

EL ESTADO DE FUENTES Y EMPLEOS DE FONDOS COMO HERRAMIENTA DE ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO: UNA PROPUESTA ADAPTADA AL NUEVO PGC–2007

por Javier Santibáñez y Amaia Apraiz¹

Publicado en el *Boletín de Estudios Económicos*, nº 208, Abril, 2.013, págs. 89-122

1. INTRODUCCIÓN

La publicación del nuevo Plan General de Contabilidad en el Boletín Oficial del Estado en noviembre de 2007 introducía algunas novedades de cierta importancia en nuestra forma de concebir la información financiera a presentar por parte de las empresas. La intención de la reforma es clara: tratar de acercar la información financiera de nuestras empresas a la utilizada en otros países del entorno, lo que suponía cambiar en parte algunos elementos de nuestra mentalidad tradicional. Mucho se ha escrito sobre el tema, tanto en los años previos, como con posterioridad a la entrada en vigor del nuevo Plan².

Así, y entre los aspectos más visibles en una primera aproximación, se añade un estado financiero nuevo, el de cambios en el patrimonio neto, y se sustituye el anterior Cuadro de financiación por el nuevo Estado de flujos de efectivo (a partir de ahora, EFE).

¹ Queremos agradecer a Fernando Gómez-Bezares y a Estíbaliz Goicoechea sus interesantes comentarios al texto original. Cualquier error u omisión es responsabilidad exclusiva de los autores.

² En un artículo anterior, publicado en el Boletín de Estudios Económicos (Santibáñez, 2010), nos referíamos a la diferente relevancia que se da en el nuevo Plan a todo lo relacionado con el proceso de valoración, con la aparición de nuevos criterios (como el valor razonable) y las consecuencias que todo ello acarrea en la forma de aplicar principios contables clásicos, como el de prudencia, por lo que no vamos a referirnos aquí a este tema.

Centrándonos en este último, debemos decir que el cambio ha supuesto una buena noticia desde el punto de vista del análisis financiero, en el sentido de que el nuevo estado, coherente con el propuesto por las Normas Internacionales de Contabilidad, se adapta mejor a las tendencias de la Teoría financiera moderna, y permite engarzar de manera sencilla con la metodología necesaria para realizar los procesos de análisis del interés de proyectos de inversión y financiación, así como de valoración de la propia empresa (mediante técnicas basadas en el descuento de flujos de caja). Y es que, como veremos enseguida, la información que aparece en el nuevo EFE es en esencia la misma que la que ofrecía el Cuadro de financiación (como no podría ser de otro modo, al tratarse siempre de estados de origen y aplicación de fondos, que en último término no son otra cosa que la explicación de cómo se ha pasado de un balance inicial al balance final); pero la forma en que se estructura la información en el nuevo modelo permite entender y analizar todo lo ocurrido en el ejercicio económico desde el punto de vista de su impacto en la tesorería de la empresa, aspecto fundamental en Finanzas (que deben su razón de ser como algo separado del resto de la Economía precisamente a la propia existencia del concepto de “valor del dinero en el tiempo”). Es por ello que la información que en él aparece queda mejor preparada para cualquier tratamiento financiero³.

Con todo, y a pesar de tratarse de un avance positivo, cabe realizar algunas matizaciones al nuevo modelo. En este artículo trataremos de presentar de una manera sencilla, alcanzable también para no expertos que estén dispuesto a realizar un cierto esfuerzo, la intención del EFE y la forma en que estructura la información, relacionándolo con el concepto de cash-flow en sus diferentes acepciones, así como con otros posibles modelos de estado de origen y aplicación de fondos (tales como el ya mencionado Cuadro de financiación o el propuesto por Fernando Gómez-Bezares en su libro *Elementos de Finanzas Corporativas* –Gómez-Bezares, 2012–, y sobre el que hemos venido trabajando en los últimos veinticinco años en el Departamento de Finanzas de la Universidad Comercial de Deusto). Todo ello de la manera más intuitiva posible, y sobre la base de un ejemplo muy sencillo, que utilizaremos para definir conceptos e interpretarlos de una manera clara y sencilla.

La estructura del artículo es la siguiente: tras este primer apartado introductorio, en un segundo apartado trataremos de realizar una aproximación intuitiva a lo que es y lo que pretende un estado de origen y aplicación (o de fuentes y empleos) de fondos, partiendo del modelo más sencillo posible (el que constata la igualdad entre los incrementos registrados en el activo y el pasivo de dos balances de una empresa); en él, se definirán también distintas acepciones posibles del término cash-flow, en un intento de allanar el camino para la presentación del estado de fuentes y empleos de fondos propuesto por el PGC vigente. En un tercer apartado se presentará brevemente el modelo de estado de fuentes y empleos propuesto por el plan anterior, el llamado “cuadro de financiación”. En el cuarto apartado se presentará el modelo propuesto por el PGC-2007, el “estado de flujos de efectivo”. En el quinto, se presentará una alternativa mejorada, y se mostrarán los parecidos (muchos) y diferencias (pocas) entre ambos, y se constatará la facilidad con la que pueden conciliarse ambas aproximaciones. Un sexto apartado se dedicará a realizar una propuesta sencilla para adaptar el modelo planteado por nosotros a la estructura de cuentas anuales del PGC vigente. Para terminar con un séptimo apartado en el que se mostrarán algunas conclusiones.

³ Un trabajo interesante que estudia el paso del “Cuadro de financiación” propuesto por el PGC-1990 al “Estado de Flujos de Efectivo” del PGC-2007 puede encontrarse en Ortega, 2010.

En todo el artículo, el “hilo conductor” será un ejemplo sencillo, en el que se mostrarán los estados financieros (con un elevado nivel de agregación) correspondientes a una empresa al principio y final de un ejercicio contable, y que servirá para ir viendo cómo se van formando los distintos conceptos y modelos que van presentándose.

Creemos importante señalar que, por razones obvias de extensión, no se realizará un “ajuste fino” en lo que se refiere a la aplicación del modelo propuesto por nosotros, considerando la multitud de casuísticas y particularidades que pueden ponerse de manifiesto en la realidad. Muchas son las matizaciones a realizar a lo aquí expuesto, y siempre será necesaria la conveniente adaptación de las herramientas a cada situación concreta. Lo que se pretende presentar es sólo una aproximación general, dejando para trabajos posteriores la discusión de matices y la profundización en la propuesta general aquí planteada.

2. UNA APROXIMACIÓN INTUITIVA A LOS ESTADOS DE FUENTES Y EMPLEOS DE FONDOS

Supongamos una empresa que presenta, a 31 de diciembre de 2011, los estados financieros básicos (balance y cuenta de resultados) correspondientes al último ejercicio contable que se muestran en la figura 1.

Figura 1

Balances de situación inicial y final

		ACTIVO	2010	2011
Activo corriente	Disponibles		225.000	258.000
	Clientes		2.250.000	2.500.000
	Existencias		225.000	250.000
Activo no corriente	Inmovilizado bruto		6.000.000	8.400.000
	- Amortización acumulada		-1.800.000	-2.100.000
		TOTAL ACTIVO	6.900.000	9.308.000
		PASIVO	2010	2011
Pasivo corriente	Acreedores		540.000	600.000
Pasivo no corriente	Deuda a largo plazo		1.500.000	2.100.000
	Resultado del ejercicio		1.260.000	1.400.000
Patrimonio neto	Reservas		600.000	1.608.000
	Capital		3.000.000	3.600.000
		TOTAL PASIVO	6.900.000	9.308.000

Cuenta de resultados del ejercicio

	Concepto PyG	2011
Ingresos por ventas	+ Ventas	10.000.000
Costes operativos con desembolso	- Aprovisionamientos	-3.000.000
	- Coste de personal	-3.610.000
	- Servicios exteriores	-1.000.000
Costes operativos sin desembolso	- Amortización Inmovilizado	-300.000
Costes financieros	- Intereses	-90.000
	= Beneficio antes de impuestos	2.000.000
	- Impuesto sobre beneficios (30%)	-600.000
	= Beneficio neto	1.400.000

Como puede verse, se trata de unos estados financieros extraordinariamente sencillos, con un alto nivel de agregación, pero que incorporan los principales conceptos que aparecen en prácticamente cualquier empresa. A los efectos de un más sencillo tratamiento posterior de la información, definiremos la nomenclatura que se presenta en la figura 2 en relación a la cuenta de resultados.

Figura 2

	Concepto PyG	2011
V	+ Ventas	10.000.000
C	- Costes operativos con desembolso	-7.610.000
AM	- Amortización	-300.000
I	- Intereses	-90.000
BAI	= Beneficio antes de impuestos	2.000.000
IS	- Impuesto sobre beneficios (30%)	-600.000
BN	= Beneficio neto	1.400.000

Podemos también extraer algunas conclusiones sencillas, que se derivan de la simple observación de los estados financieros presentados:

- Se ha obtenido un beneficio positivo importante, que se explica por la diferencia entre unos ingresos por ventas de 10 millones, a los que hay que restar unos costes

operativos con desembolso (aprovisionamientos, personal y servicios exteriores) que suponen 7.610.000 euros, y que dejarían un EBITDA (beneficio antes de intereses, impuestos y amortizaciones) de 2.390.000 euros; se ha reconocido también una depreciación del inmovilizado (amortización) de 300.000 euros (que representan un 5% sobre el inmovilizado bruto inicial) y unos gastos financieros por el disfrute del préstamo a largo plazo de 90.000 euros (que suponen un 6% sobre el saldo que aparece en el balance de partida). Finalmente, el impuesto de sociedades devengado representa un 30% sobre la base imponible; todo lo cual explica el saldo positivo de 1.400.000 euros que aparece en la cuenta de PyG correspondiente al ejercicio.

