

EL ESTADO DE FUENTES Y EMPLEOS DE FONDOS: UNA HERRAMIENTA IMPRESCINDIBLE EN EL ANÁLISIS FINANCIERO

por Fernando Gómez–Bezares, José A. Madariaga y Javier Santibáñez
Publicado (en una versión similar) en *Harvard–Deusto Finanzas & Contabilidad*, nº 49,
Septiembre–Octubre, 2.002, págs. 18–28

Introducción

La relación entre Contabilidad y Finanzas puede en ocasiones parecer más complicada de lo que realmente es. A esta sensación contribuyen quizá algunas críticas que desde el punto de vista financiero suelen verse sobre la información contable, sobre todo cuando de lo que se trata es de valorar empresas o elementos concretos de las mismas. Sin embargo, el divorcio es sólo aparente, y está provocado por las lógicas diferencias que aparecen entre disciplinas que persiguen objetivos distintos, aun cuando mucha de la información de la que parten sea necesariamente común. Así, el propio Plan General de Contabilidad de 2007 vigente en la actualidad (a partir de ahora, PGC–07) establece en su marco conceptual los principios contables que, en su aplicación, deberían llevar a “expresar la imagen fiel del patrimonio, de la situación financiera y de los resultados de la empresa”, indicando también que, en los casos en los que su aplicación no fuera suficiente, deberán hacerse constar en la memoria las explicaciones necesarias; y se contempla incluso la posibilidad de que, en casos excepcionales, resulte improcedente la aplicación de alguno de los principios mencionados si con ello se vulnerara el objetivo último, el de proporcionar la imagen fiel de la situación patrimonial de la empresa.

Tal vez el primer problema que deberíamos plantearnos, y que no suele definirse con claridad, es el significado exacto del concepto de “imagen fiel”. La aplicación de criterios de valoración como el coste histórico (que obliga a recoger en contabilidad los principales elementos a su

precio de adquisición o coste de producción) combinado con el principio de prudencia (que exige contabilizar las pérdidas cuando son conocidas, y esperar a recoger los beneficios a que se produzcan) alejan (o pueden hacerlo) los valores contables de las diferentes partidas de sus valores de mercado; siendo precisamente la valoración de la empresa (o de alguna parte de ella) uno de los objetivos clásicos del análisis financiero. Por otro lado, principios como el de devengo (que exige fijarse en la corriente real de bienes y servicios, y no en la monetaria) o criterios de reconocimiento como el de correlación de ingresos y gastos (que supone comparar los ingresos de un ejercicio con los gastos en los que ha sido necesario incurrir para conseguirlos) alejan también el concepto contable de beneficio del más financiero de “impacto en caja”.

Los anteriores no son sino ejemplos de las lógicas discrepancias que surgen entre disciplinas que persiguen objetivos distintos. El análisis financiero necesita de la información contable para realizar su función (tanto cuando se trata de analizar la situación de la empresa a partir de los estados financieros actuales, como cuando el punto de partida son los estados financieros previstos –o “proforma”–, que permiten realizar el análisis de las necesidades y la viabilidad futura del negocio); y para que dicha información sea realmente útil (para que sea “relevante y fiable”, tal como indica el propio plan en su marco conceptual), debe apoyarse en una serie de principios que la conviertan en lo más objetiva posible: de esta manera, por ejemplo, el valor de mercado de cualquier activo siempre tendrá un elemento de subjetividad, que se reduce si la valoración se realiza a coste histórico (aunque no desaparezca del todo, ya que el juego de la amortización o de los posibles deterioros, dentro de los límites permitidos, introduce también un cierto grado de subjetividad); y el principio del devengo tiene sus ventajas en lo que se refiere a la “justicia” en el reparto de ingresos y gastos entre los diferentes ejercicios (concepto que desde el punto de vista financiero se ve sustituido por el de “valor del dinero en el tiempo”, es decir, por el hecho de que lo verdaderamente importante financieramente hablando es el flujo de caja, el momento en que la tesorería se ve afectada por los diferentes elementos a considerar). Así pues, el concepto de “imagen fiel” no puede entenderse al margen de los principios contables en los que se sustenta, y en ningún caso debe confundirse con el “valor de mercado”.

