de equivalente, surge del párrafo 6 - NIC 7.

(3) Capítulo VI - Estado de flujo de efectivo —apartado b— segundo párrafo.

(4) NIC 7 - párrafo 18.

(5) Finanzas Corporativas: un enfoque latinoamericano - 2a ed. - Buenos Aires: Alfaomega Grupo Editor Argentino, 2010. p. 87.

(6) Ibidem.

(7) Ibidem.

(8) Revista Enfoques —febrero 2021— "Introducción al análisis de flujo de fondos".

(9) "Finanzas Corporativas: un enfoque latinoamericano", 2a ed., Buenos Aires: Alfaomega Grupo Editor Argentino, 2010. p. 109. Surge de aplicar a los intereses por deuda, la tasa del impuesto a la renta (intereses * tasa del impuesto).

(10) En Argentina, se define la tasa del impuesto con un valor del 30%.

(11) A los efectos de un mayor entendimiento y menor cantidad de cálculos, hemos basado los ejemplos en monto menores y fáciles de manejar, así como la omisión de la generación de otros resultados integrales dentro del estado de resultados. El estado de resultado presentado, no se regirá por las normas internacionales de información financiera, a los efectos de una mejor interpretación de los conceptos aquí vertidos.