- El inmovilizado bruto ha crecido en 2.400.000 euros (la diferencia entre los saldos brutos final e inicial). Dado que no aparece en la cuenta de PyG ningún ingreso que pueda entenderse como asociado a una eventual liquidación de inmovilizados, unido al hecho de que la variación registrada en la amortización acumulada coincide exactamente con el deterioro reconocido en la mencionada cuenta de PyG, no hay razones para pensar que se haya producido liquidación alguna en este concepto, por lo que el aumento apuntado coincidiría con la inversión realizada (es decir, con el precio de las instalaciones adquiridas).
- Se han producido inversiones positivas en todos los conceptos de circulantes: aumentan el Disponible, los saldos pendientes de cobro a clientes y las existencias; y también los saldos pendientes de pago a acreedores. Todo ello, junto con la constatación de que el beneficio obtenido es superior al correspondiente al ejercicio anterior, sugeriría que nos encontramos ante una empresa con ligero crecimiento (aunque, evidentemente, los efectos apuntados podrían también deberse simplemente a la inflación).
- En lo que se refiere a las relaciones de la empresa con sus proveedores de fondos a largo plazo, se constata una ampliación neta de Capital por valor de 600.000 euros, así como un aumento de la deuda a largo plazo por idéntico importe. Asimismo, el incremento de las Reservas por un importe de 1.008.000 euros, frente al saldo de PyG del ejercicio anterior, que arrojaba un total de 1.260.000, sugieren el pago de un dividendo de 252.000 euros (la diferencia entre las dos cifras anteriormente apuntadas, 1.260.000 – 1.008.000).
- Por último, simplemente señalamos la importante diferencia entre el beneficio generado en el ejercicio (1.400.000) frente al incremento de Disponible (que se reduce a 33.000 euros). Y se constata, no tanto porque resulte sorprendente, sino porque de alguna manera, y tal como veremos más tarde, el estado de flujos de efectivo puede entenderse como una explicación de dicha diferencia (en la medida en que parte del beneficio para llegar a la caja generada).

Recordemos ahora que el balance nos proporciona siempre una visión estática de la situación patrimonial y financiera de la empresa: suele decirse que el balance es una “fotografía” de dicha situación; y es precisamente el estado de fuentes y empleos de fondos el que trata de explicar cómo se pasa del balance inicial al final, de una fotografía a otra. Efectivamente, cualquier

estado de fuentes y empleos (o de origen y aplicación) de fondos (a partir de ahora, EOAF), encierra, en último término, la simple constatación de que, supuesto balances inicial y final convenientemente cuadrado (suma de activo igual a suma de pasivo; condición que debe cumplirse siempre en contabilidad de partida doble), el incremento de pasivo (fuentes de fondos) coincide necesariamente con el aumento registrado en el activo (empleos de fondos).

Así pues, cualquier EOAF se construye en realidad a partir de la información que presentamos en la figura 3. Como puede verse, este rudimentario estado de origen y aplicación de fondos indica algo tan sencillo como que el aumento experimentado en las diferentes partidas de activo (es decir, el aumento de “empleos” de fondos) ha sido posible gracias al incremento por idéntico importe en el conjunto de partidas que aparecen en el pasivo (las fuentes). Y los distintos modelos posibles de EOAF difieren simplemente en la forma en que vayan agrupándose los diferentes incrementos constatados.

Figura 3

ACTIVO	2010	2011	Diferencia	
Disponible	225.000	258.000	33.000	} Incremento de los Empleos de fondos
Clientes	2.250.000	2.500.000	250.000	
Existencias	225.000	250.000	25.000	
Inmovilizado bruto	6.000.000	8.400.000	2.400.000	
- Amortización acumulada	-1.800.000	-2.100.000	-300.000	
TOTAL ACTIVO	6.900.000	9.308.000	2.408.000	
PASIVO	2010	2011	Diferencia	
Acreedores	540.000	600.000	60.000	} Incremento de las Fuentes de fondos
Deuda a largo plazo	1.500.000	2.100.000	600.000	
Resultado del ejercicio	1.260.000	1.400.000	140.000	
Reservas	600.000	1.608.000	1.008.000	
Capital	3.000.000	3.600.000	600.000	
TOTAL PASIVO	6.900.000	9.308.000	2.408.000	

Un elemento que nos interesa particularmente que aparezca en el pasivo (las fuentes) es el beneficio del ejercicio (lo que nos permitirá posteriormente tratar de conectar este concepto con la caja generada). Como puede observarse, en este momento lo que aparece asociado a cada epígrafe es el incremento, la variación experimentada en el ejercicio (como diferencia entre el saldo final y el inicial). Pero, por otro lado, en condiciones normales podemos asociar el incremento de reservas a la parte del beneficio generado en el ejercicio anterior que no se ha repartido en forma de dividendo. Si esto es así, podemos poner:

$$\Delta \text{Resultado} + \Delta \text{Reservas} = (\text{Resultado}_i - \text{Resultado}_{i-1}) + (\text{Resultado}_{i-1} - \text{Dividendo})$$

Así pues, la diferencia entre los saldos final e inicial de los conceptos (Resultado + Reservas) puede descomponerse en otros dos elementos: Resultado del ejercicio 2011 – Dividendo pagado, tal como presentamos en la figura 4 (en la que identificamos también el aumento de amortización acumulada con la depreciación reconocida en PyG).

Figura 4

ACTIVO	Δ = Empleos		ACTIVO	Δ Empleos
Δ Disponible	33.000	}	Δ Disponible	33.000
Δ Clientes	250.000		Δ Clientes	250.000
Δ Existencias	25.000		Δ Existencias	25.000
Δ Inmovilizado bruto	2.400.000		Δ Inmovilizado bruto	2.400.000
- Δ Amortización acumulada	-300.000		- Amortización 2011	-300.000
TOTAL Δ ACTIVO	2.408.000		TOTAL Δ EMPLEOS	2.408.000

PASIVO	Δ = Fuentes		PASIVO	Δ Fuentes
Δ Acreedores	60.000	}	Δ Acreedores	60.000
Δ Deuda a largo plazo	600.000		Δ Deuda a largo plazo	600.000
Δ Resultado del ejercicio	140.000		Beneficio neto 2011	1.400.000
Δ Reservas	1.008.000		- Dividendo pagado	-252.000
Δ Capital	600.000		Δ Capital	600.000
TOTAL Δ PASIVO	2.408.000		TOTAL Δ FUENTES	2.408.000

Paso nº 1

➔

Paso nº 2

En este punto, estamos en disposición de conectar el incremento de caja con el beneficio generado en el ejercicio, sobre la base de la información que aparece en nuestro sencillo EOAF. Para ello, definamos con carácter previo algunos conceptos de cash-flow particularmente interesantes⁴:

$$\mathbf{CF (1) = Beneficio\ neto + Amortización = BN + AM = (V - C - AM - I - IS) + AM}$$

Es la acepción más habitual del término cash-flow. Intenta acercar el concepto beneficio a la caja generada, sumando un coste, la amortización, que debe ser tenido en cuenta en su cálculo (para respetar la lógica y necesaria correlación de ingresos y gastos, es decir, la exigencia de comparar los ingresos con los gastos “necesarios” para obtenerlos; además de considerar su efecto fiscal), pero que no afecta (al menos directamente) a la tesorería de la empresa.

$$\mathbf{CF (2) = CF (1) - Inversión\ en\ Circulante\ Neto\ Operativo = (V - C - I - IS) - \Delta CNO}$$

Es lo que suele llamarse “cash-flow generado por las operaciones típicas”. Lo que pretende es superar los problemas que desde el punto de vista del impacto en caja provoca la aplicación del

⁴ La definición de las distintas acepciones de cash-flow puede encontrarse, por ejemplo, en Gómez-Bezares (2012, pág. 91).

principio de devengo (deudores y acreedores), así como del criterio de correlación de ingresos y gastos (existencias). Así, el principio de devengo obliga a comparar ingresos y gastos, y no cobros y pagos; por lo tanto, la cifra de ventas no necesariamente se corresponde con el concepto de “cobros por ventas”, ni los costes con desembolso con los “pagos por costes con desembolso”. Por otro lado, puede ocurrir que una parte de las existencias compradas no se hayan convertido en “gasto” del ejercicio, sino que sean “inversión” (un mayor saldo en el almacén al término del ejercicio). Todo ello exige la corrección de CF (1) con la inversión realizada en Circulante Neto Operativo (CNO), tal como se muestra a continuación:

$$\begin{aligned} \text{Cobros por operaciones} &= \text{Ventas} + \text{Clientes inicial} - \text{Clientes final} = \\ &= V - \Delta\text{Clientes} \\ \\ \text{Pagos por operaciones} &= \text{Costes con desembolso (incluye IS)} + \text{Acreedores inicial} \\ &- \text{Acreedores final} + \text{Variación existencias} \\ &= C + I + \text{IS} - \Delta\text{Acreedores} + \Delta\text{Existencias} \\ \\ \text{Cobros netos operaciones} &= (V - \Delta\text{Clientes}) - (C + I + \text{IS} - \Delta\text{Acreedores} + \Delta\text{Existencias}) \end{aligned}$$

y reagrupando términos:

$$\begin{aligned} \text{Cobros netos operaciones} &= (V - C - I - \text{IS}) - (\Delta\text{ Clientes} - \Delta\text{ Acreedores} + \Delta\text{ Existencias}) \\ &= (V - C - I - \text{IS}) - \Delta\text{ CNO} \end{aligned}$$

$$\text{CF (3)} = \text{CF (2)} - \text{Inversiones en inmovilizado} = (V - C - I - \text{IS}) - \Delta\text{CNO} - \text{INV}$$

Es lo que algunos denominan “excedente de autofinanciación”. Simplemente supone restar del concepto de flujo de caja anterior las inversiones (netas) que la empresa haya tenido que realizar en el inmovilizado (y que hemos denominado INV).

$$\begin{aligned} \text{CF (4)} &= \text{CF (3)} + \text{Aumento neto de Deuda financiera y Patrimonio neto (excluido BN)} \\ &= (V - C - I - \text{IS}) - \Delta\text{CNO} - \text{INV} + \Delta\text{CP}^* \end{aligned}$$

Considera, con su signo, el dinero que se ha generado como consecuencia de la relación de la empresa con sus proveedores de fondos (a largo y a corto plazo). Así, aparecerán con signo positivo las peticiones de préstamos o las ampliaciones de capital, y con signo negativo las devoluciones de principal de préstamos, las reducciones de capital y los pagos de dividendos (los intereses aparecen restando, como se recordará, en el concepto de beneficio). Es decir, que la corrección propuesta supone sumar la variación en los “capitales permanentes” que no se deba al beneficio del ejercicio (el cual está ya considerado en CF (1)) y los cambios netos en la deuda financiera a corto plazo (es lo que hemos denominado ΔCP^*).