Lo anterior justifica el hecho de que existan discrepancias, puntos de vista diferentes entre dos disciplinas que se necesitan mutuamente. Simplemente, la misión de ambas es distinta (aunque no puedan prescindir la una de la otra y las relaciones sean muchas), por lo que no debemos pedirle a la contabilidad cosas que pertenecen al campo de lo financiero, y viceversa. Esto significa, por ejemplo, que no tiene demasiado sentido tomar el valor contable de los fondos propios como elemento principal para determinar su precio en una transacción: la contabilidad mira fundamentalmente hacia el pasado en lo que se refiere a la confección de los estados financieros, mientras que el análisis financiero en este campo debe mirar hacia el futuro, es decir, a lo que está por pasar (aunque el punto de partida para ello sea normalmente el presente y el pasado inmediato).

En este artículo trataremos de mostrar brevemente algunos modelos sencillos de una potente herramienta de análisis financiero, el Estado de fuentes y empleos de fondos (que debe complementarse siempre con otras, como el análisis mediante ratios, etc.) y de ver su utilidad práctica. Como es sabido, el estado de fuentes y empleos (o de origen y aplicación) de fondos (también llamado cuadro de financiación –PGC–90–) es el estado financiero que explica cómo se ha pasado de un balance inicial a otro balance final. Así, lo que permite es dinamizar el

análisis: frente al balance de situación, que nos da una “fotografía” de la situación patrimonial de la empresa en un momento dado (las fuentes –pasivo– y los empleos –activo– de fondos), el estado de fuentes y empleos es de alguna forma la “película” que hay entre dos fotogramas concretos, los balances inicial y final. Evidentemente, y dependiendo del objetivo del análisis, así como del destinatario de la información, hay casi infinitas formas posibles de presentar el estado de origen y aplicación de fondos, en función de cómo vayamos agrupando los diferentes conceptos. En cualquier caso, el estado de fuentes y empleos de fondos constituye una herramienta típicamente financiera, al apoyarse en el concepto de “fondos”, lo que permite superar algunos problemas que desde el punto de vista financiero causa la aplicación de los principios contables; a la vez, se constituye claramente como un puente entre ambas disciplinas, al partir de la información contable y prepararla para un tratamiento más “financiero”.

Por razones de extensión nos centraremos en dos modelos de entre todos los posibles, el propuesto por el PGC-07 (el Estado de Flujos de Efectivo –a partir de ahora, EFE–) y otro que consideramos especialmente interesante, al servir de base y mantener una coherencia absoluta con otros aspectos del análisis financiero (como es la valoración de proyectos de inversión y de financiación, o el estudio del coste de las distintas fuentes de fondos, entre otros).

El “Estado de Flujos de Efectivo” propuesto por el PGC-07

El modelo de estado de fuentes y empleos de fondos propuesto por nuestro plan de contabilidad se presenta en la figura 1. Su elaboración es obligada para todas aquellas empresas sujetas a la presentación del modelo normal de cuentas anuales, debiendo darse la información correspondiente al ejercicio en cuestión, y también al anterior. Como puede verse, el estado de flujos de efectivo (EFE) distingue tres grandes conceptos: el flujo de efectivo de las operaciones de explotación; el flujo de efectivo provocado por las actividades de inversión; y el flujo de efectivo asociado a las operaciones de financiación.