Como puede verse, y comprobaremos posteriormente en nuestro sencillo ejemplo, hemos ido definiendo una serie de conceptos de “flujo de caja” que suponen incorporar progresivamente los

distintos elementos de la actividad empresarial que afectan a la tesorería, en lo que puede considerarse como un “viaje desde el beneficio a la caja”, pasando por todos los elementos de balance, y desde la perspectiva de su impacto en la tesorería. Pero continuemos trabajando sobre nuestro ejemplo. Como puede comprobar el lector, en el paso 2 de la figura 4 aparecían dos elementos con signo negativo, uno en los empleos y otro en las fuentes. Dado que desde el punto de vista de impacto en caja provoca el mismo efecto un aumento en las fuentes que una disminución en los empleos (más caja), y tiene también idénticas consecuencias una disminución en las fuentes o un aumento en los empleos (menos caja), podemos “pasar” cualquier elemento de un sitio al otro del EOAF, simplemente cambiándole de signo. Así, en el paso 3 de la figura 5 trasladamos la amortización desde los empleos a las fuentes; y en el paso 4, el aumento de acreedores desde las fuentes a los empleos.

Figura 5

	Δ Empleos		Δ Empleos
Δ Disponible	33.000		33.000
Δ Clientes	250.000		250.000
Δ Existencias	25.000		25.000
Δ Inmovilizado bruto	2.400.000		2.400.000
TOTAL Δ EMPLEOS	2.708.000		2.648.000

	Δ Fuentes		Δ Fuentes
Δ Acreedores	60.000		
Δ Deuda a largo plazo	600.000		600.000
Beneficio neto 2011	1.400.000		1.400.000
Amortización 2011	300.000		300.000
Δ Capital	600.000		600.000
- Dividendo pagado	-252.000		-252.000
TOTAL Δ FUENTES	2.708.000		2.648.000

	Δ Empleos		Δ Empleos
Δ Disponible	33.000		33.000
Δ Clientes	250.000		250.000
Δ Existencias	25.000		25.000
- Δ Acreedores	-60.000		
Δ Inmovilizado bruto	2.400.000		2.400.000
TOTAL Δ EMPLEOS	2.648.000		2.648.000

	Δ Fuentes		Δ Fuentes
Δ Deuda a largo plazo	600.000		600.000
Beneficio neto 2011	1.400.000		1.400.000
Amortización 2011	300.000		300.000
Δ Capital	600.000		600.000
- Dividendo pagado	-252.000		-252.000
TOTAL Δ FUENTES	2.648.000		2.648.000

Paso nº 3

Paso nº 4

En este momento, y como puede comprobar el lector, el estado de fuentes y empleos podría “leerse” de la siguiente forma: en el ejercicio, las actividades propias del negocio han arrojado un beneficio que, sumada la amortización (que no supone desembolso alguno), ha generado $1.400.000 + 300.000 = 1.700.000$ euros; esto, junto con las aportaciones de los socios (netas del dividendo pagado, $600.000 - 252.000$) y de los prestamistas a largo plazo (600.000), ha permitido incurrir en aumentos en todos los activos corrientes (disponible, clientes y existencias; una parte de los cuales se hace con el concurso de un aumento en la cifra de acreedores), y en el inmovilizado.

Podemos agrupar los distintos elementos de activo y pasivo corrientes no financieros (excluida siempre la tesorería, que es lo que pretendemos explicar) en un concepto que suele denominarse Circulante Neto Operativo (CNO; muy similar al fondo de maniobra, salvo por el hecho de que sólo incluye los circulantes operativos, excluida siempre la tesorería), tal como se

presenta en el paso 5 de la figura 6; y trasladar todos los conceptos de empleo que no sean Disponible a la parte de las fuentes (siempre con el signo que corresponda; es lo que se hace en el paso nº 6 de la citada figura 6).

Figura 6

	Δ Empleos		Δ Empleos
Δ Disponible	33.000	Δ Disponible	33.000
Δ CNO	215.000	TOTAL Δ EMPLEOS	33.000
Δ Inmovilizado bruto	2.400.000		
TOTAL Δ EMPLEOS	2.648.000		

	Δ Fuentes		Δ Fuentes
Δ Deuda a largo plazo	600.000	Beneficio neto 2011	1.400.000
Beneficio neto 2011	1.400.000	Amortización 2011	300.000
Amortización 2011	300.000	- Δ CNO	-215.000
Δ Capital	600.000	- Δ Inmovilizado bruto	-2.400.000
- Dividendo pagado	-252.000	Δ Deuda a largo plazo	600.000
TOTAL Δ FUENTES	2.648.000	Δ Capital	600.000
		- Dividendo pagado	-252.000
		TOTAL Δ FUENTES	33.000

Paso nº 5
Paso nº 6

En este punto, nos encontramos ante las definiciones de cash-flow que apuntábamos anteriormente, tal como puede comprobarse en la figura 7, cuyos resultados pueden leerse de la siguiente forma: el ejercicio de las operaciones habituales ha generado un total de 1.700.000 euros (el cash-flow 1, beneficio más amortización), de los que ha sido necesario dedicar 215.000 a financiar el aumento de activo circulante que la propia operativa no ha sido capaz de financiar por sí misma (lo que supone un cash-flow 2, o generado por las operaciones típicas de 1.485.000 euros). El activo inmovilizado ha requerido una inversión adicional de 2.400.000, lo que supone que el activo no ha sido capaz de generar el dinero suficiente para atender a sus propias necesidades: ha sido necesario recurrir a los proveedores de fondos ajenos a largo plazo (que han aportado 600.000 euros) y a los accionistas (que en términos netos han puesto otros 348.000 euros) para poder hacer frente a la situación. Y dado que dichas aportaciones superan la necesidad neta planteada por el activo a la que nos referíamos anteriormente, se ha conseguido un incremento de tesorería por valor de 33.000 euros (600.000 + 348.000 – 915.000).

Figura 7

	Δ Fuentes	
Beneficio neto 2011	1.400.000	
+ Amortización 2011	300.000	
- Δ CNO	-215.000	→ Cash-flow (1) = 1.700.000
- Δ Activo fijo bruto	-2.400.000	→ Cash-flow (2) = 1.485.000
+ Δ Deuda a largo plazo	600.000	→ Cash-flow (3) = - 915.000
+ Δ Capital	600.000	
- Dividendo pagado	-252.000	
TOTAL Δ FUENTES	33.000	→ Cash-flow (4) = 33.000

	Δ Empleos
+ Δ Caja	33.000
TOTAL Δ EMPLEOS	33.000

CF (1) = BN+AM
CF (2) = BN+AM- Δ CNO
CF (3) = BN+AM- Δ CNO-INV
CF (4) = BN+AM- Δ CNO-INV+ Δ CP*

3. EL CUADRO DE FINANCIACIÓN PROPUESTO POR EL PGC-1990

Otra forma alternativa de agrupar los incrementos constatados en la situación de partida (figura 3) es la que planteaba el Plan General de Contabilidad de 1990 recientemente sustituido. Efectivamente, el Cuadro de financiación proponía explicar la variación del fondo de maniobra desde la doble perspectiva del corto y el largo plazo, constatando, por un lado, la diferencia entre las variaciones producidas en capitales permanentes e inmovilizado neto; y por otra, los cambios experimentados en los activos y pasivos circulantes (corrientes). Puede verse todo ello en las figuras 8 y 9.

No hay mucho que comentar al respecto. Como puede verse de una manera intuitiva en la figura 8, se trata simplemente de explicar el incremento experimentado en el fondo de maniobra desde las dos perspectivas apuntadas, el largo y el corto plazo. Así, en la primera parte del cuadro presentado en la figura 9 aparecen como orígenes (de fondo de maniobra) los aumentos en capitales permanentes (incluido el resultado del ejercicio) y las disminuciones de inmovilizado; mientras que figuran como aplicaciones las disminuciones de capitales permanentes y las inversiones en inmovilizado. Y en el segundo cuerpo de la citada figura, se presentan los cambios producidos en activo y pasivo circulantes, y que justifican la variación en fondo de maniobra (coincidente, como no puede ser de otro modo, con la cifra obtenida en la primera parte).

Figura 8

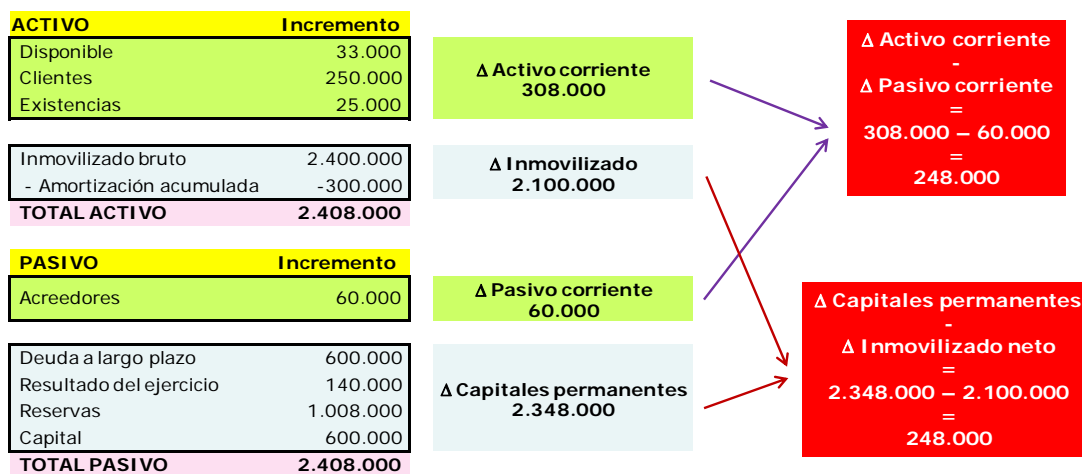


Figura 9

ORÍGENES	2011
1 Recursos procedentes de las operaciones (BN típico + AM)	1.700.000
2 Aportaciones de accionistas	600.000
3 Subvenciones de capital	0
4 Deudas a largo plazo (emisiones)	600.000
5 Enajenación de inmovilizado	0
6 Enajenación de acciones propias	0
7 Cancelación anticipada o traspaso a c/p de inmovilizado financiero	0
TOTAL ORÍGENES	2.900.000