La interpretación de los conceptos mencionados es sencilla: así, en el flujo de efectivo de las actividades de explotación se calcula el impacto en tesorería de lo que podríamos asociar a “operaciones típicas” o “recurrentes”; efectivamente, el punto de partida es el beneficio antes de impuestos, sobre el que se realizan una serie de correcciones (suma de amortizaciones y resta de subvenciones traspasadas e resultados; suma de intereses y resta de resultados por enajenación de inmovilizados, así como de las diferencias de cambio; etc.), que pretenden llegar a un concepto que podemos identificar con el EBITDA (beneficio antes de amortizaciones, intereses e impuestos), es decir, la diferencia entre los ingresos y los costes operativos (relacionados con la gestión del activo) típicos (recurrentes) con desembolso (excluida la amortización y similares). Esta cifra podría interpretarse como el dinero que las actividades habituales generarían, si todo se cobrara y pagara al contado (de manera más general, si no fueran necesarias inversiones en fondo de maniobra). Al resultado obtenido se le restan los cambios en el capital corriente (es decir, el aumento en la parte del fondo de maniobra relacionado con las operaciones, lo que suele llamarse circulante neto operativo, calculado como diferencia entre clientes + existencias – acreedores comerciales), y otros flujos de explotación (impuesto sobre beneficios e intereses).

Figura 1. Estado de Flujos de Efectivo (EFE) propuesto por el PGC-07**A) FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE EXPLOTACIÓN**

1. Resultado del ejercicio antes de impuestos
2. Ajustes del resultado (amortizaciones e imputación de subvenciones; intereses)
3. Cambios en el capital corriente (clientes, existencias y acreedores no financieros)
4. Otros flujos de efectivo de las actividades de explotación (intereses e impuestos)

5. FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE EXPLOTACIÓN**B) FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE INVERSIÓN**

6. Pagos por inversiones
7. Cobros por desinversiones

8. FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE INVERSIÓN**C) FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE FINANCIACIÓN**

9. Cobros y pagos por instrumentos de patrimonio
10. Cobros y pagos por instrumentos de pasivo financiero
11. Pagos por dividendos y remuneraciones de otros instrumentos de patrimonio

12. FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE FINANCIACIÓN**D) EFECTO DE LAS VARIACIONES DE LOS TIPOS DE CAMBIO****E) AUMENTO / DISMINUCIÓN NETA DEL EFECTIVO O EQUIVALENTES (+/- 5 +/- 8 +/- 12 +/- D)**

Todavía más sencilla es la interpretación del segundo elemento, en el que simplemente se comparan los flujos positivos y negativos relacionados con el activo no corriente (es decir, se comparan los flujos positivos asociados a las desinversiones con los flujos negativos correspondientes a las nuevas inversiones). Su resultado neto puede interpretarse como el flujo de caja liberado (o exigido) por las operaciones de inversión.

Finalmente, el flujo de las actividades de financiación indica el dinero que ha entrado o salido de la empresa como consecuencia de su relación con los proveedores de fondos (los accionistas y los prestamistas –no comerciales–, tanto a largo como a corto plazo). Así, se comparan las entradas de fondos asociadas a las emisiones de capital y ventas de acciones propias o las peticiones de deuda financiera a largo o corto plazo, con las reducciones de capital y devoluciones de deuda y pago de dividendos.

La suma de los tres conceptos anteriores (con su signo), matizada en su caso por el efecto que pudieran haber provocado las diferencias de tipo de cambio, explicarían la variación que muestra el saldo de disponible de la empresa.

Así pues, y a diferencia de lo que ocurría en el Plan General de Contabilidad anterior, la perspectiva con la que se construye el estado de origen y aplicación de fondos es la del efecto que en la tesorería tienen las diferentes actividades y relaciones producidas en la empresa: todas ellas se contemplan desde la perspectiva del impacto que provocan en caja (recuérdese que el cuadro de financiación del PGC-90 analizaba el paso del balance inicial al final desde la perspectiva del fondo de maniobra).

De esta manera, el estado de flujos de efectivo se muestra como una muy interesante herramienta de análisis e interpretación de lo ocurrido en una empresa en un periodo concreto desde el punto de vista financiero. Sin embargo, el modelo expuesto tiene un pequeño problema (sencillo de resolver en cualquier caso, como veremos en el siguiente punto), al restar de los flujos de explotación los intereses de la deuda financiera, con lo que la cifra queda teñida de elementos que tienen que ver con la gestión del pasivo.

Una alternativa al Estado de Flujos de Efectivo (EFE) del PGC-07

En la figura 2 se presenta una metodología alternativa para la confección del estado de fuentes y empleos de fondos que consideramos de especial interés. Como puede verse, el planteamiento descansa sobre la base de tres conceptos fundamentales: la Tesorería de Inversión (TINV), la Tesorería de Fondos Ajenos a Largo Plazo (TFALP) y la Tesorería de Fondos Propios (TFP). La suma de estos tres elementos (con su signo) tiene necesariamente que ser igual a cero, lo cual no es indicativo de salud de la compañía, sino de mero equilibrio financiero: no es más que la manifestación de que las fuentes coinciden con los empleos de fondos durante un determinado periodo de tiempo. A continuación, desarrollaremos con algún mayor detalle la metodología propuesta, deteniéndonos en algunos aspectos relacionados con la obtención de las diferentes magnitudes, y tratando de resaltar y explicar algunos elementos que tienen que ver con la filosofía que inspira el modelo, con su intención y su utilidad práctica (para un mayor desarrollo puede consultarse el capítulo 3 del libro “Las decisiones financieras en la práctica”, de Fernando Gómez-Bezares, Desclée de Brouwer, 2002, 8ª edición).

Una primera idea a resaltar, que puede deducirse incluso de los propios nombres de sus elementos constituyentes, es que el planteamiento pone el énfasis en el concepto de “caja”, es decir, el hincapié se hace en el impacto que las diferentes actividades y relaciones empresariales tienen en la tesorería de la empresa (intención que comparte con el modelo de EFE de nuestro PGC actual, pero que constituía una diferencia clara con el cuadro de financiación del PGC-90, cuyo centro de atención era el fondo de maniobra).

Figura 2. Un modelo alternativo de Estado de origen y aplicación de fondos

| | |
|----------------------|---|
| $+ V_t$ | Ventas típicas |
| $- C_t$ | Costes operativos con desembolso |
| $- AM_t$ | Amortización |
| $= BAI_t$ | B° antes de intereses e impuestos |
| $\times (1-t)$ | Incidencia impositiva ($t =$ Tasa impositiva) |
| $= BAI_dI_t$ | B° antes de intereses y después de impuestos |
| $+ AM_t$ | Amortización |
| $+ GFO_t$ | Generación de fondos operativa |
| $+ VE_t$ | Ventas extraordinarias |
| $- VL_t$ | Valor en libros de los activos vendidos |
| $= RE_t$ | Resultados extraordinarios |
| $\times (1-t)$ | Incidencia impositiva |
| $= RE_dI_t$ | Rdos. extraordinarios después de impuestos |
| $+ VL_t$ | Valor en libros |
| $+ GFE_t$ | Generación de fondos extraordinaria |
| $+ AC_0$ | Activo circulante inicial |
| $- PC_0$ | Pasivo circulante inicial |
| $- AC_n$ | Activo circulante final |
| $+ PC_n$ | Pasivo circulante final |
| $- \Delta FM_t$ | Incremento en fondo de maniobra |
| $- INV_t$ | Inversión en activo fijo |
| $+ TINV_t$ | Flujo de Tesorería decisiones de inversión a largo plazo |
| $+ EFALP_t$ | Emisión de fondos ajenos a largo plazo |
| $- AFALP_t$ | Amortización de fondos ajenos a largo plazo |
| $+ I_t$ | Intereses de los fondos ajenos a largo plazo |
| $\times (1-t)$ | Incidencia impositiva |
| $- (1-t) \times I_t$ | Detracción de fondos por intereses |
| $+ TFALP_t$ | Flujo de Tesorería decisiones de financiación con fondos ajenos a largo plazo |
| $+ ECS_t$ | Emisiones de capital social |
| $- ACS_t$ | Amortizaciones de capital social |
| $- D_t$ | Dividendos |
| $+ TFP_t$ | Flujo de Tesorería decisiones de financiación con fondos propios |
| $= 0$ | $= 0$ |