APLICACIONES	2011
1 Recursos aplicados en las operaciones	0
2 Gastos de establecimiento y formalización de deudas	0
3 Adquisiciones de inmovilizado	2.400.000
4 Adquisición de acciones propias	0
5 Reducciones de capital	0
6 Dividendos	252.000
7 Cancelación o traspaso a corto de deuda a largo	0
8 Provisiones para riesgos y gastos	0
TOTAL APLICACIONES	2.652.000

EXCESO ORÍGENES s/ APLICACIONES (ΔFM)	248.000
--	----------------

VARIACIÓN DEL CAPITAL CIRCULANTE	2011
1 Δ Accionistas por desembolsos exigidos	0
2 Δ Existencias	25.000
3 Δ Deudores	250.000
4 Δ Acreedores	-60.000
5 Δ Inversiones financieras temporales	0
6 Δ Acciones propias	0
7 Δ Tesorería	33.000
8 Δ Ajustes por periodificación	0
TOTAL VARIACIÓN DEL CAPITAL CIRCULANTE (ΔFM)	248.000

4. EL ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO (EFE) PROPUESTO POR EL PGC-2007

El modelo propuesto por el PGC actualmente vigente agrupa términos de una manera conceptualmente muy similar a la que hemos presentado anteriormente, cuando ligábamos el estado de fuentes y empleos de fondos con las distintas acepciones de cash-flow. En la figura 10 se presenta la aplicación de dicho esquema a nuestro sencillo ejemplo.

Figura 10

A) FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE EXPLOTACIÓN	2011
1. Resultado de ejercicio antes de impuestos	2.000.000
2. Ajustes del resultado (amortizaciones e imputación de subvenciones; intereses)	390.000
3. Cambios en el capital corriente (clientes, existencias y acreedores no financieros)	-215.000
4. Otros flujos de efectivo de las actividades de explotación (intereses e impuestos)	-690.000
5. FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE EXPLOTACIÓN	1.485.000
B) FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE INVERSIÓN	2011
6. Pagos por inversiones	-2.400.000
7. Cobros por desinversiones	0
8. FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE INVERSIÓN	-2.400.000
C) FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE FINANCIACIÓN	2011
9. Cobros y pagos por instrumentos de patrimonio	600.000
10. Cobros y pagos por instrumentos de pasivo financiero	600.000
11. Pagos por dividendos y remuneraciones de otros instrumentos de patrimonio	-252.000
12. FLUJOS DE EFECTIVO DE LAS ACTIVIDADES DE FINANCIACIÓN	948.000
D) EFECTO DE LAS VARIACIONES DE LOS TIPOS DE CAMBIO	0
E) AUMENTO / DISMINUCIÓN NETA DEL EFECTIVO O EQUIVALENTES (+/- 5 +/- 8 +/- 12 +/- D)	33.000

La información presentada en la figura 10 puede también leerse de manera muy sencilla: si al resultado antes de impuestos le sumamos la amortización practicada y los intereses pagados, llegamos al EBITDA (beneficio antes de intereses, impuestos y amortizaciones), en nuestro caso 2.390.000 euros. Esta es la cifra que en condiciones de estabilidad absoluta (ausencia de crecimiento, y por tanto, de inversiones en inmovilizado y en circulantes) cabría esperar como generación de fondos de las actividades en próximos ejercicios (antes de considerar las obligaciones fiscales). Pero ha sido necesario dejar invertidos 215.000 euros en circulantes, mientras que los intereses y el impuesto de sociedades han supuesto empleos por 690.000, todo lo cual justifica un flujo de las actividades de explotación de 1.485.000 euros. Como decíamos también anteriormente, ha sido necesario invertir en inmovilizado 2.400.000 euros, por lo que, al

ser claramente insuficiente la operativa normal para generar el dinero necesario para atender las necesidades del activo, ha habido que recurrir a los proveedores de fondos, que han aportado un total de 948.000 euros netos (600.000 han sido proporcionados por los prestamistas a largo plazo; mientras que la aportación neta de los accionistas ha sido de 348.000 euros, la diferencia entre la ampliación de capital y el dividendo pagado). Véase la coherencia de todo ello con lo presentado en la figura 7.

5. UNA ALTERNATIVA MEJORADA AL ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO

Dedicaremos este apartado a presentar un estado de fuentes y empleos ligeramente diferente del anterior, que venimos proponiendo en el Departamento de Finanzas de la Universidad Comercial de Deusto desde hace más de veinticinco años. Se trata del que aparece en Gómez–Bezares (2012, pág. 103), y que reproducimos en las figuras 11 (que define en detalle toda la nomenclatura utilizada) y 12 (esquema reducido sobre el que trabajaremos a continuación para realizar las interpretaciones y comparaciones pertinentes). Como veremos enseguida, se trata de una propuesta totalmente coherente con la intención perseguida por el EFE, aunque algunos pequeños matices suponen la consecución de ventajas claras frente al anterior.

Centrémonos en la versión esquematizada de la figura 12. Como puede verse, el modelo define tres grandes conceptos: las tesorerías de inversión (TINV), de fondos ajenos a largo plazo (TFALP) y de fondos propios (TFP).

La *TINV* indica la tesorería generada por las operaciones de activo (a largo plazo, en nuestro caso), con total independencia de cómo se hayan financiado. Se explica con el concurso de cuatro grandes fuerzas: la *generación de fondos operativa (GFO)*, que es el dinero generado por operaciones típicas (entendiendo típico como “recurrente”); la *generación de fondos extraordinaria (GFE)*, que incluiría el dinero que aportan las operaciones de venta de inmovilizados o cualquier otra entrada (o salida) de dinero que no pueda considerarse como habitual; la *inversión realizada en fondo de maniobra (ΔFM)*, que recoge fundamentalmente los cambios experimentados en los saldos pendientes de cobro y pago, así como en los almacenes; y la *inversión en inmovilizado (INV)* que haya sido necesario realizar. Así, los dos primeros elementos tendrán normalmente signo positivo, mientras que los dos últimos presentarán de manera más habitual un signo negativo. El hecho de que la TINV sea positiva o negativa dependerá de cómo se hayan combinado las fuerzas anteriores (es decir, de que el activo haya sido capaz de atender todas sus necesidades, o viceversa).

La *TFALP* muestra el flujo neto de caja producido como consecuencia de la relación de la empresa con los proveedores de fondos ajenos a largo plazo. Se calcula restando de las *peticiones de fondos (EFALP)*, las *devoluciones de principal (AFALP)* y el *pago de intereses ($Ix(1-t)$)*, es decir, netos de impuestos, ya que como puede verse en la figura 11 (o en la figura 12), en el cálculo de la TINV no se ha considerado el efecto fiscal de dichos intereses).

Figura 11

	+ V _t	Ventas típicas
	- C _t	Costes operativos con desembolso
	- AM _t	Amortización
	= BAII _t	B° antes de intereses e impuestos
	x (1-t)	Incidencia impositiva (t = Tasa impositiva)
	= BAIdI _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
	x (1-t)	Incidencia impositiva
	= REIdI _t	Resultados 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
	- ΔFM _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
	x (1-t)	Incidencia impositiva
	- (1-t) x 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
Σ = 0	Σ = 0	ENCAJE

Figura 12

+ GFO	$= (V - C - AM) \times (1-t) + AM$
+ GFE	$= (VE - VL) \times (1-t) + VL$
- ΔFM	$= - (FM \text{ final} - FM \text{ inicial})$
- INV	
= TINV	
+ EFALP	
- AFALP	
- (1-t) x I	
= TFALP	
+ ECS	
- ACS	
- D	
= TFP	
ENCAJE: TINV + TFALP + TFP = 0	

Finalmente, la *TFP* recoge el flujo neto de caja producido en la relación entre accionistas y empresa; con signo positivo, aparecen las *emisiones de capital (ECS*, que incluiría también la venta de acciones de la propia compañía); y con signo negativo, las *reducciones de capital (ACS*, incluida la compra de acciones propias) y el *pago de dividendos (D)*.

Como puede verse, la relación entre nuestro modelo y el propuesto por el PGC vigente es clara: la diferencia entre la generación de fondos operativa y las inversiones en fondo de maniobra ($GFO - \Delta FM$) podría asociarse, con las matizaciones que realizaremos después, al “flujo de efectivo de las actividades de explotación”; mientras que la diferencia entre la generación de fondos extraordinaria y las inversiones en activo fijo ($GFE - INV$) coincidiría con el “flujo de efectivo de las actividades de inversión” (también con algunos matices); finalmente, la suma de TFALP y TFP sería algo similar al “flujo de efectivo de las actividades de financiación” (nuevamente con algunas precisiones que pasamos a exponer).

En primer lugar, y ésta sería la diferencia principal, hay que decir que en el EFE, los intereses aparecen clasificados (restando) en los flujos de explotación, mientras que en nuestro planteamiento aparecerían en la tesorería de fondos ajenos, cosa que parece más razonable, ya que no se trata propiamente de un flujo que tenga que ver con la gestión de las operaciones de activo, sino con la forma en que la empresa decida financiar dicho activo.

Otra diferencia puramente formal (aparte de las que se deben a algunas agrupaciones de términos distintas que ya se han puesto de manifiesto anteriormente) radica en que el esquema planteado por nosotros parte de una perspectiva de largo plazo, por lo que en realidad, en el ΔFM deberían aparecer también las variaciones de pasivos financieros a corto plazo (que normalmente tendrán asociado un coste, evidentemente financiero). Esto podría entenderse como un problema del modelo propuesto por nosotros, en el sentido de que estaría “mezclándose” en la TINV elementos relacionados con la operativa (activo) y la forma de financiarla (pasivo), pero es sencillo de corregir, ya que, caso de existir dichos pasivos financieros a corto plazo, podría optarse por definir el esquema desde el punto de vista de activos y pasivos totales, o distinguiendo entre pasivos en función de su naturaleza y plazo. Por razones de extensión, no profundizaremos aquí en el problema apuntado, y asumiremos que el pasivo corriente es fundamentalmente comercial, sin coste explícito para la empresa⁵.

En nuestro caso, y dado que no existen pasivos corrientes de naturaleza estrictamente financiera (no aparecen préstamos a corto plazo, sino sólo acreedores que entendemos nacidos en operaciones comerciales), podemos aplicar directamente el modelo propuesto, para llegar a los resultados que se muestran en la figura 13.

La lectura de dichos resultados vuelve a ser bastante sencilla: la realización de las operaciones “típicas” (recurrentes) sin considerar NINGÚN aspecto relacionado con la forma de financiarlas, ha reportado un cash-flow (GFO) de 1.763.000 euros, no habiéndose obtenido dinero alguno por las operaciones “extraordinarias” (no recurrentes, GFE); de la cifra apuntada, no se ha podido

⁵ En el caso de que no fuera así, la solución más sencilla sería trasladar los pasivos financieros a corto plazo al concepto TFALP, que dejaría de ser “tesorería de fondos ajenos a largo plazo”, y se convertiría así en “tesorería de fondos ajenos con coste”; ello supondría que, en realidad, la TINV no sería la asociada a la parte del activo financiada con pasivos a largo plazo, sino la financiada con pasivos con coste.

disponer de 248.000 euros, que es el dinero que ha sido necesario invertir en fondo de maniobra (incluida la caja: el modelo asume que si en la tesorería final hay una determinada cifra, es porque el negocio la necesita), ni tampoco de 2.400.000 euros adicionales, que ha habido que invertir en inmovilizado. Todo ello arroja una tesorería de inversión o flujo de caja negativo generado por el activo después de atender sus necesidades, sin considerar ningún aspecto relacionado con la financiación, de -885.000 euros; es decir, el activo ha demandado la cifra apuntada, que lógicamente habrá tenido que ser aportada por los proveedores de fondos (a largo plazo, en nuestro caso).

Figura 13

Concepto	2011
<i>BAlI</i>	2.090.000
<i>BAlDI</i>	1.463.000
+ GFO	1.763.000
<i>RE</i>	0
<i>REdI</i>	0
+ GFE	0
<i>FM (2011)</i>	2.408.000
<i>FM (2010)</i>	2.160.000
- Δ FM	-248.000
- INV	-2.400.000
TINV	-885.000
+ EFALP-AFALP	600.000
- I x (1-t)	-63.000
TFALP	537.000
+ ECS-ACS	600.000
- D	-252.000
TFP	348.000
TINV+TFALP+TFP=	0

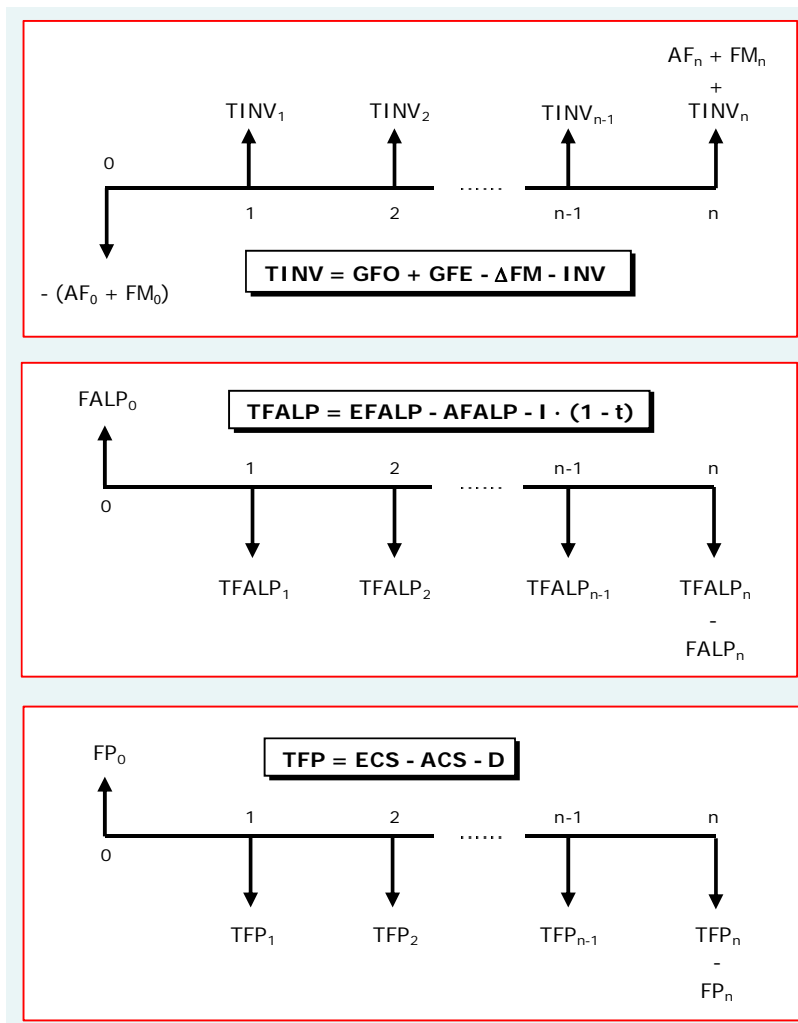
Y así es, efectivamente: en su relación con los prestamistas a largo plazo, se ha producido una entrada neta de fondos de 537.000 euros, resultado de considerar la ampliación de la deuda por valor de 600.000, a lo que hay que restar los intereses pagados (netos del impuesto de sociedades, ya que en el cálculo de GFO, y para no mezclar aspectos relacionados con el activo y el pasivo de la empresa, no se ha considerado el ahorro fiscal asociado a dichos intereses). Por otro lado, los accionistas han aportado en términos netos los 348.000 euros restantes, cifra que coincide con la diferencia entre el importe neto de capital que se ha ampliado (600.000 euros) y el pago del dividendo efectuado (252.000).

Como puede verse, hay ligeras diferencias entre nuestro planteamiento y el propuesto por el PGC-2007. La conciliación, como veíamos anteriormente, es extraordinariamente sencilla, pero nuestro planteamiento presenta la ventaja fundamental de separar con más claridad las operaciones de activo de las relativas al pasivo, lo que constituye un mejor punto de partida para realizar tareas financieras posteriores de análisis de proyectos de inversión o financiación, o de valoración de empresas. De hecho, la valoración de la empresa mediante la técnica de descuento de flujos de caja exigiría calcular lo que suelen llamarse “free cash-flows” (o flujos de caja

“libres”), generados por el activo (o la parte de éstos que corresponde a los accionistas, en el caso de que lo que pretenda valorarse sea la participación de los socios en la empresa).

Con la metodología propuesta, y supuesta capacidad del analista para “proyectar” los estados financieros previstos para el futuro, la tarea sería sencilla: los free cash-flows generados por el activo coincidirían con la TINV esperada en los próximos años; y los correspondientes a los accionistas coincidirían con la TFP, cambiada de signo. Y es que el equilibrio de la empresa a largo plazo puede concebirse de la manera presentada en la figura 14, en la que se muestra la metodología propuesta, aplicada a los distintos años futuros: son lo que llamamos “perfiles de fondos” asociados al activo (permanente), a los fondos ajenos a largo plazo y a los fondos propios. Sólo quedaría, para valorar la empresa con la técnica de descuento de flujos de caja, estimar la rentabilidad exigible a la misma en función de su riesgo, y aplicar la fórmula de descuento correspondiente. Por otro lado, el perfil de tesorería de fondos ajenos a largo plazo permitiría también calcular el coste de dichos fondos (que sería neto del impuesto de sociedades, por la propia forma de cálculo de dicho perfil).

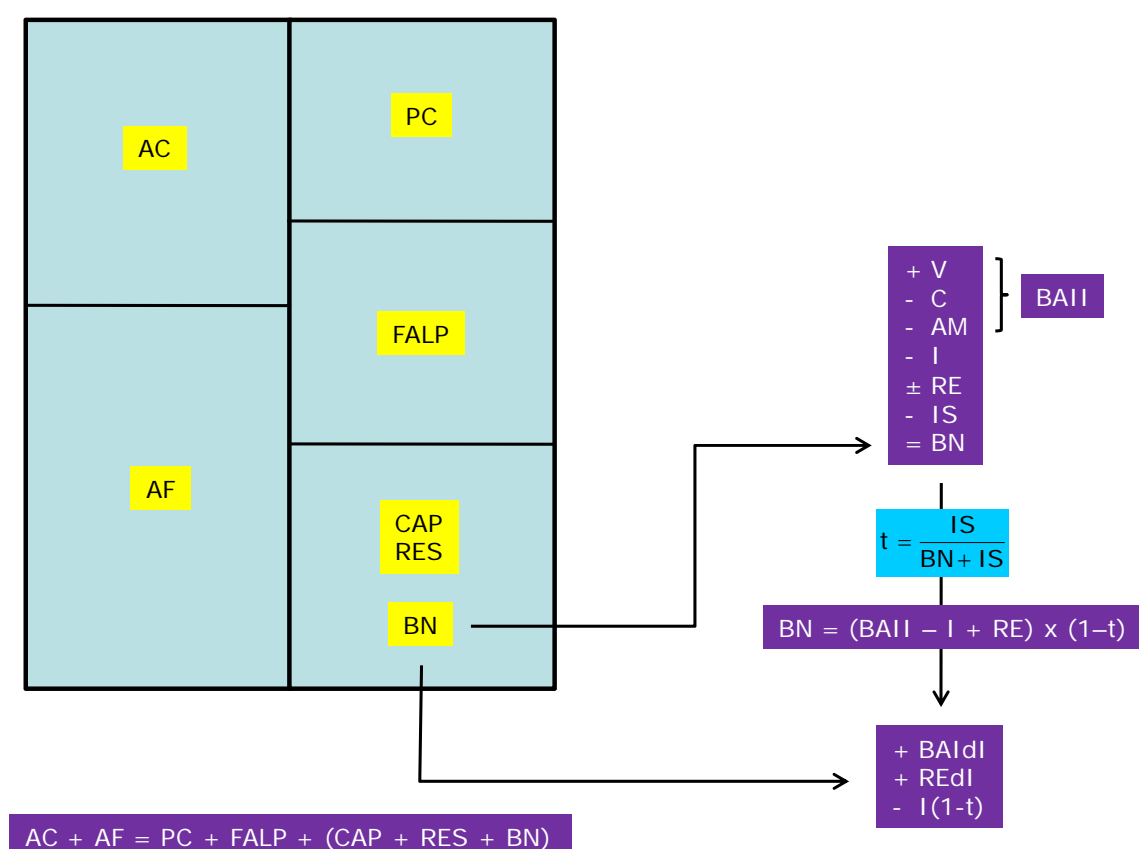
Figura 14



6. ADAPTACIÓN DE NUESTRO ESQUEMA AL MODELO DE CUENTAS ANUALES PROPUESTO POR EL PGC-2007

Antes de realizar la adaptación de nuestro EOAF al modelo de cuentas anuales propuesto por el PGC vigente, presentaremos el esquema de balance y cuenta de resultados en el que habría que “insertar” los componentes de las cuentas anuales de la empresa sean cuales sean las normas contables a aplicar, realizando además, algunas comprobaciones que consideramos pueden resultar de interés. Para proceder después a realizar el encaje en dicho modelo de las cuentas anuales de nuestro PGC.