Una segunda característica fundamental, que resulta totalmente coherente con los planteamientos de las modernas finanzas (y que más allá de matices puramente formales, constituye la diferencia más importante con el modelo propuesto por nuestro PGC-07), es la separación que se hace del análisis del activo y del pasivo de la empresa, lo que permite adoptar decisiones más adecuadas en ambos terrenos. Efectivamente, y tal como veremos en seguida, la

tesorería de inversión es el elemento que recoge los fondos generados exclusivamente por las operaciones de activo, con independencia de cómo se hayan financiado; mientras que las operaciones de pasivo se recogen en los otros dos conceptos, las tesorerías de fondos propios y de fondos ajenos a largo plazo. Más tarde veremos que ello implica que algunas cifras que aparecen en el planteamiento se alejan en algunos momentos de las que figuran en contabilidad (es el caso de los impuestos y de los intereses): es decir, de lo que se trata aquí es de obtener “cifras de gestión”, no meramente contables (aunque la información de partida sea la propia contabilidad).

Un tercer elemento a resaltar es la perspectiva del análisis. Como se verá, la tesorería de inversión va a referirse a sólo una parte del activo, la que tiene una mayor vocación de permanencia en el largo plazo, la constituida por el activo fijo y el fondo de maniobra (las “inversiones permanentes”); y por coherencia, el pasivo en el que nos vamos a centrar es también el de largo plazo, lo que suele llamarse “capitales permanentes” (compuestos por los fondos ajenos a largo plazo y los fondos propios). Lo anterior no significa otra cosa que poner el énfasis en el largo plazo, y tiene la ventaja de ser más fácilmente aplicable al análisis del futuro de la empresa. Efectivamente, es bastante habitual, cuando se hacen proyecciones a largo plazo, proyectar únicamente las inversiones y capitales permanentes, prescindiendo del nivel de detalle que exigiría determinar los valores de los componentes de activo y pasivo corrientes. Con todo, la adaptación a una perspectiva de corto plazo sería sencilla. Puede verse todo ello de una forma intuitiva en la figura 3. A continuación, comentaremos con algún mayor detalle los elementos que componen cada uno de los tres grandes conceptos.

Figura 3. Esquema de balance: perspectivas de corto y largo plazo

| VISION QUE INCLUYE EL CORTO PLAZO | | VISION DE LARGO PLAZO | |
|-----------------------------------|-----------------------------|-------------------------|-----------------------------|
| ACTIVO CIRCULANTE | PASIVO CIRCULANTE | | |
| AC | PC | | |
| | FONDOS AJENOS A LARGO PLAZO | FONDO DE MANIOBRA | FONDOS AJENOS A LARGO PLAZO |
| | FALP | FM | FALP |
| ACTIVO FIJO | FONDOS PROPIOS | ACTIVO FIJO | FONDOS PROPIOS |
| AF | FP | AF | FP |
| | | INVERSIONES PERMANENTES | CAPITALES PERMANENTES |

La tesorería de inversión (TINV) puede interpretarse como el dinero generado por el activo (permanente, en nuestro caso) después de haber atendido a sus propias necesidades, y con total independencia de la forma de financiarlo. Cuatro son los elementos que la componen: con signo normalmente positivo, la generación de fondos operativa (GFO) y la generación de fondos extraordinaria (GFE); y con signo normalmente negativo (aunque no siempre), las inversiones realizadas, tanto en fondo de maniobra (ΔFM), como en activo fijo (INV).