Figura 15

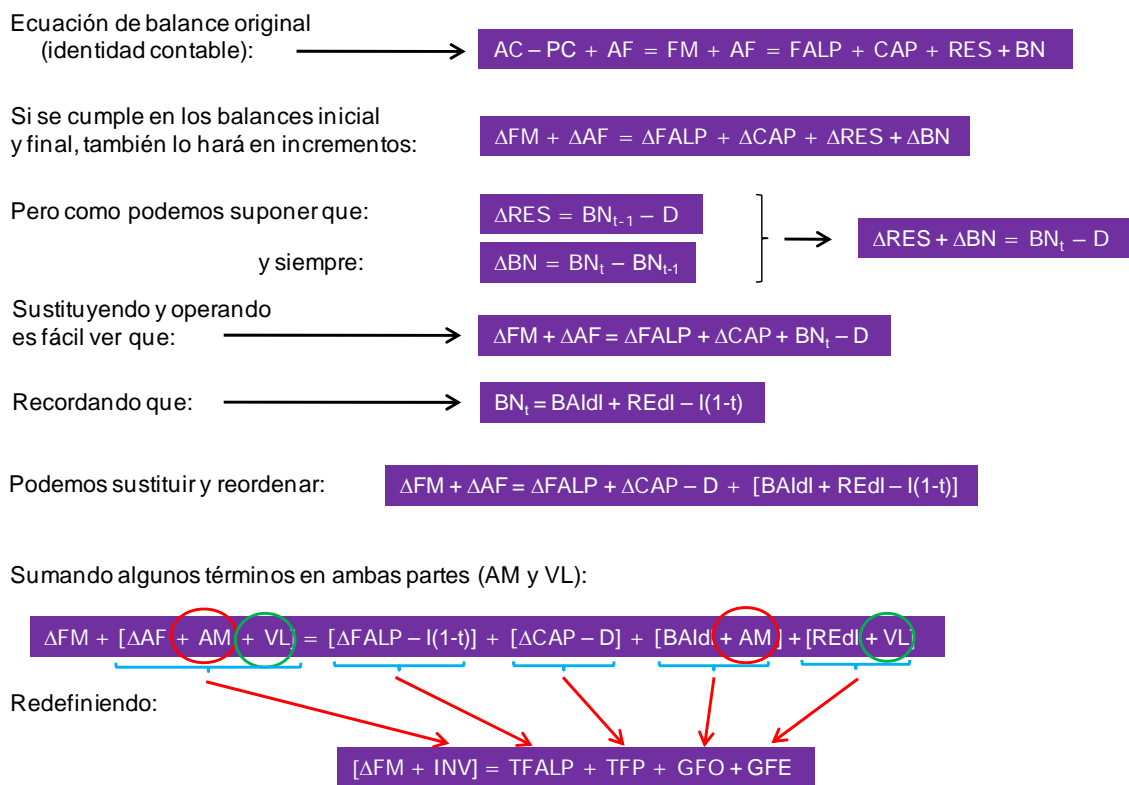


Como puede verse, en la figura 15 nos hemos limitado a presentar el esquema básico de balance y cuenta de resultados sobre el que luego aplicamos la metodología propuesta en la figura 11. Por el lado del activo, las partidas deben clasificarse en los apartados AC (activo circulante o corriente) y AF (activo no corriente o activo fijo). En lo que se refiere al pasivo, las partidas deberán incluirse en los apartados de PC (pasivo circulante o corriente), FALP (fondos

ajenos a largo plazo) o en los fondos propios (en los que hemos distinguido tres capítulos: CAP, que hace referencia al capital de la compañía, RES, que recoge las reservas y resultados de ejercicios anteriores pendientes de aplicación, y BN, que se refiere al beneficio neto generado en el ejercicio). Dicho beneficio está compuesto por los elementos que se definían ya en la figura 2, con la única salvedad de que ahora se incluye el apartado RE, que hace referencia a los resultados extraordinarios (entendidos siempre en nuestro esquema como “no recurrentes”). Por otro lado, se explicita cómo calcular el tipo impositivo soportado “t”, como cociente entre el impuesto devengado y la base imponible. Además, se recoge en la parte inferior la “ecuación de balance” o identidad básica, según la cual el activo tiene que ser igual al pasivo.

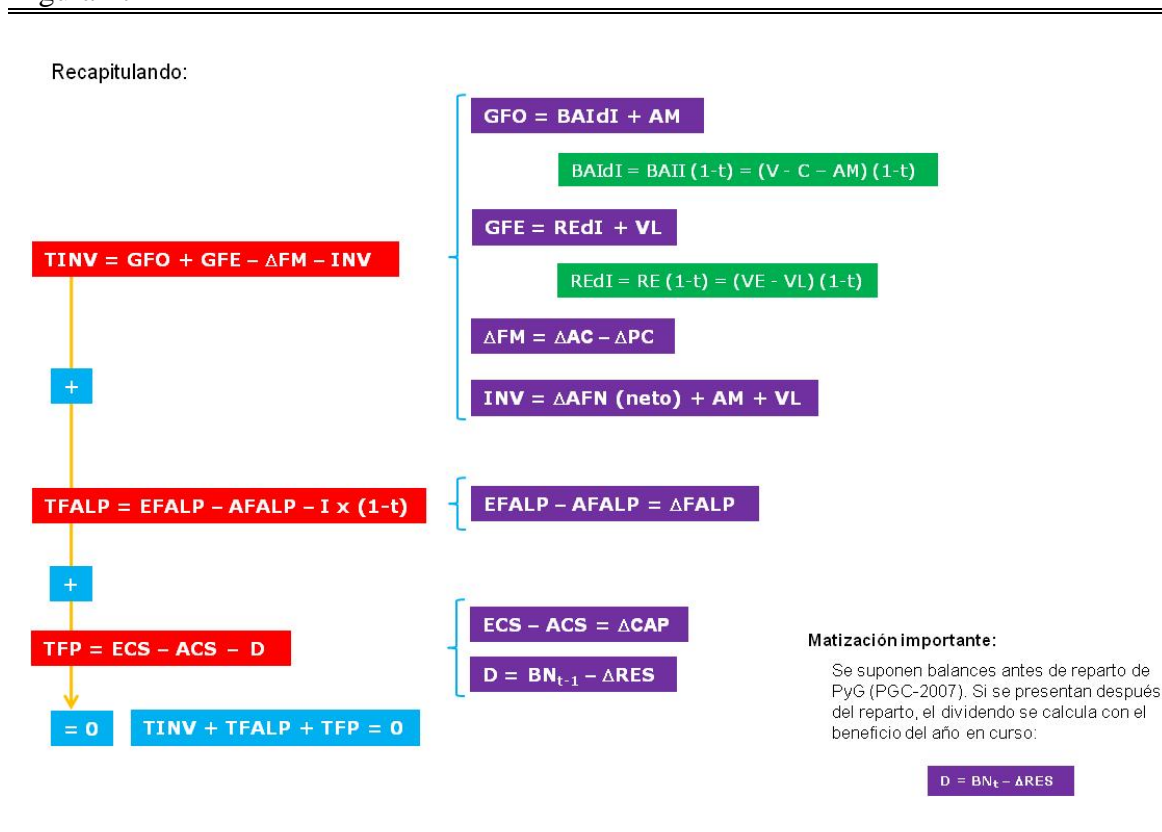
En la figura 16 pretende mostrarse de una manera muy sencilla e intuitiva cómo, en realidad, la identidad propuesta en nuestro modelo de EOAF no es otra cosa que la constatación de que el incremento de activo coincide con el de pasivo.

Figura 16



Finalmente, en la figura 17 recopilamos todo lo anterior, y proponemos algunas simplificaciones a realizar en el cálculo de los diferentes conceptos cuando la información de partida se halla muy agregada, tales como la obtención del dividendo a partir de la diferencia entre el beneficio y el incremento de reservas, entre otras.

Figura 17



A continuación, realizaremos el encaje del modelo de cuentas anuales propuesto por el PGC vigente. Por razones de extensión, y en aras de una mayor simplicidad expositiva (aunque podrían realizarse muchas matizaciones, que dejaremos para trabajos posteriores), propondremos una adaptación muy sencilla de nuestro modelo de Fuentes y empleos de fondos a la estructura de cuentas anuales propuesta por el PGC vigente, que presentamos en las figuras 18 y 19.