La generación de fondos operativa (GFO) recoge el importe generado en el ejercicio de las operaciones típicas, las que constituyen el objeto social de la empresa. Como puede verse, se parece mucho al concepto clásico de cash-flow, con la diferencia de que en nuestro caso el beneficio de partida no es el neto (como es habitual) sino el Beneficio Antes de Intereses y después de Impuestos (BAIdI). Este concepto tiene la virtud de ser el mismo para cualquier empresa con el mismo activo (e idéntica actividad), con independencia de cómo se decida financiarlo. Efectivamente, el BAIdI se calcula aplicando al Beneficio Antes de Intereses e Impuestos (BAII) el factor $(1-t)$, detrayéndose así los impuestos que cualquier empresa con el mismo activo habría tenido que pagar sin considerar ningún elemento relacionado con la financiación. Ello supone no tener en cuenta los intereses, ni tampoco el ahorro fiscal que provocan (al tratarse de un coste deducible de la base del impuesto de sociedades); y por tanto, los impuestos que se reconocen aquí pueden no coincidir con los verdaderamente pagados por la empresa (en la medida en que utilice fondos ajenos en su financiación y pague intereses por ellos; más tarde volveremos sobre ello). La razón de sumar la amortización (AM, epígrafe que debería incluir cualquier coste que no suponga desembolso para la empresa) es nuestra pretensión de superar el concepto de beneficio para intentar acercarnos al de caja. Así, la amortización debe restarse de cara al cálculo del BAII para tener en cuenta su efecto fiscal, pero debe sumarse después de considerado, ya que no supone una salida de fondos. De esta manera, GFO sería la caja generada por las operaciones típicas, supuesto que todo se cobrara y pagara al contado (o, de forma más general, suponiendo que no son necesarias inversiones en fondo de maniobra), y sin tener en cuenta la forma de financiar el activo.

La generación de fondos extraordinaria (GFE) pretende recoger el dinero generado por las operaciones no recurrentes, como por ejemplo, la liquidación de activos fijos. En la metodología presentada se está suponiendo que los beneficios extraordinarios derivados de este tipo de operaciones tributan de idéntica forma que cualquier otro beneficio, lo que no siempre es cierto: lo que se pretende con ello es simplemente resaltar el hecho de que deben considerarse los efectos fiscales asociados a este tipo de operación.

En lo que se refiere a las inversiones en fondo de maniobra, se trata de calcular el incremento producido en este concepto. En el caso de que sea positivo, es decir, si el saldo final es mayor que el inicial, se ha producido una inversión en fondo de maniobra, la propia operativa del negocio no ha sido capaz de financiar por la vía del pasivo corriente los incrementos de activo corriente requeridos por el negocio; y por tanto, ese incremento de fondo de maniobra debe restarse de cara a obtener la tesorería del activo. Finalmente, el concepto INV recoge los importes dedicados a la compra de activo fijo (no corriente); en condiciones simplificadas podemos asociarlo al aumento de inmovilizado bruto en el caso de que no se hubieran producido ventas por este concepto.

Por el lado del pasivo (permanente en nuestro caso), las tesorerías de fondos ajenos a largo plazo (TFALP) y propios (TFP) recogen los importes que se han producido, en términos netos, como consecuencia de la relación de la empresa con los proveedores de fondos. Así, en la TFALP figuran los tres conceptos por los que pueden producirse intercambios de fondos entre prestamistas y empresa: EFALP, por la petición de fondos; AFALP, por la amortización o devolución de principal; y $Ix(1-t)$, los intereses pagados, minorados por el ahorro fiscal que provoca su pago, y que no había sido tenido en cuenta en la TINV (se consigue así eliminar el “error” cometido entonces en el cálculo de GFO, concretamente en el paso de BAI a BAIdI, y que en realidad es sólo una asignación del ahorro fiscal a aquél que lo ha provocado).