Comentaremos brevemente algunos de los principales elementos implicados. Así, en la figura 18 se muestra nuestra propuesta de encaje de la cuenta de resultados. Como se ve, identificamos en primer lugar los elementos que claramente son ingresos por ventas (la cifra de negocio), los costes operativos con desembolso (aprovisionamientos, gastos de personal y otros de explotación) y la amortización de inmovilizados; aunque podrían tratarse de manera diferente, se consideran como menores costes operativos con desembolso tanto la variación de existencias de producto terminado y en curso, como los trabajos realizados para el activo (lo que es discutible, ya que ambos conceptos podrían incluir, por ejemplo, parte de la amortización realizada; por otro lado, sería también defendible tratarlos como un mayor ingreso, aunque esto no provocaría ningún efecto diferencial en este esquema de EOAF). También es claro el capítulo correspondiente a los gastos financieros (que incluimos en el epígrafe de intereses). Hay algunos elementos (como los otros ingresos de explotación o los ingresos financieros) cuya clasificación dejamos a criterio del analista en cada caso concreto (bien como ingresos típicos –recurrentes– o “extraordinarios” –no recurrentes–).

Figura 18

CUENTA DE RESULTADOS		
A) OPERACIONES CONTINUADAS		
1. Im porte neto de la cifra de negocios		V
2. Var. de existencias de productos terminados y en curso de fabricación		-C
3. Trabajos realizados por la empresa para su activo		-C
4. Aprovisionamientos		C
5. Otros ingresos de explotación		V,RE
6. Gastos de personal		C
7. Otros gastos de explotación		C
8. Amortización del inmovilizado		AM
9. Imputación de subvenciones de inmovilizado no financiero y otras		V(*)
10. Excesos de provisiones		V(*)
11. Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado		RE(*)
A.1) RESULTADO DE EXPLOTACIÓN (1+2+3+4+5+6+7+8+9+10+11)		
12. Ingresos financieros		V,RE
13. Gastos financieros		I
14. Variación de valor razonable en instrumentos financieros		RE(*)
15. Diferencias de cambio		RE(*)
16. Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros		RE(*)
A.2) RESULTADO FINANCIERO (12+13+14+15+16)		
A.3) RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS (A.1+A.2)		
17. Impuestos sobre beneficios		IS
A.4) RESULTADO DEL EJERCICIO PROCEDENTE DE OPERACIONES CONTINUADAS (A.3+17)		BN(1)
B) OPERACIONES INTERRUMPIDAS		
18. Resultado del ejercicio procedente de operaciones interrumpidas neto de impuestos		BN(2)
A.5) RESULTADO DEL EJERCICIO (A.4+18)		BN

Estructura de Cuenta de Resultados propuesta por el PGC-2007

Encaje en nuestro esquema de Cuenta de PyG

Sin embargo, hay conceptos cuya clasificación no es clara, y que hemos identificado con el símbolo (*), para indicar que deben realizarse muchas matizaciones a la aproximación sencilla que hemos propuesto. Así, por ejemplo, hemos incluido la imputación de subvenciones de inmovilizado no financiero y los excesos de provisiones como “ingresos típicos”, cuando en realidad se alejan bastante del concepto de “ingresos por ventas”. La razón es puramente práctica, ya que, como veremos después, en el caso de que haya variaciones de provisiones o de subvenciones recibidas en las partidas de balance, los incrementos netos correspondientes van a sumarse en la GFO al BAIdI (por lo que lo que pretendemos al incluirlos en V es simplemente simplificar las cosas, ya que su tratamiento como “ingreso sin entrada de fondos” –coherente con el de la amortización, pero con signo contrario– obligaría a realizar la corrección correspondiente en el incremento de subvenciones o provisiones). En lo que se refiere a los ajustes por cambios de valor (incluidos los deterioros), que no provocan directamente efectos en la tesorería de la empresa, el primer problema con el que nos enfrentamos es que, con el nivel de agregación propuesto, no aparecen separados de los resultados por operaciones con inmovilizados (o con inversiones financieras), por lo que los hemos clasificado también como

“extraordinarios” en esta primera aproximación sencilla (aunque luego haremos alguna matización en relación a este tema).

Figura 19

BALANCE - ACTIVO		BALANCE - PATRIMONIO NETO Y PASIVO	
A) ACTIVO NO CORRIENTE		A) PATRIMONIO NETO	
I. Inmovilizado intangible	AF	A-1) Fondos propios	
II. Inmovilizado material	AF	I. Capital	CAP
III. Inversiones inmobiliarias	AF	II. Prima de emisión	CAP
IV. Inversiones en empresas del grupo y asociadas a largo plazo	AF	III. Reservas	RES
V. Inversiones financieras a largo plazo	AF	IV. (Acciones y participaciones en patrimonio propias)	-CAP
VI. Activos por impuesto diferido	AF	V. Resultados de ejercicios anteriores	RES
		VI. Otras aportaciones de socios	CAP
		VII. Resultado del ejercicio	BN
		VIII. (Dividendo a cuenta)	-RES
		IX. Otros instrumentos de patrimonio neto	CAP
		A-2) Ajustes por cambios de valor	
		I. Activos financieros disponibles para la venta	AJU
		II. Operaciones de cobertura	AJU
		III. Otros	AJU
		A-3) Subvenciones, donaciones y legados recibidos	SUB
B) ACTIVO CORRIENTE		B) PASIVO NO CORRIENTE	
I. Activos no corrientes mantenidos para la venta	AC	I. Provisiones a largo plazo	PROV
II. Existencias	AC	II. Deudas a largo plazo	FALP
III. Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	AC	III. Deudas con empresas del grupo y asociadas a largo plazo	FALP
IV. Inversiones en empresas del grupo y asociadas a corto plazo	AC	IV. Pasivos por impuesto diferido	FALP
V. Inversiones financieras a corto plazo	AC	V. Periodificaciones a largo plazo	FALP
VI. Periodificaciones a corto plazo	AC		
VII. Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	AC		
TOTAL ACTIVO (A+B)		C) PASIVO CORRIENTE	
		I. Pasivos vinculados con activos no corrientes mantenidos para la venta	PC
		II. Provisiones a corto plazo	PROV
		III. Deudas a corto plazo	PC
		IV. Deudas con empresas del grupo y asociadas a corto plazo	PC
		V. Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	PC
		VI. Periodificaciones a corto plazo	PC
		TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO (A+B+C)	

Hemos tratado como “resultado extraordinario” las diferencias de cambio (que podrían considerarse como parte del coste financiero –intereses–, en el caso de que estuvieran asociados a la financiación con coste ordinaria de la empresa; pero también podrían deberse a resultados de inversiones financieras de diferente naturaleza, en cuyo caso cabría considerarlas incluso a nivel de ingresos típicos –V– en el caso de que fueran recurrentes; y todo ello considerando que hubieran producido ya los efectos en tesorería, ya que en caso contrario podrían tratarse como los ajustes de valor que comentaremos a continuación).

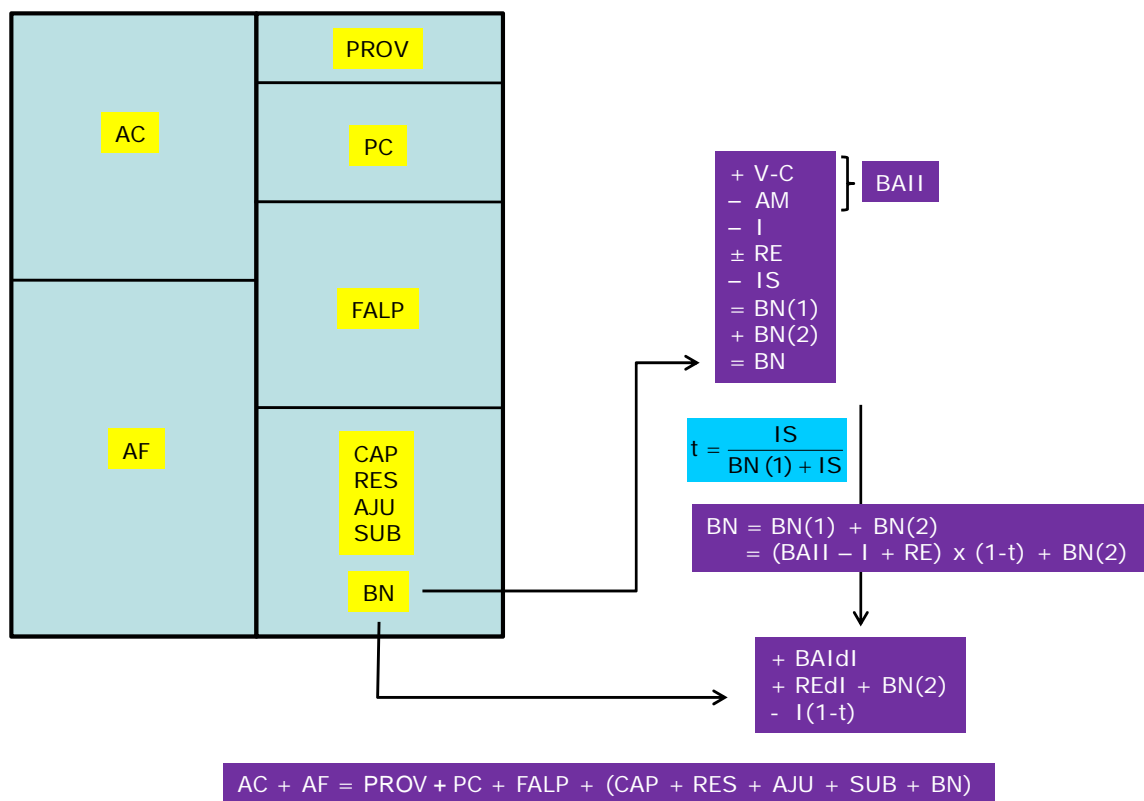
Finalmente, hemos separado el resultado procedente de las operaciones interrumpidas, que hemos identificado como BN(2), y que a todos los efectos trataremos como resultado extraordinario (aunque nuevamente podrían realizarse ciertas matizaciones al respecto).