Para terminar, la TFP recoge también los tres conceptos por los que se produce flujo de dinero entre accionistas y empresa: ECS, que recoge el dinero pedido a los accionistas; ACS, que recogería las amortizaciones o reducciones de capital social; y finalmente, los dividendos repartidos (D), independientemente de que se paguen con cargo al beneficio del año o a reservas de años anteriores.

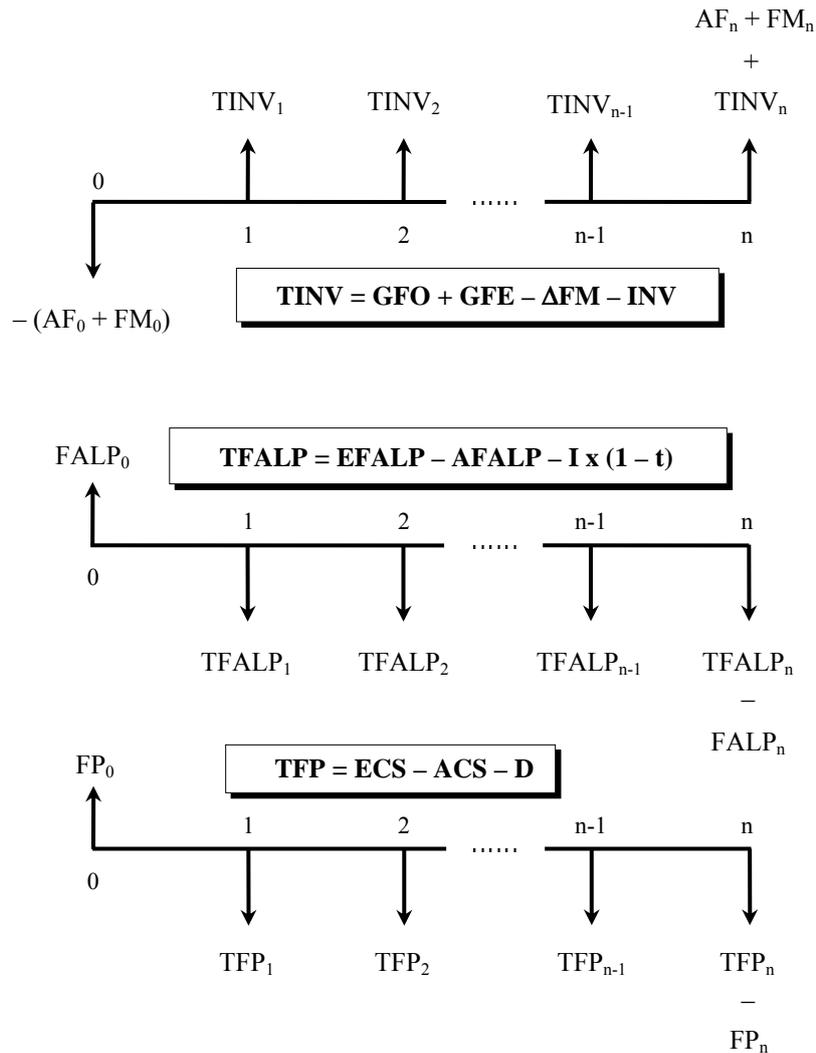
Visto lo anterior, es evidente que la suma de las tres tesorerías (TINV, TFALP y TFP) tiene necesariamente que ser igual a cero. Efectivamente, si el activo ha generado dinero por encima de sus necesidades ($TINV > 0$), ese importe excedentario se habrá dedicado a devolver y/o retribuir a los proveedores de fondos; y en el caso de que el activo no haya sido capaz por sí mismo de atender sus propias necesidades ($TINV < 0$), alguien habrá tenido que poner el dinero correspondiente, los proveedores de fondos propios, los ajenos, o una mezcla de ambos.