En lo que se refiere al balance (figura 19), hemos simplificado extraordinariamente, por lo que nos limitaremos a comentar los elementos que hemos explicitado, y que en principio no aparecían en el esquema simplificado de balance que proponíamos para aplicar el modelo de EOAF propuesto por nosotros (figura 15). Así, los elementos que integran el concepto “Fondos propios” los hemos agrupado en tres grandes epígrafes: CAP (que se identifica con las aportaciones de los socios, incluida la compra o venta de acciones propias o las primas de

emisión); RES (que identificamos con las reservas y resultados de ejercicios anteriores, y donde hemos incluido también el dividendo activo a cuenta, ya que el concepto de dividendo pagado lo deducimos, tal como hemos visto en la figura 17, a partir de la variación de reservas y el beneficio obtenido); y BN (que se corresponde con el beneficio del ejercicio). Identificamos de manera separada los ajustes por cambios en el valor razonable (AJU) y las subvenciones, donaciones y legados recibidos (SUB). Finalmente, agrupamos todos los conceptos de pasivo no corriente (salvo las provisiones) en el epígrafe FALP (lo que nuevamente exigiría muchas matizaciones, ya que se mezcla financiación con coste con otra que podría no tenerlo), y los conceptos de pasivo corriente (salvo las provisiones) bajo el epígrafe PC. Agrupando en un solo concepto las provisiones a largo y corto plazo, ya que vamos a darles el mismo tratamiento en el esquema de EOAF.

El resultado de las agrupaciones propuestas se muestra en la figura 20, en la que se explicita nuevamente la ecuación fundamental de balance (que iguala el activo y pasivo totales de la empresa).

Figura 20



En el caso de que no hubiera saldos en las partidas de provisiones, ajustes y subvenciones, y asumiendo que el resultado de operaciones interrumpidas fuera nulo, el esquema coincidiría con el propuesto en la figura 15. En caso contrario, tiene sentido realizar la misma reflexión que hacíamos en la figura 16, pero considerando tales conceptos: es lo que se presenta en la figura 21; lo que daría lugar al esquema final de EOAF que se propone en la figura 22: dejamos al

lector que saque las conclusiones pertinentes, aunque realizaremos algunos comentarios breves al respecto.

Figura 21

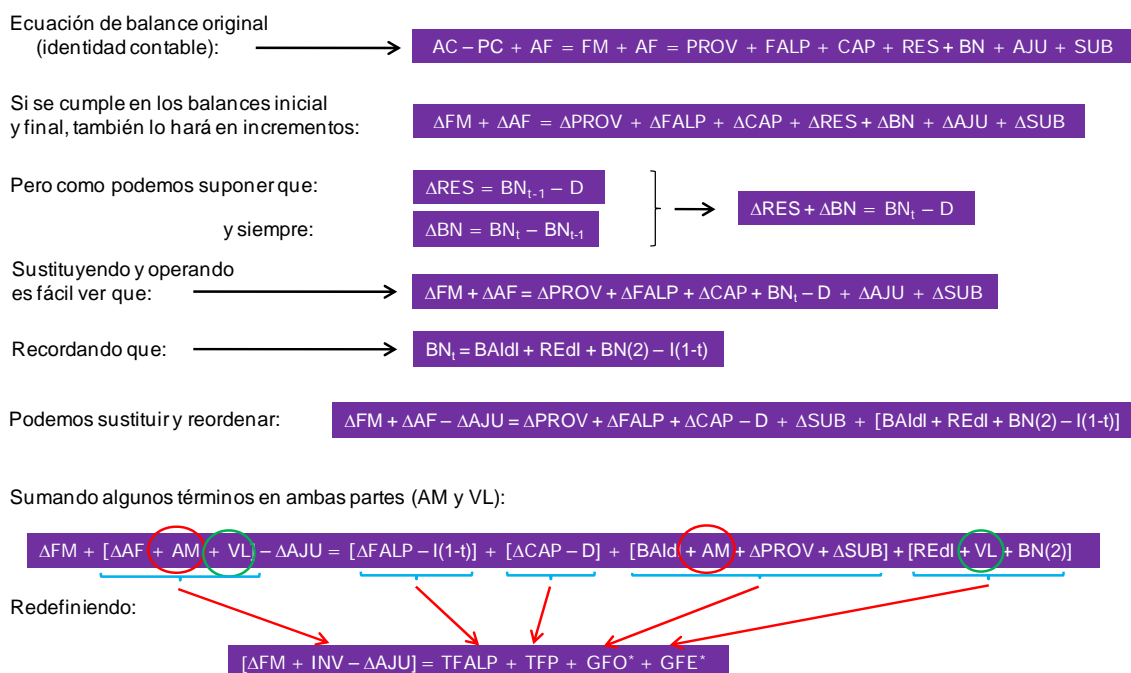
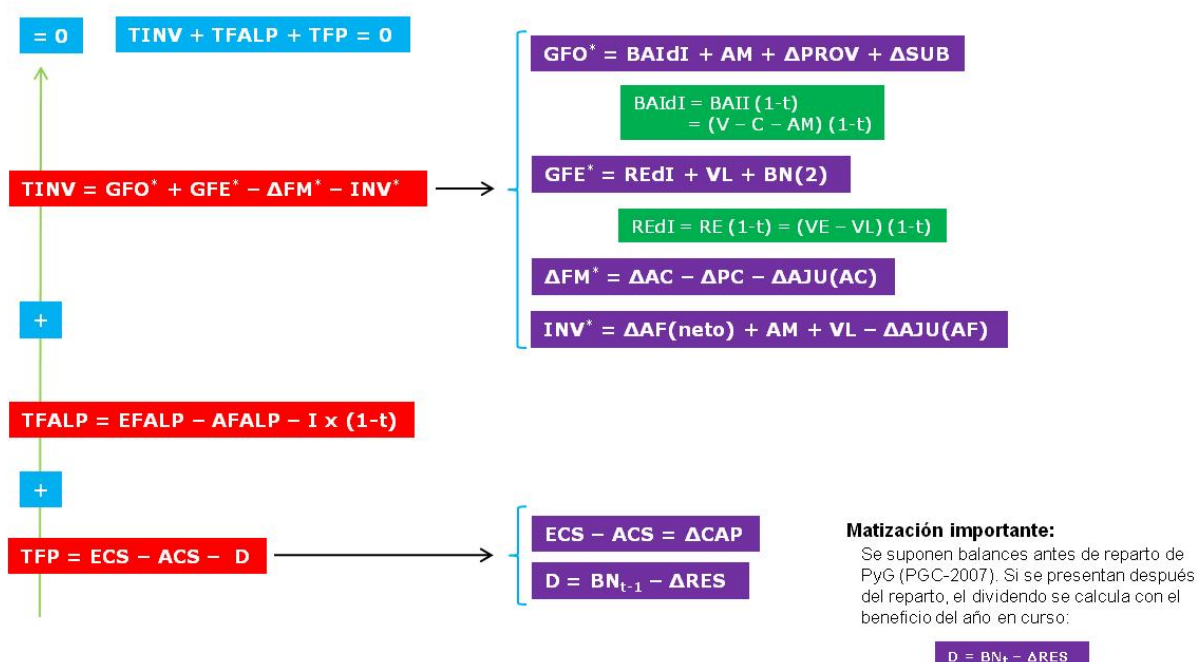


Figura 22

Redefinición de nuestro esquema de FyE adaptado al nuevo PGC-2007:



En primer lugar, señalar que, cuando la información es imperfecta, la inversión (INV^{*}) podría aproximarse de la manera señalada en la mencionada figura 22: cálculo del incremento de activo fijo neto (es decir, deducidos, tanto del saldo inicial como final, las amortizaciones y deterioros correspondientes), a lo que habría que sumar la amortización del ejercicio y el valor en libros de los activos vendidos (en el caso de que tampoco se dispusiera de la información relativa al valor neto contable de los activos vendidos, no podría sumarse VL en el cálculo de INV, ni tampoco en GFE); a cuyo resultado se le restarían los ajustes de valor realizados.

Por otro lado, y como puede comprobarse, hemos separado la variación producida en los ajustes de valor, asignando los que corresponden al activo fijo al concepto INV^{*}, y los de circulantes al cálculo de la inversión en fondo de maniobra (para cuyo cálculo deben también utilizarse los valores contables netos de deterioros).

7. A MODO DE CONCLUSIÓN

En este artículo hemos tratado de presentar de una manera sencilla la lógica e intención de una de las herramientas de análisis económico-financiero más potentes a nuestra disposición: el estado de origen y aplicación de fondos.

Así, y sobre la base de un ejemplo sencillo, se han ido revisando los distintos modelos propuestos por nuestros sucesivos planes de contabilidad, desde el Cuadro de financiación del PGC-1990, hasta el Estado de flujos de efectivo planteado por el vigente PGC-2007. A continuación, hemos presentado un modelo de fuentes y empleos alternativo que, siendo coherente con el Estado de flujos de efectivo, presenta algunas ventajas, al permitir discernir más claramente entre los flujos correspondientes al activo y los propios del pasivo. Hemos comprobado que la conciliación entre ambos modelos es sencilla, resultando el modelo alternativo propuesto más adecuado para el tratamiento posterior de la información obtenida con el propósito de realizar el análisis del interés de proyectos de inversión y financiación, así como de valorar empresas.

Finalmente, se ha planteado una propuesta de encaje de la información que aparece en el modelo normal de cuentas anuales (balance y cuenta de resultados) del PGC-2007 en el modelo simplificado que necesitamos para confeccionar el estado de origen y aplicación de fondos propuesto, indicando también las adaptaciones a realizar en el caso de que la información de partida no fuera todo lo rica que cupiera desear, y mostrando la existencia de elementos discutibles que, a juicio del analista, pudieran tratarse también de maneras distintas de las propuestas.

8. BIBLIOGRAFÍA

GÓMEZ-BEZARES, F. (2012): *Elementos de Finanzas Corporativas*, Desclée de Brouwer, Bilbao.

ORTEGA, J.A. (2010): “Los estados de flujos de fondos: del cuadro de financiación al estado de flujos de efectivo”, *Boletín de Estudios Económicos*, nº 199, Abril, págs. 127–154.

PLAN GENERAL DE CONTABILIDAD (1990), *Real Decreto 1643/1990*, de 20 de diciembre.

PLAN GENERAL DE CONTABILIDAD (2007), *Boletín Oficial del Estado de 20 de noviembre*, Suplemento del número 278.

SANTIBÁÑEZ, J. (2010): “Los criterios de valoración en el nuevo Plan General de Contabilidad de 2007: Una explicación sencilla y algunos ejemplos prácticos”, *Boletín de Estudios Económicos*, nº 199, Abril, págs. 105–126.