Como puede verse, la información que proporciona este esquema simplificado es similar a la que reporta el estado de flujos de efectivo propuesto por el PGC-07, radicando las principales diferencias en la forma de agrupar los distintos conceptos. La ventaja fundamental de la alternativa propuesta radica a nuestro juicio en que la separación entre inversión y financiación permite ligar esta herramienta de análisis de lo ocurrido en un año concreto con los instrumentos de valoración de empresas y de proyectos de inversión y los de cálculo del coste de los fondos y del interés de proyectos de financiación. Efectivamente, si la ecuación del equilibrio financiero se cumple para un ejercicio, deberá cumplirse también para todos los demás, por lo que si contamos con información referida al futuro de la empresa podríamos obtener los llamados “perfiles de fondos”, tanto de la inversión, como de los fondos ajenos y propios. El perfil de fondos es una herramienta fundamental del análisis financiero, y nos indica con flechas hacia arriba entradas de fondos, y con flechas hacia abajo salidas. Aplicando la metodología propuesta a un determinado horizonte temporal llegaríamos a la figura 4, en la que se presentan los perfiles de inversión y financiación y su encaje. Baste decir que en el momento “cero” aparecerían en TINV como salida la suma de los saldos de inmovilizado y de fondo de maniobra; y en el último año, aparecería como entrada el valor correspondiente al balance final. En TFALP aparece como entrada el saldo inicial en el momento cero, y como salida del año “n” el saldo final; y lo mismo ocurre con la TFP.

Lo anterior permite, entre otras cosas, calcular la rentabilidad financiera esperada por el activo, que será la que éste es capaz de dar al conjunto del pasivo, y que puede descomponerse en la que corresponderá a los fondos ajenos y la que tendrán los fondos propios. De manera complementaria, sustituyendo los valores liquidativos (que se han presentado a valor contable)

por los de mercado, y determinando la rentabilidad exigible en función del riesgo asumido, puede calcularse el precio que podría pagarse por la empresa.

Figura 4. Representación y encaje de los Perfiles de TINV, TFALP y TFP



Como herramienta de análisis de lo ocurrido en un determinado periodo, el esquema propuesto permite analizar separadamente lo que tiene que ver con la inversión y lo relativo a la financiación, distinguiendo claramente la aportación de las diferentes actividades. Permite discernir si una tesorería de inversión baja ha podido deberse a la mala suerte, a que la empresa está creciendo o simplemente a que la actividad típica de la empresa no está dando los frutos deseados. Permite también analizar la capacidad de la compañía para atender sus obligaciones

con los proveedores de fondos, poniendo de manifiesto elementos cuando menos curiosos, como los repartos de dividendos pagados con ampliaciones de capital. Y puede servir de base para otros análisis complementarios (mediante ratios, tratando de determinar rotaciones de activos, plazos de cobros y pagos, etc.).

A modo de conclusión

El estado de fuentes y empleos de fondos (el estado de flujos de efectivo, en lenguaje del Plan General de Contabilidad de 2007 vigente en la actualidad) se muestra como una interesante, imprescindible casi, herramienta del análisis financiero. Partiendo de la información proporcionada por la contabilidad, permite explicar el paso de un balance inicial a otro balance final, es decir, las fuentes y empleos de fondos producidas a lo largo de un periodo concreto de tiempo. Dependiendo de cómo agrupemos la información de partida, la presentación del estado de origen y aplicación de fondos puede ser muy variada, siendo el objetivo del análisis, así como el destinatario de la información, los que determinan el interés de optar por una u otra forma de presentación.

De entre todas las formas posibles, hemos presentado una que consideramos de especial interés, por su coherencia con otros objetivos del análisis financiero. Así, la separación de los flujos de caja generados por operaciones de activo de aquellos que se corresponden con el pasivo permite analizar rentabilidades de activos y costes de pasivos. También se constituye como una herramienta fundamental en la valoración de activos y de empresas.